

ARGENTINA

CONTENIDO

Resumen

¿Cómo se pasa del sistema monetario actual a un régimen de competencia de monedas?

Ventajas del desdoblamiento formal y la eliminación del cepo financiero

¿Habrá re-monetización en pesos?

¿Qué riesgo se corre si la apertura total del cepo no incluye una etapa previa en la que haya un mercado financiero verdaderamente libre?

Apéndice. Gráficos y Cuadros que normalmente acompañan a estos informes

Llegó el momento de la Microeconomía

Resumen

Con la inflación mensual por debajo del 6% mensual, el gobierno tiene que preocuparse porque en los próximos meses no vuelva a aumentar. El ataque definitivo contra la inflación con simultánea reactivación vigorosa de la economía recién podrá aplicarse a partir de la unificación y liberalización cambiaria que se logre sin salto devaluatorio.

El presidente Milei insinuó que salir de la recesión y volver a crecer es la nueva prioridad. En el discurso del 25 de mayo retomó la prédica por la baja de impuestos y señaló al impuesto país como el primer candidato a ser eliminado. Antes, en la Sociedad Rural, había hablado también de eliminar las retenciones. Esta mención es muy alentadora tanto como el énfasis que pone en la eliminación del déficit fiscal.

La preocupación por la microeconomía, que siempre estuvo presente en el discurso desregulador que acompañó al DNU y a la ley Bases y ahora se refuerza con el anuncio de que Federico Sturzenegger va a ocupar un puesto ministerial, tendrá que comenzar con la desregulación y liberalización del mercado cambiario que, hoy por hoy, es el mayor condicionamiento para el buen funcionamiento de las empresas productoras de bienes y servicios del sector privado.

La preocupación por la microeconomía será también un ingrediente esencial para que pueda fructificar la labor del nuevo jefe de Gabinete en materia de búsqueda de consensos con los gobernadores y mantenimiento de la paz social.

El impresionante aumento de la recaudación impositiva durante el mes de mayo, si se mantiene en el tiempo, brinda la oportunidad de trabajar en el mejoramiento de la calidad del ajuste del gasto público y en la negociación con las provincias para que acompañen los esfuerzos desreguladores del gobierno nacional, comenzando con la reducción de los impuestos distorsivos que son de jurisdicción provincial, en particular los que gravan a los ingresos brutos.

También abre la posibilidad de que se reinicien las obras públicas nacionales y provinciales que cuentan con financiamiento externo. El BID tiene 6,500 millones de dólares pendientes de desembolso para financiar proyectos que han sido suspendidos en su ejecución para bajar el gasto público. Su reinicio podría comenzar a revertir la fuerte caída del nivel de actividad en la construcción, ámbito en el que se ha producido el mayor porcentaje de pérdida de empleos privados.

La marcha de la inflación

Según Alberto Cavallo, que sigue la tendencia de la inflación a través de los precios online, la tasa mensual hasta el 19 de mayo siguió cayendo. A fines de abril era del orden del 5% y cayó al 3.5% el 19 de mayo, pero subió al 3.8% en los últimos días según datos de PriceStats.



La tasa medida por INDEC en abril terminó siendo 8.8%, algo por arriba de la que nosotros habíamos estimado en nuestro informe del 30 de abril. Si en mayo hubieran continuado los ajustes de los precios de la energía y de los transportes como habían sido anunciados, la tasa de inflación a publicar por el INDEC tendría que ser del orden del 7%, pero dado que el gobierno decidió postergar los ajustes de los precios controlados para más adelante, es posible que la tasa mensual de mayo termine estando alrededor del 5%.

Es obvio que la postergación de los ajustes de precios de la energía y los transportes significará aumentar el costo fiscal de los subsidios, pero en particular, en el mes de mayo ello no debería significar una disminución del superávit fiscal porque la recaudación impositiva experimentó un fuerte aumento.

Todavía no están los datos completos, pero la recaudación de los impuestos coparticipados subió un 366% con respecto al mismo mes de 2023 y un impresionante 87% con respecto al mes de abril. La recaudación del impuesto país también debe haber aumentado mucho debido a la colocación del BOPREAL dividendos que ascendió a 1.700 millones de dólares y paga 17,5% de impuesto.

