

CONTENIDO

Resumen

**El ritmo de aumento del gasto público difícilmente bajará a lo largo de 2023**

**La inflación continúa entre el 6 y el 7% mensual**

**El mercado cambiario sigue en estado crítico**

ARGENTINA

## En 2023 el gasto público aumentará más que en 2022

### Resumen

A pesar de las manifestaciones con las que el ministro Sergio Massa comenzó su gestión, no hay indicios de que haya podido reducir el ritmo de aumento del gasto público en los tres primeros meses de gestión ni de que pueda lograrlo en lo que resta del año y a lo largo de 2023.

Además, como no dispone de ninguna otra herramienta macroeconómica para inducir a la baja la tasa mensual de inflación, algo que ya expliqué en mi informe al 30 de setiembre, estoy convencido que el 6% mensual, equivalente al 100% anual, es el piso que tendrá la inflación de aquí hasta el final del gobierno de Alberto Fernández.

Además de la dificultad para reducir el ritmo de aumento del gasto público, el ministro deberá enfrentar dificultades crecientes en materia cambiaria y de colocación de deuda pública en el reducido mercado interno de capitales. Estos frentes adicionales de tormenta pueden terminar provocando sobresaltos como los que se vivieron en julio pasado.

A las dificultades para reducir la tasa de inflación, el nivel de actividad económica no logrará seguir creciendo como lo ha hecho hasta agosto. Los datos de setiembre y de octubre muy probablemente comenzarán a dar indicios de un estancamiento que puede transformarse en recesión a lo largo de 2023.

### El ritmo de aumento del gasto público difícilmente bajará a lo largo de 2023

En mi informe del 30 de setiembre argumenté que el único mecanismo que el gobierno tiene disponible para intentar bajar la tasa de inflación del 6% mensual, equivalente al 100% anual, es la reducción del ritmo de aumento del gasto público.

La experiencia de los tres primeros meses de gestión de Sergio Massa como ministro de economía permite estimar que, aun cuando subió con un discurso que enfatizaba el propósito de contener el aumento del gasto público, le resultará muy difícil conseguirlo.

Las dificultades que ha enfrentado quedan claramente documentadas por la comparación de dos decisiones administrativas. La decisión administrativa 826 del 22 de agosto de 2022 disponía una reducción del gasto y del déficit fiscal de 128.000 millones de pesos, la que fue bastamente publicitada como demostración del plan de austeridad fiscal decidido por el nuevo ministro de economía. Pero el 28 de octubre se publicó la decisión administrativa 1074 que aumenta el déficit fiscal en 144.662 millones de pesos como resultado de un aumento de gastos de 249.866 millones de pesos y un aumento de la estimación de recursos de 105.204 millones. En pocas palabras, A sólo dos meses de la decisión administrativa que apuntaba a reducir el gasto, se acaba de publicar otra decisión administrativa que revierte totalmente aquella primera loable intención de frenar el ritmo de aumento del gasto público.

Otra manifestación de la dificultad para reducir el ritmo de aumento del gasto público surge de la comparación de las cifras de ejecución presupuestaria al cierre de 2022 que acompañaron al proyecto de presupuesto para 2023 con la ejecución ya observada al cabo de los 9 primeros meses del año.

Cuando el 15 de setiembre el ministro presentó en la cámara de diputados el proyecto de presupuesto para 2023, la estimación de la ejecución del presupuesto 2022 hasta el final del año indicaba un aumento del gasto total del 61% en comparación con el gasto total del año 2021. Esto se muestra en la tercera columna (con datos coloreados en rojo) del cuadro 1. En la segunda columna (con números en negro), se muestra lo que ocurrió en los nueve primeros meses según la oficina de presupuesto del Congreso (OPC) . Los gastos totales subieron 66%, un ritmo bastante mayor al que se preveía sólo dos meses antes.

Comparando los datos referidos al gasto primario, las diferencias se acentúan. Mientras que en el proyecto de presupuesto para 2023 se estima que, al cierre de 2022, el gasto primario habrá aumentado 51%, el aumento del gasto primario de los primeros nueve meses, según la OPC, fue del 66%

El aumento de recursos durante los 9 primeros meses de 2022, en comparación con los mismos meses de 2021, resultó más alto que el que

estimaba la ejecución del presupuesto para todo el año 2022 (54% en comparación con el 45%). Aun así, el déficit primario, que debía terminar el año aumentando 98% con respecto al de 2021, aumentó 179% según las cuentas que reporta la OPC. Es imposible que este desvío se revierta en el último trimestre del año.

