

ARGENTINA

CONTENIDO

Resumen

La tasa real de
interés y el ajuste
fiscal

La tasa real de
interés y el nivel de
actividad económica

La reforma monetaria
y la apertura de la
economía

El gradualismo monetario, financiero y cambiario es tan inconveniente como el gradualismo en materia fiscal

Resumen

Durante la última semana de febrero el Banco Central y la Secretaría de Finanzas adoptaron buenas decisiones sobre manejo de la deuda pública y acumulación de reservas. Estas decisiones: prescindir de la emisión de deuda en pesos a tasa fija y cubrir los vencimientos de la deuda pública con emisión de bonos ajustables (por CER y dólar link) más la emisión de BONAR en dólares bajo ley argentina, van en la dirección de una buena reforma monetaria, cambiaria y financiera (a la que me referiré como “reforma monetaria” de aquí en más)

El efecto, como era de esperar, estas decisiones significaron una baja de la tasa BADLAR y de la tasa real de los préstamos UVA. Como hubo también un tenue, pero perceptible, aumento del precio del dólar, la señal de que puede reducirse el incentivo al carry trade es también un efecto positivo¹.

Ojalá este movimiento convenza al ministro de Economía y al presidente Milei, que vale la pena avanzar rápido hacia una reforma monetaria como la que he venido pregonando en mis informes anteriores. En esta materia, no es aconsejable el gradualismo. Se deben definir reglas claras y permanentes. Como lo había intuido Milei durante su campaña electoral, el ámbito sobre el que primero debía avanzar la libertad era el monetario, cambiario y financiero. Estos mercados se adaptan a

¹ El Viernes el Banco Central o el Tesoro pueden haber intervenido en el mercado cambiario, asustados por el aumento del precio del dólar del día anterior. Si se confirma esta noticia, sería una muestra de la inconsistencia del paquete de las decisiones que “acabo de elogiar.

reglas liberales prácticamente sin costo friccional. Muy distinto al costo que impone a la economía real la introducción de competencia externa a través de la apertura de la economía.

Además, mercados monetarios, cambiarios y financieros más libres son grandes facilitadores de las demás reformas estructurales, especialmente la relacionada con la eliminación de subsidios económicos y la apertura de la economía.

La tasa real de interés y el ajuste fiscal

Hay una relación entre la tasa de interés y el déficit fiscal, a la que normalmente se le presta poca atención en el análisis macroeconómico convencional. Sin embargo, la experiencia de las reformas monetarias que se registran en la historia económica mundial demuestra la importancia de que la reforma monetaria consiga bajar la tasa real de interés para lograr el necesario ajuste fiscal.

Valga como ejemplo lo que ocurrió con la economía italiana cuando la lira fue reemplazada por el Euro. Italia tenía una deuda pública del orden del 120 % de su Producto Bruto Interno y por el financiamiento en liras pagaba más de 10% anual. Eso significaba un costo financiero del Tesoro del orden del 12% de su PBI que, por supuesto, se agregaba al gasto público total. El reemplazo de la lira por el Euro significó de inmediato una reducción de la tasa de interés al 5% anual, con lo que aquel costo financiero se redujo a la mitad. Este beneficio de la reforma monetaria, permitió a Italia, prácticamente eliminar su déficit fiscal que por entonces era superior al 6% del PBI. Recuerdo estas cifras, porque Rudiger Dornbush las utilizaba muy a menudo para explicar los beneficios de la reforma monetaria que reemplazó a las monedas nacionales europeas por el EURO.

Al 31 de diciembre de 2025, la deuda pública total de Argentina representa el 70% del PBI. Cualquiera sea la tasa real de interés

que se utilice para calcular el costo financiero del Tesoro, no es difícil concluir que si se lograra una reducción de 100 puntos básicos (1% de tasa anual real), el gasto público se va a reducir en 0.7 % del PBI. Estoy seguro que una reforma monetaria como la que vengo proponiendo, podría fácilmente bajar la tasa real en 300 puntos básicos. Por lo tanto, la reducción del gasto público que se lograría por esta vía es de más de 2% del PBI. Esto permitiría reducir impuestos por ese monto o financiar inversión pública en la misma magnitud, o una combinación de esas dos medidas claves de las cuentas fiscales.

La tasa real de interés y el nivel de actividad económica

De la misma forma como la baja de la tasa real de interés facilita el ajuste fiscal y el cambio estructural de las cuentas fiscales para hacerlas más expansivas (menos contractivas), la reducción del costo financiero y la mayor disponibilidad de crédito para el sector privado, en términos reales, es clave para la reactivación de la economía y para facilitar la adaptación de las empresas privadas a un clima de mayor competencia, tanto interna como externa.

Entender Los grandes beneficios de una reforma monetaria que logre bajar significativamente el nivel de la tasa real de interés de la economía, es clave para resolver la estanflación.

Recalco esta cuestión porque no es obvia para los economistas que razonan con el modelo de la teoría cuantitativa ni los que piensan en términos del modelo de “inflation targeting” con una sola moneda. Son ejemplos de reforma monetaria la creación del EURO en Europa, la convertibilidad en Argentina, la dolarización en Ecuador o el sistema bi monetario bien institucionalizado en Perú. La reforma monetaria, cambiaria y financiera es sin duda, la reforma estructural más importante si se quiere avanzar hacia la libertad económica cuando la economía ha padecido de hiperinflación y sufrido episodios de

estanflación, conducentes a dolarización de facto por muchos años.²

La reforma monetaria y la apertura de la economía

Hasta ahora las preocupaciones que genera en el sector industrial la apertura de la economía parece circunscribirse a la competencia que significan las importaciones procedentes de China. Pero aún cuando este efecto negativo sobre la producción local pueda atenuarse con aranceles, restricciones cuantitativas y aplicación de normas contra el dumping y los subsidios, como las que aplican tanto los Estados Unidos como Europa, no hay que despreciar la complicación que crea a la apertura económica un nivel demasiado alto de la tasa real de interés.

La apertura de la economía induce una reestructuración productiva que en el largo plazo puede ayudar al crecimiento sostenido y vigoroso, pero en el corto plazo tiene costos de adaptación a las nuevas reglas que pueden ser muy gravosos si el sector privado no consigue financiamiento para las inversiones en capital físico y humano que necesitarán las empresas existentes para introducir ganar competitividad en los mercados del exterior y frente a las importaciones. La creación de nuevas empresas también requerirá adecuado acceso al crédito bancario o al mercado de capitales.

La reforma monetaria es clave para que el sector privado consiga financiamiento a tasas reales de interés moderadas y para que pueda desarrollarse el mercado interno de capitales. También para que el tipo de cambio busque su equilibrio en un contexto de acumulación de reservas que permita una reducción significativa de la tasa de riesgo país.

² La argumentación teórica y empírica de mi razonamiento en esta materia está desarrollada en mi libro "Camino a la Estabilidad" de 2014

DFC ASSOCIATES

Domingo Cavallo
domingo@cavallo.com.ar
joseluis@cavallo.com.ar

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

La tasa real de interés, tanto interna como externa no va a bajar suficientemente si el mercado cambiario opera con restricciones cambiarias que no permiten revertir la práctica de hacerlo funcionar con reservas netas negativas del Banco Central.³

³ Recomiendo releer la última sección de mi informe al 3 de enero de 2026