



INFORME MACROECONÓMICO

8 de Junio de 2023 / N°: 304

Las inconsistencias de la política económica se traducen en inflación





SUMARIO

- **LA INFLACIÓN Y EL PROBLEMA MONETARIO:** en los últimos años, la economía global transitó la pandemia y la guerra. Sin embargo, la magnitud y la persistencia de la aceleración inflacionaria es un fenómeno particular de Argentina. En efecto, Mientras el resto de los países ha implementado una política de restricciones monetarias, Argentina sostiene políticas fiscales y monetarias relativamente expansivas.
- **EL DÉFICIT FISCAL SE TERMINA PAGANDO:** el crecimiento de la base monetaria se encuentra principalmente ligado a la necesidad de financiar los déficits del Tesoro. En la previa de la salida de Guzmán del ministerio, a los mecanismos “directos” habituales se le han agregado nuevos canales “indirectos” para financiar al Tesoro.
- **LA GESTION DE PASIVOS COBRA VIDA PROPIA:** la deuda es otra de las formas con las que se financia el déficit. Si bien no contribuye inmediatamente con la ampliación de la base monetaria. eventualmente puede hacerlo y con mayor velocidad si se pierde la confianza en la capacidad de pago del gobierno.

¿Te interesan los datos macroeconómicos? ¿Buscas insumos para tu análisis o reunión CREA? Te invitamos a ingresar a nuestra presentación interactiva, que se actualiza automáticamente, en la plataforma

Alphacast haciendo [click aca](#)

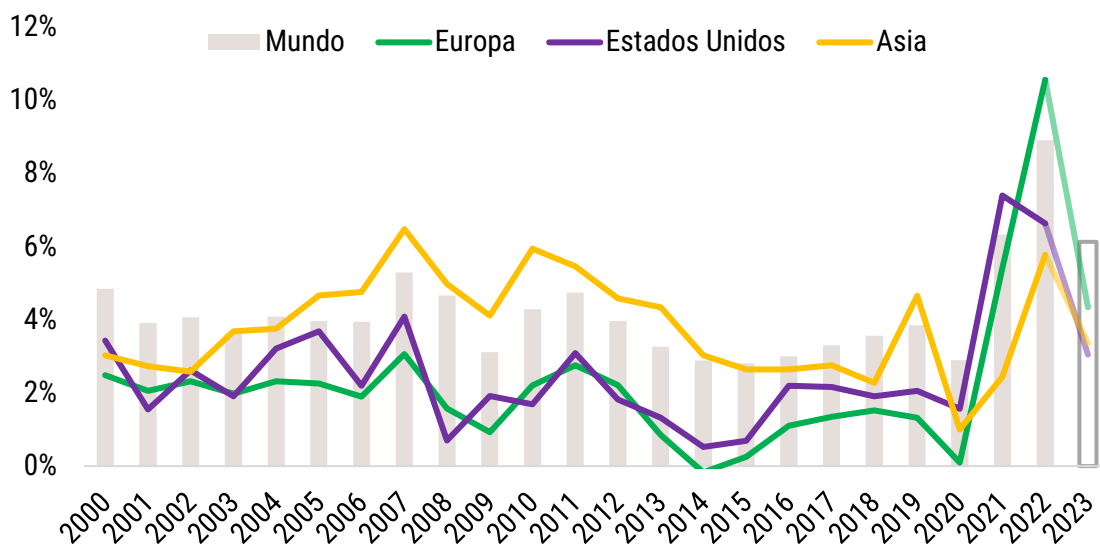
¿Querés puntuar el reporte o dejarnos comentarios? Hace [click acá](#)



LA INFLACIÓN Y EL PROBLEMA MONETARIO

El panorama inflacionario continúa agravándose y se posiciona como uno de los principales desafíos que deberá enfrentar una próxima administración. En efecto, la inflación se aceleró por quinto mes consecutivo y, en abril, corre a un ritmo anualizado del 156% (8,4% mensual), superando ampliamente las expectativas inflacionarias que se tenían a comienzo de año (98% anual). Además, las consultoras proyectan un registro mensual mayor para mayo debido al impacto de la suba de tarifas¹, las altas tasas de interés, la falta de dólares y la inercia inflacionaria ascendente. El incremento generalizado de precios diluye el poder adquisitivo a meses de las elecciones. Frente a la grave situación, el oficialismo apunta a la pandemia, la guerra en Ucrania y la sequía como chivos expiatorios. Sin embargo, en el resto del mundo, también afectado por la pandemia y la guerra, tras un impacto inicial, la inflación hoy se encuentra bajando.