La diferencia no es tan grande cuando se compara el déficit fiscal total. Ello se explica porque en la estimación al cierre de 2022 se contemplaba un aumento importante del pago de intereses que podrá evitarse gracias a la renegociación de la deuda con el Club de París.

En la última columna del cuadro 1 se presentan las previsiones del presupuesto para 2023 que ya tiene media sanción de la Cámara de Diputados.

El presupuesto para 2023 contempla un aumento del gasto total del 71%, no muy diferente del aumento que se terminará produciendo en 2022. Por consiguiente, no puede argumentarse que para 2023 el gobierno planea una reducción del aumento del gasto público.

Cuadro 1: Incrementos de las cuentas fiscales nacionales durante 2020, 2021, 2022 y 2023				
	Incremento durante 2021 con respecto a 2020	Incremento durante los nueve primeros meses de 2022 con respecto al mismo período de 2021 Según oficina del presupuesto	Incremento durante 2022 (según proyecto de presupuesto) con respecto al 2021	Incremento durante 2023 (según presupuesto) con respecto al 2022
Gastos totales	50%	66%	61%	71%
Gastos de Capital	133%	47%	91%	85%
Gastos Corrientes	47%	68%	59%	70%
Intereses pagados por el Tesoro	58%	68%	142%	103%
Gastos Primarios (se sustraen los intereses)	50%	66%	51%	69%
Ingresos Fiscales sin transferencias del Banco Central ni de ANSES	84%	54%	45%	78%
Déficit fiscal primario	-40%	179%	98%	28%
Deficit fiscal	-12%	128%	120%	51%

Cuando se profundiza el plan presupuestario en materia de rubros del gasto, aparecen de inmediato dudas sobre la posibilidad de que se puedan llevar a cabo las reducciones que en términos reales se planean para transferencias a provincias (-13,9%), universidades (-12,2%) y prestaciones sociales (-2,8%). El análisis de los gastos de la OPC proyectados por rubros

aparece en el cuadro 4, que lleva el número de el cuadro respectivo del documento del que ha sido copiado.

Estas reducciones van a encontrar mucha oposición, especialmente porque 2023 es un año con un nutrido calendario electoral. Si el gobierno no logra llevar a cabo estos recortes en términos reales, el aumento del gasto será parecido al que se contempla para los rubros gastos en personal y en bienes y servicios, es decir del orden del 78% en lugar de 71%.

Como en el presupuesto se contempla un aumento de recursos de 78%, no es de descartar que todo el gasto termine creciendo a ese mismo ritmo con lo que no se podrá lograr la reducción planeada en las cifras del déficit fiscal.

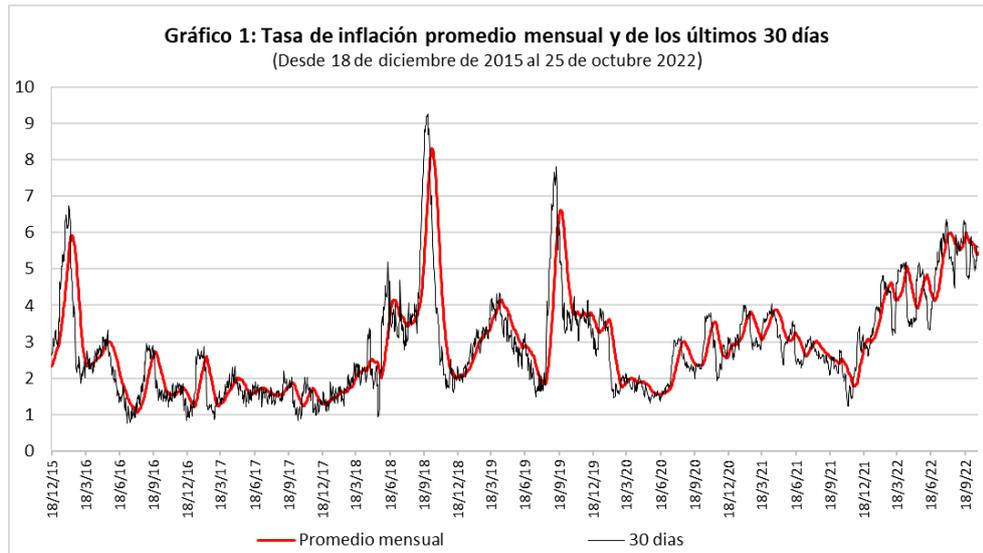
**Cuadro 4. Esquema Ahorro - Inversión - Financiamiento. Administración Nacional**

