



IERAL

Fundación  
Mediterránea

## Revista Novedades Económicas

Año 44 - Edición N° 1073 - 4 de Julio de 2022

**La viabilidad fiscal y monetaria requiere  
señales firmes en el corto plazo respecto a  
que el gasto público aumentará claramente  
por debajo de la inflación en el segundo  
semestre**

**Marcelo Capello y Agustín Cugno**

[mcapello@ieral.org](mailto:mcapello@ieral.org)

[acugno@ieral.org](mailto:acugno@ieral.org)

### Edición y compaginación

Karina Lignola y Fernando Bartolacci



### IERAL Córdoba

(0351) 473-6326

[ieralcordoba@ieral.org](mailto:ieralcordoba@ieral.org)

### IERAL Buenos Aires

(011) 4393-0375

[info@ieral.org](mailto:info@ieral.org)

### Fundación Mediterránea

(0351) 463-0000

[info@fundmediterranea.org.ar](mailto:info@fundmediterranea.org.ar)

## **La viabilidad fiscal y monetaria requiere señales firmes en el corto plazo respecto a que el gasto público aumentará claramente por debajo de la inflación en el segundo semestre**

Está claro que la economía argentina está transitando días muy difíciles, a partir de las internas de gobierno, y por graves problemas que se fueron ampliando en el tiempo. Por un lado, las alicaídas reservas del BCRA han llevado a endurecer fuertemente el cepo para la compra de moneda extranjera, ya sea para efectuar importaciones o viajes, poniendo en riesgo la actividad económica en varias ramas productivas. Por otra parte, se ha complicado el financiamiento en pesos del sector público nacional (SPN), que ha derivado en una mayor asistencia del BCRA al Tesoro, a través de un fuerte aumento en la emisión de dinero, luego parcialmente compensada por el incremento en los pasivos remunerados del BCRA.

Se debe recordar que, para cancelar los vencimientos de deuda en moneda extranjera, el Tesoro utiliza los dólares provistos por nuevos préstamos del FMI y otros organismos internacionales (Banco Mundial, BID, CAF, etc.), y si ellos no fueran suficientes, puede colocar bonos en dólares en el BCRA para así usar sus reservas. Pero la escasa disponibilidad de éstas le pone un techo cercano a esta posibilidad.

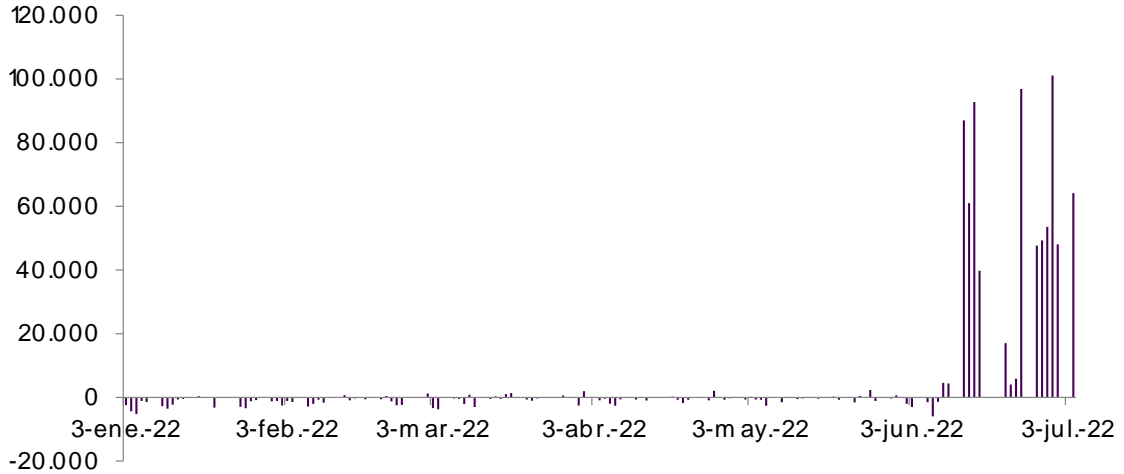
Por otra parte, para cancelar los vencimientos de la deuda en pesos (capital e intereses), y para financiar el déficit primario del SPN, el Tesoro utiliza los pesos que obtiene de colocar voluntariamente deuda entre agentes privados (ahorristas, bancos e inversores institucionales), y entre organismos públicos, como la ANSES.

