



INFORME MACROECONÓMICO

Jueves 3 de diciembre de 2020 / Nº: 274

Relación entre la política fiscal y monetaria





SUMARIO

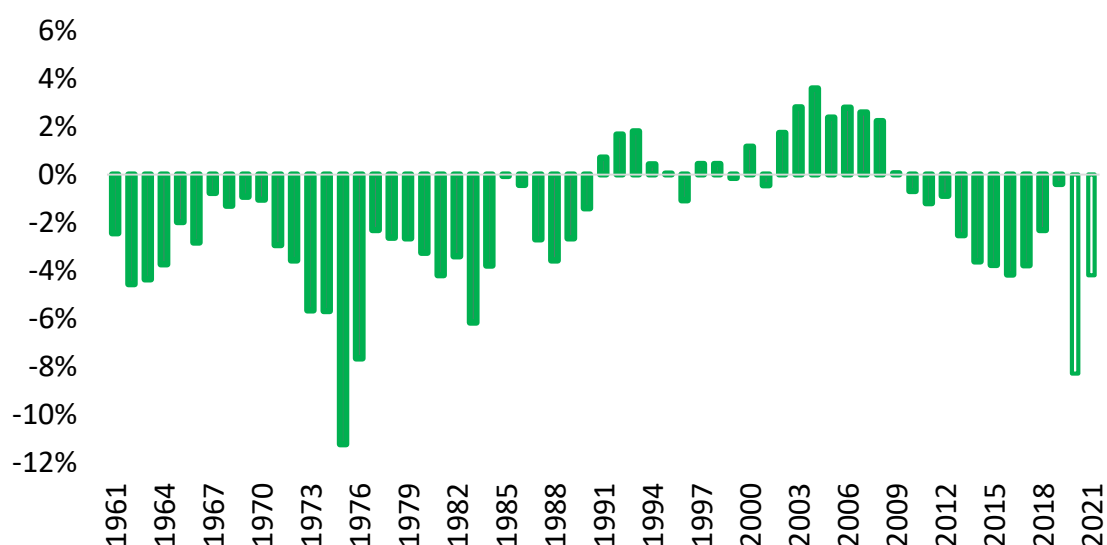
- **LA POLÍTICA FISCAL:** la magnitud del déficit fiscal actual constituye un problema importante que se agrava por una situación social delicada en el marco de una crisis severa. En ese sentido, si bien el déficit fiscal creció en toda la región, una particularidad argentina es que se financió casi enteramente a través del BCRA, por lo que el desequilibrio fiscal se transformó en uno monetario.
- **LA POLÍTICA MONETARIA:** el crecimiento del déficit fiscal se traduce directamente en un aumento de la emisión monetaria para financiar al Tesoro que, en lo que va del año, alcanza 5,9% del PBI. Si bien en 2020 la inflación fue menor a la de 2019, en los últimos meses se vio una aceleración que probablemente marca los límites de la estrategia actual para gestionar el excedente monetario y ponen de relieve la necesidad de tender hacia un equilibrio de las cuentas públicas.



LA POLÍTICA FISCAL

El estado de las cuentas públicas es sin dudas uno de los elementos claves para entender la situación que se encuentra transitando la economía argentina. Tanto la magnitud del déficit fiscal actual, el mayor desde los setentas, como el hecho de que se produce en un contexto de elevada presión tributaria en perspectiva histórica y regional constituyen desafíos en sí mismos, a lo que se añade una situación social delicada en el marco de una crisis severa. En ese sentido, si bien el resultado fiscal sufrió un deterioro en toda la región producto del aumento del gasto para hacer frente a la pandemia, una particularidad argentina es que el déficit se financió casi enteramente a través del Banco Central por lo cual el desequilibrio fiscal se tradujo también en un desequilibrio monetario, al que nos referimos en la segunda sección.

Resultado primario del Gobierno Nacional - % del PBI



Fuente: Movimiento CREA en base a Ministerio de Economía, INDEC y Fundación Norte y Sur.

