

LAS CUENTAS PÚBLICAS POST PANDEMIA Y EL ACCIONAR RECIENTE DEL BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

A raíz de lo sucedido durante la pandemia, el déficit fiscal del Sector público alcanzó niveles elevados (8,5% si se toma el resultado global), el cual fue financiado, casi en su totalidad, por la asistencia del BCRA al Tesoro. Esto significó un importante incremento en los pasivos remunerados de la entidad, necesarios para esterilizar la liquidez sobrante. Una vez superado el escollo de la pandemia, el rojo fiscal se fue reduciendo paulatinamente. En el marco del nuevo acuerdo con el Fondo Monetario Internacional, se limita la asistencia al Tesoro al 1% del PBI y se establece un sendero de convergencia fiscal, el que tiene estipulado, para 2022, un déficit primario de 2,5% del PBI. En línea con este objetivo, los datos de octubre dan cuenta de una reducción del gasto primario por cuarto mes consecutivo y, en particular, una caída del 13% interanual, mientras que acumula una baja del 2,9% en relación a 2021.

Introducción

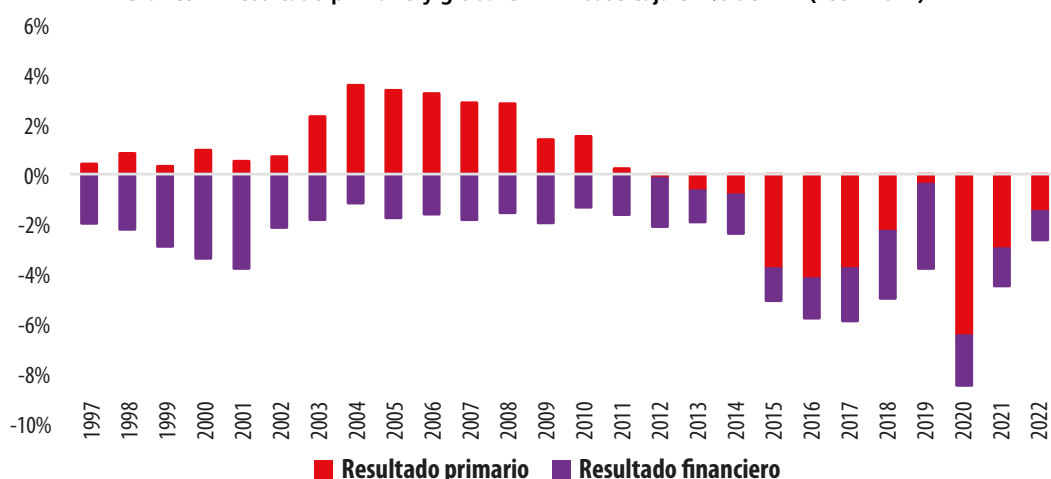
La crisis de 2020 volvió a poner sobre la mesa el esquema de dominancia fiscal de la política monetaria argentina. Partiendo de la base de que el déficit fiscal se disparó en dicho año, producto de un desplome en los ingresos y una fuerte expansión del gasto público para paliar el efecto adverso que significó la pandemia, se reeditó la ya conocida dinámica en la cual el Tesoro acude al Banco Central de la República Argentina (BCRA) para financiar sus compromisos. Es que con el mercado internacional de crédito cerrado, algunas de las alternativas para financiar los desequilibrios eran el incremento de la presión impositiva o la emisión monetaria por parte de la autoridad monetaria (o una combinación de ambas).

En el presente estudio se muestra el estado de las cuentas públicas del Sector Público Nacional No Financiero (SPNNF) y las diferencias con aquel contexto de pandemia, junto con el análisis del accionar del BCRA en este nuevo marco.

La dinámica de las cuentas públicas

Argentina tiene un largo historial de desequilibrios en sus cuentas públicas y asociado a esto, eventos de cesación de pagos de deuda en reiteradas ocasiones. Desde 1997 al presente los datos que pone a disposición el Ministerio de Economía muestran que, aproximadamente, en 3 de cada 4 años se registró déficit global, es decir, aquel que tiene en cuenta no solo el resultado del período en cuestión (resultado primario), sino también los intereses de la deuda originada en períodos previos.

Gráfico 1. Resultado primario y global SPNNF base caja en % del PBI (1997-2022).



Nota: el PBI de 2022 es el informado por la Secretaría de Política Económica. El resultado fiscal es el informado hasta octubre.

Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Hacienda e INDEC.

En primer lugar, debe mencionarse que el superávit fiscal no constituye una condición indispensable para el buen desempeño de la economía de un país, al menos en el corto plazo. Dicho de otro modo, abundan casos de economías en las que coexisten resultados fiscales negativos junto con estabilidad macro, en tanto y en cuanto existan fuentes de financiamiento para hacer frente a los desequilibrios existentes¹. En este punto, Argentina enfrenta una restricción de gran magnitud que se desarrollará a lo largo del estudio.