Inflación de las principales economías del mundo y proyecciones hacia 2023 – en % anuales.



Fuente: elaboración propia a base de FMI.

Más en detalle, la diferencia radica tanto en problemas macroeconómicos largamente preexistentes a la pandemia como la respuesta posterior. En efecto, en la era post pandemia los bancos centrales de los países avanzados rápidamente reaccionaron con una política monetaria contractiva: finalizaron con la recompra de deuda (forma que utilizaban para emitir) y subieron las tasas de interés (FED 5% desde 03/22 y UE 3,75% desde 07/22). De esta forma, retirando dinero de circulación, se logró desacelerar la inflación mundial en un camino aún se está recorriendo. En ese sentido, la Reserva Federal de los Estados Unidos (FED) anunció que se mantendrán las tasas altas hasta que la inflación estadounidense llegue al 2% anual. En Argentina, como veremos más

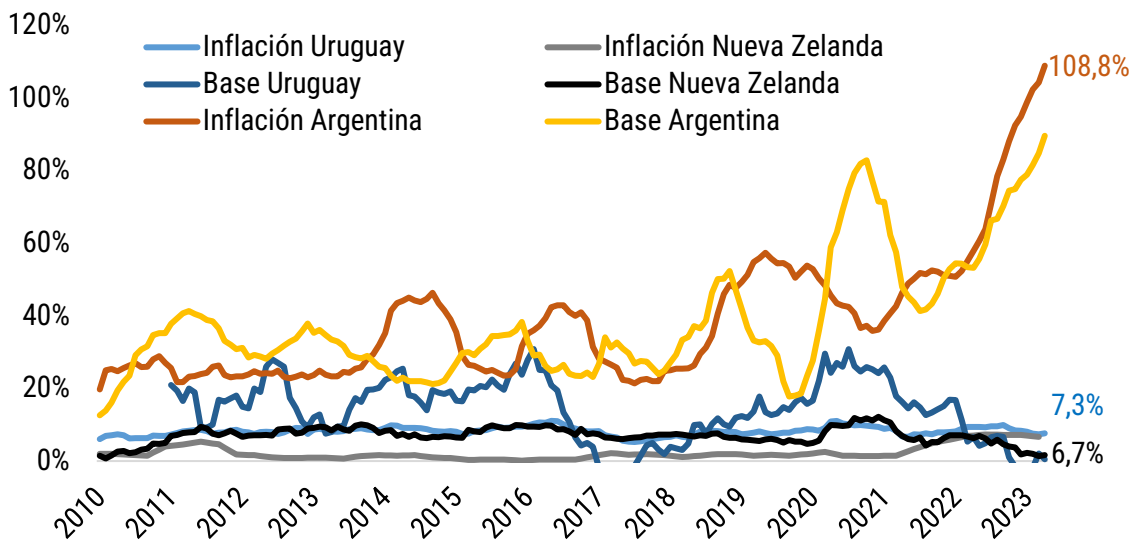
¹ Gas: 20% para ingresos altos y medios y 30% para ingresos bajos. Luz: 149% para el nivel 1 y 102% para el nivel 3.



adelante, se mantiene una política monetaria expansiva estrechamente vinculada a las necesidades de financiamiento, directas e indirectas, del Tesoro.

En segunda instancia, la salida de la pandemia coincidió con otro shock importante a nivel internacional: la guerra entre Ucrania y Rusia tuvo un fuerte impacto en los mercados de alimentos y energía dada la relevancia de los beligerantes en los mercados mundiales. Así, de acuerdo al Gobierno, la guerra habría afectado negativamente a la Argentina, pese a nuestra condición de exportadores de alimentos, y causado una nueva aceleración de la inflación. Sin embargo, como mostramos nuestro Informe Macroeconómico 291, la suba de los precios internacionales no se tradujo en una aceleración inflacionaria de la magnitud que experimentamos localmente en países con similar estructura productiva. Nuevamente, se aprecia que la diferencia radica en la política macroeconómica y que la inflación guarda una relación estrecha con la evolución de la base monetaria en cada país. Incluso, es paradójico apuntar a que la guerra tuvo un efecto negativo sobre la economía argentina cuando la liquidación de divisas del agro pasó de USD 20.274 millones en 2020 a USD 32.807 millones en 2021 y USD 40.438 millones en 2022. De hecho, los commodities bajaron desde los precios máximos que tuvieron en principios de 2022 (soja -22%, trigo -42% y maíz -24%) pero pese a ello la inflación local persiste y e incluso se acelera.