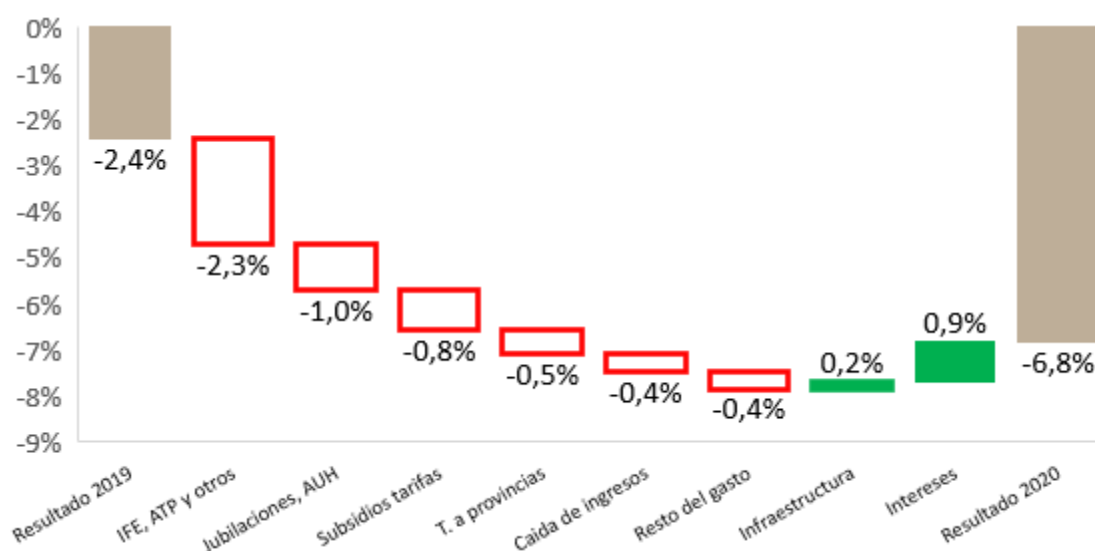
Más en detalle, de acuerdo al presupuesto, el Gobierno estima que el 2020 finalizará con un déficit financiero¹ de 10,3% del PBI, un aumento significativo en relación al 3,8% del PBI observado en 2019 a pesar de que la renegociación de la deuda pública redujo la carga de los intereses. Sin considerar los intereses de la deuda, el rojo fiscal ascendió a 0,2% del PBI en 2019 y a 8,3% del PBI en 2020. En ese sentido, si bien el Gobierno estima reducir el déficit el año próximo, el 4,2% proyectado (sin intereses)

¹ El déficit financiero es el déficit total del Gobierno, incluyendo intereses de la deuda. El déficit primario es el rojo fiscal sin incluir los intereses de la deuda.



igualmente seguiría siendo elevado en perspectiva histórica, como puede verse en el gráfico. Como comentábamos anteriormente, la particularidad argentina no radica tanto en la expansión del déficit si no en la forma de su financiamiento y en que ya existían problemas fiscales previos a la pandemia. De hecho, de acuerdo al FMI, los 32 países de América Latina y el Caribe para los cuales tienen estimaciones tendrán déficit fiscal en 2020 y en 21 de ellos el rojo fiscal será superior a 6% del PBI. Sin embargo, en 2019, aún después de la corrección fiscal implementada desde mediados de 2017, Argentina tenía el séptimo déficit fiscal más elevado de entre los 32 países relevados. Además, la presión tributaria local era en 2019 la más alta de la región², alcanzando el 33,8% del PBI frente a un promedio regional de 24,8% del PBI.

Variación del déficit fiscal – primeros 10 meses del año, % del PBI



Fuente: Movimiento CREA en base a Ministerio de Economía e INDEC.

