

## INDICADORES FISCALES INFLACIÓN BASE MONETARIA PRÉSTAMOS EXPORTACIONES IMPORTACIONES. PESOS OBSERVADOS Y CONSTANTES.



Algunos indicadores a fin de cada año: Base Monetaria, Comercio Exterior, Fiscales y Reservas Brutas, entre otros.

Se puede decir que el ordenamiento de la mayoría de las variables económicas resultan producto de la inflación. Pero lo contrario también es posible, que la inflación es la manifestación del desorden de las variables. La inflación produce distorsiones e incertidumbre; ambas cuestiones introducen dificultades o imposibilidades en las economías familiares, en las empresas y también en el sector público. No es poco.

También se puede afirmar que los niveles de desorden social, en concreto la pobreza y la indigencia, se alimentan o se expresa con raíces en la inflación.

Los gráficos son abundantes, pero siempre bajo la idea de Inodoro, "lo que abunda no daña". Es por eso que los indicadores utilizados los analizamos y graficamos tal como se publican, como moneda corriente, en moneda constante de diciembre del 2022, en dólares y como porcentaje del PBI. Por si faltaran datos, agregamos algunos con énfasis en la inflación, el tipo de cambio y el dólar CCL.



Lic. Jorge A. Moore

Abril 2023

**Iniciado el año 2023:** Como siempre indicadores asociados, varios, pero cerrando el 2022 y aventurando el 2023.

**Comentarios:** Con el diario del lunes.

**Sugerencia:** Leer con tranquilidad y en algunos casos, como los gráficos pueden resultar densos, paciencia, los párrafos aclaran dando cuenta de información de varios años. Tratamos de analizar los indicadores desde varios puntos de vista y abusando de gráficos.

**Fuentes:** Se utilizan valores promedio mensuales como el dólar y otros. Fuentes principales: BCRA Boletín Estadístico, Balances Semanales, Balances Anuales, Informe de Política Monetaria, Informe Monetario Mensual, Informe Anual al Congreso y otros indicadores provenientes de la misma fuente. Ministerio de Economía e Indec. Juan Carlos De Pablo. El desafío económico del próximo gobierno. Sudamericana 2023. Inodoro Pereyra. 22. Roberto Fontanarrosa. Ediciones de la Flor. 2008.

## Índice

Introducción: .....	3
Inicio: .....	4
Comparando variaciones anuales % (diciembre vs diciembre): Tipo de Cambio Mayorista, Inflación, ITCRM y Dólar CCL. Estimado 2023. ....	4
Comparando Valores Originales: Tipo DE Cambio Oficial Mayorista, Inflación Promedio, Dólar CCL e Índice BCRA ITCRM. ....	5
Valores Originales Observados Pesos: Base Monetaria - Préstamos - Títulos y Pases - Ganancias del BCRA - Pérdidas por Títulos y Pases: Millones de Pesos corrientes de diciembre de cada año. Para el 2023 los valores son estimados. ....	6
Valores Originales Observados Dólares: Reservas Brutas, Exportaciones Importaciones, Balanza de Pagos Cuenta Corriente (cierre 2022). 2023 Estimado. Millones de dólares .....	7
Valores Originales Fiscales Observados en Pesos: Ingresos Tributarios Totales (AFIP) - Base Caja: Ingresos, Gastos Corrientes. Superávit Primario y Resultado Financiero. Millones de pesos. Estimado 2023. ....	8
En Dólares conversión: Base Monetaria - Préstamos al Sector Privado - Títulos + Pases: Dólar diciembre cada año. Millones. ....	9
En Dólares Valores Originales: Reservas, Exportaciones Importaciones, Balanza de Pagos Cuenta Corriente. Millones de dólares .....	10
En Dólares Conversión: Ingresos Tributarios (AFIP) - Base Caja: Ingresos Corrientes, Gastos Corrientes Superávit Primario y Resultado Financiero. Millones .....	11
En dólares Conversión y comparando indicadores: B. Monetaria, Exportaciones, Importaciones, Recaudación Tributaria y Préstamos. Millones.....	12
Pesos constantes de diciembre del 2022: Base Monetaria - Préstamos Sector Privado - Títulos + Pases. Millones.....	13
Pesos constantes de diciembre del 2022: Reservas - Exportaciones - Importaciones - Balance de Pagos. Millones. Estimado 2023. ....	13

Pesos constantes de diciembre del 2022: Ingresos Tributarios - Base Caja: Ing. Corrientes, Gastos Corrientes, Superávit Primario y Resultado Financiero. Millones.....	14
Comparación en moneda constante de diciembre del 2022: B. Monetaria, Ingresos Tributarios Totales, Exportaciones e Importaciones (ICA), Préstamos. Millones pesos. ....	15
Como Porcentaje del PBI: Base Monetaria, Préstamos, M2, Ganancias y Títulos. ....	16
Comparación % PBI: Ingresos Tributarios - Ingresos y Gastos Base Caja - Superávit Primario y Resultado Financiero. PBI \$ corrientes promedio anual.....	17
El porcentaje del PBI en dólares: Reservas - Exportaciones - Importaciones - Saldo X-M y Saldo Cuenta Corriente Balanza de Pagos .....	18
Comparando en porcentaje del PBI: Ingresos Tributarios Nacionales - Ingresos y Gastos Base Caja - Superávit Primario y Resultado Financiero: En % del PBI 2022 \$ 2022 constantes. ....	19
2022 = 100 Dólares de cada año: Base Monetaria - Ganancias Netas del BCRA - Pérdidas por pago de Intereses - Títulos + Pases - Sin datos para los Intereses y Ganancias BCRA 2022 .....	20

## INTRODUCCIÓN:

Algunos indicadores a fin de cada año: Base Monetaria, Comercio Exterior, Fiscales y Reservas Brutas, entre otros.

Se puede decir que el ordenamiento de la mayoría de las variables económicas resultan producto de la inflación. Pero lo contrario también es posible, que la inflación es la manifestación del desorden de las variables. La inflación produce distorsiones e incertidumbre; ambas cuestiones introducen dificultades o imposibilidades en las economías familiares, en las empresas y también en el sector público. No es poco.

También se puede afirmar que los niveles de desorden social, en concreto la pobreza y la indigencia, se alimentan o se expresa con raíces en la inflación.

Los gráficos son abundantes, pero siempre bajo la idea de Inodoro, “lo que abunda no daña”. Es por eso que los indicadores utilizados los analizamos y graficamos tal como se publican, como moneda corriente, en moneda constante de diciembre del 2022, en dólares y como porcentaje del PBI. Por si faltaran datos, agregamos algunos con énfasis en la inflación, el tipo de cambio y el dólar CCL.

Para aumentar la confusión agregamos conjeturas sobre el final del 2023, con el ánimo de contar con un surco que mejor nos permita seguir las modificaciones que a lo largo de los meses se van a ir presentado.

El 2023 no lo vemos mejorando sobre la situación actual pero tampoco empeorando, razonamiento que es una mezcla de azar, de voluntarismo y eclecticismo. De alguna manera esto sigue a Inodoro, con los problemas que acumula, ¿para qué darle más?

¿Y el 2024? Las aguas encrespadas esperan a las nuevas autoridades, cualesquiera sean ellas. Pero suponemos que una de las primeras tareas, de la hora cero, de la semana cero o del tiempo que demande será apaciguar las ondas elevadas y violentas de las variables. ¿Sencillo? Lejos de serlo, pero será necesario para poder desatar la batería de instrumentos que cada alternativa política y económica haya ido preparando y aceitando en estos meses electorales. No decimos ni por aproximación “objetivos” comunes y acordados porque suponemos que todos prefieren

“lo mejor a lo peor”. En un reciente libro de De Pablo, “El desafío económico del próximo gobierno”, especialmente en los capítulos 11, 12 y 13, desarrolla puntos que vale la pena leer. Podemos destacar en las variables: Turbulencias en los indicadores. Brechas y dólar soja. Cuasi fiscal elevado. Revisiones y más revisiones con el FMI. Pocos dólares para las importaciones. Resultado Financiero negativo con larga tradición. Caída de los préstamos. Y así por el estilo. Hoy los de afuera vienen a comprar al País, recordar que en otros momentos ocurría lo inverso.

Seguramente Inodoro reflexionando con Mendieta por el tiempo que pueden llevar algunas acciones (recordemos que siempre utiliza metáforas y silogismos) dejando abierta la tranquera para interpretaciones actuaciones y respuestas.

