

23 de abril 2021

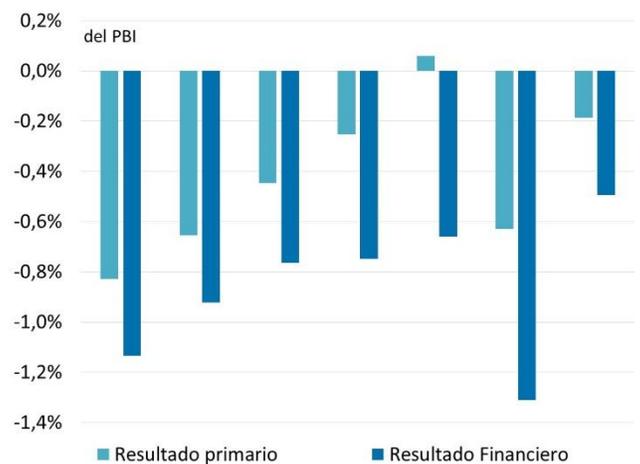
Números fiscales, monetización y algo más

Luego de un traumático 2020 para la economía y las finanzas públicas, el primer trimestre trajo buenos datos fiscales, o por lo menos mejores a los esperados. La macroeconomía argentina tiene algunas características particulares, aún para los parámetros latinoamericanos. No tiene acceso al mercado de crédito internacional, el mercado de capitales doméstico sólo alcanza para rolear los vencimientos de deuda en moneda local y, lo más importante, enfrenta un fenomenal problema inflacionario donde la monetización del déficit juega un papel clave.

Por ello, el resultado fiscal tiene una importancia fundamental en la dinámica macroeconómica de corto plazo, fenómeno que no ocurre en otras economías regionales que cuentan con mercados internacionales abiertos, capacidad de fondeo en moneda local y estabilidad de precios. El agujero de caja en la Argentina se cubre con financiamiento monetario, con costosos efectos colaterales como la inflación crónica, el descontrol cambiario, la plena dominancia fiscal de la política monetaria, etc.

Esta semana conocimos el resultado fiscal de marzo. El Sector Público Nacional registró un déficit primario de \$74.466 millones. Contemplando el pago de intereses de \$42.595 millones, el resultado financiero fue de \$117.061 millones. El resultado primario para el primer trimestre se ubicó en torno al 0.2% del PBI. Si bien hay una serie de factores puntuales que explican esta mejoría en los números fiscales, como el salto en los

derechos de exportación del 190% en el trimestre y en menor medida recaudación del impuesto a la riqueza (seguirán entrando pesos al fisco los próximos meses), la mejoría en los números fiscales se explica principalmente por el crecimiento de la recaudación asociado al rebote de la actividad y por la licuación del gasto “indexado”. La economía mostró una buena recuperación en los últimos meses, con una pausa en febrero pero volvió a mostrar dinamismo en marzo.

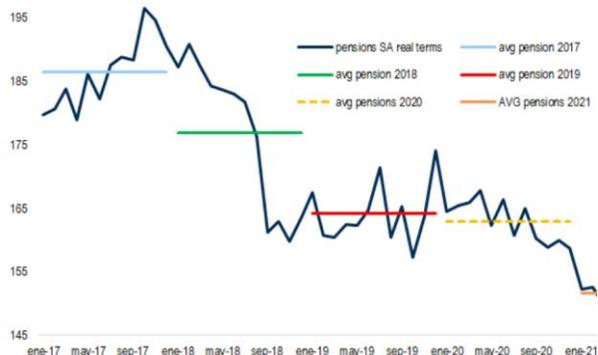


Fuente: Elaboración propia en base a datos del Mecon.

El componente en teoría atado a la inflación, como los salarios públicos y la seguridad social, básicamente se desindexó debido a la suspensión por parte del Gobierno de la movilidad jubilatoria al asumir y a la caída de los salarios públicos en términos reales. La recesión y el visto bueno de los sindicatos cercanos al oficialismo facilitaron este último ajuste.

Estos componentes explican casi el 60% del gasto primario. En marzo, las prestaciones a la seguridad social crecieron al 32% interanual, mientras que el gasto en remuneraciones del Estado Nacional lo hizo al 22%, en ambos casos muy por debajo de la inflación. En el

gráfico a continuación se ve claramente como el gasto en jubilaciones en términos reales y desestacionalizado toca un nuevo mínimo en marzo. Es el más bajo desde diciembre 2014. En resumen, la inflación y el rebote en la actividad luego de la pandemia explican los mejores números fiscales del primer trimestre.