Evolución de la base monetaria (M3) y la inflación en países similares a Argentina – en % de crecimiento i/a.



Fuente: elaboración propia en base a MECON, INDEC, BCRA, Instituto Nacional de Estadística de Uruguay, Banco Central del Uruguay, Stats New Zealand y Reserve Bank of New Zealand.

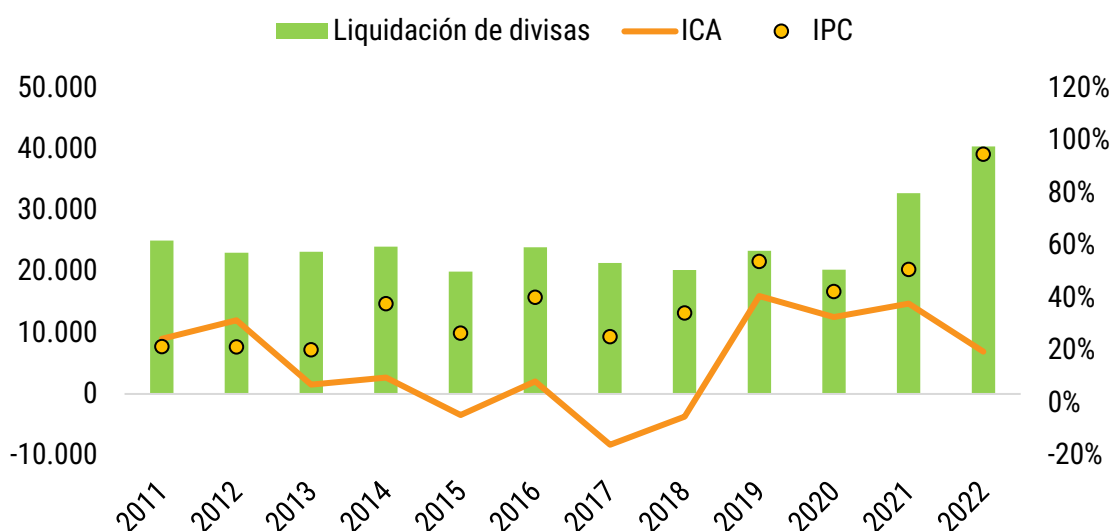
En la visión del Gobierno, el último factor exógeno que habría impactado sobre la economía llevando a la suba de precios es la sequía. Indudablemente, la fuerte caída de la producción agropecuaria conlleva múltiples impactos en el plano local. La retracción del sector agroindustrial (-12% i/a en marzo), con productores teniendo que tomar crédito para costear los gastos, se



traduce luego en una merma de ingresos de dólares (USD 9.450 millones², -38% i/a) y en una baja la recaudación por retenciones que impacta en los ingresos del Estado (derechos de exportación -36,2% i/a³). De esta manera, la menor recaudación, en ausencia de un ajuste del gasto que la compense, llevo a una ampliación del rojo fiscal en la primer parte del año (-0,6% del PBI acumulado hasta mayo) y de la emisión.

Por su parte, los menores ingresos de divisas agudizaron las inconsistencias previas del esquema. En efecto, pese a los fuertes ingresos de dólares de 2021 y 2022, el BCRA tiene hoy reservas netas negativas (USD -1.198 millones) lo que en definitiva muestra la falta de respaldo del peso argentino. Buscando evitar a toda costa una devaluación del dólar oficial, el Gobierno está embarcado, prácticamente desde que asumió, en un sendero de restricciones cambiarias y comerciales crecientes que finalmente se expresan en las cotizaciones paralela. Sin embargo, el proceso no es inocuo. Además de la distorsión de incentivos que introduce la brecha cambiaria, la demanda va al dólar oficial pero la oferta intenta ir al paralelo, el control de las autorizaciones y de los pagos de importaciones está causando que el dólar oficial deje de ser referencia para las compras al exterior. En efecto, las empresas que no pueden acceder al mercado oficial tienen que buscar divisas en el paralelo, por lo que una parte de los productos de la economía pasa a tener costos de producción atados a los dólares alternativos. Así, ante cada nueva ronda de restricciones se observa que el tipo de cambio se comporta “como si” se estuviera devaluando. De hecho, esto ocurrió con el salto de abril (+17%) y posiblemente veamos otros cimbronazos de cara a los comicios.