Mendieta: ***“Descubrieron un dinosaurio que era un predador infalible: el Carcharodontosaurio”.***

Inodoro: ***“Y claro, Mendieta. Hasta que terminaban de gritar: ¡Cuidáu, viene el Carcharodontosaurio! El bicho ya se había comido a alguien”.***

Inodoro –seguramente impaciente por algunas cosas que ve- : ***“¡Qué rápido se ha pasáu el milenio, Mendieta!”***

Mendieta –lo tranquiliza, porque siempre teme los ataques de asma cuando Inodoro se pone nervioso: ***“Y ande se quiera acordar, ya estamos en el tres mil”.***

INICIO:

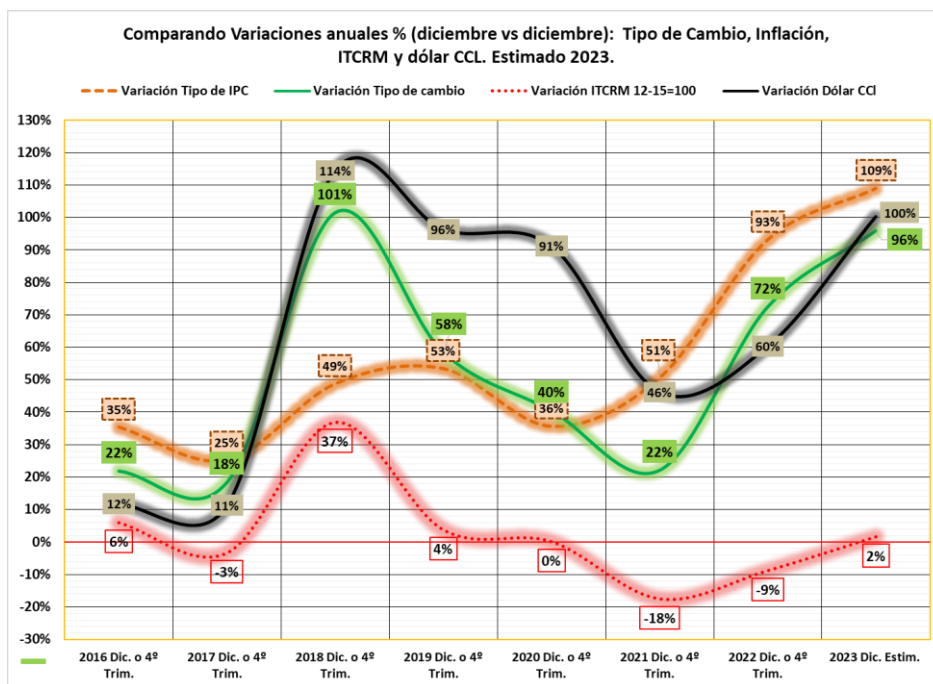
COMPARANDO VARIACIONES ANUALES % (DICIEMBRE VS DICIEMBRE): TIPO DE CAMBIO MAYORISTA, INFLACIÓN, ITCRM Y DÓLAR CCL. ESTIMADO 2023.

Las variaciones anuales de estos indicadores muestran claramente dos cuestiones. Por un lado la variabilidad "intimidatoria" de la Inflación como de los dólares (oficial y CCL).

Por otro la debilidad del Índice ITCRM con variaciones porcentuales negativas en los tiempos recientes. En los años de severos problemas 2018 y 2019 tanto el dólar CCL como el Oficial pegaron un salto muy abrupto que en la actualidad los estamos viendo nuevamente, algo así como una repetición de sucesos.

Hoy por hoy lo que aparece con mayor despliegue es la inflación y que obviamente arrastra los otros indicadores.

Estimando el 2023.



## COMPARANDO VALORES ORIGINALES: TIPO DE CAMBIO OFICIAL MAYORISTA, INFLACIÓN PROMEDIO, DÓLAR CCL E ÍNDICE BCRA ITCRM.

La brecha es muy clara entre el dólar CCL y el dólar oficial, al momento de analizar los valores alcanza más del 90 %.

¿Está atrasado el dólar oficial? De acuerdo a la reciente propuesta del ministro Massa al elevar el dólar soja y otros a \$ 300, obviamente es un reconocimiento de que algo impide que se hagan normalmente las liquidaciones de exportaciones.

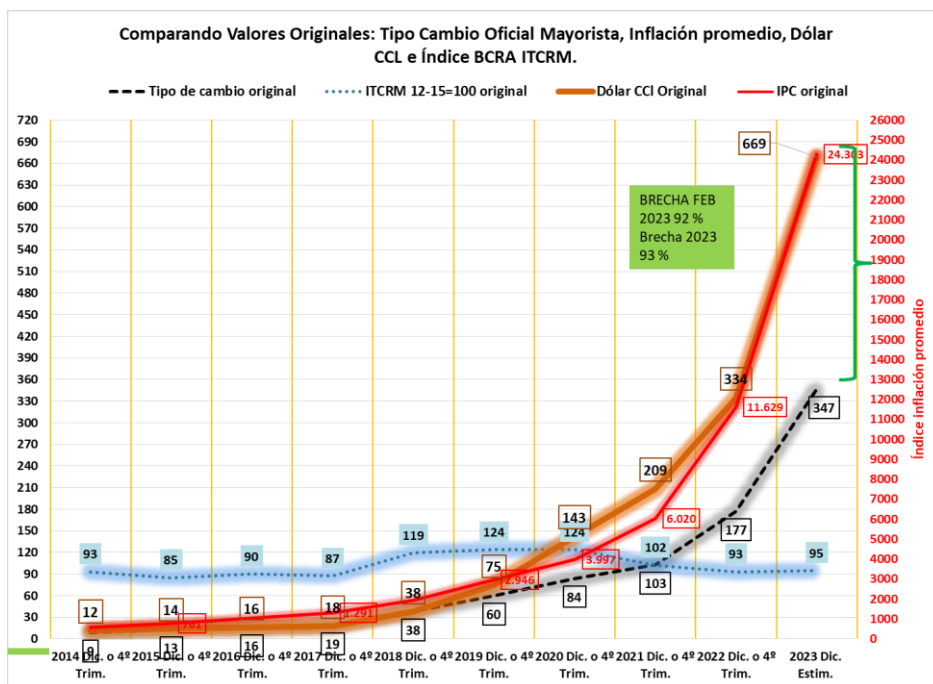
Con ese nuevo dólar transitorio la brecha se achica, luego al final de mayo la diferencia seguramente adoptará porcentajes actuales.

Por otro lado con el índice ITCRM del BCRA se observa que con las grandes devaluaciones del 2018 y 2019 recupera puntos, pero nuevamente a partir del 2021 ocurre lo contrario, dificultando las exportaciones.

La inflación por su parte tiene un comportamiento o recorrido bastante similar al dólar CCL.

¿Cómo definir y resolver atraso, cepo y restricciones a las importaciones?

Ver el 2023 estimado.



**VALORES ORIGINALES OBSERVADOS PESOS: BASE MONETARIA - PRÉSTAMOS - TÍTULOS Y PASES - GANANCIAS DEL BCRA - PÉRDIDAS POR TÍTULOS Y PASES: MILLONES DE PESOS CORRIENTES DE DICIEMBRE DE CADA AÑO. PARA EL 2023 LOS VALORES SON ESTIMADOS.**

Valores observados en diciembre de cada año hasta el 2022, excepto para Ganancias Netas y Pérdidas por Pagos de Intereses. Se cuenta con información con el cierre del Balance Contable del 2021. El año 2023 con valores estimados.

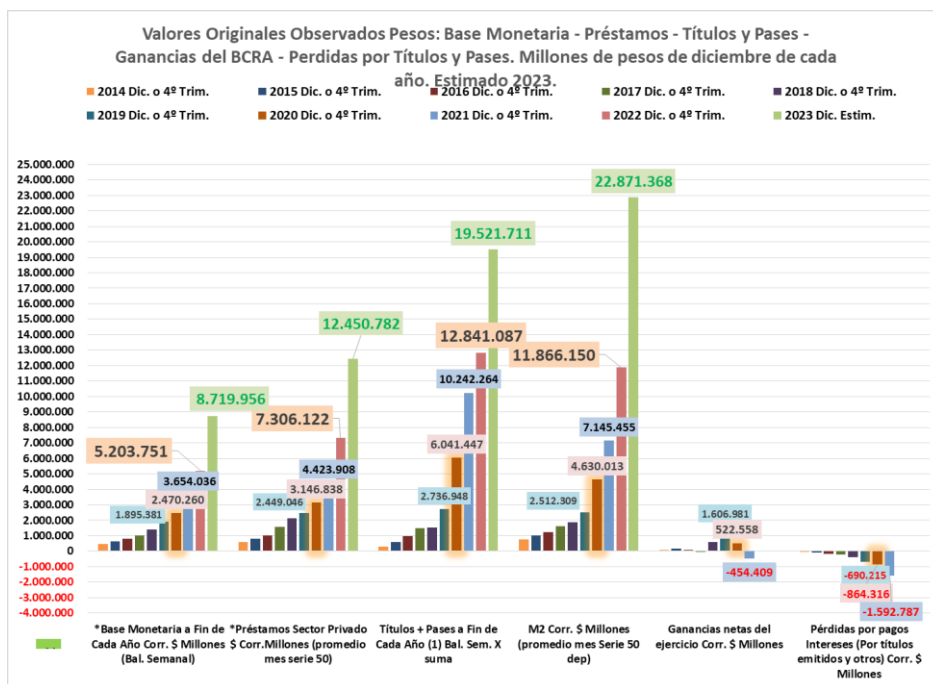
Surgen con claridad los altos niveles alcanzados en Títulos y Pases emitidos por el BCRA superando los \$ 12 billones, utilizando la información de los Balances Semanales del BCRA. En diciembre 2022 la suma de Títulos y Pases duplican al valor de la Base Monetaria, y otro tanto en el 2021.

La Base Monetaria alcanza en el final del 2022 los \$ 5.2 billones, sujetos a la fuerte política de absorción tanto en Leliqs y Pases, y marca una clara definición de política monetaria del BCRA, buscando ahogar o secar los excesos de monedas. En el 2022 la Base Monetaria alcanza el 57 % menos que la inflación del 94 %, siempre respecto del año anterior.

Probablemente de continuar con la política monetaria definida, los meses del 2023 estarán en la misma línea, es un punto que seguramente tallará en las revisiones del acuerdo con el FMI.

Consideramos el M2 por cuanto es uno de los agregados monetarios que siempre observan las autoridades del BCRA. En diciembre de 2022 supera los \$ 11 billones de pesos y en el 2021, los \$ 7.2 billones; el crecimiento es del 64 %.