2022 y 2023, en millones de \$, % de var. nom. y real a/a, % del PIB y dif. en puntos porcentuales

Concepto	Estimación 2022	Proyecto de Ley 2023	Var % nom. a/a	Var. % real a/a	2022 % PIB	2023 % PIB	Dif. en p.p.
<b>II. Gastos corrientes</b>	<b>15.508.025</b>	<b>26.372.489</b>	<b>70,1</b>	<b>-3,4</b>	<b>19,0</b>	<b>17,9</b>	<b>-1,0</b>
Prestaciones sociales	8.650.494	14.803.060	71,1	-2,8	10,6	10,1	-0,5
Subsidios económicos	2.175.676	3.221.459	48,1	-15,9	2,7	2,2	-0,5
Gastos en personal	1.720.732	3.040.276	76,7	0,4	2,1	2,1	0,0
Bienes y servicios	484.091	857.647	77,2	0,6	0,6	0,6	0,0
Transferencias a provincias	540.000	818.151	51,5	-13,9	0,7	0,6	-0,1
Transferencias a universidades	521.122	805.439	54,6	-12,2	0,6	0,5	-0,1
Otros gastos corrientes	105.566	170.149	61,2	-8,5	0,1	0,1	0,0
Intereses (**)	1.310.344	2.656.308	102,7	15,1	1,6	1,8	0,2
<b>III. Resultado Económico</b>	<b>-3.009.405</b>	<b>-4.155.203</b>	<b>38,1</b>	<b>-21,6</b>	<b>-3,7</b>	<b>-2,8</b>	<b>0,9</b>

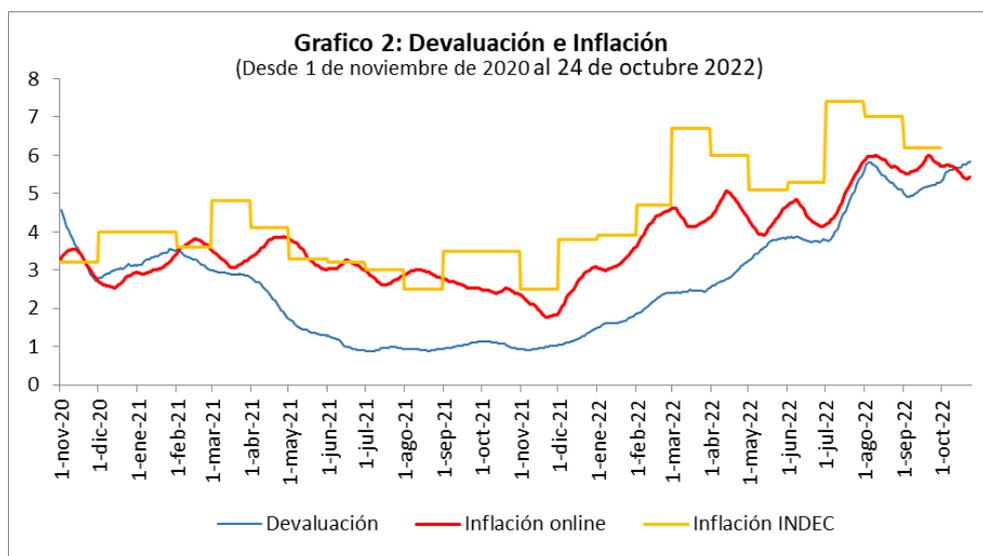
### La inflación continúa entre el 6 y el 7% mensual

El seguimiento de los precios online muestra que la tasa de inflación mensual sigue levemente por debajo del 6% mensual. Sin embargo, es probable que la tasa que va a publicar el INDER para octubre esté más cerca del 7% dado que se han producido aumentos de servicios que la medición online no toma en cuenta.