Liquidación de divisas de la agroindustria, balanza comercial e inflación - en millones de dólares y en porcentaje.



Fuente: elaboración propia en base a CIARA e INDEC.

² Desde inicio de año hasta mayo.

³ Desde inicio de año hasta abril.

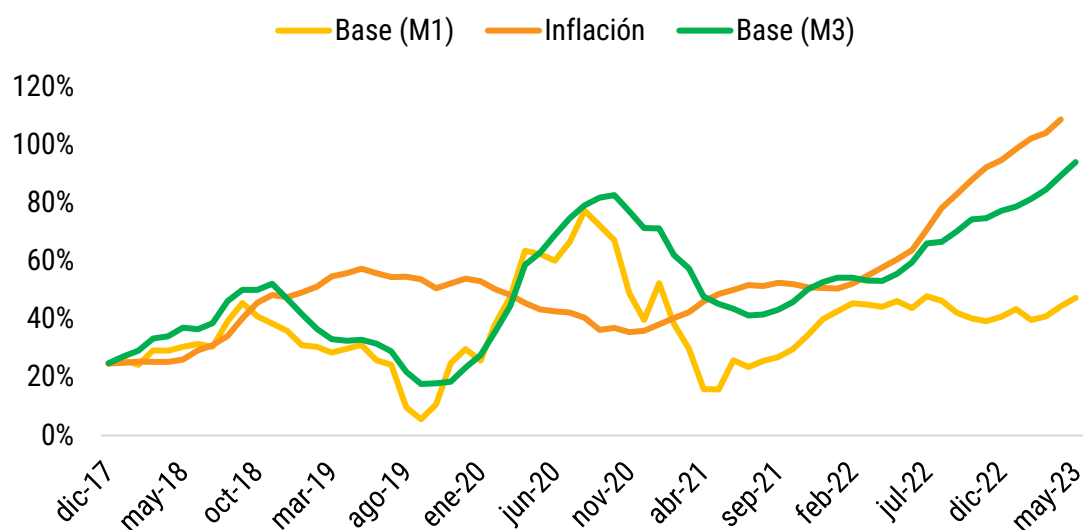


Así, en los últimos años la economía global transita dos shocks importantes, la pandemia y la guerra, pero la magnitud y la persistencia de la aceleración inflacionaria es un fenómeno particular de Argentina. En efecto, la inflación se aceleró en 2021 y 2022 con precios internacionales de las commodities al alza y se acelera también en 2023 cuando están a la baja. En definitiva, los distintos shocks externos que se suceden tienen la capacidad de aliviar o empeorar la situación de la macroeconomía local. La clave radica en que, mientras el resto de los países del mundo ha implementado una política de restricciones monetarias para acomodarse al nuevo contexto, Argentina sostiene políticas fiscales y monetarias relativamente expansivas que de hecho anteceden largamente a la guerra y, con altibajos, caracterizan al país desde hace más de una década.

EL DÉFICIT FISCAL SE TERMINA PAGANDO

El ritmo de incremento de la cantidad de dinero es la variable clave a la hora de explicar la dinámica de los precios. Sin desmedro de medidas complementarias que puedan tomarse en el marco de un plan de estabilización, no puede bajarse exitosamente la inflación sin control sobre los agregados monetarios. Así, con el correr de los años, la base monetaria, compuesta por pesos en poder del público, de entidades y del Banco Central, ha ido aumentando con mayor o menor velocidad. Con la dinámica inflacionaria, el cepo cambiario, el mayor acceso a instrumentos financieros y la política de tasas del BCRA, cada vez más gente decide no tener el dinero en billete o en caja de ahorro y volcarlo en instrumentos financieros. Actualmente, se puede observar que agregados monetarios más amplios (M3), que incluyen tanto dinero en billete y en cajas de ahorro como depósitos en plazo fijo, guardan una relación más estrecha con la inflación y crecen a un ritmo superior al de la base monetaria (M0).

