

MONITOR SEMANAL

## Expansión fiscal post-PASO enfrenta limitaciones

Actualmente se están discutiendo iniciativas fiscales, en particular de gasto, como respuesta al resultado de las PASO del domingo pasado. Si bien al momento de escribir este informe no hay medidas concretas para evaluar el impacto de la mayor expansión fiscal, a continuación, hacemos un ejercicio que considera el impacto potencial de la estrategia y sus consecuencias monetaria y sobre los tipos de cambio libres.

Entre los interrogantes nos preguntamos cuál podría ser la magnitud de los recursos que se destinarán a ello, en qué medida serán gastos no recurrentes -y su impacto en ejercicios fiscales futuros-, y cómo se financiarán. Respecto de este último aspecto, cabe esperar que el financiamiento será mayoritariamente con emisión monetaria, que a su vez se absorberá parcialmente con pasivos remunerados del BCRA. El equilibrio monetario final definirá el impacto sobre la tasa de inflación, que de cualquier manera se verá reflejado con posterioridad a las elecciones generales de noviembre, y sobre los tipos de cambio. En este último caso, las tensiones políticas actuales, la expectativa de cómo se diriman y sus implicancias serán factores de mayor o menor incidencia sobre los tipos de cambio en el corto plazo.

Si bien es probable que en el acumulado del año el déficit primario no se desviará de la tendencia observada - mantenemos nuestra hipótesis de déficit primario de 3,4% del PBI en 2021-, son relevantes los movimientos de caja del segundo semestre, más complejo que el primero en términos de emisión monetaria.

Dicho esto, es válido pensar que las mayores erogaciones fiscales en esta etapa entre elecciones serán esencialmente “de una sola vez” y, en consecuencia, no implicarían compromisos fiscales futuros.

### Ingresos y gastos primarios en los primeros siete meses de 2021 y un ejercicio para lo que resta del año

El gráfico que sigue muestra las variaciones interanuales de ingresos totales y gastos primarios totales durante 2021, con

Daniel Marx  
DIRECTOR EJECUTIVO

Virginia Fernández  
ECONOMISTA SENIOR

Fernando Baer  
ECONOMISTA SENIOR

Juan Sommer  
CONSEJERO

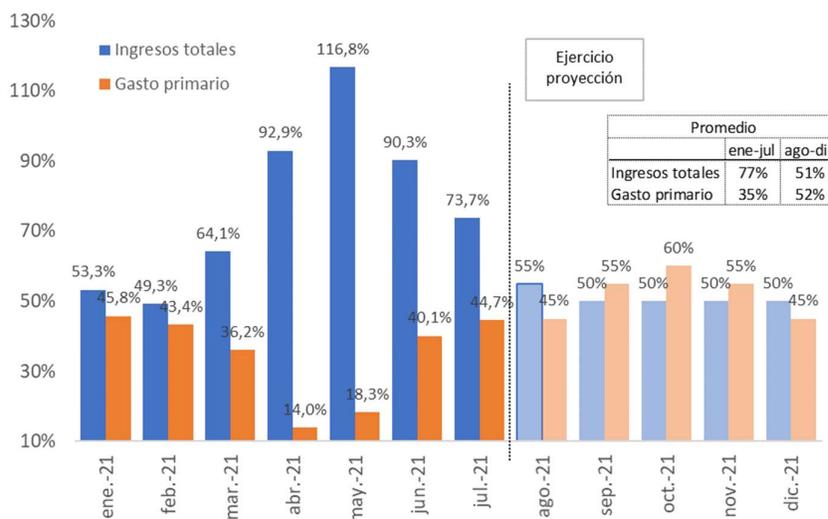


MONITOR SEMANAL

datos observados a julio y estimaciones para el periodo agosto a diciembre consistentes con la meta de 3,4% del PBI del déficit primario para el acumulado del año. Es importante tener en cuenta que la magnitud del déficit importa por las posibilidades en que puede ser financiado, teniendo en cuenta el impacto que el financiamiento con emisión puede tener sobre la inflación y el tipo de cambio. En este sentido, cabe recordar que la meta de déficit primario del Presupuesto es en ARS y no como porcentaje del PBI.

- **Ingresos totales:** crecieron de manera importante en los primeros siete meses del año, a una tasa anual promedio de 77%, muy por encima de la inflación, en parte por el efecto de mejores precios internacionales de *commodities*, pero también por la baja base de comparación que es el año pasado, cuando la cuarentena afectó fuertemente el nivel de actividad y la recaudación. De hecho, la información de junio-julio indica que los ingresos comenzaron a decrecer, en parte porque en esos meses del año pasado se fueron levantando gradualmente las restricciones de la cuarentena. Para el periodo agosto-diciembre estimamos que los ingresos se mueven en línea con la inflación, en el orden del 50%.

**Variación anual ingresos totales y gasto primario**  
%. A Jul-2021 y estimado Ago-Dic.



Fuente: Qf en base a MECON

- **Gasto primario:** en el período enero-julio creció a una tasa promedio anual del 35% -incluyendo la aceleración de junio y julio observada en el gráfico, del 40% y 45%, respectivamente-,

## MONITOR SEMANAL

menos de la mitad de la tasa de aumento de los ingresos, destacándose el fuerte ajuste en jubilaciones y pensiones, que crecieron a un ritmo promedio anual del 22%. A diferencia de los ingresos, la evolución mensual reciente del gasto muestra un crecimiento interanual en aumento.