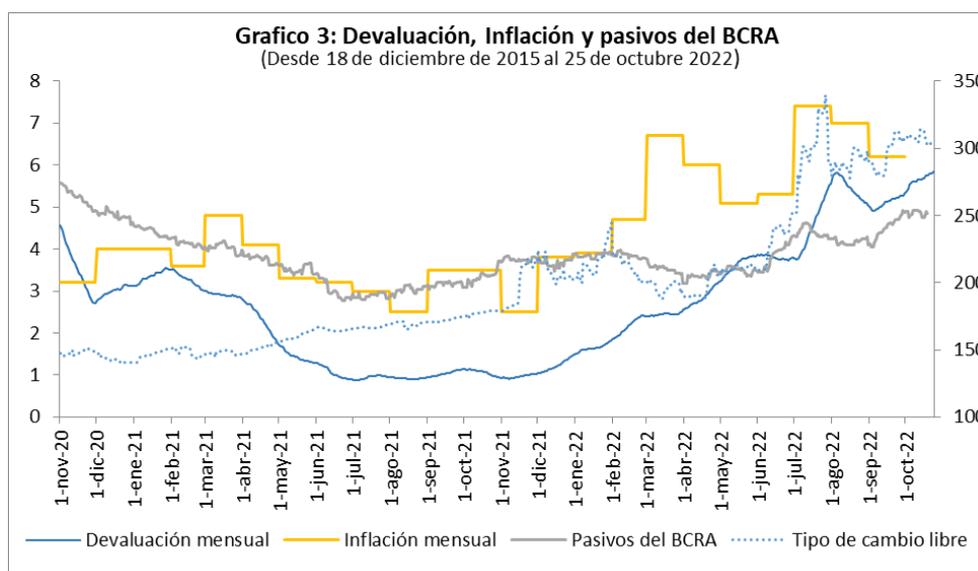


El ajuste del precio del dólar en el mercado oficial está muy cercano al 6% mensual y es probable que continúe ajustándose a ese ritmo en lo que resta del año y a lo largo de todo el año 2013, salvo que una aceleración inflacionaria obligue a ajustarlo más rápidamente para evitar una caída significativa del tipo de cambio real. Mi impresión es que el gobierno seguirá tratando de evitar un salto cambiario por temor al efecto “Rodrigazo” que podría provocar.

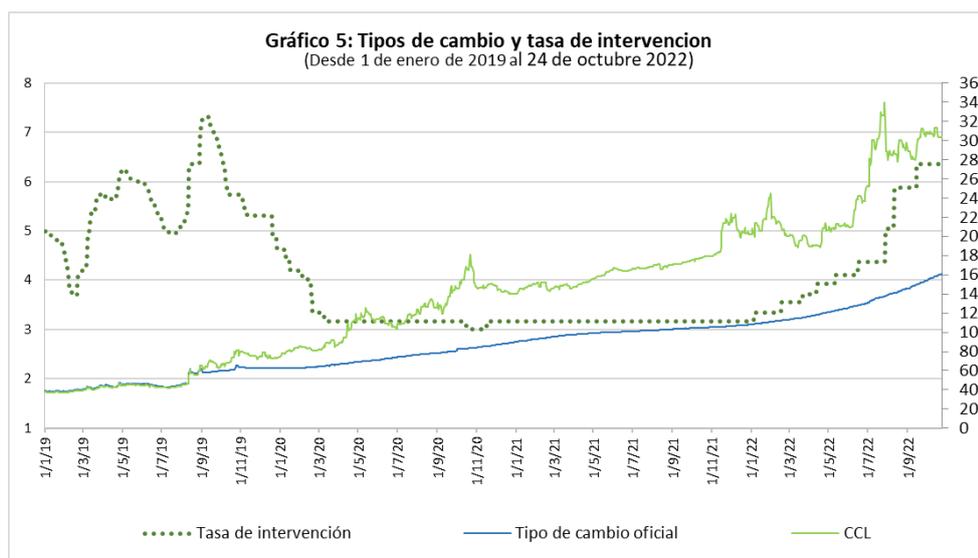
La relación entre devaluación e inflación continuará como viene dándose desde agosto, tal como se observa en el Gráfico 2. El ministro de economía espera que no se revierta la tendencia al leve descenso de la tasa mensual de inflación que se logró desde el mes de agosto.