Para que el proceso de desinflación se consolide, tal como sostuve en el informe al 31 de abril, es necesario clarificar cómo se avanzará hacia el sistema monetario de competencia de monedas. En lo que resta de este informe, me abocaré a este tema.

¿Cómo se pasa del sistema monetario actual a un régimen de competencia de monedas?

El sistema monetario actual no permite que el dólar pueda cumplir eficientemente con todas las funciones de una moneda de curso legal, particularmente que pueda servir como reserva de valor y permita la utilización del ahorro en dólares para

financiar inversiones o capital de trabajo de personas y empresas. Por consiguiente, es muy diferente a un régimen eficiente de competencia de monedas.

Los controles de cambio, vulgarmente denominados “el cepo” son los que impiden que el dólar pueda cumplir con todas las funciones de una moneda de curso legal. Y, con razón, el ministro de Economía y el presidente del Banco Central dicen que el sistema monetario convergerá a un sistema de competencia de monedas cuando se elimine el cepo. Una cuestión importante es encontrar la mejor forma de avanzar en forma gradual hacia la eliminación del cepo.

En realidad, hay que distinguir entre dos tipos de cepos monetarios que existen actualmente. Uno, al que conviene denominar “cepo comercial”, es el que obliga a los exportadores a vender los dólares que cobran por sus exportaciones al Banco Central, quien a su vez decide cómo administra los pagos por importaciones. Otro, al que conviene denominar “cepo financiero”, es el que declara ilegal la compra y venta de dólares por afuera del denominado “Mercado Único y Libre de Cambios” (MULC) pero permite que bajo ciertas condiciones puedan utilizarse bonos en dólares, cotizables en pesos y en dólares, para convertir cuentas bancarias de pesos a dólares y mover capitales desde y hacia el exterior.

Ambos cepos provocan la existencia del mercado paralelo o informal. Por razones estéticas, a los dólares cotizados en este mercado, los operadores prefieren llamarlos “blue”. En realidad, el dólar billete que circula abundantemente en Argentina y los dólares depositados en el exterior que no figuran en el patrimonio declarado de residentes argentinos, son todos dólares blue.

El cepo comercial alimenta al mercado del dólar blue a través de la subfacturación de exportaciones y la sobrefacturación de

importaciones, prácticas muy difundidas luego de tantos años de cepo comercial.

El cepo financiero provoca la existencia de dos mercados “pseudo libres”, el Mercado Electrónico de pagos también denominado “MEP” o “dólar Bolsa”, y el denominado “contado con liquidación”. Son pseudo libres porque no todas las personas pueden acceder a estos mercados (hay limitaciones de monto, de incompatibilidad temporal con operaciones en el MULC y de capacidad para contar con las cuentas de depósitos en dólares en el país y en el exterior). Además, son ineficientes, porque las comisiones de compra y venta de bonos en dólares y el denominado “parking” impuesto por la Comisión Nacional de Valores, crean un costo de intermediación de varios puntos porcentuales.

El Banco Central utiliza el cepo comercial como herramienta para comprar el superávit comercial de la Balanza de pagos al tipo de cambio oficial que él mismo determina. Al mismo tiempo utiliza a los mercados MET y CCL para controlar la brecha con el mercado oficial mediante la disposición del porcentaje de ingresos por exportaciones que autoriza a liquidar en el mercado CCL y la compra o venta de los bonos más utilizados para estas operaciones que tiene en su cartera.

Así descripto, queda claro que el sistema cambiario no es un “mercado único y libre de cambio” sino un desdoblamiento confuso e insincero, donde no existe ni unidad ni libertad. Permite un manejo discrecional tanto por el lado de las cantidades como de los precios según el tipo de transacciones permitidas. Hay muchas transacciones lisa y llanamente condenadas a la ilegalidad. Son estas últimas las que dan lugar al mercado eufemísticamente denominado “blue”.

Ventajas del desdoblamiento formal y la eliminación del cepo financiero

Un desdoblamiento formal del mercado cambiario, manteniendo los controles de cambio sobre las transacciones relacionadas con el comercio exterior de bienes, y liberalizando totalmente todo el resto de las transacciones, fundamentalmente las de servicios y las financieras por movimiento de capitales, es el mejor camino para avanzar hacia un sistema monetario de competencia de monedas. No puede haber competencia entre el peso y el dólar como monedas alternativas si el rol del dólar como reserva de valor está condenado a la ilegalidad.