En nuestra estimación de agosto-diciembre asumimos que crecen a un ritmo interanual del 45% en agosto, 55% en septiembre, 60% en octubre y una desaceleración en noviembre-diciembre. El cambio en la expansión del gasto respecto del promedio de los primeros 7 meses del año implica un aumento de ARS 520.000 millones.

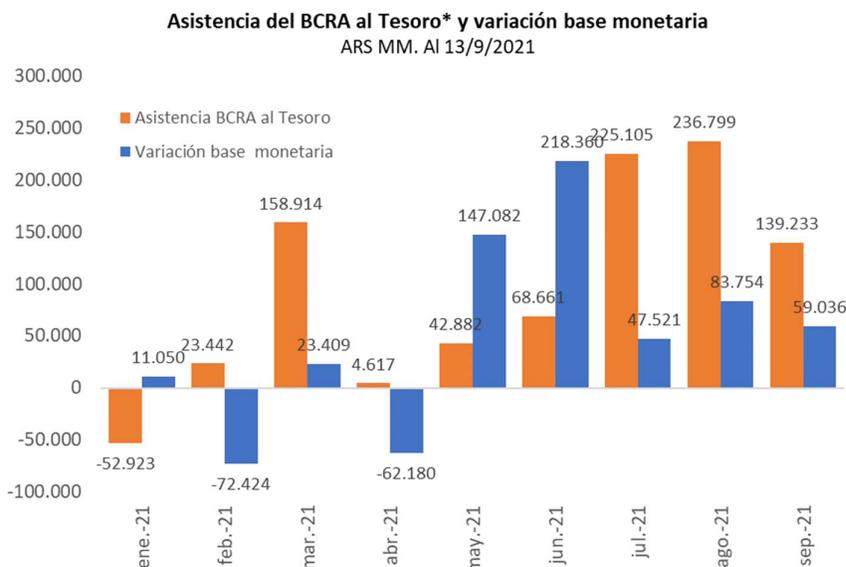
La combinación de ingresos y egresos en los primeros siete meses del año se tradujo en un déficit primario de ARS 307.000 millones, 0,7% del PBI anual. Estimamos que en julio-octubre aumentará, para luego reducirse en la última parte del año, aunque marginalmente por la estacionalidad del último mes del año. Con esa dinámica, la estimación de 3,4% del PBI para todo 2021 implica que en el periodo agosto-diciembre se generaría un déficit de 2,6% del PBI equivalente a ARS 1 billón. Como lo mencionamos previamente, el impacto de la aceleración del déficit en la inflación y en los tipos de cambio libres dependerá de la expansión monetaria neta -definida por el grado de absorción monetaria del BCRA.

**Consideraciones particulares: cómo se financia la mayor expansión y cuán condicionante es el resultado de 2022**

En las últimas licitaciones de deuda en ARS del Tesoro se notó alguna dificultad -aunque marginal para renovar los vencimientos. Una hipótesis posible es suponer que para lo que resta del año el Tesoro podrá hacer el *roll-over* de los vencimientos de capital con ajustes en el menú de instrumentos y sus características de las próximas licitaciones.

Bajo este supuesto, el BCRA debería asistir al Tesoro para financiar el déficit primario y el pago de los intereses. En total, ARS 1,5 billones entre agosto y diciembre -ARS 1 billón de déficit primario y ARS 0,5 billones de intereses. Una emisión promedio mensual del orden de ARS 250 mil millones.

MONITOR SEMANAL



\*Adelantos transitorios, utilidades y otros  
Fuente: BCRA

Esa cifra está en línea con la asistencia mensual que el BCRA le hizo al Tesoro en los meses de julio y agosto, como se ve en el gráfico anterior. Sin embargo, la base monetaria se expandió mucho menos (ARS 47 mil millones en julio y ARS 84 mil millones en agosto). La esterilización mediante Leliqs y Pases se refleja en el diferencial entre las variaciones, y tiene un costo mensual actual de ARS 120.000 millones por el pago de intereses -que es creciente.

Si el BCRA esterilizase mediante Leliqs y Pases el 50% de la expansión por asistencia al Tesoro del período agosto-diciembre, la base monetaria a fines de diciembre de 2021 se habría expandido 43% en términos nominales, aún por debajo de la tasa de inflación. Y el stock de Leliqs y Pases representaría 133% de la base monetaria -en línea con la situación actual - 141%.

**Expansión base monetaria 2021 según esterilización expansión**

	% de esterilización de asistencia al Tesoro ago-dic			
	0%	30%	50%	80%
<b>Variación anual BM 2021</b>	74%	55%	43%	25%

Stock Leliqs + Pases fin año				
% BM	92%	114%	133%	167%

## MONITOR SEMANAL

Sin embargo, la situación que todo esto genera es de fragilidad, principalmente por el contexto de caída en la demanda de dinero, la incertidumbre y falta de confianza en la política económica, el impacto de la expansión fiscal sobre la oferta monetaria potencial y el grado de esterilización vía Leliqs y Pases del BCRA -instrumentos cuyo nivel y dinámica de crecimiento, principalmente por la tasa de interés, aumentan el déficit cuasi-fiscal.