Si dichas fuentes de financiamiento en pesos no resultan suficientes, el Tesoro recurre a la asistencia del BCRA, ya sea para recibir sus utilidades en pesos y/o para recibir adelantos transitorios. Dado que en ambos casos la asistencia del BCRA implica emitir dinero y ampliar la Base Monetaria (BM), si dicha expansión resulta excesiva (por ejemplo, por su impacto sobre la tasa de inflación), el BCRA puede luego retirar pesos del mercado a través de la venta de LELIQs y otros pasivos remunerados, que compran especialmente los bancos comerciales. Estas últimas operaciones implican que una porción cada vez mayor de los depósitos bancarios van a financiar la compra de LELIQs.

En los últimos días de junio y primeros de julio lo que ha ocurrido es que el sector privado se ha mostrado renuente a seguir comprándole bonos al Tesoro, aun cuando ajusten por CER, e inclusive ha desarmado fuertemente posiciones en dichos bonos, de

modo que el BCRA ha salido a comprarlos y concomitantemente ha colocado LELIQs, para evitar que se produzca una suba desmesurada de la cantidad de dinero en circulación, en un ambiente inflacionario y de alta incertidumbre.

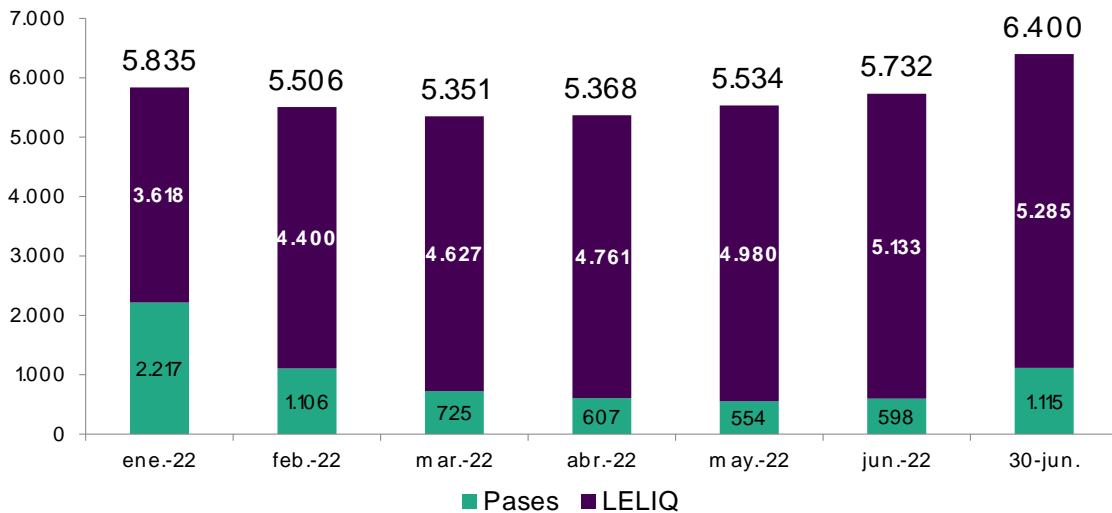
**BCRA: variación diaria de la base monetaria por "otros"**  
(En millones de pesos)



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos del BCRA

Por tales motivos, durante junio creció fuertemente el stock de pasivos remunerados del BCRA, al pasar de 5,5 billones de pesos en mayo a 6,4 billones el último mes, vía expansión de LELIQs y otros pasivos remunerados.

**Primer semestre de 2022: Promedio mensual del stock de LELIQs y Pases**  
(En miles de millones de pesos constantes de jun-22)