Base monetaria (M0), inflación y base (M3) - en porcentaje interanual.

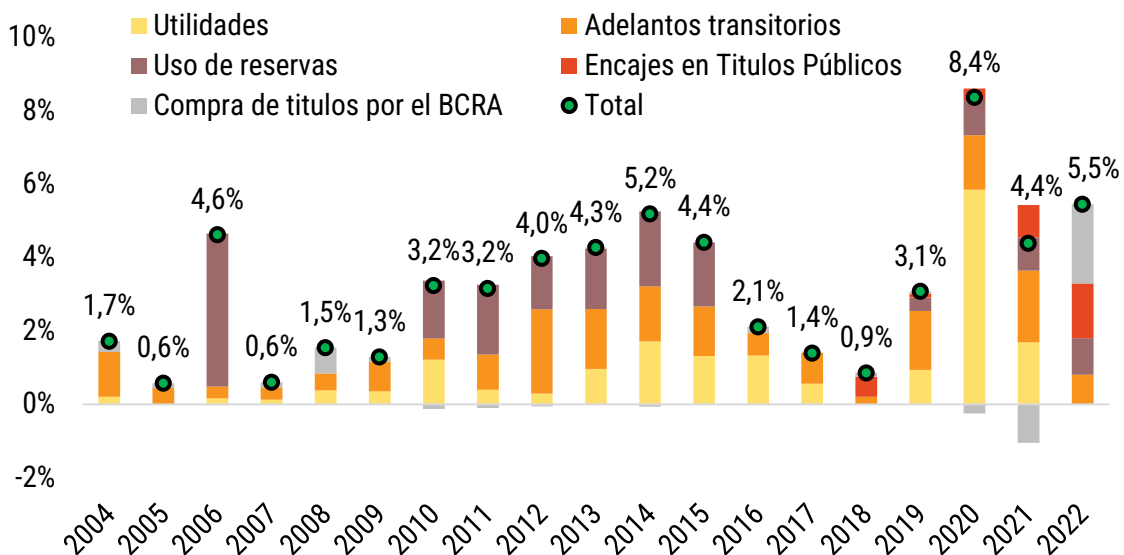


Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Economía.



En el mundo, los Bancos Centrales tienen la capacidad de agrandar o achicar la base monetaria a través de la compra o venta de títulos públicos del Gobierno. En cambio, en Argentina, el crecimiento del circulante se encuentra principalmente ligado a la necesidad de financiar los déficits del Tesoro (dominancia fiscal). Las formas que adoptan las transferencias del BCRA son diversas. Uno de los canales principales, utilizado en los últimos 18 años, son los adelantos transitorio. Originalmente concebidos como mecanismo para cubrir déficits temporales de caja, en la práctica se van renovando y ampliando de forma permanente. Existen también las transferencias de utilidades, “ganancias” contables del BCRA transferidas al Tesoro, que fueron una forma de emisión importante en otros periodos. Otra vía utilizada es mediante la colocación de letras intransferibles del Tesoro al BCRA, como manera de hacerse de dólares para los pagos de deuda. Las letras intransferibles son finalmente un asiento contable y no implican una deuda real.

Financiamiento directo e indirecto del Banco Central al Tesoro - en porcentaje del PBI.



Fuente: elaboración propia en base a BCRA.