En el Gráfico 1 se exhibe el resultado primario y global de los últimos 26 años. Los datos muestran que, en dicho período, el Sector Público Nacional No Financiero (SPNNF) acumula 11 años con déficit primario, mientras que contabilizando los intereses que tuvo que afrontar, dicha cifra ascendió a 19 de los 26. Este punto es clave para entender por qué Argentina requiere de ordenamiento fiscal a diferencia del resto de los países: sistemáticamente requiere de financiamiento, lo cual repercute negativamente en su reputación y en la confianza.

Centrando la atención en los últimos años, se puede advertir que la pandemia generó un deterioro significativo sobre las cuentas públicas, llegando a un déficit récord (tanto primario como global) dentro de la serie. Desde ese punto en el que la financiación provino casi enteramente del Banco Central, el país está tendiendo, obligadamente, a una reducción paulatina del rojo fiscal por una simple razón: el financiamiento

es cada vez más escaso. A diferencia de anteriores períodos en los que existían diferentes opciones para cubrir los desequilibrios, actualmente, el escenario luce mucho más complicado.

Por un lado, el financiamiento externo no es una opción dado el actual escenario (elevado riesgo país luego de la fallida reestructuración de 2020 y un programa de facilidades extendidas con el FMI para refinanciar la deuda contraída con el organismo internacional durante 2018); por otro el financiamiento interno tiene algunos condicionantes que están empezando a complicar el escenario (en la última licitación de deuda, el Tesoro pudo refinanciar el 83% de sus vencimientos y, si bien ya cumplió con lo que estaba estipulado en el programa financiero, es un llamado de atención de cara al exigente mes de diciembre y los próximos meses).

Otro canal de financiación que estaría llegando a su límite es el del Banco Central quien asiste al Tesoro para cubrir sus necesidades. Es que el acuerdo firmado con el Fondo pone un límite a los recursos que pueden ser transferidos en concepto de adelantos transitorios para financiar el rojo fiscal y no permite que superen el 1% del PBI.

Por estas razones, el gasto ya viene mostrando un sendero de caída en términos reales. En el Gráfico 2 se muestran las variaciones interanuales reales del gasto primario del SPNNF al cabo de los diez primeros meses de 2021 y 2022. Allí se advierte que:

Gráfico 2. Gasto primario real SPNNF (enero-octubre)

variación interanual

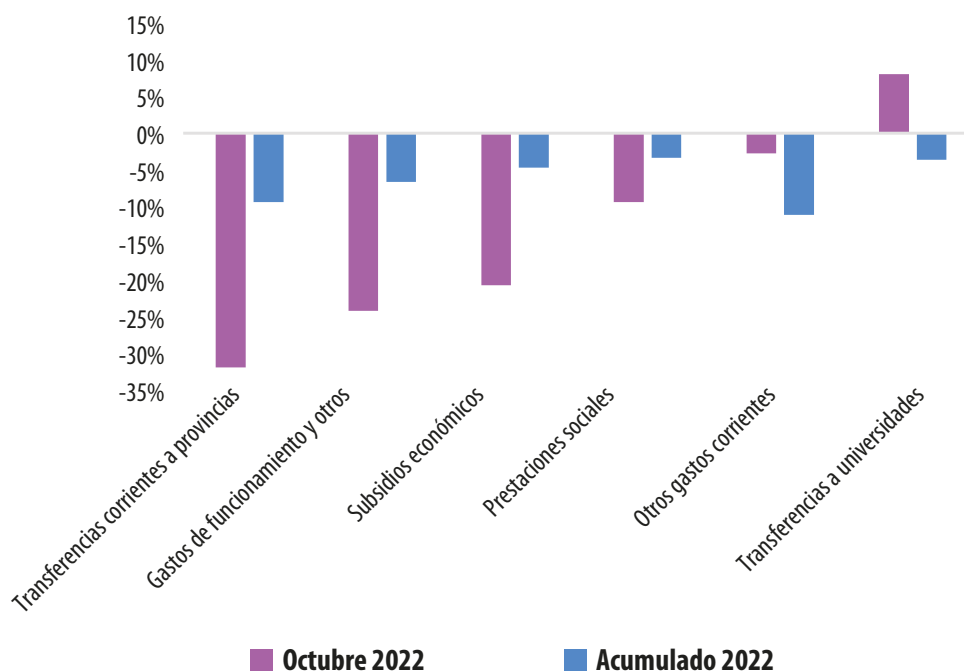


Fuente: elaboración propia en base a Secretaría de Hacienda e INDEC.

¹ Según datos del informe fiscal del FMI, sobre una muestra de 151 países, más de la mitad registraba algún grado de desequilibrio fiscal entre 2006 y 2020.