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos del BCRA

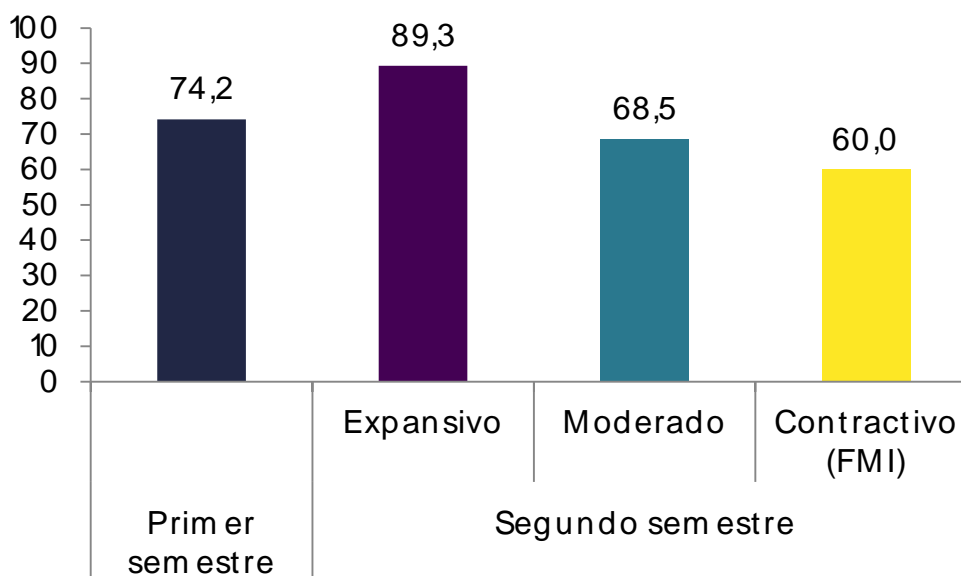
## Escenarios fiscales y monetarios para el segundo semestre

Dadas las nuevas perspectivas para el financiamiento del Tesoro Nacional, en lo que sigue se presentan escenarios fiscales, de financiamiento al SPN y su concomitante impacto monetario, a los efectos de detectar posibles senderos fiscales y financieros convergentes o divergentes a futuro.

Con relación a la evolución fiscal del SPN en el segundo semestre, se supone que los recursos siguen la tendencia que exhibieron durante mayo último (suba de 18 puntos porcentuales por arriba de la inflación), y se suponen también los siguientes tres escenarios para el gasto público primario:

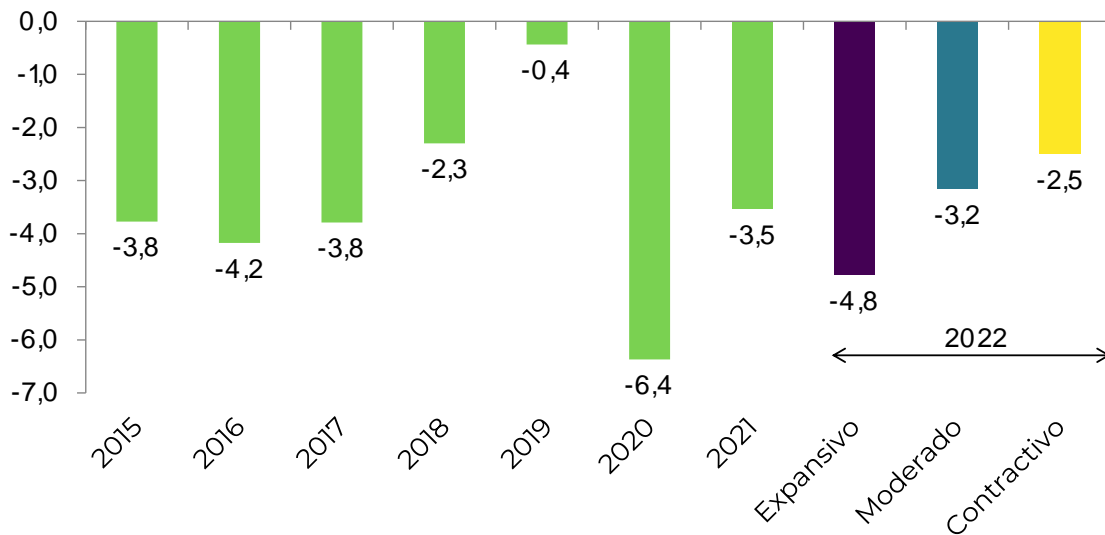
- **Escenario Optimista** (o escenario “FMI”): en el segundo semestre del año las erogaciones primarias aumentan 8 puntos porcentuales menos que la inflación, de modo de poder cumplir la meta de déficit primario pactada con FMI para todo el año (2,5% del PIB);
- **Escenario Moderado**: en que el gobierno nacional aumenta el gasto primario en la misma magnitud que la inflación;
- **Escenario Expansivo**: en el cual el gasto primario continua con la tendencia actual (21 puntos porcentuales superior a la inflación).