Para completar la información, se agrega el Resultado Neto o Ganancias Netas de la operatoria del BCRA, que siempre mostró ganancias, excepto en el 2017 y en el 2021; suponemos algo similar (pérdida) para el 2022. La mayoría de las ganancias provienen de los diferenciales del tipo de cambio por las tenencias de Títulos (entregados por el Tesoro al BCRA cuando retira reservas y contabilizados como activos), pero es bueno observar que en el cuadro de Resultados de los Estados Contables la principal pérdida, contrarrestando lo anterior, proviene de los intereses pagados sobre los Títulos Emitidos (Leliqs ahora y otros anteriormente).



## VALORES ORIGINALES OBSERVADOS DÓLARES: RESERVAS BRUTAS, EXPORTACIONES IMPORTACIONES, BALANZA DE PAGOS CUENTA CORRIENTE (CIERRE 2022). 2023 ESTIMADO. MILLONES DE DÓLARES

Las Reservas del BCRA disminuyen en los últimos 4 años, oscilando mayormente entre lo u\$s 44.000 y 40.000 millones. Conjeturamos que finalizará el año 2023 con un valor parecido. El mayor nivel se alcanzó en diciembre de 2018, producto de los abultados aportes del FMI y otros ingresos. Duraron poco, (entre 2018 y 2019) se fueron más de u\$s 25.000; después de tocar el cielo con las manos nos pegamos un porrazo.

Pero recordemos también que el 2015 fue el año donde las reservas llegaron extenuadas, fue el nivel más bajo en los tiempos que estamos considerando.

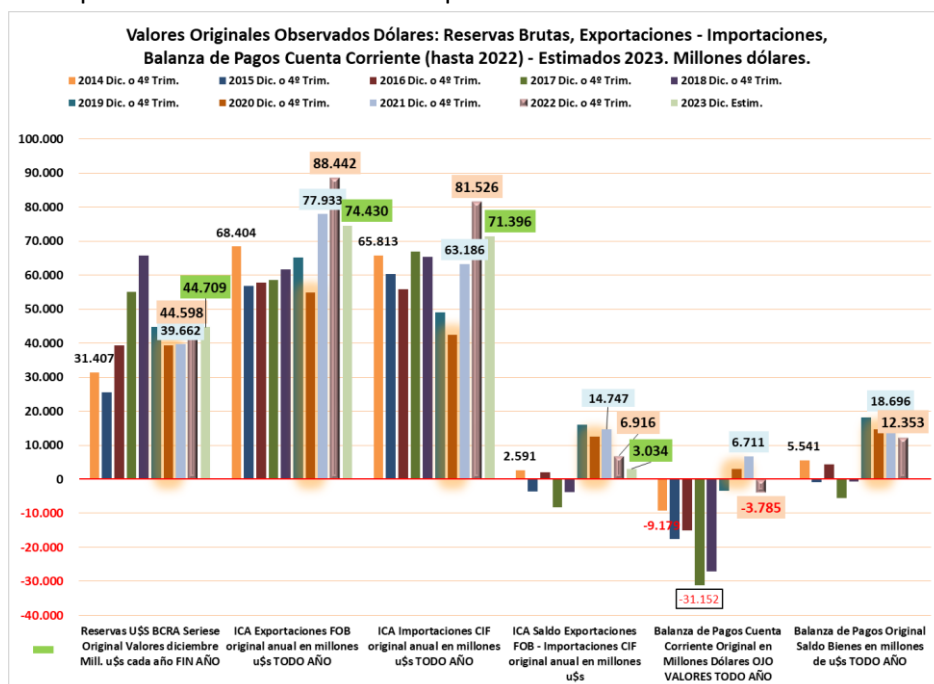
Tanto las Exportaciones como las Importaciones aumentan en el 2021 y 2022. Las exportaciones (2022) alcanzaron la enorme cifra de u\$s 88.000 millones y el mejor año para las importaciones resulta también el 2022 con u\$s 81.000 millones.

El saldo final del Intercambio Comercial (ICA) para el 2021 ronda los u\$s 15.000 millones como consecuencia de varias razones, ya que se da en el marco de un crecimiento de las exportaciones (por cantidad y precios) e incremento de la Importaciones y de la actividad económica. No son comunes tantas coincidencias.

Para el 2023 una reducción tanto en las Exportaciones como en las Importaciones (u\$s 74.000 y u\$s 71.000 millones), lo cual deja un saldo reducido de alrededor de u\$s 4.000/3.000 millones.

Otro aspecto a observar en las cuentas externas es el Saldo de la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos, mayormente muestran Saldos negativos, pero en los años 2020 y 2021 alcanzaron una nota positiva. Los años anteriores fueron totalmente negativos superando los u\$s 60.000 millones en pocos años, fue necesario entonces el socorro del FMI como prestamista de última instancia. Y hoy el problema nuevamente se presenta sin solución por la falta de dólares, caída de las exportaciones y sin créditos externos.

Como se puede seguir en lo escrito y en el gráfico, cada año merecería un análisis por variable pero simplificando: no coinciden las variables con sus comportamientos en los auges ni en las caídas. No existe mucha armonía en los indicadores, obviamente esto dificulta mucho el uso y los impactos de los instrumentos de política económica.



## VALORES ORIGINALES FISCALES OBSERVADOS EN PESOS: INGRESOS TRIBUTARIOS TOTALES (AFIP) - BASE CAJA: INGRESOS, GASTOS CORRIENTES. SUPERÁVIT PRIMARIO Y RESULTADO FINANCIERO. MILLONES DE PESOS. ESTIMADO 2023.

Los Ingresos Tributarios Totales (DGI, Aduana y Seguridad Social) superan los \$ 11 billones en el 2021, y en el 2022 ascienden a \$ 20 billones, resistiendo bastante bien la inflación. Decimos esto porque conjeturábamos que el golpe podría haber sido más fuerte.

Lo mismo se puede plantear respecto de los Ingresos y Gastos (Base Caja) del Sector Público Nacional no Financiero (no incluye Provincias ni Municipios). Importante para seguir es el Superávit Primario y Resultado Financiero que en el año 2020, 2021 y 2022, cierra fuertemente negativo; en el 2020 potenciado superlativamente por la pandemia.

El Superávit Primario negativo finaliza el año (2020) con \$ 1,7 billones y el Resultado Financiero con la suma negativa de \$ 2,2 billones. Producto de la pandemia y las respuestas que da el gobierno nacional a los múltiples requerimientos mayormente no eludibles.

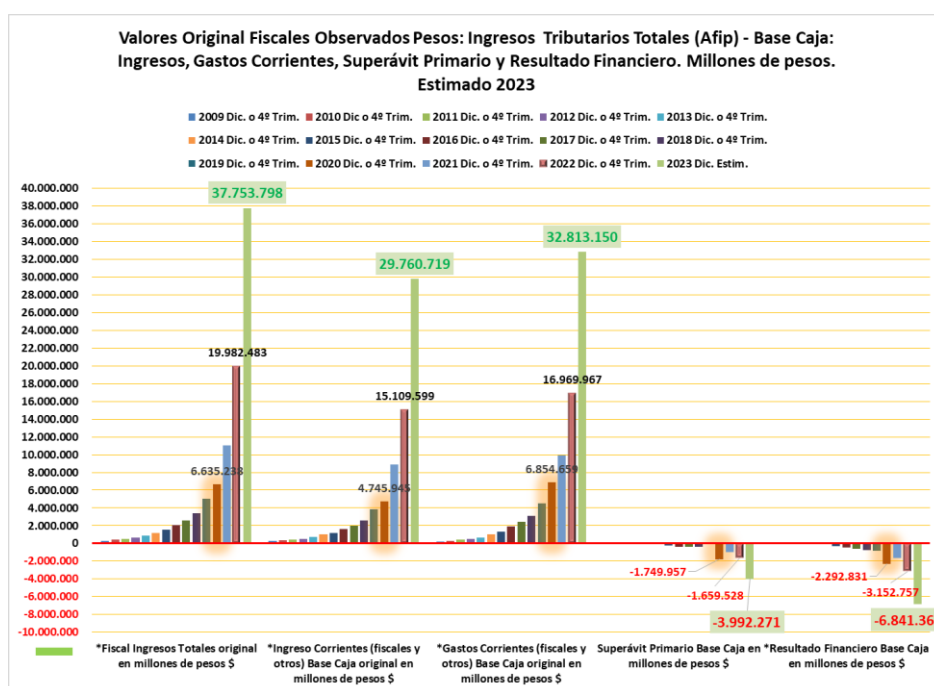
Pero la culpa no la tiene el Covid 19 en los años siguientes. Debemos agregar que la larga historia fiscal muestra dificultades que vienen de antaño.

Podemos sintetizar que, en los últimos años, casi el 50 % de los Ingresos Base Caja provienen de Tributarios (Ingresos Tributarios + Aportes y Contribuciones de Seguridad Social). Las diferencias se tienen que cubrir con recursos que caen del cielo. Los generados por el BCRA, tanto por ganancias como por adelantos, los del Fondo de Garantía de Sustentabilidad, préstamos y demoras.

Las ganancias del BCRA del año 2019 permiten cubrir gran parte del déficit primario en el 2020, pero luego en el 2021 el BCRA cierra con pérdida.



Estimamos los valores corrientes para el 2023, verlos con anteojos de conjeturas.



## EN DÓLARES CONVERSIÓN: BASE MONETARIA - PRÉSTAMOS AL SECTOR PRIVADO - TÍTULOS + PASES: DÓLAR DICIEMBRE CADA AÑO. MILLONES.

En dólares se pueden observar algunos datos y comparar los años. Indicadores, Base Monetaria, Préstamos, M2, Resultado del Ejercicio (Ganancias o Pérdidas y Perdidas por Pagos de Intereses).