Por supuesto, la competencia de monedas quedará perfeccionada cuando pueda reunificarse el mercado comercial con el mercado financiero libre, pero el paso previo por la liberalización del mercado financiero es ineludible para avanzar eficientemente hacia el sistema de competencia de monedas.

El único mecanismo capaz de permitir e inducir la re-monetización en dólares de la economía que decidan las personas es la liberalización del mercado financiero junto con el blanqueo de capitales y la autorización para que los bancos reciban depósitos en dólares con la misma facilidad y prerrogativas de los depósitos en pesos es

¿Habrá re-monetización en pesos?

Independientemente de cuantos pesos el Banco Central ponga en circulación (M_0), la desmonetización (reducción de M_0/P) o re-monetización (aumento de M_0/P) surgirá del comportamiento del nivel de precios en pesos (P), es decir, de la tasa de inflación.

Si, como han dicho tanto el presidente Milei como el ministro Caputo, el Banco Central va a mantener a M_0 constante, es decir, no habrá ningún mecanismo de emisión de pesos y la demanda de pesos en términos reales aumenta porque al desinflarse la economía la gente decide aumentar su ahorro en

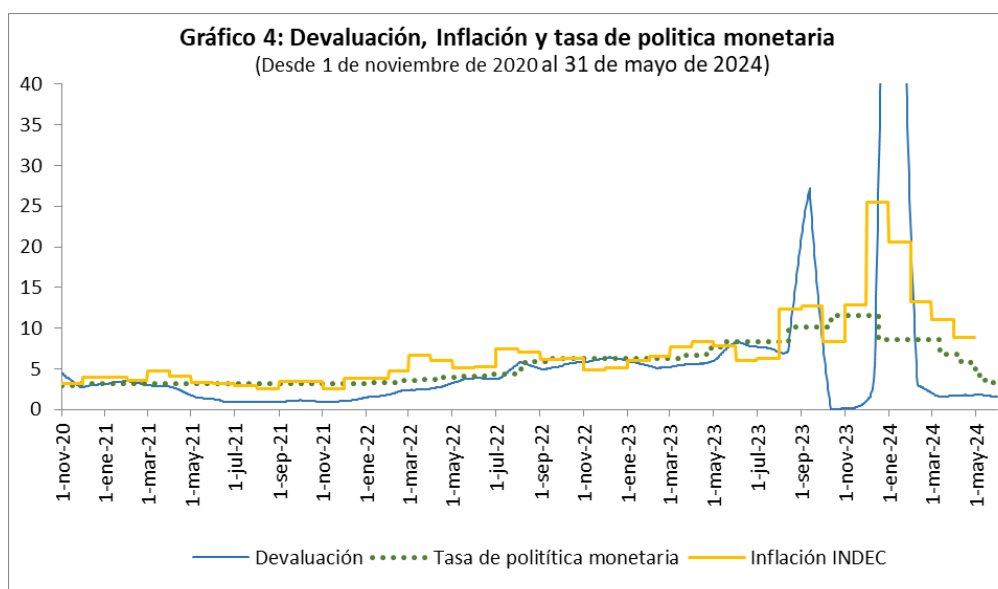
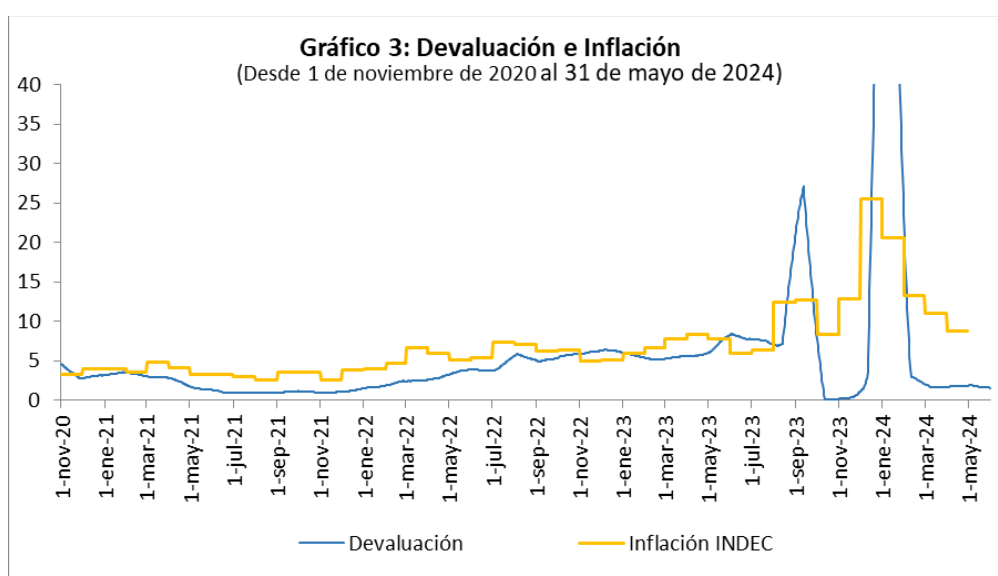
pesos, el nivel de precios tendrá que reducirse, es decir, tendrá que haber “deflación”. Si, por el contrario, la gente decide ahorrar menos en pesos, tendrá que haber inflación, aun cuando no haya emisión de pesos.

