



IERAL

Fundación  
Mediterránea

## Revista Novedades Económicas

BROKERS / ACPA

Año 42 - Edición N° 1009 – 13 de Abril de 2020

### Bajo una lluvia de pesos

Jorge Vasconcelos

[jvasconcelos@ieral.org](mailto:jvasconcelos@ieral.org)

#### Edición y compaginación

Karina Lignola y Fernando Bartolacci



#### IERAL Córdoba

(0351) 473-6326

[ieralcordoba@ieral.org](mailto:ieralcordoba@ieral.org)

#### IERAL Buenos Aires

(011) 4393-0375

[info@ieral.org](mailto:info@ieral.org)

#### Fundación Mediterránea

(0351) 463-0000

[info@fundmediterranea.org.ar](mailto:info@fundmediterranea.org.ar)

## Bajo una lluvia de pesos<sup>1</sup>

La “maquinita” del Banco Central empezó a funcionar a pleno, y es probable que la base monetaria esté superando la variación del 100 % interanual en el transcurso de estos días. La emisión es el instrumento en medio de la crisis, pero eso no impide que una porción inusitada de pymes anuncie que no habrán de poder pagar los sueldos de abril, con provincias y municipios que anticipan cuotificación de salarios estatales, mientras comienzan a emitir bonos para sus proveedores. Esta paradoja emerge porque la liquidez no alcanza suficiente capilaridad y porque bajo la lógica del distanciamiento los problemas de funcionamiento del lado de la oferta requieren mayor coordinación público-privada, más flexibilidad en el mercado de trabajo y mejor focalización de las políticas públicas, tanto en la salud como en la economía. Si esas limitaciones no se resuelven en paralelo a la prolongación del aislamiento, entonces pueden aflorar efectos colaterales negativos, caso de la aceleración de la inflación que, esta vez, sólo servirá para “licuar” pasivos de aquellas firmas que hayan sobrevivido. Es en ese contexto que el gobierno haría, en forma inminente, una oferta a los tenedores de bonos bajo ley extranjera. Gran responsabilidad para los funcionarios a cargo, ya que esta economía no tiene espaldas para seguir soportando malas noticias.

---

<sup>1</sup> Una versión resumida de este artículo fue publicada en La Voz del Interior el 12 de Abril de 2020

La “maquinita” del Banco Central empezó a funcionar a pleno, y es probable que la base monetaria esté superando la variación del 100 % interanual en el transcurso de estos días. La emisión es el instrumento en medio de la crisis, pero eso no impide que una porción inusitada de pymes anuncie que no habrán de poder pagar los sueldos de abril, con provincias y municipios que anticipan cuotificación de salarios estatales, mientras comienzan a emitir bonos para sus proveedores. Esta paradoja emerge porque la liquidez no alcanza suficiente capilaridad y porque bajo la lógica del distanciamiento los problemas de funcionamiento del lado de la oferta requieren mayor coordinación público-privada, más flexibilidad en el mercado de trabajo y mejor focalización de las políticas públicas, tanto en la salud como en la economía. Si esas limitaciones no se resuelven en paralelo a la prolongación del aislamiento, entonces pueden aflorar efectos colaterales negativos, caso de la aceleración de la inflación que, esta vez, sólo servirá para “licuar” pasivos de aquellas firmas que hayan sobrevivido. Es en ese contexto que el gobierno haría, en forma inminente, una oferta a los tenedores de bonos bajo ley extranjera. Gran responsabilidad para los funcionarios a cargo, ya que esta economía no tiene espaldas para seguir soportando malas noticias.

#### **Evolución del stock de base monetaria**

Mil millones de pesos. Datos promedio para cada mes

	<b>Stock promedio de base monetaria</b>	<b>Variación de la base monetaria</b>	<b>Emisión neta</b>
<b>Marzo</b>	1.941	81	141
<b>Abril*</b>	2.497	556	325
<b>Mayo*</b>	2.798	301	301
<b>Junio*</b>	3.123	324	324

\*estimaciones PPI

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a PPI

En 30 días hasta fin de marzo la base monetaria registró una expansión de 576 mil millones de pesos, con una variación entre puntas de 32 %, dejando un fuerte arrastre para abril. El economista Marcelo Romano, de PPI, espera una expansión neta de al menos 300 mil millones de pesos en cada mes entre abril y junio, con supuestos conservadores en lo fiscal. Aun así, la variación de la base sería del 61 % entre marzo y junio, a un ritmo de 17,5 % mensual, cuando la inflación todavía está en el 3 % mensual.

Es cierto que existe “arena” en los engranajes de transmisión desde la emisión hasta los precios. Hay más pesos de lo habitual en los bolsillos de la gente, y la recesión juega también su rol. Sin embargo, hoy está “en movimiento” menos de la mitad de la

economía, por lo que la demanda presiona sólo sobre esos bienes y servicios y sus precios.