Para tener una idea, los valores del 2022 de la Base Monetaria, próximos a los u\$s 30.000 millones, están muy cerca de los del 2019, pero se pueden recordar algunos de los indicadores y valores que produjeron el resultado anterior, especialmente el tipo de cambio oficial, las Leliqs y los Pases que barrieron gran parte de la emisión.

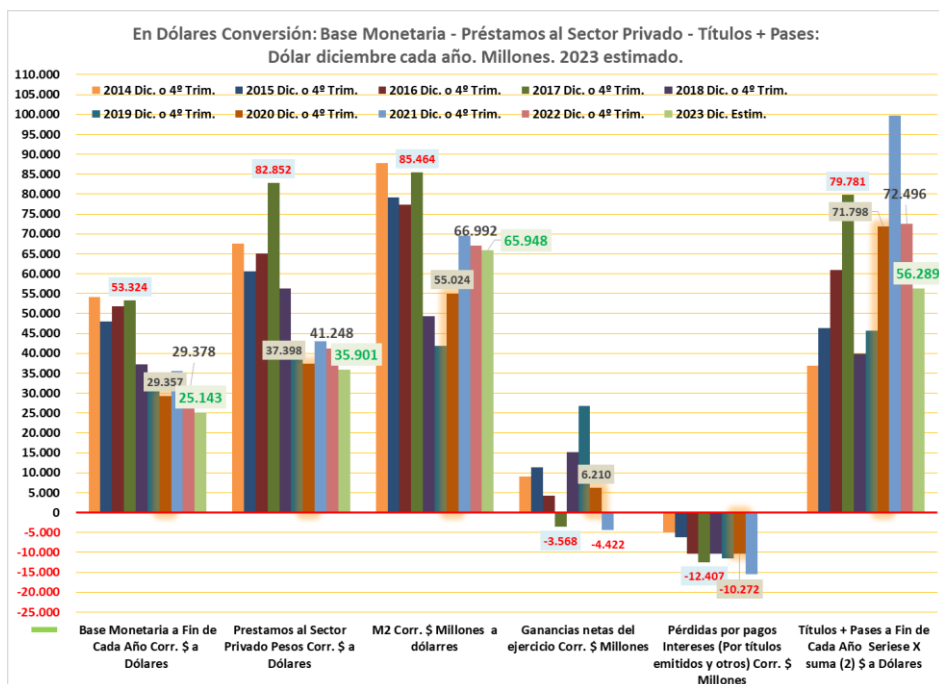
Lo mismo se podría decir tanto de los Préstamos que en el 2022 finalizan el año con el menor nivel en los tiempos que estamos analizando.

Si observamos el M2 del 2022 supera valores alcanzados en el 2019 y 2020. Esta cuenta (M2) en el **2017** funcionó a todo vapor. Debemos tener en cuenta al transformarlo en dólares la apreciación del peso en ese momento.

La suma de Títulos y Pases esterilizando monedas trabajó a "lo pavote" en el 2017. Coincide por otra parte con un punto elevado de las Pérdidas por Intereses, vuelve a repetirse en el 2021 y 2022.

Otro dato interesante surge de las Ganancias Netas del BCRA (en dólares), que fueron transferidas al Tesoro. En el 2019 cerró el año con una Ganancia de \$ 1.6 billón, casi equivalente a la Base Monetaria de ese año. Esta enorme cifra mayormente originada en diferenciales del tipo de cambio.

No sirven demasiado estas comparaciones, pero ordenan algunos de los números que se van observando. Hasta el momento nadie frotó la lámpara para encontrar otros caminos.



## EN DÓLARES VALORES ORIGINALES: RESERVAS, EXPORTACIONES IMPORTACIONES, BALANZA DE PAGOS CUENTA CORRIENTE. MILLONES DE DÓLARES

Es similar a un cuadro anterior para seguir con la línea de exposición y agregando observaciones.

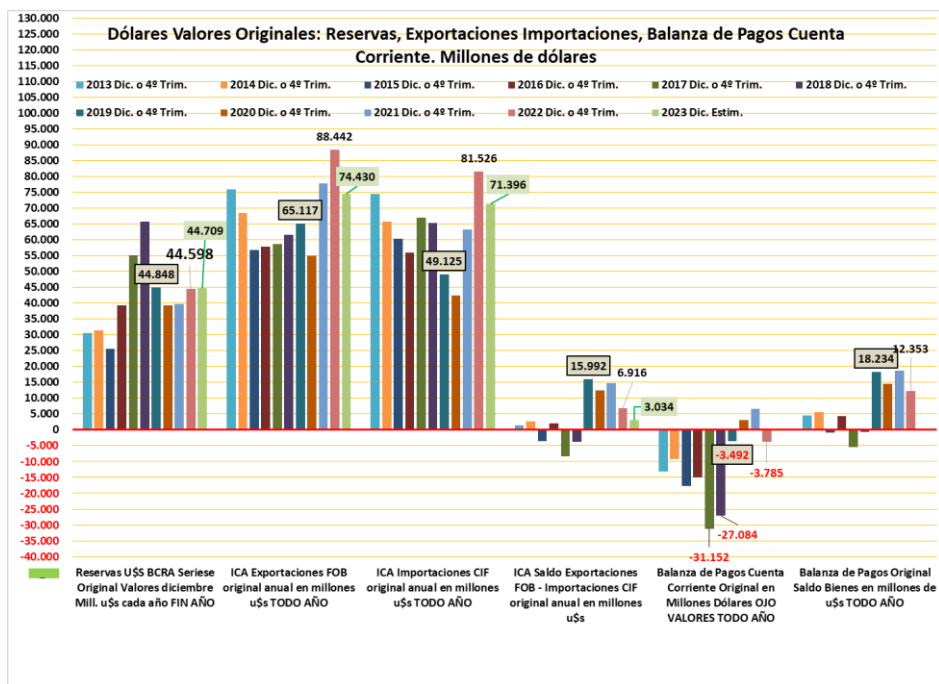
Los primeros comentarios los hicimos en la aproximación con los valores originales; podemos agregar que con las diferencias entre un año y otro, y los saltos que se producen en las Reservas, en las Exportaciones e Importaciones y en los Saldos no hay corazón que aguante.

Posiblemente, y como reflejo de las variaciones entre Exportaciones e Importaciones del Intercambio Comercial Argentino (ICA), mecanismo único como generador de dólares genuinos, las diferencias cuando se presentan Saldos Negativos detonan con violencia en la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos, que históricamente carga con los valores negativos originados en las transferencias de Rentas y Utilidades.

Los Saldo elevados y negativos de la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos y la escasez de dólares conforman parte de los históricos agujeros negros de la economía de Argentina.

Un ejemplo claro lo tenemos en el 2019, el saldo del ICA fue positivo, por la sencilla razón que la actividad de la economía quedó semiparalizada, "ergo" la Cuenta Corriente de la Balanza de pagos fue "levemente negativa". Y otro tanto ocurrió en el 2020, o sea los números de estos años son producto de una mala performance en la actividad económica.

En el 2022 observamos una mezcla de acontecimientos, las exportaciones aumentan, las importaciones otro tanto, el saldo de la Balanza de Pagos es negativa, y nuevamente irrumpen los problemas del dólar. Ver los valores para las conjeturas del 2023.



## EN DÓLARES CONVERSIÓN: INGRESOS TRIBUTARIOS (AFIP) - BASE CAJA: INGRESOS CORRIENTES, GASTOS CORRIENTES SUPERÁVIT PRIMARIO Y RESULTADO FINANCIERO. MILLONES

Recordar siempre que el Tipo de Cambio puede producir algunos números raros, porque está depreciado (el peso) o lo contrario, apreciado, pero siempre es bueno tener los valores para observarlos de manera múltiple. Las conclusiones siempre serán más rigurosas o por lo menos obligan a tener más cuidado que con una sola visión.

El crecimiento de los Gastos Corrientes (Base Caja) explican los valores negativos del Superávit Primario y el Resultado Financiero, este último incluyendo los Intereses Pagados.

En cuanto al Superávit Primario negativo alcanza al cerrar el año 2020 los u\$S -20.700 millones, pero el 2017 fue superior negativo de u\$S -21.500 millones, sin pandemia, pero un peso apreciado.

Recordar que si bien los valores en u\$S son moneda dura dependen del tipo cambio, en este caso en diciembre de cada año. Algo de eso lo podemos apreciar por ejemplo en el 2017 con un peso apreciado (o sea un dólar barato), al compararlo con las variaciones de la inflación. Los argentinos comprando en Paraguay u otros países vecinos.

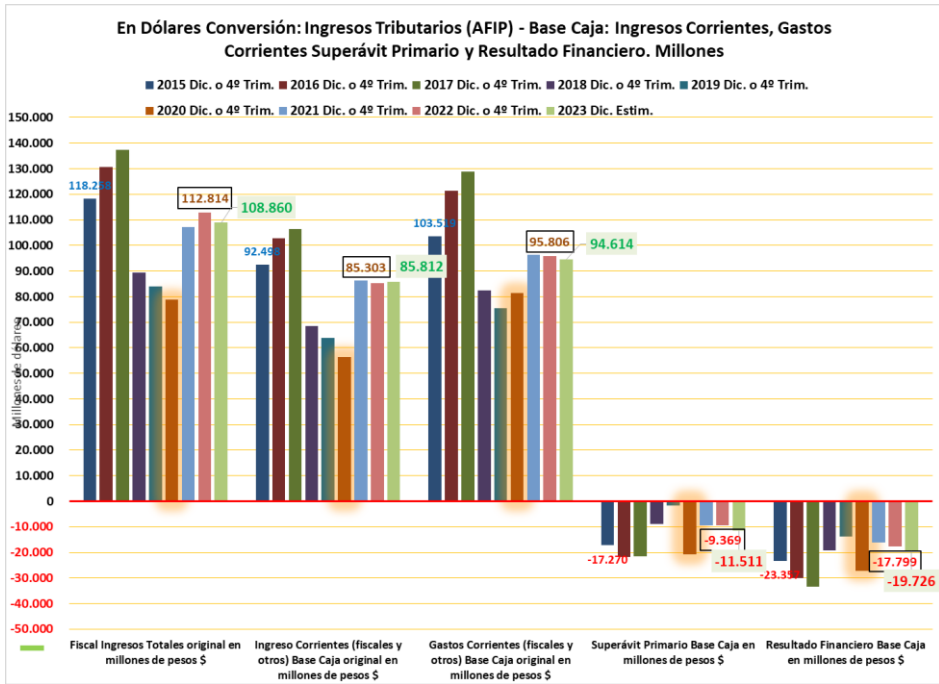
El Resultado Financiero (RF) incluye intereses, resulta relativamente similar tanto en el 2021 como en el 2022.

