



IERAL

Fundación
Mediterránea

Revista Novedades Económicas

BROKERS / ACPA

Año 42 - Edición Nº 1006 – 6 de Abril de 2020

**Durante la pandemia no queda otra que emitir,
pero importa la cuantía y quien emite**

Marcelo Capello

mcapello@ieral.org

Edición y compaginación
Karina Lignola y Fernando Bartolacci



IERAL Córdoba
(0351) 473-6326
ieralcordoba@ieral.org

IERAL Buenos Aires
(011) 4393-0375
info@ieral.org

Fundación Mediterránea
(0351) 463-0000
info@fundmediterranea.org.ar

Durante la pandemia no queda otra que emitir, pero importa la cuantía y quien emite¹

Está claro que uno de los principales problemas económicos de Argentina en décadas ha sido su persistente tendencia al déficit fiscal. En las últimas seis décadas, el Sector Público Nacional (SPN) sólo mostró superávit primario en 15 años, y superávit financiero en seis años, es decir, un escaso 10% de todo el período. En 2019 el déficit primario se ubicó en 0,44% del PIB, y generó la expectativa que, con algún esfuerzo fiscal adicional, se podría llegar al equilibrio fiscal en 2020, y al superávit desde 2021.

Pero los efectos económicos de la pandemia echaron rápidamente por tierra dichas expectativas. Con los impactos que vienen del sector externo, más los efectos económicos del confinamiento social decidido, el Estado ha debido salir a aumentar sus erogaciones en salud y otros servicios complementarios en la lucha contra la pandemia, a compensar con montos importantes a los mayores perdedores del sector privado por la inactividad económica (trabajadores informales, cuentapropistas, empresas que debieron para su producción, etc.), a la vez que la recaudación fiscal cae en los tres niveles de gobierno, por las medidas de excepción tributaria, por la misma recesión, porque los parados difícilmente paguen sus impuestos estos meses y porque en estas situaciones aumenta, en general, el incumplimiento tributario.

En marzo comenzaron a verse los efectos fiscales, que recrudecerán en abril, cuando el gobierno nacional aumente en cerca del 20% su gasto público nominal con respecto a marzo, y la recaudación caiga alrededor del 30% contra igual mes. Así, el déficit primario del sector público nacional en abril podría resultar equivalente al 16% del PIB de ese mes, o al 1,1% del PIB anual. Si tal desequilibrio, como es más probable, resulta finalmente monetizado, junto a la porción de servicios de deuda que no puedan compensarse con *roll over* en el mercado, se tiene que el BCRA debería asistir al Tesoro Nacional con una emisión monetaria de alrededor de \$410 mil millones en abril, lo cual supondría una suba del 57% en la Base Monetaria (BM) respecto a febrero pasado, o una suba interanual nominal del orden del 93%.

Adicionalmente, es muy probable que el Tesoro Nacional deba asistir a provincias y municipios en el mes en curso, por un monto aproximado de \$150 mil millones en el caso de provincias y \$23 mil millones en los municipios. Dado que el Tesoro tendría que recurrir al BCRA para que lo financie, la expansión de la BM en abril podría resultar del 68% respecto a febrero, o una suba interanual nominal del orden del 105%. Se

¹ Este artículo se publicó el día 6 de abril de 2020 en El Economista

tratarían de cifras preocupantes, aún en un contexto fuertemente recesivo, por lo que pueda ocurrir inicialmente con la inflación, pero especialmente luego que los flujos económicos comiencen a normalizarse, y perdure el exceso monetario. Por dicho motivo, deberían diseñarse medidas adicionales a las fiscales para equilibrar el mercado de dinero.

Ante el riesgo que supone una emisión excesiva de dinero, como la antes señalada, con sus posibles efectos inflacionarios y/o sobre la cotización del dólar informal, existen dos vías fiscales por las cuales podría disminuirse dicha expansión monetaria: 1) ajustar el gasto público no esencial en dicho mes, especialmente salarios que no estén ligados a salud y otros sectores ahora esenciales; 2) Obtener más financiamiento en pesos en el mercado local. Por caso, si se logra obtener financiamiento por el total de los vencimientos de servicios en pesos que tiene el Tesoro Nacional en abril, a la vez que se produce una reducción del 25% en el gasto en personal en Nación y Provincias², podría bajarse la necesidad de emisión de dinero en dicho período, con una expansión del 55% respecto a febrero, o una suba interanual nominal del orden de 90%. Se debe considerar que ya a fines de marzo la BM está mostrando una variación interanual cercana al 70%

La reducción que se necesitaría en el gasto en salarios en el sector público nacional y provincial en abril (potencialmente también en mayo-junio), para que resulte compatible con una expansión más moderada de la BM en ese período, podría instrumentarse como un ahorro forzoso para los funcionarios y agentes públicos de mayores ingresos, sin excepciones en los tres poderes. Podría implementarse a través del pago con títulos públicos nacionales de una porción de los salarios públicos de abril en el gobierno nacional y en los provinciales en que, a partir de cierto piso salarial, la porción que se debería cancelar con dichos títulos resultaría creciente con los salarios, constituyendo un ahorro obligatorio progresivo.

Aunque en provincias y municipios la situación fiscal también se agrava a pasos agigantados en marzo y abril, no se justifica la emisión de cuasimonedas provinciales en este contexto, pero por supuesto, el gobierno nacional debería asistir a las provincias con mayores transferencias durante los meses críticos de abril y mayo, financiado también con emisión monetaria del BCRA, con un criterio objetivo de asignación de fondos entre dichas jurisdicciones locales. Si no se diera tal asistencia y objetividad en la asignación de mayores recursos nacionales a provincias, las jurisdicciones perjudicadas tendrían una excusa para emitir cuasimonedas, desordenando adicionalmente la economía y agregando costos de transacción.

Resulta conveniente mantener el monopolio de la emisión en el BCRA, aunque en este período de crisis compartiendo una porción de su poder de señoreaje con los gobiernos

² Dado que no podría recortarse en salud y seguridad, sobre el resto de los sectores el ajuste promedio debería ser mayor

provinciales, y emitiendo la menor cantidad posible de dinero, tal que permita amortiguar el efecto de la pandemia y la cuarentena sobre la economía, con la menor inflación extra posible. Se trataría de aceptar que, como la oferta de bienes y servicios será menor, al menos por unos meses, lo mejor que se podría hacer en el sector público es redistribuir recursos “al interior” de la demanda agregada, en que algunos son compensados y otros hacen un esfuerzo. Emitiendo más dinero, pero minimizando dicha emisión, para lo cual ayudaría especialmente una reducción transitoria en la masa salarial del sector público en sus tres poderes del estado, con el mencionado “ahorro forzoso” para las remuneraciones altas del sector público. El bono que se entregaría a los agentes públicos debería ser emitido por el gobierno nacional, y en una porción constituir un préstamo a los gobiernos provinciales, a cancelar desde el año 2021, a través de descuentos en la coparticipación federal de impuestos. Las ayudas adicionales que Nación realice a provincias deberían compensarse con el saldo a favor de éstas existentes en el fondo ATN previsto por la ley de coparticipación, que actualmente ascendería a alrededor de \$75 mil millones.