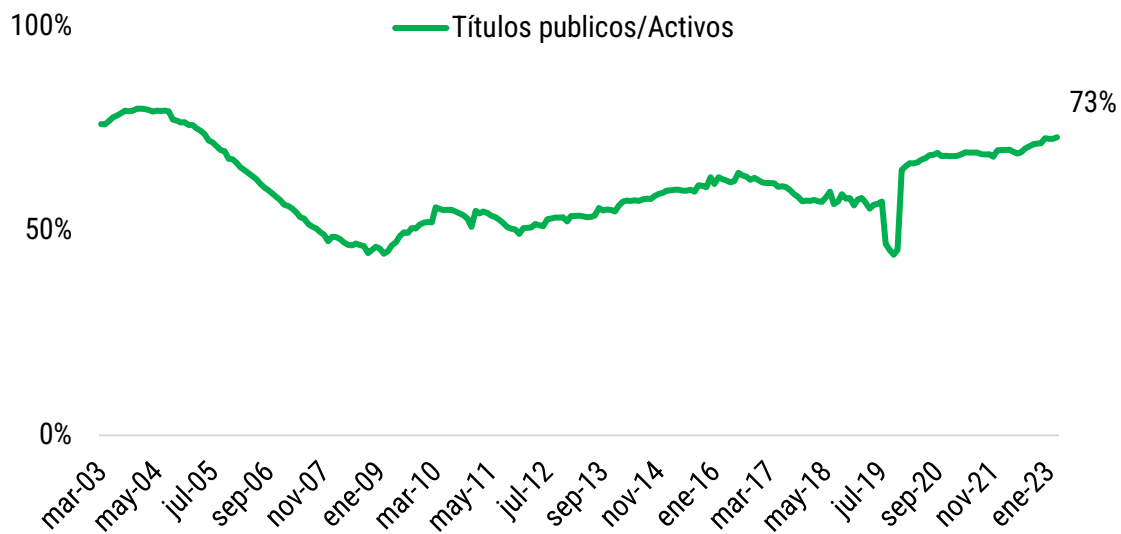
De esta manera, parte de la lógica del acuerdo con el FMI fue limitar estas vías de financiamiento directo recurriendo a la colocación de deuda en pesos, que paso de un stock equivalente a 19,9% del PBI en diciembre de 2019 a 28,1% del PBI en 2022. Sin embargo, el año pasado, en la previa de la salida de Guzmán del Ministerio de Economía, el financiamiento a través de la deuda se vio severamente limitado por la pérdida en la credibilidad en la capacidad de pago. Los inversores se fueron retirando de los bonos y fue necesaria la intervención del Banco Central para estabilizar su precio. La compra de estos instrumentos en el mercado financiero secundario resulta en un financiamiento indirecto hacia el Tesoro, en tanto se emite para mantener las colocaciones de deuda dentro de parámetros aceptables, operatoria que demandó emitir el equivalente al 2,2% del PBI en 2022. Adicionalmente, con un objetivo similar, el BCRA redirecciona los encajes de los bancos hacia deuda pública del Tesoro en pesos (integración de encajes) estimulando la demanda de los títulos en un proceso que también es monetariamente expansivo. Así, la compra de los títulos



del Tesoro y la integración de encajes superaron al uso de reservas (1% del PBI) y los adelantos transitorios (0,8% del PBI) como las principales fuente emisión monetaria. En definitiva, debido a la magnitud y persistencia del déficit, el esquema de colocaciones en pesos también requiere hoy de la asistencia del BCRA.

Un corolario adicional de este proceso es la creciente exposición de los bancos a instrumentos soberanos. Dado el levantamiento de restricciones pre existentes y las mayores tasas e instrumentos más seguros que ofrece el Estado, los bancos y financieras destinan una porción mayor de sus bienes a la compra de títulos públicos (73%), la mayor desde la salida de la convertibilidad. A su vez sus activos crecieron, por lo que el volumen absoluto de títulos también se incrementó y se corresponde con los mayores niveles de endeudamiento público. De hecho, en 2022 la deuda en moneda nacional alcanzó el 28,1% del PBI (+17,5% i/a). De esta manera, se retiró financiamiento para el sector privado, que debe competir con las tasas que ofrece el gobierno. Entonces, la necesidad del gobierno de financiarse renovando y tomando deuda terminó acaparando el crédito de las entidades privadas (*crowding out*).

Títulos públicos en el activo de los bancos – % del total.