Como se puede observar en el gráfico, en los años 2015 a 2022 el Superávit Primario (excluye intereses) fue negativo y el Resultado Financiero (incluye intereses) negativo.

Estas serán las cuentas con más dificultades en los próximos meses y posiblemente años.

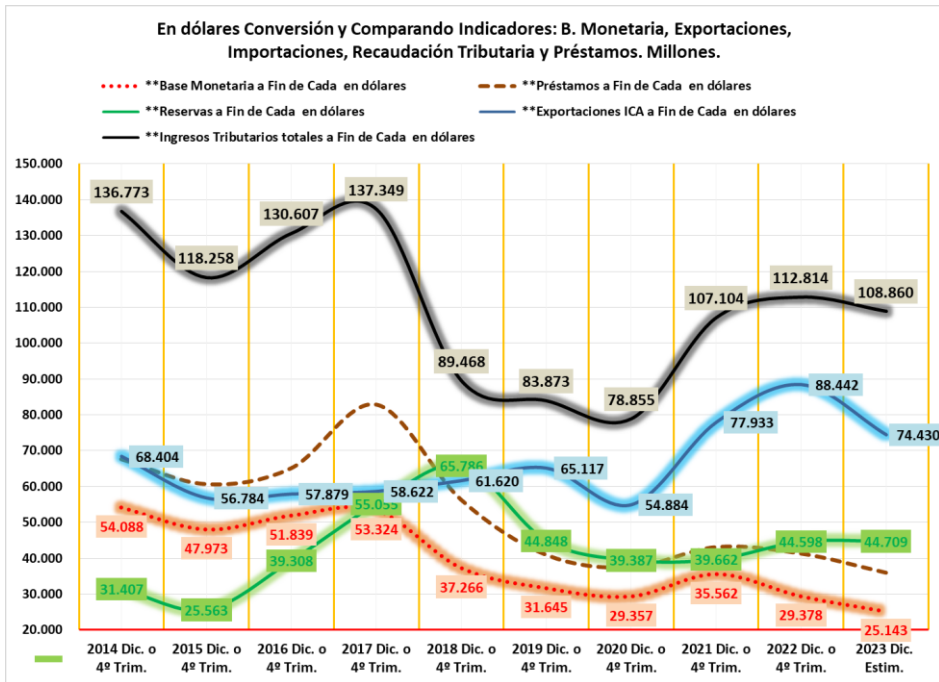
Para contener tantos números podemos precisar que en los últimos 8 años el Superávit Primario fue negativo en u\$S 110.000 millones y el Resultado Financiero negativo en u\$S 188.000 millones. Por lo tanto los intereses pagados en este periodo alcanza a u\$S 80.000. Cifras significativas a lo largo de los años, no llega a ser una ley física, pero en muchos países esto se produce y se digiere; en el caso nuestro produce otras consecuencias dadas las vulnerabilidades.

Estimados para el 2023.



**EN DÓLARES CONVERSIÓN Y COMPARANDO INDICADORES: B. MONETARIA, EXPORTACIONES, IMPORTACIONES, RECAUDACIÓN TRIBUTARIA Y PRÉSTAMOS. MILLONES.**

En este gráfico se puede observar las tendencias en dólares, pero las variaciones del Tipo de Cambio producen más brusquedades en los recorridos. Vemos como el tipo de cambio impacta fuertemente en el 2018 y 2019, y algunos indicadores inician una caída que no se detiene.



## PESOS CONSTANTES DE DICIEMBRE DEL 2022: BASE MONETARIA - PRÉSTAMOS SECTOR PRIVADO - TÍTULOS + PASES. MILLONES

En moneda constante de diciembre del 2022, algunas cuestiones monetarias cambian respecto del análisis anterior en moneda corriente o en dólares, pero no tanto. La inflación hace mucho ruido en los números. Los valores máximos de la Base Monetaria se alcanzan en el 2015 y 2016, superando en moneda constante los \$ 9 billones en pesos del 2022. Se puede observar que la Base Monetaria fue luego disminuyendo paulatinamente.

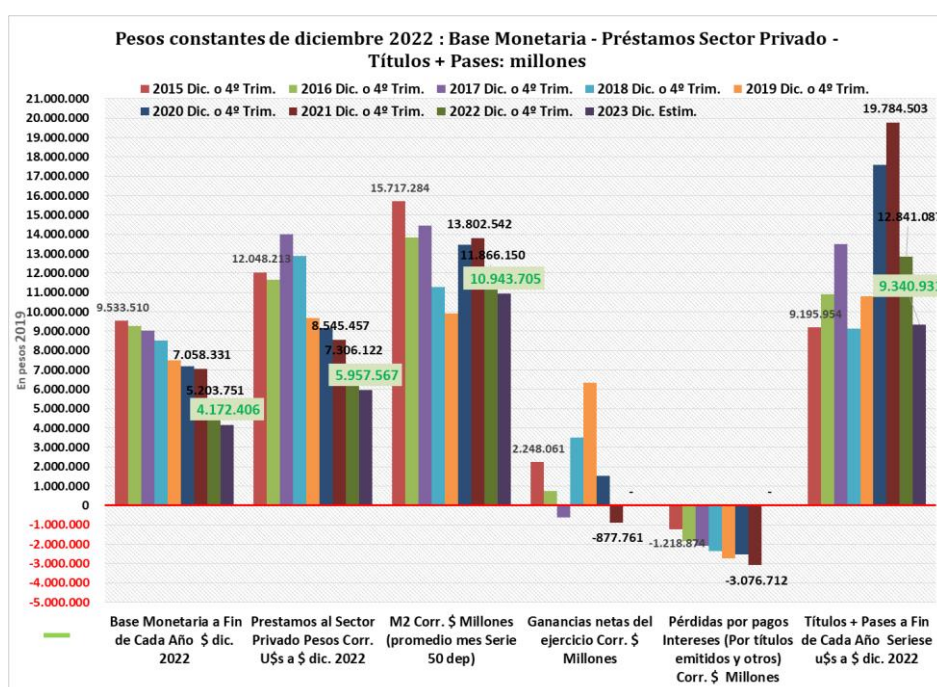
El camino recorrido por Préstamos es bastante similar. Se mantiene en valores relativamente elevados en los primeros años, pero luego inicia su ocaso. El 2022 culmina con el menor valor. Llamado de atención. El M2 a los saltos y más expuesto a los avatares de Políticas Monetarias. El 2022 disminuye respecto de los dos años anteriores.

La suma de Títulos y Pases Pasivos registra una relativa uniformidad, salvo entre el 2018 y 2019, como consecuencia de lo acordado con el FMI. Luego es un ascenso. En el 2022 alcanza nada menos que los \$ 10 billones en moneda constante.

El año 2017 es un año a mirar, analizar y recordar, pareciera que las autoridades responsables en su momento no tomaron debida nota de los problemas que se estaban incubando, y sobre llovido, mojado, llego el 2018. Es parte de la historia, pero mejor observarla.

En el mismo tiempo la Base Monetaria también disminuye en forma persistente a lo largo de los años. Los Préstamos a particulares desde 2017 vienen cayendo. Pero lo cierto es que los Préstamos de cualquier forma que los midamos caen desde el 2017, sea por la desconfianza, por la tasa o por otras razones.

Ver los valores del 2023.



## PESOS CONSTANTES DE DICIEMBRE DEL 2022: RESERVAS - EXPORTACIONES - IMPORTACIONES - BALANCE DE PAGOS. MILLONES. ESTIMADO 2023.

En las Reservas traducidas a pesos del 2022, el punto más bajo resulta diciembre de 2015, pero la disminución se produce desde años anteriores y siempre la tendencia es a la baja. El más elevado luego es el 2018, gracias al aporte del FMI y otros ingresos externos.

En las Importaciones, los mínimos se producen en el 2016 y 2020. Este último año pareciera razonable por la crisis mundial del Covid que afectó a la economía de casi todos los países. La Importaciones son un dato duro y presentan más uniformidad que los otros indicadores, gran parte de la actividad económica depende de esto.

Las Exportaciones en pesos constantes presentan cierta igualdad en los años recientes.