**SPN: Variación interanual del gasto primario en primer semestre 2022 y escenarios para el segundo semestre**  
(en porcentaje)



Así, se tienen 3 escenarios para el déficit primario del año 2022, equivalente a 2,5% del PIB en el Optimista (cumple meta FMI), 3,2% del PIB en el Moderado y 4,8% del PIB en el caso que prosiga una fuerte expansión del gasto. Dichos guarismos deberían ser comparados contra un déficit primario del 3,5% del PIB en 2021 y con un desequilibrio de sólo 0,4% del PIB en el año 2019.

**SPN: Resultado primario desde 2015 y según escenario en 2022**  
(en porcentaje del PIB)

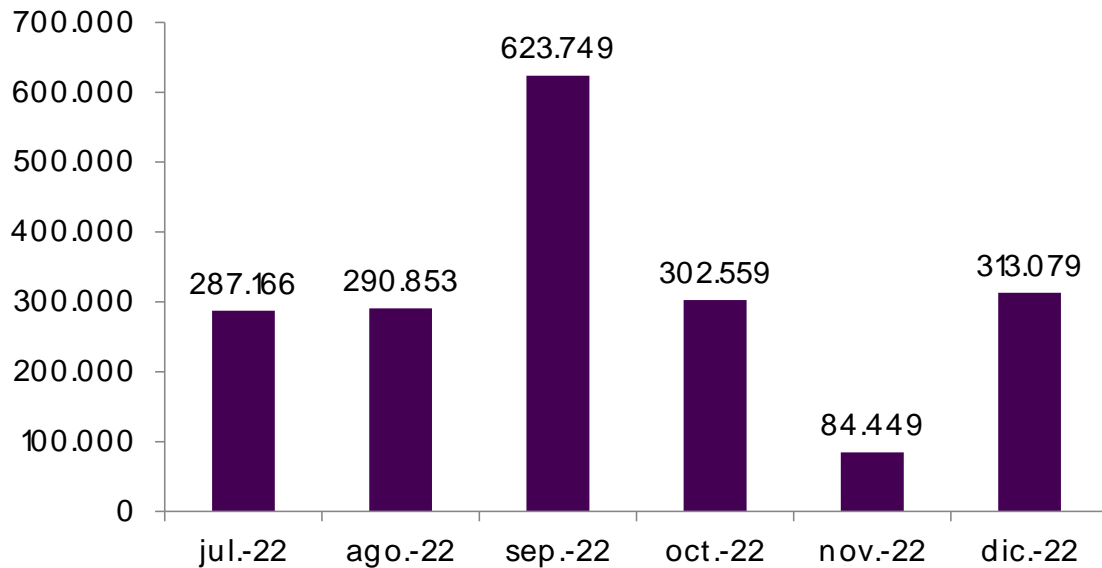


*Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos del Ministerio de Economía y estimaciones propios*

Para determinar las necesidades de financiamiento en pesos para el Tesoro Nacional durante el segundo semestre de 2022, además de los posibles escenarios de déficit primario, ya descriptos, se requiere estimar el flujo de vencimientos de capital e intereses de deuda con el sector privado que se esperan para ese subperíodo. Se trata de \$1.876 millones en seis meses (luego de que a fines de junio ya se habían desarmado buena parte de los bonos en manos del sector privado), con el mayor vencimiento en septiembre del corriente año (\$623,7 mil millones).

## Segundo semestre de 2022: Estimación de vencimientos privados de deuda en pesos

(En millones de pesos corrientes. Excluye deudas DLK y en dólares)



*Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos del Ministerio de Economía y estimaciones propias*

Así las cosas, dependiendo de cuál escenario de gasto público y déficit primario ocurra en el segundo semestre de 2022, y de las obligaciones por deudas que vencen en ese lapso, se generan diferentes escenarios de necesidades de financiamiento entre julio y diciembre del corriente año. En tal sentido debe remarcar que, del total de vencimientos por deudas existentes para lo que resta de 2022, una determinada porción de dicha deuda está en posesión del sector público, y otra porción en manos del sector privado. Debe advertirse, además, que en junio de 2022 el BCRA compró aproximadamente 650.000 millones de pesos en el mercado secundario de deuda local, por lo que luego debió colocar montos similares de pasivos monetarios para esterilizar el aumento observado en la base monetaria.