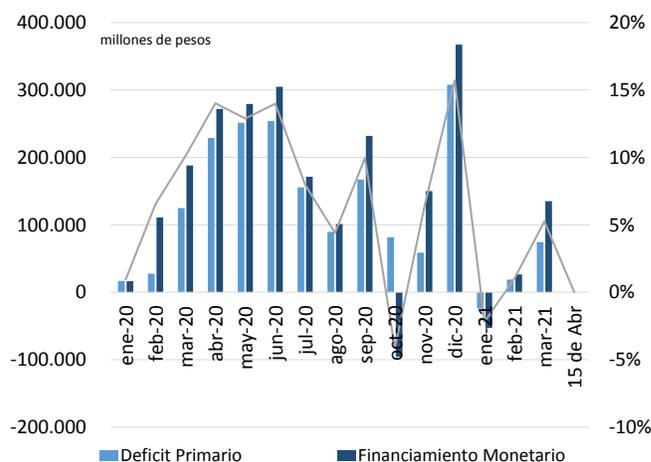


Fuente: Twitter Andres Borenstein (@Coloboren)

Como mencionamos, el menor déficit de caja del Tesoro le facilita el trabajo al BCRA. El Banco Central tiene una emisión endógena producto de la renovación y los intereses de la leliqs/pases en cartera. En los últimos meses, por suerte, está logrando recomponer reservas internacionales gracias al superávit comercial, pero esta compra de divisas en el mercado de cambios también implica emitir pesos.

Con lo cual, menores son las necesidades de emisión para financiar al fisco, mayores los grados de libertad en el manejo de la política monetaria. En el gráfico a continuación notamos la fuerte necesidad de monetización del déficit en el 2020 y su disminución durante el primer trimestre de este año. De hecho, la asistencia al Tesoro en el primer trimestre fue para que el Estado Nacional compre USD para pagar deuda. Para mantener el orden macroeconómico, el Tesoro debe condicionar lo menos posible al

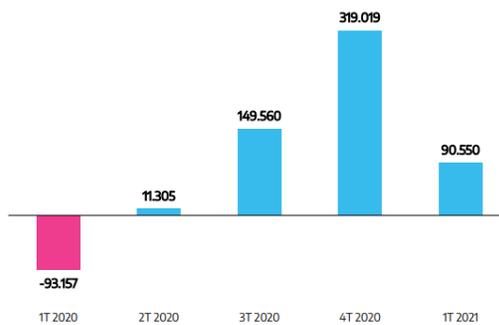
BCRA en el manejo de los agregados monetarios. Gracias a la menor dominancia fiscal, la tasa de crecimiento de los agregados monetarios se redujo fuertemente.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Mecon y BCRA.

Por otro lado, tenemos las necesidades de roleo del Tesoro. Durante los últimos trimestres, el Tesoro pudo emitir deuda en el mercado local por un monto superior a los vencimientos. Dicho en otras palabras, el Tesoro logró financiamiento neto positivo. Si bien la brutal monetización en la pandemia, la regulación de inversores institucionales, el cepo, las restricciones al CCL/MEP y las emisiones atadas al dólar y a la inflación explican gran parte de este comportamiento, el roleo de la deuda local no deja de ser una muy buena noticia, luego de los tremendos daños del necio reperfilamiento en 2019. Durante el mes de abril la refinanciación de la deuda local también fue positiva, sobre todo a partir de la licitación de esta semana. Esta dinámica habrá que monitorearla de cerca.

Gráfico 5. Evolución trimestral del financiamiento neto, en millones de ARS



Fuente: Secretaría de Finanzas en base a ONCP.

En resumen, la pseudo calma de la macroeconomía argentina en los últimos meses no deja de ser una buena noticia, sobre todo en relación al convulsionado contexto del año anterior. Recordar que la economía estuvo al filo del precipicio durante octubre del año pasado con una brecha altísima, expectativas de devaluación por las nubes, salida de depósitos en dólares y fuerte pérdida de reservas, con un BCRA muy vendedor en el MULC. Sin embargo, no hay estabilidad posible si el país requiere del impuesto inflacionario por 3 o 4 puntos del PBI para cerrar la caja.

Esta mini calma se dio junto con una mejoría en los números fiscales. Como mencionamos, esto provoca un mejor funcionamiento macroeconómico dado las particularidades de

nuestro país. En el corto plazo, la principal amenaza es la evolución de la pandemia, dado que compromete la actividad y los números fiscales. La otra amenaza es la coalición de gobierno, ya que hay un sector del mismo que parece no entender muy bien la dinámica descripta.

Luego de este auspicioso repaso, ¿Por qué los bonos soberanos valen cerca del 35% de paridad? Simplemente porque el Gobierno no deja de dar pésimas señales de largo plazo. Así como la dinámica de corto plazo dio un bienvenido respiro, el propio Gobierno se encargó de apaciguar cualquier esperanza sobre el desempeño de nuestra economía en el mediano plazo. Esto lo dejamos para un próximo *Resumen*.

Buen fin de semana,

juan@cucchiara.com.ar
manuel@cucchiara.com.ar
ian@cucchiara.com.ar