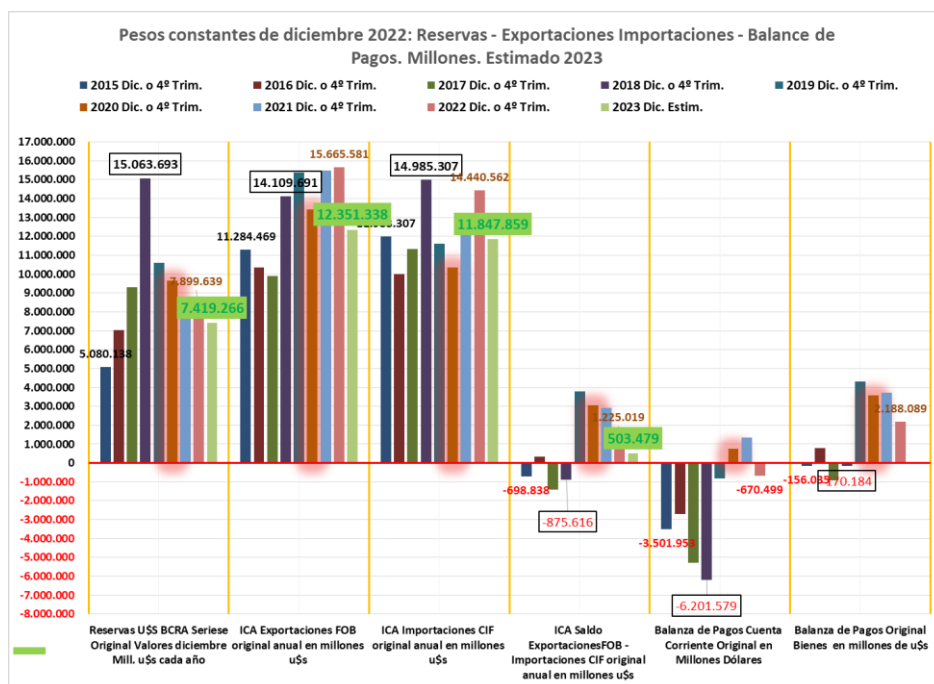
En cuanto a los Saldos (Exportaciones menos Importaciones del ICA), se aprecia el saldo positivo del 2019 que se puede adjudicar totalmente a la caída de las importaciones y similar conclusión se puede realizar en el año 2020. En los años inmediatos anteriores, los saldos fueron mayormente negativos. Pero lo cierto es que en los recientes últimos cuatro años los saldos resultan positivos.

La Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos registra lo que dijimos anteriormente respecto de los años 2015 a 2019 por sus elevados valores negativos. En estos números se encuentran explicaciones a la crisis que enfrentó y enfrenta la economía argentina, seguramente no solo por esto.

La Exportaciones en los últimos dos años vienen creciendo. En el 2022 se alcanza un número enorme que supera los u\$s 85.000 millones. Conjeturamos que el impacto de la sequía será importante y reducirá el monto.

Las Reservas prácticamente no acompañaron este aumento. Hasta el 2018 la recuperación provino de los Ingresos de capitales y del FMI. El 2021 que contiene un saldo significativo (exportaciones mayores a las importaciones) que por distintas razones no se reflejó en las Reservas.

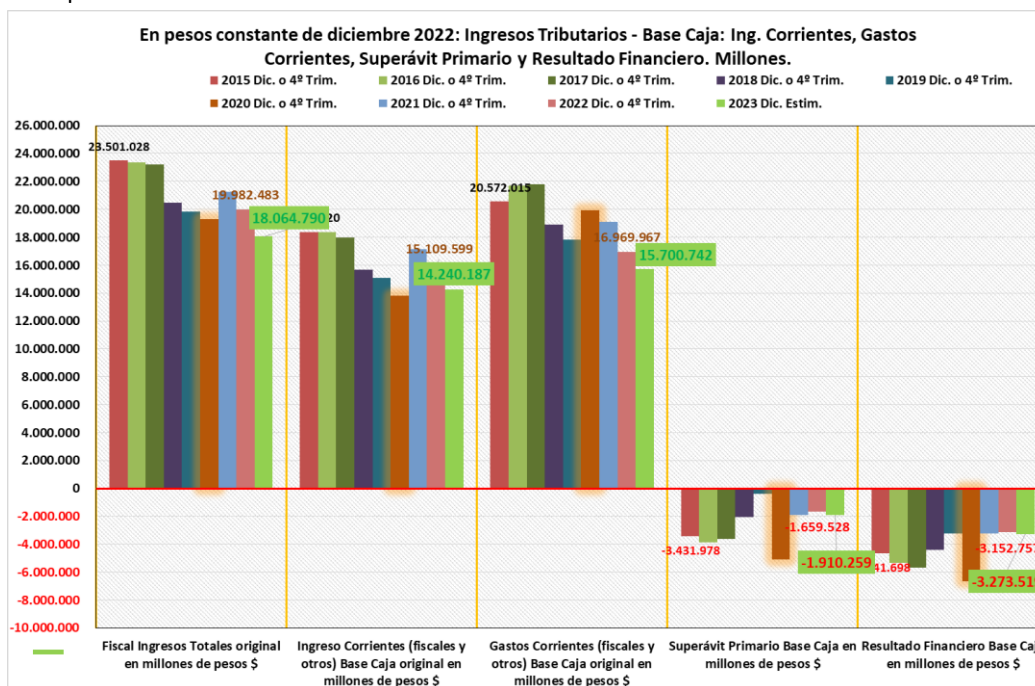
Ver los números del 2023.



## PESOS CONSTANTES DE DICIEMBRE DEL 2022: INGRESOS TRIBUTARIOS - BASE CAJA: ING. CORRIENTES, GASTOS CORRIENTES, SUPERÁVIT PRIMARIO Y RESULTADO FINANCIERO. MILLONES.

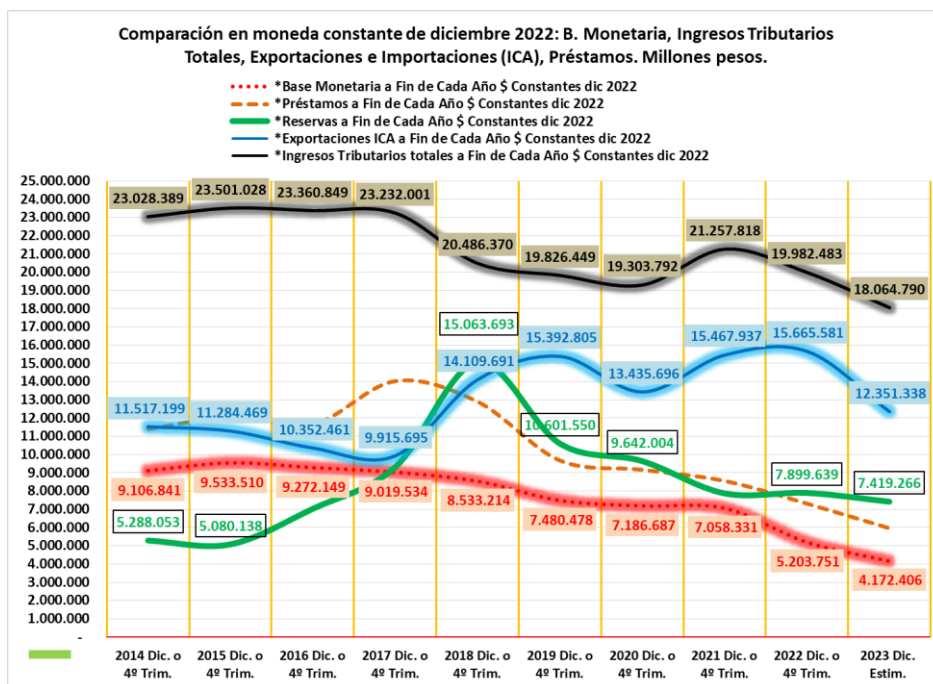
En pesos constantes del 2022 se observa que la Recaudación Tributaria se mantiene en un alto nivel los primeros años, luego sí viene una caída pero no pronunciada desde el 2018.

Algo similar se puede decir de los Ingresos Corrientes (Base Caja), disminuyen en moneda constante y alcanzan el nivel más bajo en el 2020. Nuevamente en el 2022 dan un paso atrás, conjeturamos que esto continuará en el 2023. Pero no así los Gastos Corrientes. Si se los compara con los Ingresos Corrientes, crecen sin pausa hasta el 2017, disminuyen en el 2018 y 2019 y otra vez levantan vuelo en el 2020. La contracara se aprecia en los valores negativos del Superávit Primario y en el Resultado Financiero. Observando especialmente el Resultado Financiero, desde el 2015 se acentúan valores negativos. No obstante se puede decir que tanto los ingresos como los gastos resisten la inflación o mejor la acompañan con entereza.



## COMPARACIÓN EN MONEDA CONSTANTE DE DICIEMBRE DEL 2022: B. MONETARIA, INGRESOS TRIBUTARIOS TOTALES, EXPORTACIONES E IMPORTACIONES (ICA), PRÉSTAMOS. MILLONES PESOS.

Consideramos solo algunos indicadores. Se puede relacionarlos con el gráfico similar en dólares. Seguramente lo más llamativo fue el nivel alcanzado en el 2018 en cuanto a las Reservas. Mayormente, como aquí se aprecia, los indicadores disminuyen a lo largo de los años; la excepción estaría dada por las exportaciones. Tanto las Exportaciones como las Importaciones fueron transformadas en pesos de acuerdo con el tipo de cambio y luego llevadas a la moneda del 2020. Similar procedimiento para las Reservas Brutas.



## COMO PORCENTAJE DEL PBI: BASE MONETARIA, PRÉSTAMOS, M2, GANANCIAS Y TÍTULOS.

Los datos surgen del cociente entre cada Variable (Base Monetaria, Préstamos, etc. de diciembre de cada año) y el PBI a pesos corrientes del 4º trimestre de cada año.

En el porcentaje del PBI se puede observar que la Base Monetaria disminuye (bastante armoniosamente) a lo largo de los años desde 2015. El 2020 marca un valor superior respecto del 2019, con cierta coincidencia con los % de Préstamos y M2, pero luego esta cierta aproximación se va rompiendo.