A continuación, se construyen escenarios para el financiamiento voluntario del Tesoro en el mercado local de deuda, que se aplican para cada uno de los escenarios de resultado fiscal estimados para el segundo semestre de 2022. Así, asumiendo que el sector público y el BCRA renuevan sus acreencias con el Tesoro en cualquier momento del tiempo (deuda intra – sector público), se plantean 4 escenarios para el *roll-over* de la deuda privada: desde un 0% de los vencimientos (sin acceso al financiamiento), pasando por 50%, 100% y hasta 121% de los vencimientos (este último guarismo equivalente al *roll-over* promedio observado en el primer semestre de 2022<sup>1</sup>). En

<sup>1</sup>Vale aclarar que este 121% incluye los vencimientos de deuda con entidades del sector público, por ende el *roll-over* privado puro debería ser menor, ergo este guarismo debe ser tomado con reservas.



cualquier caso, se parte del supuesto optimista que en el segundo semestre se detiene el desarme de posiciones en bonos del Tesoro.

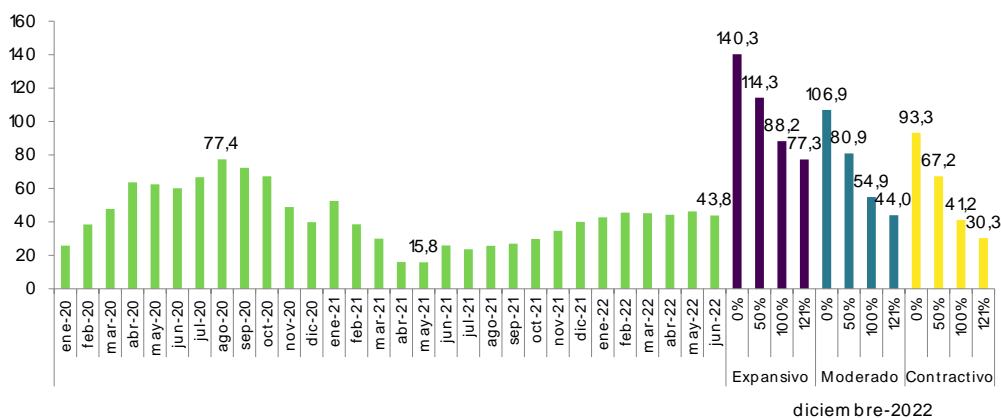
Dado que en algunos de los escenarios planteados el financiamiento voluntario que provee el sector privado al Tesoro no resulta suficiente para cubrir sus necesidades, éste debería recurrir a asistencia extra del BCRA, ayuda que podría llevar la expansión de la Base Monetaria (sólo por motivos fiscales) hasta un 140% nominal anual, en el caso en que el gasto público continua con una senda altamente expansiva en lo que resta del año, junto a una situación en que el *roll-over* de la deuda en pesos con privados resulta nula (0%). Por supuesto, se trataría de un escenario altamente inflacionario, seguramente de tres dígitos.

En cambio, si la expansión del gasto sigue los lineamientos del FMI para el segundo semestre (suba de erogaciones por debajo de la inflación), de modo de alcanzar la meta de déficit primario del 2,5% del PIB en todo el año 2022, y si el *roll-over* de la deuda con privados se ubica entre un 50% y 100% del total de los vencimientos, entonces la expansión monetaria resultaría en rangos más compatibles con la inflación que se espera para todo el año.

**Base monetaria: variación interanual al 31-dic-22 según escenarios fiscales y de *roll-over* de la deuda con agentes privados**  
(en porcentaje del PIB)

		Escenarios de aumento del gasto público 2do semestre		
		Expansivo	Moderado	Contractivo
<b>Escenarios de financiamiento privado al Tesoro</b>	<b>0%</b>	140,3%	106,9%	93,3%
	<b>50%</b>	114,3%	80,9%	67,2%
	<b>100%</b>	88,2%	54,9%	41,2%
	<b>121%</b>	77,3%	44,0%	30,3%