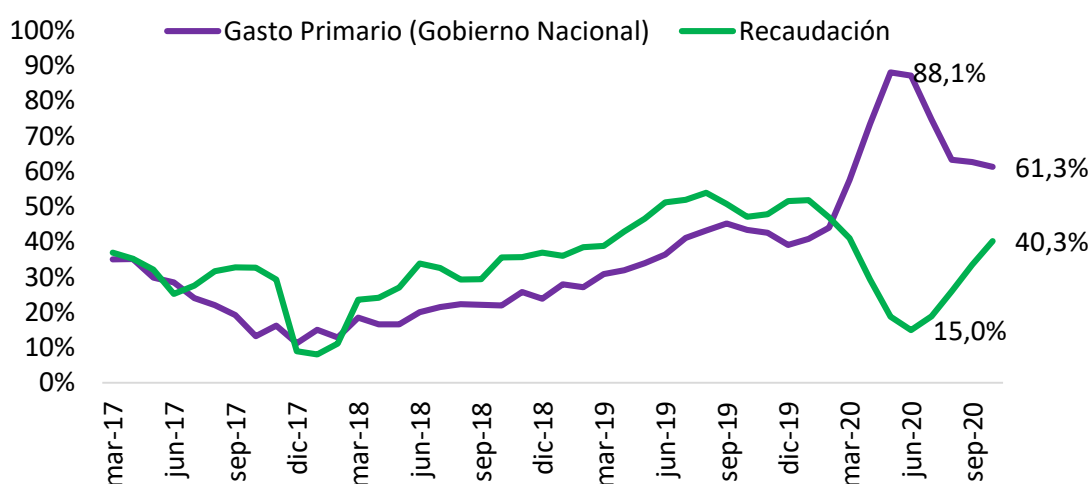
Profundizando sobre los factores que llevaron al crecimiento del déficit en 2020, destaca el impacto directo de la pandemia sobre las cuentas fiscales a través del IFE, el ATP y otros programas de asistencia en el marco de la emergencia sanitaria que, en su conjunto, alcanzaron 2,4% del PBI en los primeros 10 meses del año. En igual sentido, el incremento de las transferencias a las provincias (discrecionales) también se encuentra vinculado a la necesidad de fondos de los gobiernos sub-nacionales que, a diferencia de su contraparte nacional, no tienen la capacidad de emitir dinero. De manera menos directa, el aumento de los subsidios a las empresas de servicios públicos (0,8% del PBI) responde a que se tomó

² Sólo superada por San Cristóbal y Nieves y la Mancomunidad de Dominica, países insulares que no alcanzan los 100 mil habitantes.



la decisión de no aumentar las tarifas que pagan los usuarios en el marco de la pandemia, aunque ya en campaña la actual administración se había referido a la necesidad de revisar los esquemas tarifarios. Por otra parte, el gasto en jubilaciones y pensiones creció 1% del PBI respecto a 2019, aunque se debe tener en cuenta que el aumento incluye los bonos “por única vez” otorgados en enero y marzo. Del lado de los recortes, el pago de los intereses de la deuda cayó 0,9% del PBI como consecuencia de la renegociación y los fondos destinados a obra pública se retrajeron 0,2% del PBI. De esta manera, teniendo en cuenta que los ingresos del estado cayeron sólo 0,4% del PBI pese a la crisis, se advierte que la expansión del déficit se justifica por la expansión generalizada del gasto que a su vez es explicada, en buena parte, por la asistencia brindada por el Gobierno en el marco de la pandemia.

Gasto primario y recaudación – variación interanual promedio móvil 3 meses



Fuente: Movimiento CREA en base a Ministerio de Economía.