Préstamos se presenta con más irregularidad, se destaca 2017; el 2020 cierra con un valor algo inferior al 8 %, pero en los años siguientes los porcentajes continúan cayendo.

El M2 disminuye desde el 2015 pero con rupturas entre los años. El 2019 resulta ser el mínimo y el 2020 con un elevado valor.

Es interesante observar las Ganancias Netas de cada ejercicio del BCRA. El año 2019 deja un abultado monto originado en el diferencial del tipo de cambio transferido (totalmente) a la Tesorería de la Nación durante el 2020, algo así como el 6 % del PBI. No es poco para afrontar déficits originados en el Resultado Financiero negativo de la Base Caja.

Pero así como el 2019 deja un monto importante de Ganancias Netas, las Pérdidas incurridas por los Títulos Emitidos por pago de intereses es también de alta significación, alcanza a nada menos que el 2.9 % del PBI en el 2021. Se puede observar en el gráfico la escalada de este concepto en los últimos años.

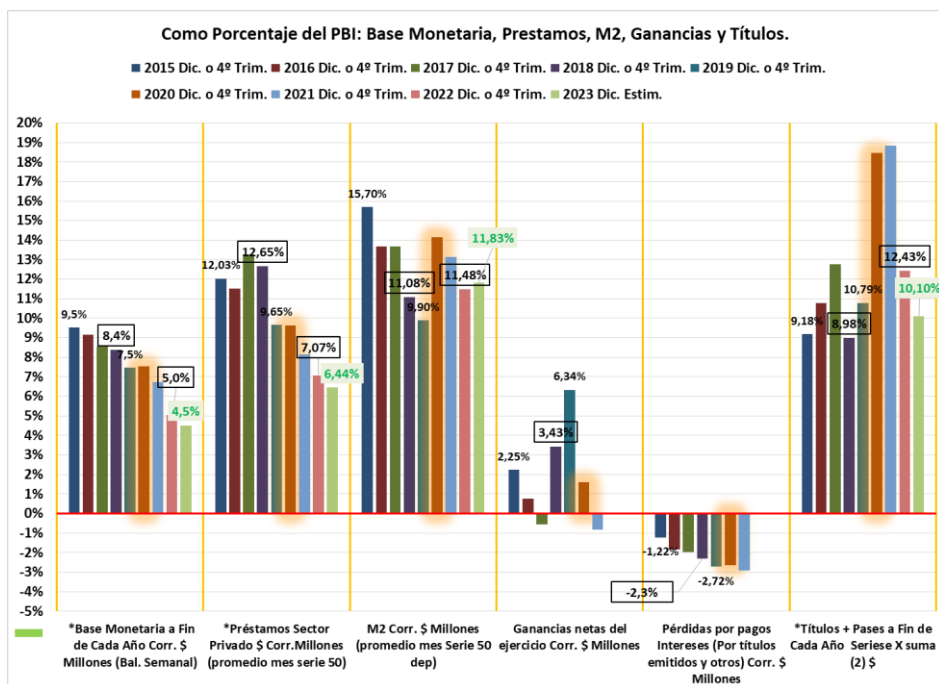
Evidentemente desde hace muchos años se usa la compra/venta de Títulos con intensidad para secar de pesos el mercado, con distintos nombres y restricciones. La diferencia puede ser que en los primeros años la tasa de interés era menor.

La Base Monetaria se establece entre los 8 y 10 %, pero en el 2022 baja al 5 %.

Los Títulos Emitidos por el BCRA observan porcentuales siempre elevados; en el 2022 se muestran cercanos al 10 %.

Ver porcentuales del 2023.





## COMPARACIÓN % PBI: INGRESOS TRIBUTARIOS - INGRESOS Y GASTOS BASE CAJA - SUPERÁVIT PRIMARIO Y RESULTADO FINANCIERO. PBI \$ CORRIENTES PROMEDIO ANUAL.

Los Ingresos Tributarios de la Nación entre el 2015 y 2022 se ubican alrededor del 25 / 23 % del PBI. No están incluidos los recursos que puedan recaudar las Provincias y Municipios. Se observa una cierta disminución en los años 2018 y 2019.

En Base Caja los problemas se presentan cuando los Gastos Corrientes superan los Ingresos Corrientes y esto se verifica a partir del 2015. En algún momento se ensancha la diferencia, tal como se puede verificar en el gráfico. En los años más recientes lo anterior se mantiene.

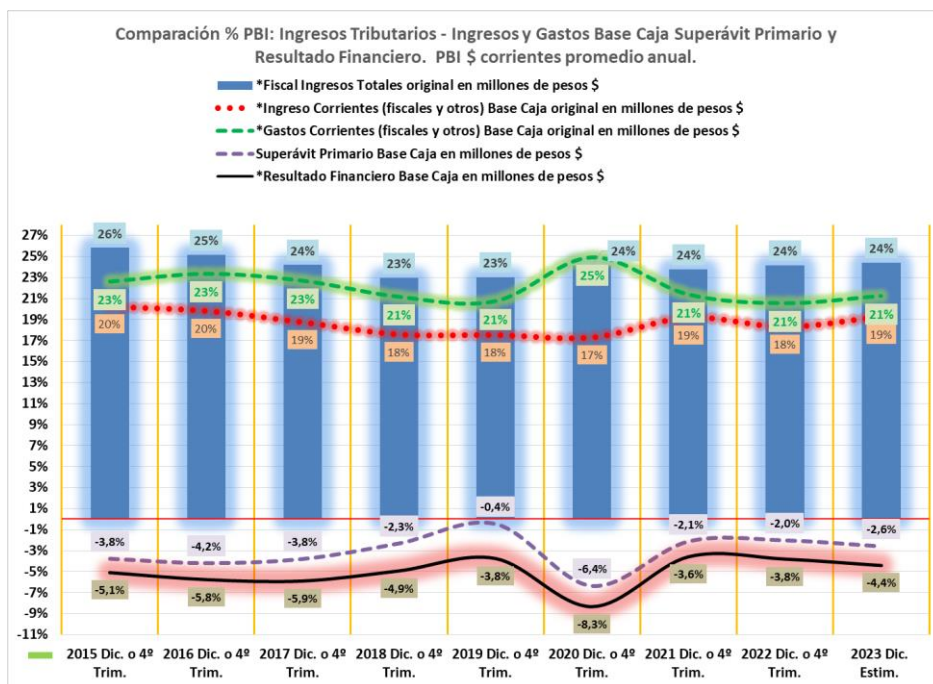
Los Ingresos Corrientes Base Caja observan un recorrido bastante similar al de ingresos Tributarios de la Nación, manteniendo varios puntos por debajo.

El resultado final se observa en las dos curvas inferiores, especialmente en la de Resultado Financiero con un valor negativo permanente. Los anteriores máximos estaban en alrededor del 5 % del PBI, pero pegan un salto producto de la pandemia. Esta cuenta incluye los intereses pagados.

El Resultado Financiero nunca alcanzó en los años considerados un porcentaje positivo. Seguramente afrontar esta cuestión no será sencillo.

No hay milagros.

Ver las conjeturas del 2023.



## EL PORCENTAJE DEL PBI EN DÓLARES: RESERVAS - EXPORTACIONES - IMPORTACIONES - SALDO X-M Y SALDO CUENTA CORRIENTE BALANZA DE PAGOS

La comparación simultánea de los indicadores siguientes ofrece una pista sobre la política económica en los distintos periodos, medidos en términos del PBI en dólares. Si bien repetimos algunos conceptos en ciertos indicadores, aclaran.

Las Reservas en los dos primeros años, 2014 y 2015, rondan el 5 % del PBI, su punto más bajo en el 2015. En el 2018, gracias al FMI y otros ingresos, aparece como el porcentaje más elevado, casi el 15 % del PBI, en la actualidad alrededor del 7/8 %.

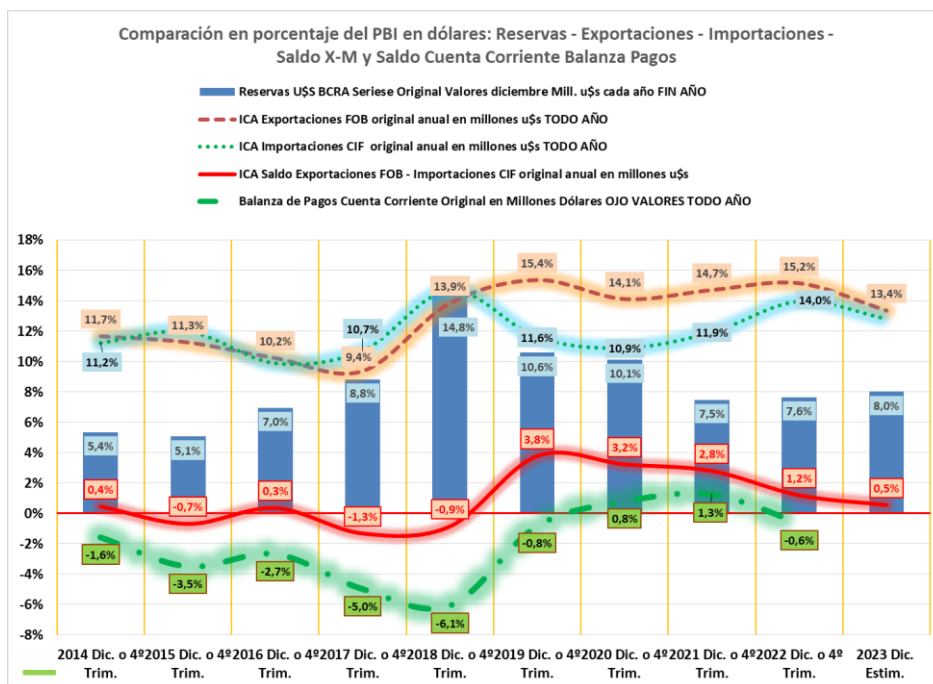
Las exportaciones registran un descenso hasta el 2017, y en la actualidad (2022) nuevamente alcanzan al 15 %. La explicación debemos buscarla por el lado del crecimiento en precios, cantidad y devaluación. Conjeturamos una reducción para el presente año.

