

ARGENTINA

CONTENIDO

Resumen

La inflación mensual sigue bajando y la economía se reactiva

¿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?

Levantando el cepo financiero dentro del trimestre en curso, se facilitará el cumplimiento de las obligaciones en dólares y se disminuirá el riesgo de salto cambiario al momento de la unificación.

Para avanzar hacia una competencia efectiva de monedas, se debería levantar cuanto antes el cepo financiero

Resumen

Con el ajuste controlado del tipo de cambio de exportaciones e importaciones al 2% mensual el gobierno está consiguiendo que la inflación se aproxime al 2,5% mensual y que se mantenga un clima de reactivación productiva, que, aunque lento, no deja de ser muy alentador.

Pero la insistencia del Banco Central de controlar también el tipo de cambio en los mercados pseudo libres (MEP y CCL), impide que haya un flujo positivo de dólares por la cuenta capital de la balanza de pagos y crea la tentación de que puedan llegar a usarse los depósitos en dólares conseguidos por el blanqueo para pagar los intereses de la deuda pública en dólares.

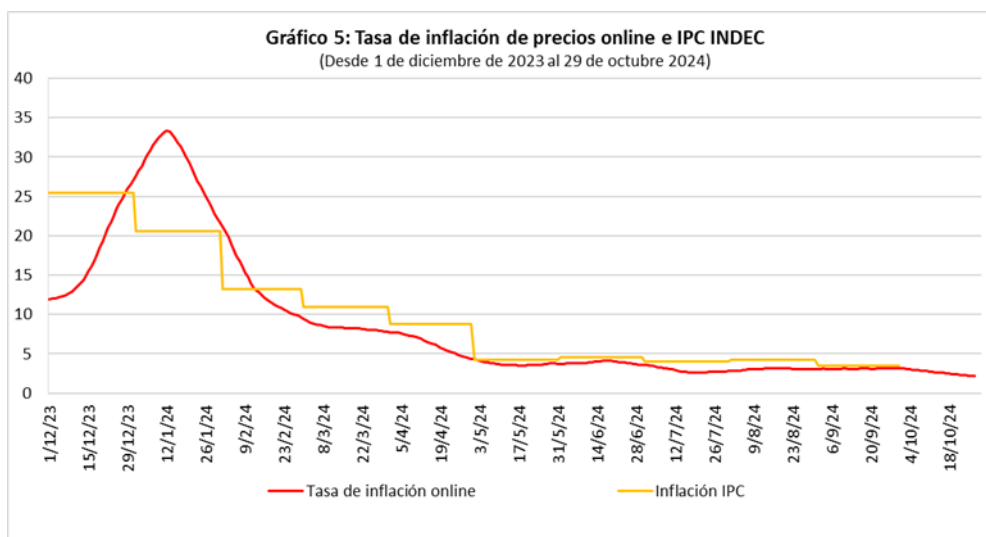
Si ocurriera esto, se demoraría el funcionamiento de un sistema eficiente de competencia de monedas y hasta podría incrementarse el riesgo de que al momento de la reunificación cambiaria no se pueda evitar un salto cambiario desestabilizador.

En este informe describo la oportunidad que el éxito del blanqueo y el avance tanto en materia de desinflación como de reactivación ofrece para remover exitosamente el cepo financiero.