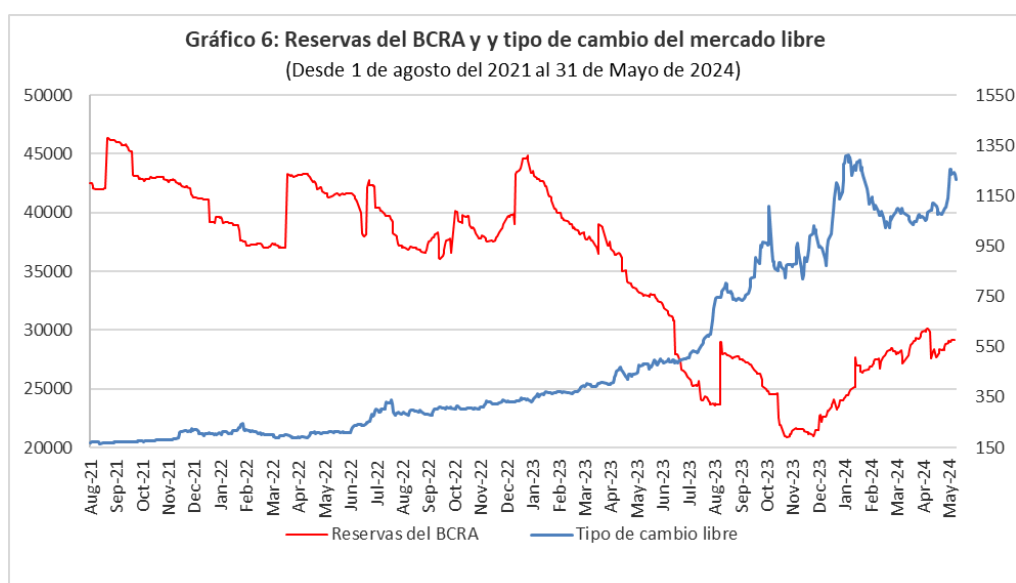
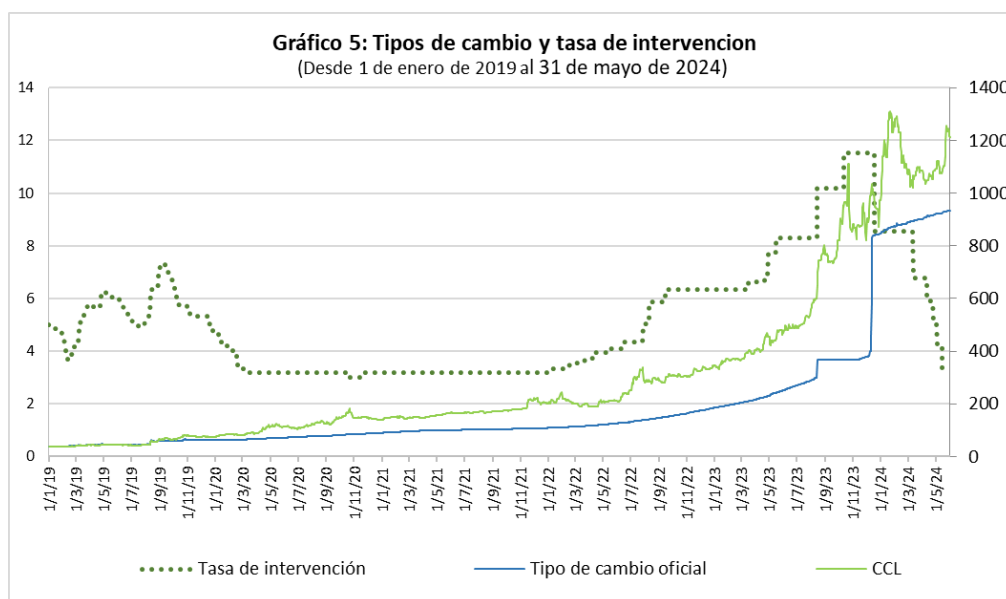
Si el objetivo de la política monetaria y cambiaria fuera la estabilidad del nivel de precios (es decir, evitar tanto la deflación como la inflación), el Banco central en lugar de mantener M0 constante tendrá que manejar los encajes legales de los depósitos en pesos y en dólares, las tasas de interés en ambas monedas (a través de operaciones de mercado abierto con bonos en pesos y en dólares e intervenir en el mercado cambiario comprando o vendiendo reservas de tal manera de tender a estabilizar el precio del dólar en pesos. Esto es lo que hace, magistralmente, el Banco Central del PERÚ.