Escenarios de ingresos y egresos del Sector Público en Marzo-Abril 2020

Millones de pesos

	Nación			Provincias			Municipios		
	Febrero	Marzo	Abril	Febrero	Marzo	Abril	Febrero	Marzo	Abril
<b>Ingresos totales</b>	<b>350.915</b>	<b>328.105</b>	<b>229.674</b>	<b>333.105</b>	<b>289.470</b>	<b>203.529</b>	<b>53.594</b>	<b>47.162</b>	<b>33.014</b>
<b>Gastos primarios</b>	<b>378.412</b>	<b>397.193</b>	<b>482.031</b>	<b>331.622</b>	<b>340.758</b>	<b>347.173</b>	<b>54.847</b>	<b>55.793</b>	<b>55.793</b>
Salarios	53.245	54.310	55.396	145.990	151.813	154.849	28.907	29.486	29.486
Otro funcionamiento	14.172	14.455	14.745	23.518	23.988	24.468	14.606	14.898	14.898
Jubilaciones y prest. Sociales	233.743	246.893	312.009	41.124	41.946	42.785			
Subsidios económicos	33.510	34.180	34.864						
Transferencias a provincias	12.997	16.257	19.582						
Transf. A universidades	14.018	14.298	14.584						
Otros gastos corrientes	3.570	3.641	17.693	100.986	103.005	105.065	3.814	3.890	3.890
Gastos de capital	13.157	13.157	13.157	20.005	20.005	20.005	7.520	7.520	7.520
<b>Resultado primario</b>	<b>-27.497</b>	<b>-69.087</b>	<b>-252.357</b>	<b>1.483</b>	<b>-51.287</b>	<b>-143.644</b>	<b>-1.253</b>	<b>-8.631</b>	<b>-22.780</b>

Fuente: Marcelo Capello, IERAL de Fundación Mediterránea

Para no abusar de la “maquinita”, se necesitan mecanismos que: a) limiten la emisión monetaria a lo imprescindible, aun aceptando que estaremos lejos de la “moderación”; b) logren capilaridad en la distribución del crédito, para lo que urge capitalización estatal a las Sociedades de Garantía Recíproca; c) reduzcan los riesgos de una aceleración inflacionaria, objetivo que podría ser intentado a través del desdoblamiento del mercado cambiario; d) incorporen progresivamente nuevos sectores a la normalización de la producción, lo que requiere un combo de medidas en el plano de la salud, la logística y la readecuación temporal de instituciones laborales, cuya rigidez es un obstáculo para ese propósito.

Luego que Córdoba anunciara la emisión de un bono para el pago a proveedores, el gobierno nacional mostró que le teme a la explosión de cuasimonedas. Fue así que, de irrisorios 6 mil millones de pesos de apoyo a las provincias previamente anunciados, se pasó a un compromiso de transferencias por 40 mil millones/mes entre abril y junio, mitad préstamos y mitad ATN.

Este giro, de todos modos, no permite salir de la “frazada corta”. De acuerdo a estimaciones de Marcelo Capello, de Ieral, el desplome de ingresos del consolidado de provincias sería de 130 mil millones de pesos/mes, comparando febrero con el esperado de abril, computando coparticipación y recursos propios. Aun con los 40 mil millones, el faltante sería de 90 mil millones de pesos/mes. Para las provincias, ¿qué opciones?: cuotificación de salarios más elevados, bonos a proveedores y/o la reedición de cuasimonedas. Por la magnitud del faltante, no son excluyentes.

En cualquier caso, se trata de elegir el “mal menor”, pero el cuadrante de mejor relación costo-beneficio es sin dudas el que pasa por mayor cooperación entre Nación y Provincias, que incluya un esquema de ahorro forzoso para los salarios estatales por encima de cierto umbral. La masa salarial de nación, provincias y municipios suma 240

mil millones de pesos por mes. Con el 8,3% de esos recursos (aportado por los sueldos más elevados) se podrían abonar 20 mil pesos por mes a un millón de trabajadores formales del sector privado, pertenecientes a los sectores paralizados, con un esquema de transición que demanda readecuar las instituciones laborales.

Aun en el escenario de cooperación, los riesgos inflacionarios seguirán latentes, con todo lo que esto implica para los segmentos más desprotegidos de la población.

Aquí aparece la opción de desdoblarse el mercado cambiario, creando un segmento financiero, en el que el Banco Central podría vender dólares obtenidos en el lado comercial, que apunta a ampliarse por caída de importaciones superior a la de las exportaciones. Por el cepo, la contracción de la cuenta turismo y el recorte en el flujo de intereses a pagar tras la reestructuración, el mercado cambiario apunta a quedar desbalanceado, con exceso de oferta de dólares. Y el Central tendría que comprarlos, emitiendo más pesos!!. Hay margen para cambios en el rubro "dólar ahorro" (menos impuesto y algo más de cupo) y para canalizar operaciones entre empresas, en un canal financiero semejante al CCL, pero más transparente y de mayor volumen.

#### La reconfiguración del Balance Cambiario

Millones de dólares. Anualizado del trimestre h/ Febrero de cada año

	Dic/Feb-19	Dic/Feb-20	Diferencia
<b>Demanda</b>	<b>31.371</b>	<b>16.053</b>	<b>-15.318</b>
Atesoramiento	15.142	85	-15.057
Turismo	4.608	2.724	-1.883
Intereses y Utilidades	11.622	13.244	1.622
<b>Oferta por balance comercial</b>	<b>18.809</b>	<b>17.454</b>	<b>-1.355</b>

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Banco Central

Si el Central vendiera una fracción del excedente comercial en el segmento financiero (retirando pesos), las reservas aun seguirían subiendo, el manejo de la liquidez sería más ajustado, habría ganancias cuasifiscales y mayor recaudación del impuesto al dólar ahorro. Al mismo tiempo, se facilitaría el cálculo económico de las empresas para dividendos e inversiones, aunque éstas se limiten por ahora a fusiones y adquisiciones.

Por supuesto que se requiere, además, un horizonte de salida más tangible a la crisis en lo económico, y el pilar que falta es una reestructuración exitosa de los bonos ley extranjera. Está en juego sólo el 20 % del total de la deuda, luego del reperfilamiento ley local, pero en un terreno en el que los acreedores tienen voz y voto. El default tendría muchos costos y ningún beneficio, algo que los funcionarios a cargo deberían tener claro.