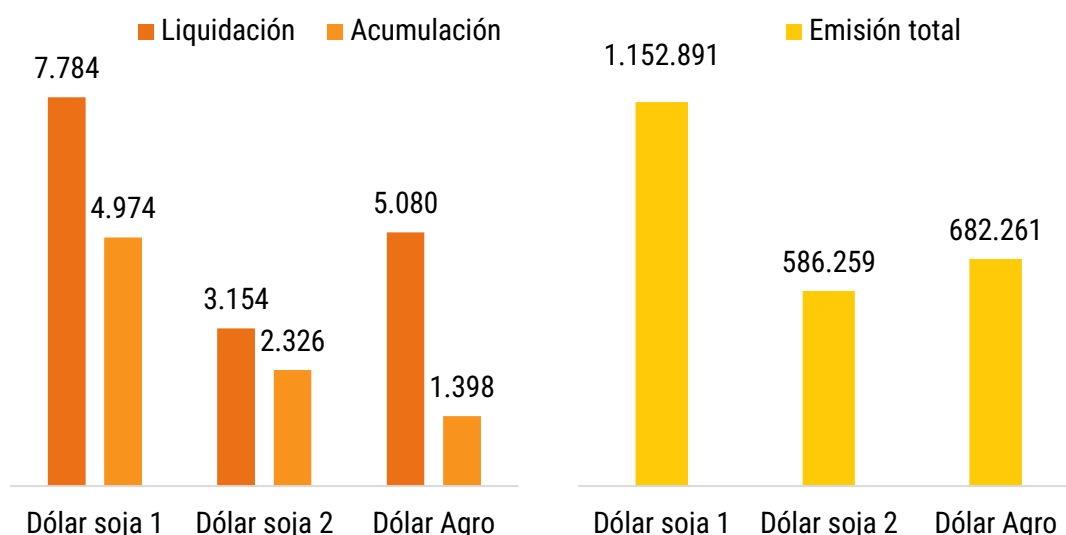


Fuente: elaboración propia en base a BCRA.

Enfocándonos en 2023, la emisión viene en aumento frente a la ampliación del déficit fiscal, derivado principalmente una caída en la recaudación (-8,9% i/a en abril) que no es compensada por menores gastos. En efecto, mirando el financiamiento directo del BCRA al Tesoro, los adelantos transitorios, ARS 670.000 millones (0,4% del PBI), superaron el límite acordado con el FMI para junio (ARS 651.400 millones) y son mayores a los registrados en igual periodo de 2022 (0,1% del PBI). Además, la emisión por la integración de encajes con títulos públicos fue de 0,7% del PBI hasta abril y la compra de títulos en el mercado secundario por parte del BCRA fue de 0,3% del PBI hasta mayo. Es decir, en los primeros 5 meses del año, que fiscalmente son menos exigentes, ya se emitió directa o indirectamente 1,4% PBI para financiar al Tesoro.



Liquidación de divisas, acumulación de divisas del BCRA y emisión relativas al PIE III- en USD millones y en ARS millones.



Fuente: elaboración propia en base a Bolsa de Comercio de Rosario y BCRA.

Adicionalmente, el BCRA también tiene un costo adicional en su intervención en el mercado de cambios debido a las políticas del Gobierno. En efecto, con la implementación del Programa de Incremento Exportador (PIE) se produce una diferencia entre la cotización a la que se exportan los productos beneficiados (más alta) y a la que se importan otros productos (más baja). La brecha entre ambos precios implica un desfinanciamiento del Banco Central, como saldo final del PIE III compro cada dólar acumulado a ARS 488. En total, el programa implica la emisión por parte del BCRA de otros ARS 682 mil millones adicionales (0,8% del PBI). Como saldo de todas estas operaciones, el M3 crece hoy a un ritmo de 94,1% i/a.

LA GESTION DE PASIVOS COBRA VIDA PROPIA

Como vimos a lo largo de la sección anterior, el programa financiero del Tesoro depende de la asistencia, directa e indirecta, del BCRA. A su vez, el lanzamiento constante de nuevo dinero a la circulación de los últimos años llevo a la acumulación de pasivos por parte del BCRA que remueve parte del flujo colocando LELIQ a los bancos. Al día de hoy, agregados más amplios como el M3 crecen más que la base monetaria porque incluyen a los plazos fijos que son la contracara de las colocaciones de LELIQS de los bancos. De esta manera, los pasivos acumulados por el BCRA y el Tesoro, que en última instancia deben su existencia al constante déficit fiscal a lo largo del tiempo, tienen hoy una dinámica propia.