Gráfico 3. Componentes del gasto corriente primario.

variación interanual real



Fuente: elaboración propia en base a Secretaría de Hacienda e INDEC.

- Tras crecer en el primer semestre, el gasto primario de la Administración Nacional retrocede por cuarto mes consecutivo. En octubre, particularmente, se redujo un 13% respecto de igual período de 2021.
- En lo que va del año acumula una caída del 2,9%. En contraste, en octubre de 2021 el gasto se había expandido un 21,3% interanual y registraba un 0,8% de crecimiento acumulado.

Pasando a los componentes del gasto, se puede observar en el Gráfico 3 que, en términos interanuales, únicamente muestran crecimiento las Transferencias a universidades (8,1%), en tanto que el resto exhibe bajas del 17,7% promedio, destacándose el recorte en Transferencias corrientes a las provincias (-31,9%), Gastos de funcionamiento y otros (-24,2%) y Subsidios económicos (-20,7%).

El accionar del BCRA en este contexto

Obligado por las condiciones acordadas en el acuerdo de facilidades extendidas que se firmó con el FMI, el BCRA tuvo, en lo que va del año, mucho menos protagonismo a la hora de financiar el déficit que en años anteriores. En el Gráfico 4 se observa cómo la asistencia al Tesoro se desploma en 2022, luego de haber marcado

máximos en los últimos años. En 2020, los recursos girados por parte de la autoridad monetaria ascendieron a \$ 2 billones, aproximadamente y representaron un 7,3% del PBI, teniendo que, posteriormente, esterilizar gran parte a través de distintos instrumentos de deuda (LELIQ, pases, entre otros). En 2021 la asistencia se contrajo, ubicándose en \$1.67 billones, lo que implicó un descenso del 44,4% en términos reales. Finalmente, hasta noviembre de 2022 (último dato disponible) la asistencia por parte del BCRA al Tesoro se ubica en poco menos de \$ 500 mil millones, lo que implica un retroceso en términos reales del 84% respecto del año previo.

En términos del producto, dicha suma asciende a 0,6% del PBI por lo que se encuentra dentro del límite permitido por el FMI.

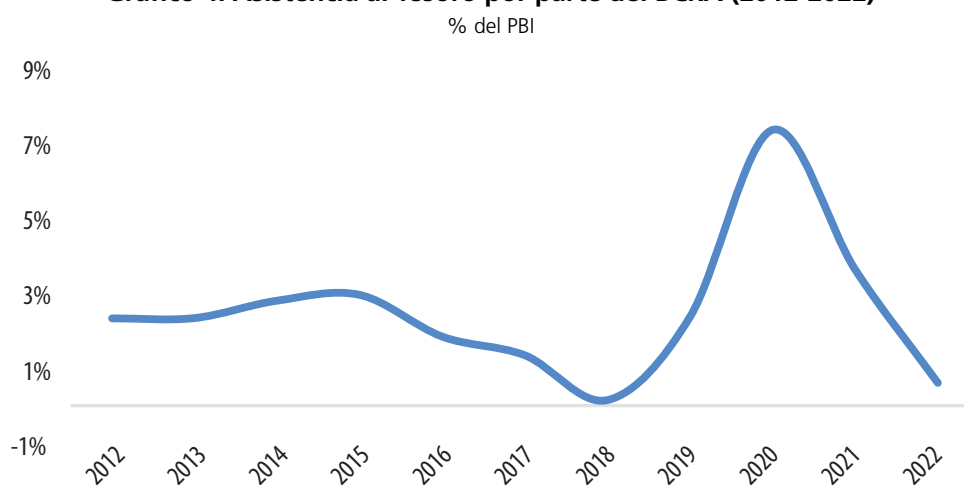
Lo descrito en el párrafo anterior repercutió directamente sobre el balance del Central, dado que el gran caudal de masa monetaria inyectada (sobre todo durante la pandemia) tuvo que ser esterilizado para no sobrecargar la plaza de pesos y poner aún más presión sobre la inflación. El resultado fue una expansión de los pasivos remunerados de la autoridad monetaria que se muestran en el Gráfico 5. Como puede advertirse en dicha figura, los instrumentos de deuda han tenido una expansión importante durante la pandemia (+4.4 puntos del PBI) en tanto que se mantuvieron estables en términos del producto durante 2021.

En el año en curso, se produjo un nuevo crecimiento hasta llegar al 11,2% del PBI² y, como consecuencia, los pasivos monetarios ya representan 2 bases monetarias y se encaminan a concluir el año en valores récord en relación al PBI.