La política monetaria puede ser representada por la evolución de los pasivos del Banco Central, la base monetaria más el stock de LELIQs y Pases. Como puede observarse en el gráfico 3, el ritmo de expansión de estos pasivos experimentó una tendencia al aumento entre julio de 2021 y febrero de 2022 y esa tendencia fue seguida por un aumento significativo de la tasa de inflación a partir de marzo. Con altibajos, ese aumento de la tasa de inflación se mantuvo desde marzo hasta octubre sin que la moderación en el ritmo de aumento de los pasivos monetarios entre febrero y junio de 2022 lograra evitar que descendiera al nivel que había tenido hasta febrero de 2022. Desde julio el ritmo de aumento de los pasivos monetarios acompaña los vaivenes del precio del dólar en el mercado oficial, aunque consigue mantenerse en el orden del 4% mensual gracias a que la tasa que el Banco Central paga por las LELIQs está por debajo de la tasa de inflación. Es probable que este efecto, en cierta medida contractivo de la política monetaria, no pueda sostenerse en el tiempo porque el Banco Central tendrá que aumentar la tasa de interés de referencia para evitar que vuelvan a escaparse la cotización del dólar en los mercados libres.



En el gráfico 5 se puede visualizar claramente que la escapada el precio del dólar en el mercado contado con liquidación se trata de evitar aumentando la tasa de referencia.



### El mercado cambiario sigue en estado crítico

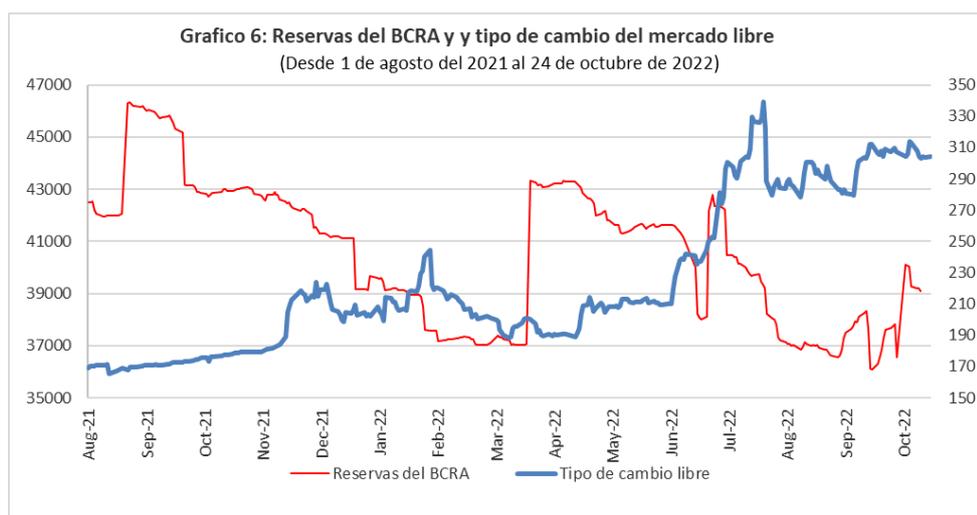
El gobierno no le encuentra la vuelta al manejo cambiario porque trata de racionar la venta de divisas en el mercado oficial con precios diferenciales administrados con gran discrecionalidad y restricciones cuantitativas que aumentan los incentivos para encontrar la forma de evadir esas restricciones y manotear el subsidio que significa conseguir dólares al tipo de cambio oficial. Al mismo tiempo, las normas que tratan de limitar la operación del mercado contado con liquidación y la inexistencia de un mercado verdaderamente libre y legal para todas las operaciones que no están obligadas o permitidas para liquidarse en el mercado oficial, desalientan la entrada de dólares blancos de quienes, teniéndolos en el exterior, estarían dispuestos a venderlos si supieran que lo hacen a un precio de mercado libre sin ningún tipo de objeción legal. También desalientan al turismo receptivo por parte de viajeros que pagan con tarjetas de crédito emitidas en el exterior poniéndolos en desventaja frente a los turistas que se animan a traer dólares billetes y los cambian en el mercado negro.