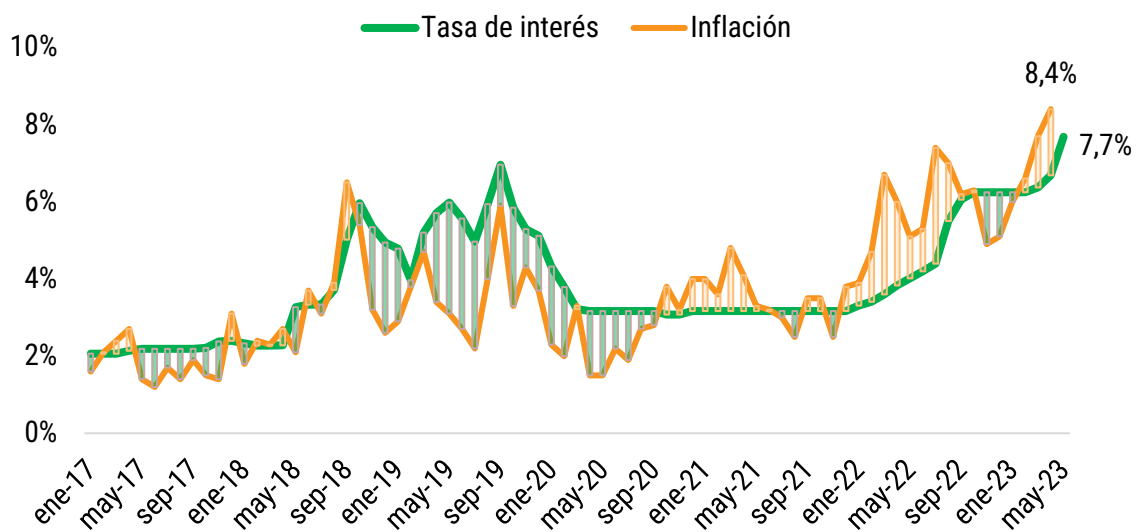
Tanto los pasivos del BCRA como los del Tesoro implican un riesgo de emisión futura. En definitiva, si no se pueden renovar ("rollear") los vencimientos se debe emitir para pagarlos. En ese sentido,



corregir el nivel de déficit para mostrar un Estado solvente puede ayudar a mantener la confianza en la capacidad de pago.

En este contexto, el Tesoro actualmente ofrece mayoritariamente títulos ligados al dólar y a la inflación, mientras el Banco Central tiene su tasa de interés de referencia en 97% TNA (8,1% mensual y 154% TEA). La suba de tasas tiene como objetivo mejorar el atractivo del peso y garantizar la renovación de las LELIQS, que acumulan ARS 15 billones y devengan ARS 1,1 billones por mes. Dado el volumen acumulado de LELIQS, la intención inicial de estos instrumentos de retirar pesos del mercado termina desdibujada y hoy más bien le ponen un “piso” a la inflación vía el monto de los intereses que además es creciente en función de la tasa de interés. De hecho, como puede verse en el gráfico, desde inicios de 2022 que la tasa y la inflación vienen creciendo en paralelo. Ambos stocks de pasivos serán una condicionante para la política económica de una próxima administración, que deberá lidiar no solo con los desafíos presentes si no también con el stock de distorsiones acumuladas.

Promedio mensual de inflación y tasa de interés – en porcentajes.



Fuente: elaboración propia a base del BCRA e INDEC.

En síntesis, el problema inflacionario deriva directamente del sesgo de la política monetaria y fiscal, que, a su vez, se desprende de las necesidades de financiamiento del fisco. La emisión no solo es un problema presente, sino, además, un problema futuro, por la continuidad del déficit y las promesas de pago en pesos (deuda) del BCRA y el Tesoro. En este contexto, no sorprende que se espere la continuidad del régimen de alta inflación: según el Centro de Investigación de Finanzas de la Universidad Di Tella, las expectativas de inflación para los próximos 12 meses ascienden al 96%, lo que dota de inercia al fenómeno. En definitiva, los niveles de emisión (1,4% del PBI en lo que va del año) y la velocidad de crecimiento de los agregados monetarios son incompatibles con una inflación moderada, independientemente de eventos externos como la sequía la guerra o la



pandemia. Además, sin la implementación de un plan de estabilización, que convoque a los diferentes sectores en una política para reducir la inflación, genere un cambio en las expectativas y ponga en orden el plano fiscal y monetario, será imposible bajar la inflación desde los niveles actuales. Con el Gobierno enfocado en llegar a las elecciones sin un salto cambiario en el mercado oficial, la difícil tarea deberá aguardar a una próxima administración.

Informe Macroeconómico
Publicación de distribución mensual, destinada al Movimiento CREA.

Coordinación del informe:
Santiago Giraud

Técnico a Cargo:
Francisco Anzoategui

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 y trabajan para el desarrollo sostenible de las empresas, las localidades de las que forman parte y el país. Para mayor información <http://www.crea.org.ar/>