Por su parte, los intereses que generan estos instrumentos de deuda ascendieron a \$ 2,7 billones transcurridos once meses del año y se expandieron un 10,5% en términos reales, respecto del año 2021. De esta manera, se ubican en torno al 4% del producto, guarismo que supera el pico de 2019 y pone presión al balance

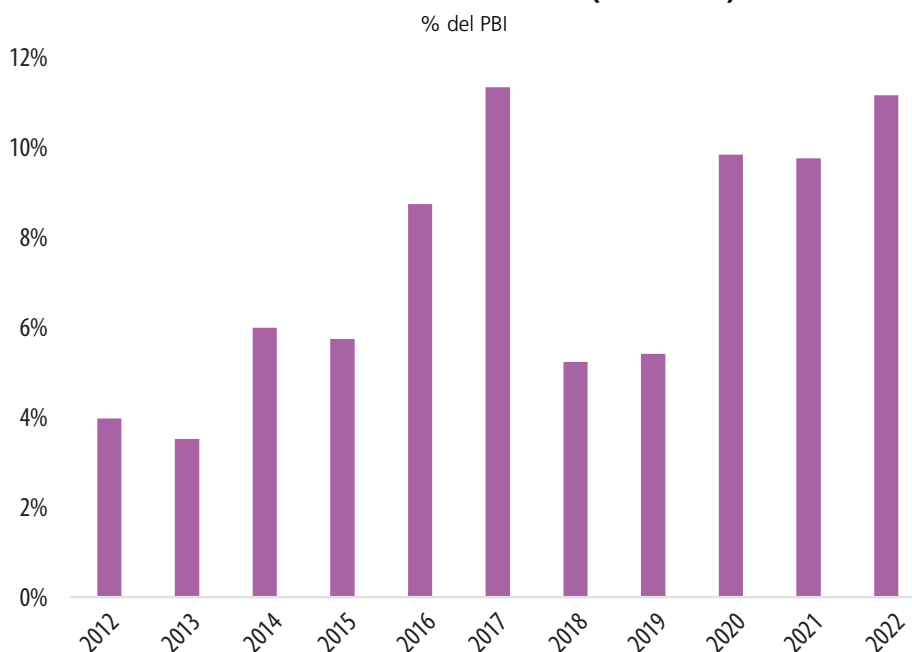
del BCRA dado que le quita margen de maniobra a la hora de elegir la tasa de política monetaria. En el contexto descripto, lograr un sendero de consolidación fiscal es fundamental para despejar cualquier grado de incertidumbre sobre la sostenibilidad macroeconómica dados los acotados grados de libertad con los que cuenta el Tesoro para financiarse. A su vez, un Banco central con un elevado nivel de pasivos remunerados que devenga tasas efectivas por encima de los tres dígitos y escaso nivel de reservas internacionales netas otorgan poco margen de maniobra para la toma de decisiones de política monetaria.

Gráfico 4. Asistencia al Tesoro por parte del BCRA (2012-2022)



Fuente: elaboración propia en base BCRA e INDEC.

Gráfico 5. Pasivos remunerados (2012-2022)



Nota: el PBI de 2022 es el informado por la Secretaría de Política Económica.

Fuente: elaboración propia en base a BCRA e INDEC

² Datos hasta el 30 de noviembre de 2022.

Reflexiones finales

A partir de lo sucedido en 2020 con la irrupción de la pandemia, las cuentas públicas han sufrido un deterioro importante. Si bien este no es un fenómeno novedoso en Argentina, el déficit fiscal (tanto primario como global) se disparó a partir de ese año. Con escaso margen de maniobra, en cuanto a fuentes de financiamiento, se tuvo que acudir casi en su totalidad a la asistencia del Banco Central para cubrir los desequilibrios y, como consecuencia, el balance del organismo sufrió un importante deterioro dada la necesidad de esterilizar la liquidez sobrante. A partir de allí se viene dando una paulatina reducción del rojo fiscal explicado por algunas razones: en primer lugar y tal como se mencionó, el financiamiento escasea y, en segundo lugar, el nuevo acuerdo al cual se llegó con el FMI durante el corriente año impone ciertos requisitos. Entre estos condicionantes, se encuentra la baja del déficit y a su vez, un límite a la asistencia monetaria al Tesoro por parte del BCRA.

En este nuevo contexto, ya se advierten algunas señales de ordenamiento fiscal paulatino, entre las cuales están:

- Una contracción en términos reales del gasto primario por cuarto mes consecutivo en octubre (-13% respecto de igual período de 2021). En el acumulado del año se registra un -2,9% real respecto de igual período del año previo.
- Reducción de la asistencia al Tesoro por parte del BCRA: la misma se ubica en torno al 0,6% del PBI y resulta 3 puntos porcentuales más baja que la registrada en 2021.

En conclusión, continuar con el ordenamiento fiscal luce imprescindible dadas las numerosas restricciones con las que se enfrenta la economía argentina.