¿Qué riesgo se corre si la apertura total del cepo no incluye una etapa previa en la que haya un mercado financiero verdaderamente libre?

La cotización del dólar en los mercados CCL y MET subestima el tipo de cambio que resultaría en el mercado verdaderamente único y libre, es decir, sin cepo alguno. Como consecuencia de esta subestimación, el Ministerio de Economía y el Banco Central pueden llegar a sobreestimar la capacidad de influir sobre la tasa de inflación mediante el crawling peg activo del 2% mensual. En consecuencia, aumenta el riesgo de que no sea posible la eliminación completa del cepo sin un salto devaluatorio inicial que vuelva a exigir realineamiento de precios relativos de bienes transables y tarifas de servicios públicos.

Apéndice. Gráficos y cuadros que normalmente acompañan a estos informes.





Cuadro 1: Algunos indicadores del nivel de actividad económica

	Fuente:	Datos disponibles hasta:	Variación acumulada durante el año con respecto al mismo período del año anterior	Variación último mes respecto mismo mes del año anterior
Estimador Mensual de Actividad Económica	INDEC	Marzo	-5,3%	-8,3%
Índice General de Actividad	OJF	Abril	-6,5%	-3,2%
Actividad de la Construcción	INDEC	Marzo	-30,2%	-42,2%
Producción de Cemento	PORTLAND	Abril	-31,7%	-36,2%
Índice Construya	CONSTRUYA	Abril	-33,7%	-33,2%
Índice de producción industrial manufacturero	INDEC	Marzo	-14,8%	-21,2%
Índice de Producción Industrial	FIEL	Abril	-11,3%	-14,9%
Producción Automóviles	ADEFA	Abril	-22,6%	-21,0%
Ventas Automóviles	ADEFA	Abril	-18,0%	-33,6%
Impuestos ligados nivel de actividad	MECON	Abril	-5,2%	-9,3%
Ventas Reales Supermercados	INDEC	Febrero	-0,7%	0,0%
Ventas Reales Shoppings	INDEC	Febrero	-25,7%	-24,9%
Salarios Reales	INDEC	Febrero	-20,0%	-20,3%
Salarios Reales Sector Privado Registrado	INDEC	Febrero	-13,3%	-13,7%
Salarios Reales Sector Privado No Registrado	INDEC	Febrero	-38,6%	-41,3%
Salarios Reales Sector Publico	INDEC	Febrero	-22,3%	-21,2%
Importaciones	INDEC	Marzo	-20,0%	-36,1%
Exportaciones	INDEC	Marzo	10,1%	13,2%

DFC ASSOCIATES

Domingo Cavallo

domingo@cavallo.com.arjoseluis@cavallo.com.ar

Tagle 2810

Buenos Aires, Argentina

+54-11-48040862

+1-646-290-8779