Las importaciones también registran hasta el 2018 valores superiores a las exportaciones o muy similares. Luego ocurre lo contrario. En el 2022 se alcanza un porcentaje importante, uno de los máximos.

El saldo de las cuentas anteriores muestra expresamente lo que decimos, en los últimos años el porcentaje resulta positivo.

El Saldo de la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos casi siempre es negativo. El punto de mínima fue en el 2018. En los años 2020 y 2021 recientes cambia el signo, pero nuevamente cae en el 2022.

A manera de síntesis, las Reservas no siempre siguen los avatares del saldo de exportaciones e importaciones. Las Cuentas Corrientes de la B.P. también, pero con acento más negativo por su misma composición.



## COMPARANDO EN PORCENTAJE DEL PBI: INGRESOS TRIBUTARIOS NACIONALES - INGRESOS Y GASTOS BASE CAJA - SUPERÁVIT PRIMARIO Y RESULTADO FINANCIERO: EN % DEL PBI 2022 \$ 2022 CONSTANTES.

Lo presentamos también en valores constantes \$ 2022 como porcentaje del PBI a \$ corrientes del 2022, una vuelta de tuerca y los resultados no son tan diferentes a cuando los observamos en términos de dólares o en pesos corrientes. En algunos casos se modifica la intensidad de una caída o suba, pero no altera el signo.

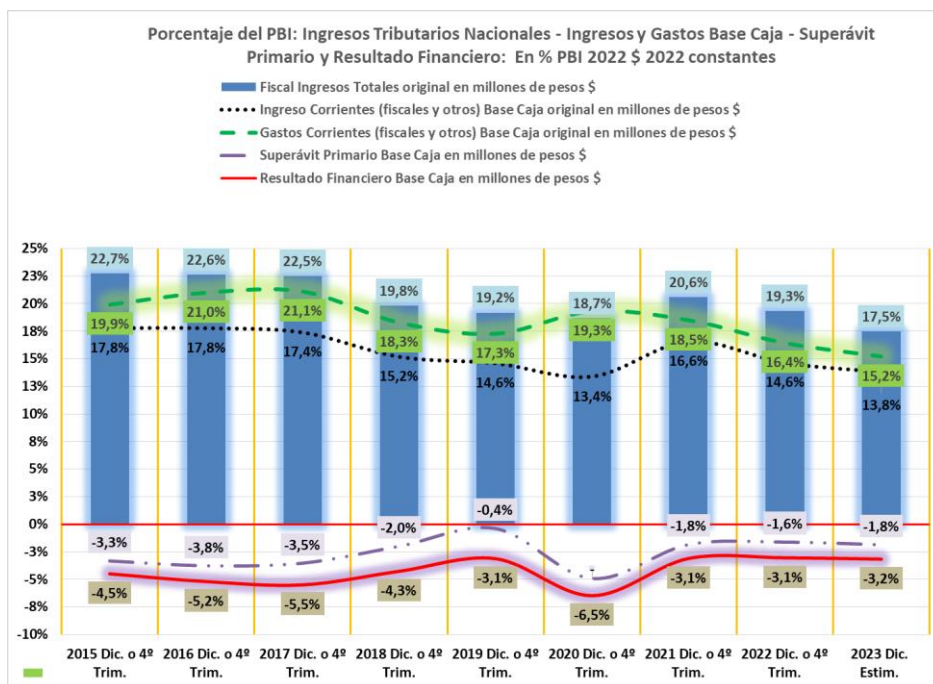
Los problemas originados en los Resultados Financieros negativos tienen larga data. La cuestión es cuándo y cuánto se pueden afrontar sin dislocar la economía.

A partir del 2015 el rojo del Resultado Financiero es siempre negativo, especialmente en los tres años siguientes. Con la ayuda del FMI en el 2018 y en el 2019, el porcentaje negativo fue levemente menor, pero se venían incubando otros problemas. No alcanzó el Fondo en la gestión anterior y nuevamente el nuevo Gobierno también tratando de cerrar con el Prestamista de última instancia.

El punto es que con un Resultado Financiero negativo de alrededor del 7%, en el 2020 conocemos los impactos en la economía. Seguramente esto último lo tendrá muy en cuenta el ministro Massa, más allá del resultado del 2020, pandemia mediante.

Dejó de ser una cuestión ideológica o por lo menos no alcanza para explicar las consecuencias fallidas de las acciones del Gobierno para achicar estos números.

Los Ingresos Fiscales (DGI, Aduana y Seguridad Social), que no incluyen ni los provinciales ni los municipales, alcanzan cierta estabilidad máxima en los 20 y 18 % del PBI. Estimamos una baja para el 2023.



## 2009 = 100 DÓLARES DE CADA AÑO: BASE MONETARIA - GANANCIAS NETAS DEL BCRA - PÉRDIDAS POR PAGO DE INTERESES - TÍTULOS + PASES - SIN DATOS PARA LOS INTERESES Y GANANCIAS BCRA 2022

Es notable el papel que ha jugado y sin grandes resultados el volumen de Títulos y Pases en los distintos años. Esto tiene TRES caras, un alto costo "cuasi fiscal", los efectos buscados y por último el argumento de única herramienta para afrontar la inundación de monedas. Es decir, la fortaleza que sustenta la política monetaria durante tantos años.

Pero a lo largo de los tiempos, los supuestos objetivos buscados, por un lado controlar la inflación, secando o achicando la liquidez monetaria, y por el otro, apuntalar cierto control sobre el tipo de cambio (dólar), objetivos que no fueron logrados o por lo menos con la intensidad que se espera y muchos menos al mismo tiempo y simultáneamente.

La única explicación posible surge de aplicar lo "contrafáctico" y teorías del mundo posible, "si tal cosa no hubiese ocurrido, 'emitir títulos', la inflación o el tipo de cambio nos hacía saltar por los aires".

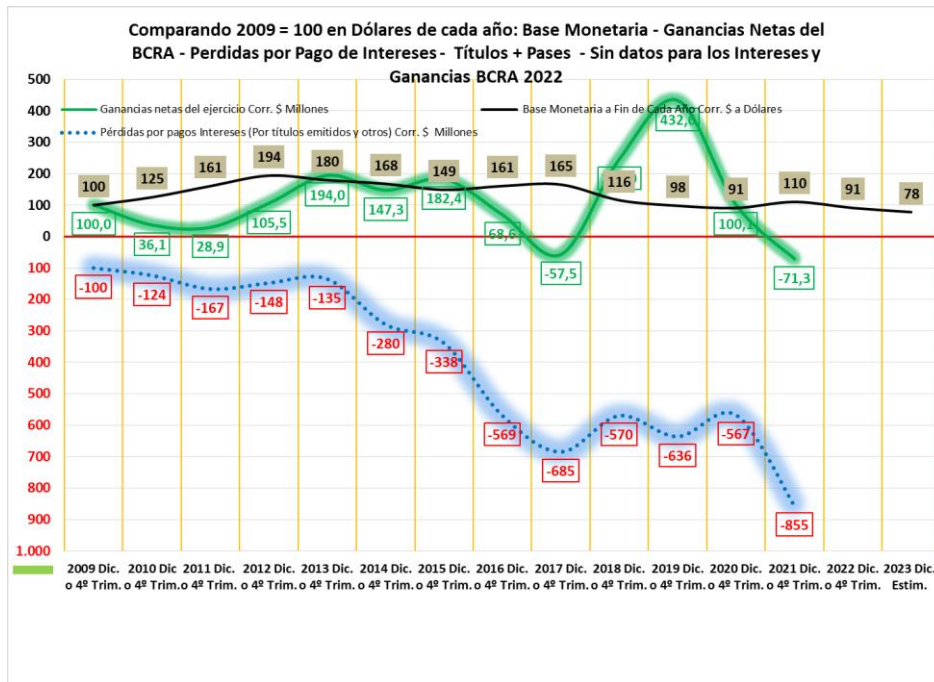
Consideremos el año 2017, el nivel alcanzado fue muy elevado en cuanto a mecanismos de absorción, ¿qué ocurrió en este periodo?: el tipo de cambio efectivamente (el peso) se apreció y mucho, la inflación se redujo, pero la liebre saltó por la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos con niveles nunca observados en términos negativos. Las ganancias del BCRA fueron negativas y pagamos o devengamos una tonelada de intereses.

Lo único que se recuerda es la famosísima reunión del 28 diciembre de 2017 con los más altos funcionarios del Ministerio de Economía del BCRA, donde todo se solucionaba. Luego vinieron las culpas repartidas y otras vicisitudes. Como ya contamos con el diario del lunes, sabemos que el resultado fue totalmente por otros caminos.

En la pandemia, hubo otras explicaciones para el volumen de secado monetario en el 2020. En este particular año, las autoridades económicas y las del Banco Central no tuvieron muchas opciones frente a las necesidades.

La Base Monetaria crece en los primeros años que estamos analizando, digamos hasta el 2012. A partir del 2014 empieza a tener fuerte importancia la operatoria del BCRA en cuanto a la utilización de Títulos y

Pases, siendo como dijimos los años 2016 y 2017 de uso intensivo de estos instrumentos. En el 2018 y 2019 disminuyen, y en el 2020 retornan con fuerza y siguen.



Saludos

Lic. Jorge A Moore

Abril 2023

Corrección: Manuel López de Tejada