La inflación mensual sigue bajando y la economía se reactiva

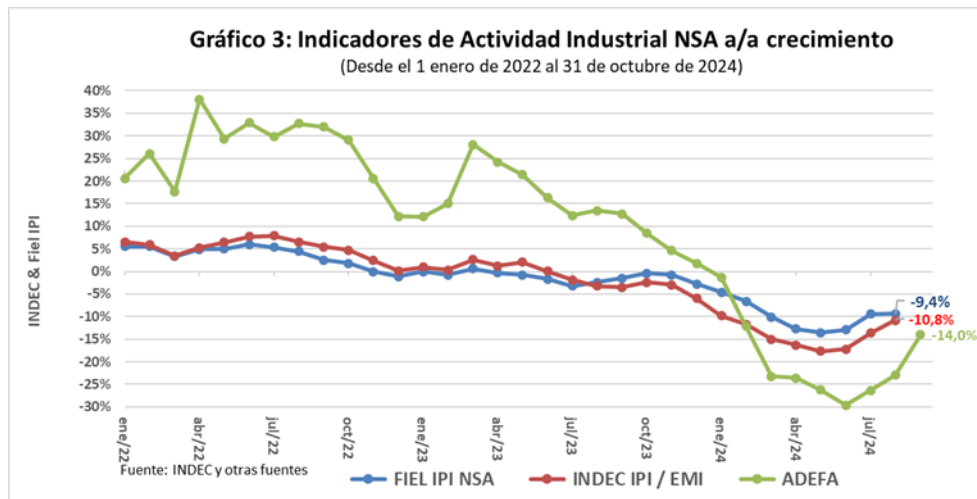
La tasa de inflación calculada por PriceStats a partir de los precios online resultó en octubre del 2,15% mensual, una baja significativa en comparación con el 3,15% mensual del mes de setiembre.

Si esta reducción de 1% mensual se reflejara también en la tasa mensual que calcula el INDEC, la tasa de inflación medida por el Índice de Precios al Consumidor resultaría del 2,5% mensual, es decir, la tasa que resulta inducida por el crawling peg y la inflación internacional.

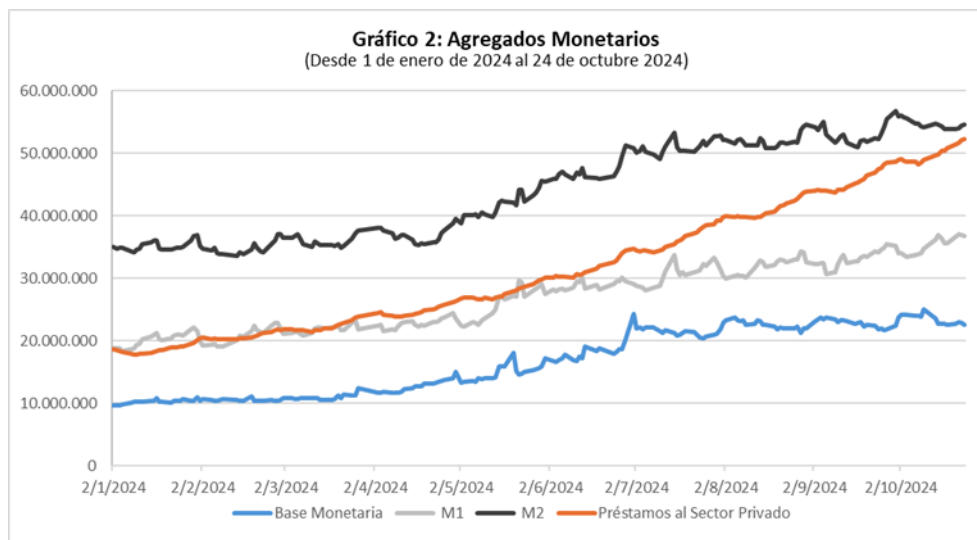


Al mismo tiempo hay indicios claros de una reactivación de la producción, lenta, pero reactivación al fin.

Esta tendencia ya se venía insinuando en los índices de producción industrial hasta el mes de agosto, parece haberse consolidado en setiembre y según el índice de producción de automóviles de ADEFA, ha continuado mejorando en octubre.



Estos indicios de reactivación son compatibles con la expansión que ha experimentado el crédito al sector privado, acentuado durante octubre por efecto del aumento de los depósitos en dólares explicado por el blanqueo.



Resulta alentador observar que, a pesar del aumento significativo de los agregados monetarios, tanto M1 como M2 y sobre todo, el crédito al sector privado, la tasa de inflación ha seguido bajando, contrariando mi comentario del mes pasado en el sentido de que se frenaría el proceso de desinflación.

Yo atribuyo este resultado a que la insistencia del presidente Milei y del ministro de Economía, en el sentido de que se va a evitar por todos los medios un salto cambiario, aún a costa de demorar la eliminación del cepo, está convenciendo a los

operadores en los mercados que tienden a pensar que en este plano no habrá novedades hasta después de las elecciones del año próximo.