Por consiguiente, la acumulación de reservas se transforma en un imposible, aun cuando el ministro de economía trata de conseguir liquidaciones anticipadas de exportación a las que se decide darles un tipo de cambio especial por un tiempo determinado, como fue el caso de la soja en el mes de setiembre. También busca todo el apoyo que pueden darle los organismos financieros internacionales. Entre setiembre y octubre, Sergio Massa activo al máximo este tipo de gestiones, pero las estadísticas del nivel de reservas no muestran que el resultado haya sido

efectivo. En definitiva, desde los 37 mil millones de reservas brutas que había a fines de agosto, se está llegando a fines de octubre con 39 mil millones, siendo que entre desembolsos y ventas incentivadas de soja ingresaron cerca de 10 mil millones de dólares (Gráfico 6)

El panorama hacia adelante es preocupante porque las divisas que los exportadores anticiparon durante setiembre dejarán de ingresar en los próximos meses, que es cuando los productores hubieran vendido sus stocks de no haber existido el incentivo especial que significó el dólar soja. Además, como efecto de la sequía se anticipa una reducción de los ingresos por exportaciones de trigo en comparación con los que se consiguieron el año pasado. Aún con el alivio que significará la reducción de los pagos por energía importada, el saldo de la balanza comercial puede llegar a reducirse mucho más de lo que se estimaba hace unos pocos meses.

Hay quienes creen que este panorama cambiario obligará al gobierno a producir un salto devaluatorio en el mercado oficial. Yo descreo de esa posibilidad. Lo que seguramente va a ocurrir, es que el gobierno disminuirá discrecionalmente la venta de divisas para importaciones. El efecto se va a ver en el nivel de actividad económica y también en los precios internos de los bienes importados o con muchos insumos importados dado que difícilmente los productores vayan a calcular sus costos poniendo esos insumos al tipo de cambio oficial.



<b>Cuadro 3: Algunos indicadores del nivel de actividad económica</b>				
	Fuente:	Datos disponibles hasta:	Variación acumulada durante el año con respecto al mismo periodo del año anterior	Variación último mes respecto mismo mes del año anterior
Estimador Mensual de Actividad Económica	INDEC	Agosto	6,4%	6,4%
Índice General de Actividad	OJF	Agosto	5,8%	6,4%
Actividad de la Construcción	INDEC	Agosto	6,6%	7,9%
Producción de Cemento	PORTLAND	Julio	9,6%	9,9%
Índice Construya	CONSTRUYA	Septiembre	8,4%	2,1%
Índice de producción industrial manufacturero	INDEC	Agosto	6,1%	7,5%
Índice de Producción Industrial	FIEL	Agosto	4,6%	4,9%
Producción Automóviles	ADEFA	Septiembre	28,2%	19,9%
Ventas Automóviles	ADEFA	Septiembre	10,4%	34,6%
Impuestos ligados nivel de actividad	MECON	Septiembre	2,0%	-1,9%
Ventas Reales Supermercados	INDEC	Julio	3,4%	5,7%
Ventas Reales Shoppings	INDEC	Julio	97,1%	68,1%
Salarios Reales	INDEC	Julio	0,1%	-1,8%
Salarios Reales Sector Privado Registrado	INDEC	Julio	0,5%	-1,8%
Salarios Reales Sector Privado No Registrado	INDEC	Julio	-7,0%	-7,5%
Salarios Reales Sector Publico	INDEC	Julio	4,1%	1,7%
Importaciones	INDEC	Septiembre	39,9%	18,8%
Exportaciones	INDEC	Septiembre	15,1%	-1,9%

**DFC ASSOCIATES**

Domingo Cavallo  
[domingo@cavallo.com.ar](mailto:domingo@cavallo.com.ar)  
[joseluis@cavallo.com.ar](mailto:joseluis@cavallo.com.ar)

Tagle 2810  
 Buenos Aires, Argentina  
 +54-11-48040862  
 +1-646-290-8779