Así, el análisis de los factores que llevaron al crecimiento del déficit fiscal permite una idea de cuáles serán las medidas que el Gobierno deberá adoptar para corregirlo. En primera instancia, resalta que el Gobierno ya comenzó a eliminar la asistencia dada el marco de la pandemia (IFE, ATP) pese a que todavía no se levantaron completamente las restricciones asociadas a la cuarentena. Por otra parte, también se buscará cambiar la fórmula que rige el aumento de las jubilaciones y, además, también se produciría un ahorro en caso que no se renueven los bonos otorgados “por única vez”. También fuentes oficiales señalaron que se volverán a aumentar las tarifas de los servicios públicos, lo cual implicaría una reducción del gasto que depende de la magnitud de los incrementos. De esta manera, el Gobierno estaría operando sobre las tres principales causas de crecimiento del déficit fiscal, aunque restará ver si varias



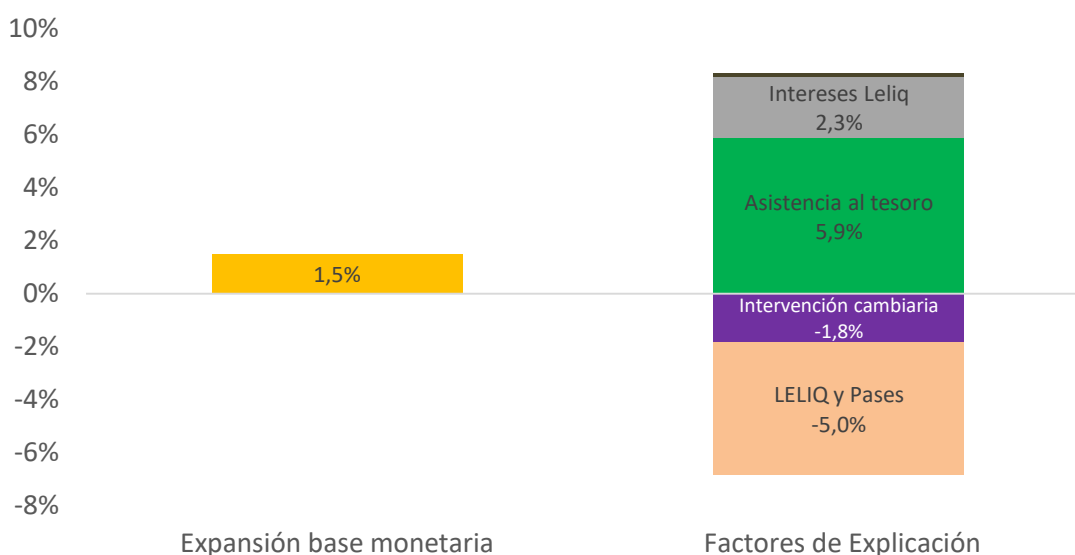
de las medidas se implementan efectivamente, considerando las dificultades políticas asociadas a la reducción del gasto en la delicada coyuntura social actual.

En suma, si bien el déficit fiscal creció fuertemente en lo que va de 2020, el Gobierno da señales de que comenzará a abordar el problema y, en algunos casos, ya comenzó a hacerlo (retirar el IFE y el ATP). Probablemente, ello se deba a la necesidad de reducir la financiación monetaria del rojo fiscal que, a su vez, está detrás de las presiones cambiarias y de la aceleración inflacionaria de los últimos meses.

LA POLITICA MONETRIA

Producto de que, a diferencia de otros países, Argentina no puede recurrir a la colocación de deuda, por problemas previos a la pandemia, el crecimiento del déficit fiscal se traduce directamente en un aumento de la emisión monetaria para financiar al Tesoro que, en lo que va del año, alcanza 5,9% del PBI. Para morigerar el impacto inflacionario y cambiario del aumento del dinero circulante, el BCRA ha recurrido a retirar el dinero excedente a través de colocaciones de un instrumento que paga interés, llamado LELIQ, a los bancos cuyo stock ha crecido de manera significativa y deberá gestionarse en el futuro.