**Base monetaria: variación interanual**  
(ene-20 a jun-22 y escenarios para diciembre de 2022)



Dado que en algunos escenarios fiscales y de financiamiento la expansión monetaria luciría excesiva, lo más probable es que en ese contexto el BCRA decida retirar una

porción de los pesos en circulación, a través de la colocación de LELIQs. Si este fuera el caso y el BCRA se pusiera como meta (por ejemplo), que la base monetaria (BM) no crezca más del 60% nominal anual a diciembre de 2022, entonces el stock de pasivos remunerados del BCRA (incluye principalmente LELIQs), se ubicaría en 13,5% del PIB a fin de año (en el escenario de mayor expansión del gasto y menor porción de *roll-over* de la deuda privada que vence en el período), y aún se ubicaría en 12,1% del PIB si el *roll-over* se ubica en el 50% del total. Se trata de niveles de pasivos remunerados muy preocupantes, si se tiene en cuenta que en el año 2017 dicha relación alcanzó un 11,7% del PIB, previo a la crisis macro que comenzó en marzo de 2018.

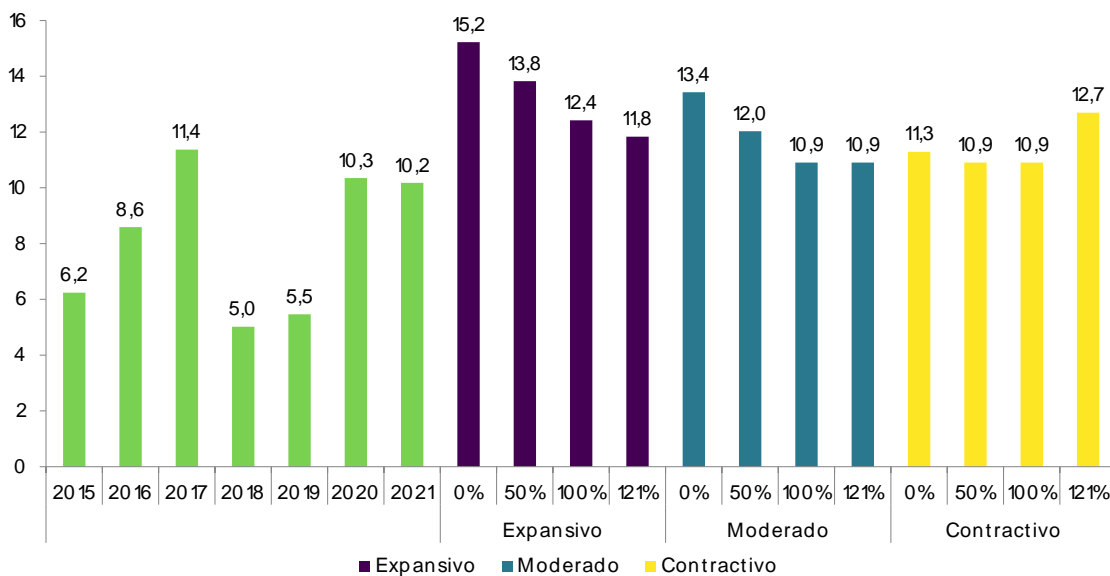
**Stock de LELIQs y NOTALIQ: al 31/12/2022**

(en porcentaje del PIB)

		Escenarios de aumento del gasto público 2do semestre		
		Expansivo	Moderado	Contractivo
Escenarios de financiamiento privado al Tesoro	0%	13,5%	11,7%	10,9%
	50%	12,1%	10,3%	9,5%
	100%	10,7%	9,1%	9,1%
	121%	10,1%	9,1%	9,1%

**Pasivos remunerados del BCRA: Stock al 31 de diciembre de cada año**

(2015-2021 y escenarios para 2022. En porcentaje del PIB)



Se concluye que, en los escenarios de escasa capacidad de *roll-over* de deuda privada en el segundo semestre, la única alternativa para el gobierno, para no caer en un sendero divergente en lo monetario y financiero, es que el gasto primario aumente claramente por debajo de la inflación (caiga en términos reales). Por el contrario, si en tales escenarios de *roll-over* se insiste con una política de gasto como la del primer



semestre, con subas de varios puntos por arriba de la inflación, o crece excesivamente la base monetaria, dando impulso adicional a la inflación, o sube peligrosamente el stock de pasivos remunerados del BCRA, por arriba de niveles que en el pasado no se pudieron sostener.