Factores de explicación de la base monetaria – % del PBI, al 11 de noviembre



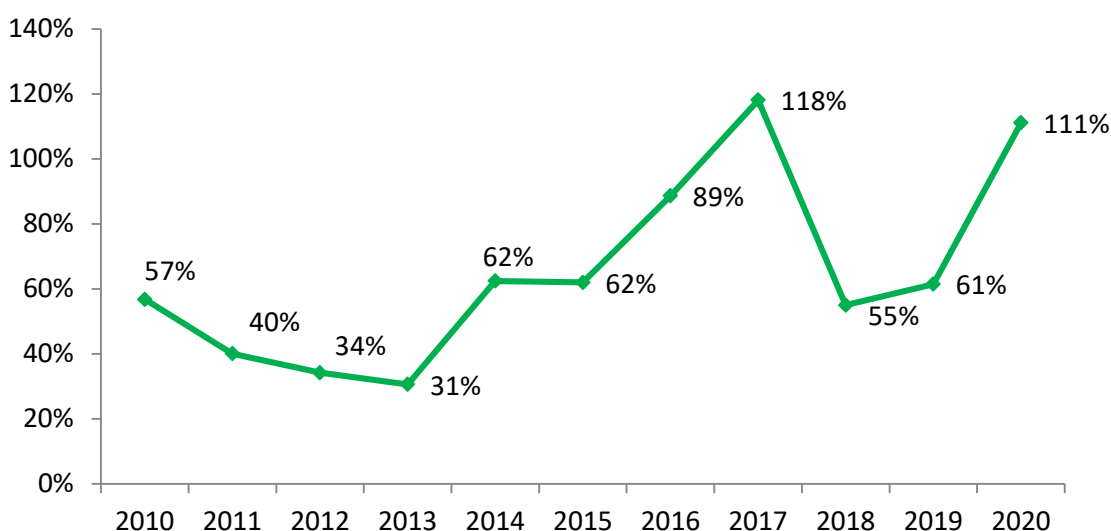
Fuente: Movimiento CREA en base a BCRA.

Para poner en contexto, la asistencia al tesoro (5,9% del PBI) ya es la mayor desde que se inició la salida de la convertibilidad, teniendo en cuenta, además, que el año todavía no terminó y que diciembre es un mes donde se concentra fuertemente el déficit fiscal (aguinaldo y pago de cuentas pendientes antes de fin de año). Pese a ello, la base monetaria creció sólo 1,5% del PBI en lo que va del año gracias a que se



retiró dinero de circulación a través de las LELIQ por 5% del PBI. La operatoria consiste en colocar a los bancos una letra (la LELIQ) a cambio de depósitos que captan del público. Así, si bien a corto plazo se retira dinero, a largo plazo las LELIQ generan la necesidad de emitir para pagar los intereses que son mayores a más grande sea el stock de LELIQ y más alta la tasa que paguen. De esta manera, otro factor de expansión de la base monetaria fue el pago de intereses de las LELIQ por 2,3% del PBI. Finalmente, otro factor de contracción en la base monetaria fue la venta de divisas del BCRA que, si bien tiene como objetivo primario mantener al dólar dentro del ritmo de devaluación establecido por la autoridad monetaria, genera también una baja del dinero en circulación dado que el BCRA recibe pesos como contrapartida de los dólares vendidos.

Stock de pasivos remunerados (en 2020, mayormente LELIQ) – % de la base monetaria



Fuente: Movimiento CREA en base a BCRA.

Si bien la utilización de las LELIQ permitió reducir el crecimiento de la base monetaria, la contrapartida fue el aumento del stock de estos instrumentos. Como puede verse en el gráfico, el stock de LELIQ representa hoy más de una base monetaria, situación similar a la que se registraba en 2017 con las LEBAC, aunque una diferencia importante es que en ese momento no existían controles cambiarios y el desarme del stock de LEBAC podía presionar de manera directa sobre el tipo de cambio. Sin embargo, el elevado stock de LELIQ si genera el problema del llamado déficit cuasi fiscal³ en la medida que el BCRA

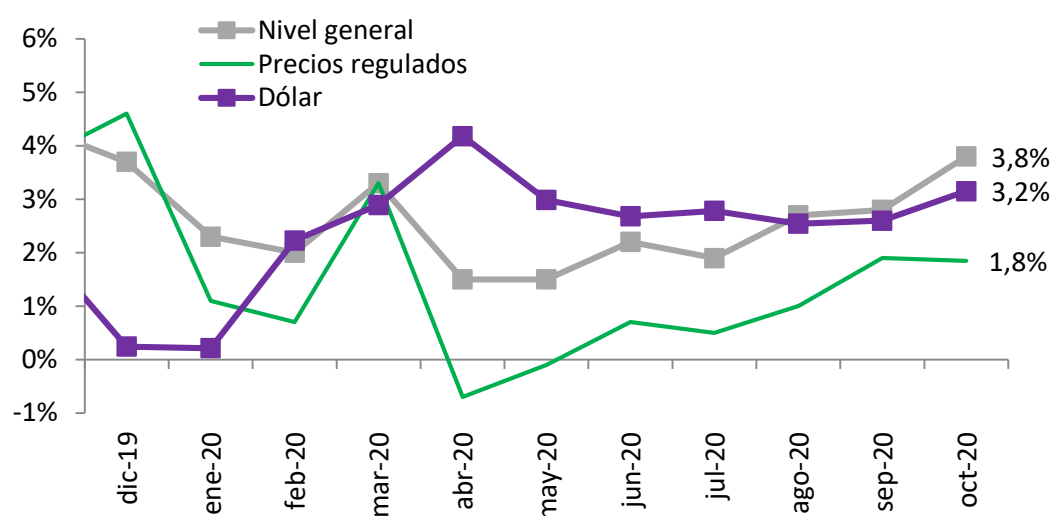
³ Se lo conoce como déficit cuasi fiscal porque las LELIQ existen, en última instancia, para retirar el excedente de pesos producido por la financiación al Tesoro. Así, si bien el pago de intereses



se ve obligado a emitir dinero para pagar los intereses de sus propios instrumentos, lo que a largo plazo dificulta la absorción de circulante y condiciona a las políticas económicas.

Más allá de la política monetaria, el no aumento de las tarifas de los servicios públicos (línea verde del gráfico) impactó favorablemente sobre el nivel general de la inflación, al igual que la relativa estabilidad del dólar oficial, que evolucionó relativamente en línea con los precios de la economía. Además, tampoco fue menor el efecto de la cuarentena que, probablemente, redujo fuertemente la circulación del dinero, especialmente en los primeros meses donde fue más estricta. Así, en los primeros 10 meses del año la inflación acumulada fue de 26,9%, mientras que los precios regulados crecieron sólo 10,7% y el dólar oficial 29,5%. Pese a este comportamiento relativamente favorable mirando el año completo, teniendo en cuenta que en los primeros 10 meses de 2019 la inflación fue de 41,3%, si se observan los últimos meses se detecta una dinámica negativa en la cual la variación de los precios se ha ido acelerando. Más en detalle, mientras que en abril y mayo la inflación fue de 1,5% mensual, en octubre fue de 3,8% mensual.

Inflación, precios regulados y dólar – % de la base monetaria



Fuente: Movimiento CREA en base a INDEC y BCRA.

En suma, las políticas monetaria y fiscal se encuentran sumamente ligadas actualmente en Argentina. El BCRA se encuentra emitiendo dinero para financiar el déficit del Tesoro, retirando de circulación parte del excedente con las LELIQ. La estrategia, sumada al impacto de la pandemia sobre la circulación del dinero, la no actualización de las tarifas de los servicios públicos y un dólar oficial acompañando a la

de las LELIQ es un déficit del BCRA, su origen se debe a la financiación monetaria del déficit del Tesoro y no a una decisión totalmente autónoma del BCRA.



inflación mostró relativamente buenos resultados en los primeros 10 meses del año donde la inflación incluso se redujo en relación a 2019. Sin embargo, la aceleración inflacionaria de los últimos meses probablemente marca los límites de la estrategia, considerando que la cuarentena se fue relajando y el stock de LELIQ se vuelve más difícil de manejar a medida que pasa el tiempo y, de todas formas, la cantidad de dinero crece aceleradamente pese a la absorción. Por otra parte, el congelamiento de las tarifas tampoco puede mantenerse indefinidamente considerando el costo fiscal y la delicada situación de las cuentas públicas. Así, probablemente las limitaciones de la situación actual, la presión cambiaria y los malos datos de inflación de los últimos meses, motivaron al Gobierno a tener un cambio de discurso y comenzar a abordar el problema del déficit fiscal, que está detrás de la emisión, y a tratar de recurrir en mayor medida al financiamiento vía deuda antes que al monetario. Hacia adelante, el camino no estará exento de dificultades, pero lograr un sendero de estabilidad requiere moderar el financiamiento monetario al Tesoro y gestionar adecuadamente el dinero ya emitido en el contexto de la pandemia.



TABLERO MACRO

Variables Mensuales								
Sector	Indicador	Variación Porcentual			Fecha	Unidad		
		Mensual	Interanual	Acum. Año				
Actividad	Nivel General	EMAE	1,9%	-6,9%	-12,2%	sep-20	Pesos Constantes	
	Agro	EMAE-Sector Agropecuario	-	-0,8%	-8,2%	ago-20	Pesos Constantes	
	Construcción	ISAC	3,9%	-3,9%	-28,6%	sep-20	Índice de Cantidades	
	Construcción	Despachos de Cemento (Portland)	16,7%	11,6%	-18,6%	oct-20	Toneladas	
	Industria	IPI	4,3%	3,4%	-10,8%	sep-20	Índice de Cantidades	
	Industria	Producción de Autos	-10,7%	-9,8%	-28,8%	oct-20	Unidades	
	Consumo	Ventas en Supermercados y Mayoristas	-	-2,3%	1,1%	sep-20	Pesos Constantes	
	Consumo	IVA Real	-	-4,7%	-14,2%	sep-20	Pesos Constantes	
Empleo y Salarios	Consumo	Confianza del Consumidor	5,2%	-1,2%	3,5%	nov-20	Índice	
	Nivel General	Empleo Privado Formal	0,0%	-5,0%	-4,1%	ago-20	Miles de Trabajadores	
	Agro	Sector Agropecuario	0,0%	-2,4%	-1,9%	ago-20	Miles de Trabajadores	
	S. Pub.	Empleo Público Formal	0,2%	0,7%	0,9%	ago-20	Miles de Trabajadores	
Exportaciones	Nivel General	Salario Privado Formal	-	-4,7%	-2,5%	ago-20	Pesos Constantes	
	Nivel General	Exportaciones Totales	-	-21,6%	-13,5%	oct-20	Millones de Dólares	
	Agro	Productos Primarios	-	-34,4%	0,8%	oct-20	Millones de Dólares	
	Agro	Manufacturas de Origen Agrop.	-	-4,2%	-7,8%	oct-20	Millones de Dólares	
	Industria	Manufacturas de Origen Ind.	-	-23,7%	-30,5%	oct-20	Millones de Dólares	
Importaciones	Minería / Petróleo	Combustibles y Energía	-	-56,7%	-29,6%	oct-20	Millones de Dólares	
	Nivel General	Importaciones Totales	-	-2,8%	-19,3%	oct-20	Millones de Dólares	
	Inversión	Bienes de Capital	-	-10,9%	-20,6%	oct-20	Millones de Dólares	
Monetarias y Financieras	Consumo	Bienes de Consumo	-	-7,7%	-7,7%	oct-20	Millones de Dólares	
	Precios	IPC Nacional	3,8%	37,2%	26,9%	oct-20	Índice de Precios	
	Dólar Mayorista	Dólar Mayorista	Índice Merval	3,0%	33,8%	47,3%	nov-20	Pesos por Dólar
		Reservas	Reservas	8,9%	50,5%	21,2%	nov-20	Puntos Básicos
		Prestamos en Pesos	Prestamos en Pesos	-3,9%	-12,6%	-31,4%	oct-20	Millones de Dólares
		Prestamos en Dólares (S Privado)	Prestamos en Dólares (S Privado)	0,0%	9,6%	-4,2%	oct-20	Pesos Constantes
Prestamos en Dólares (S Privado)		Prestamos en Dólares (S Privado)	-3,5%	-51,1%	-49,0%	nov-20	Millones de Dólares	
Fiscales	Gasto Primario	Gasto Primario	-	54,8%	67,9%	oct-20	Pesos Corrientes	
	Subsidios Económicos	Subsidios Económicos	-	162,7%	110,2%	oct-20	Pesos Corrientes	
	Gasto Social	Gasto Social	-	29,2%	44,1%	oct-20	Pesos Corrientes	
	Gasto en Infraestructura	Gasto en Infraestructura	-	0,0%	3,7%	oct-20	Pesos Corrientes	
	Recaudación	Recaudación	-	34,9%	28,8%	oct-20	Pesos Corrientes	
	IVA Neto de Reintegros	IVA Neto de Reintegros	-	27,0%	16,0%	oct-20	Pesos Corrientes	
	Ganancias	Ganancias	-	99,4%	27,1%	oct-20	Pesos Corrientes	
Seguridad Social	Seguridad Social	-	28,3%	26,6%	oct-20	Pesos Corrientes		
Variables Trimestrales								
Categoría / Sector	Indicador	Variación Porcentual			Fecha	Unidad		
		Trimestral	Interanual	Acum. Año				
Actividad	Nivel General	PBI	-16,2%	-19,1%	-19,1%	II-20	Pesos Constantes	
	Agro	PBI - Agro	-	-8,7%	-8,7%	II-20	Pesos Constantes	
	Consumo	PBI - Consumo	-18,9%	-22,3%	-22,3%	II-20	Pesos Constantes	
	Inversión	PBI - Inversión	-27,3%	-38,4%	-38,4%	II-20	Pesos Constantes	
	Agro	Venta de Cosechadoras	3,8%	-7,6%	-7,6%	III-20	Unidades	
	Agro	Venta de Tractores	2,4%	-7,7%	-7,7%	III-20	Unidades	
	Agro	Venta de Sembradoras	18,7%	5,2%	5,2%	III-20	Unidades	
	Agro	Venta de Implementos	18,0%	66,8%	66,8%	III-20	Unidades	

Fuente: Movimiento CREA sobre la base de INDEC, Min. de Trabajo, BCRA, Min. de Hacienda y otros.



INFORME MACROECONÓMICO



Informe Macroeconómico

Publicación de distribución mensual, destinada al Movimiento CREA.

Coordinación del informe:

Laura Pederiva Economista a Cargo Santiago Giraud

Visite nuestra página web: www.crea.org.ar

Elaborado el Área Economía, Unidad I+D. AACREA, sobre la base de datos e informes publicados por INDEC, Ministerio de Economía, BCRA, FMI, Banco Mundial y otras fuentes oficiales y no oficiales. economia@crea.org.ar
Sarmiento 1236 5to. piso (C1041AAZ) Buenos Aires - Argentina. Tel. (54-11) 4382-2076/79

CREA es una organización civil sin fines de lucro integrada y dirigida por aproximadamente 2.000 empresarios agropecuarios que se nuclean en 218 grupos presentes en todo el país. Cada grupo CREA es coordinado por un presidente y un asesor técnico e integrado por diez o doce empresarios que se reúnen periódicamente con el objetivo de mejorar los resultados de sus empresas a través del intercambio de conocimiento, ideas y experiencias. Asimismo, la institución se destaca por el desarrollo de temáticas relacionadas con el sector; uno de los fines es la transferencia del conocimiento colaborando con su desarrollo. Por su parte, las empresas CREA, integradas a la comunidad, son referentes de innovación