Pero la cuestión del cepo sigue planteando dudas, sobre todo en función del pronóstico oficial de que se avanzará hacia un sistema monetario de competencia de monedas y de la oportunidad que ofrece el éxito del blanqueo en términos del ingreso al circuito bancario de más de 18 mil millones de dólares que estaban fuera del circuito formal. En función de estas dudas quiero recordar el comentario de mi informe del 31 de mayo. Para destacar que es una transcripción utilizaré un tipo de letra diferente.

¿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 cambiarios 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.

¿Habrá re-monetización en pesos?

Independientemente de cuantos pesos el Banco Central ponga en circulación ($M0$), la desmonetización (reducción de $M0/P$) o re-monetización (aumento de $M0/P$) 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 $M0$ 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?

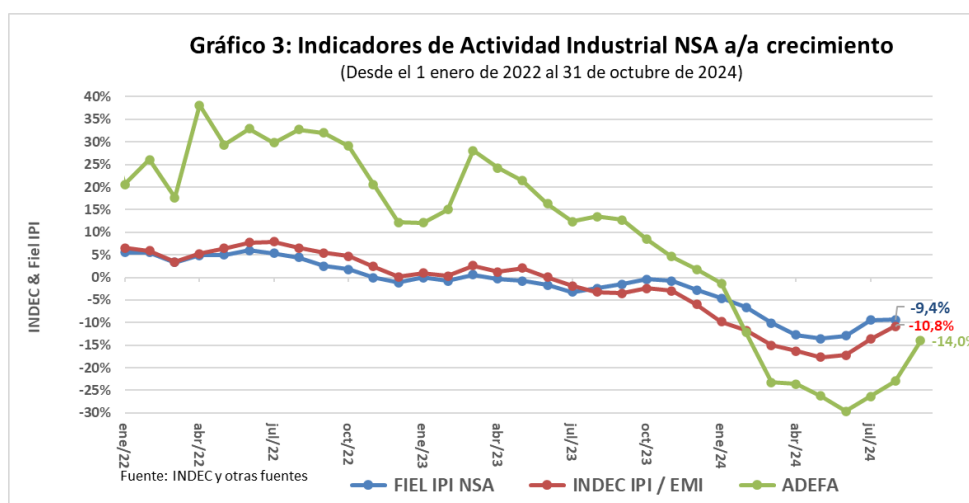
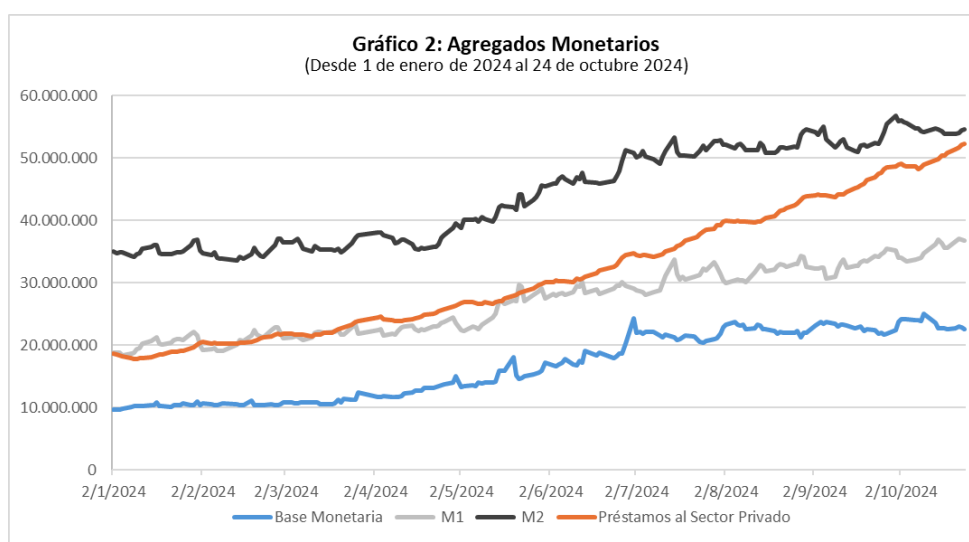
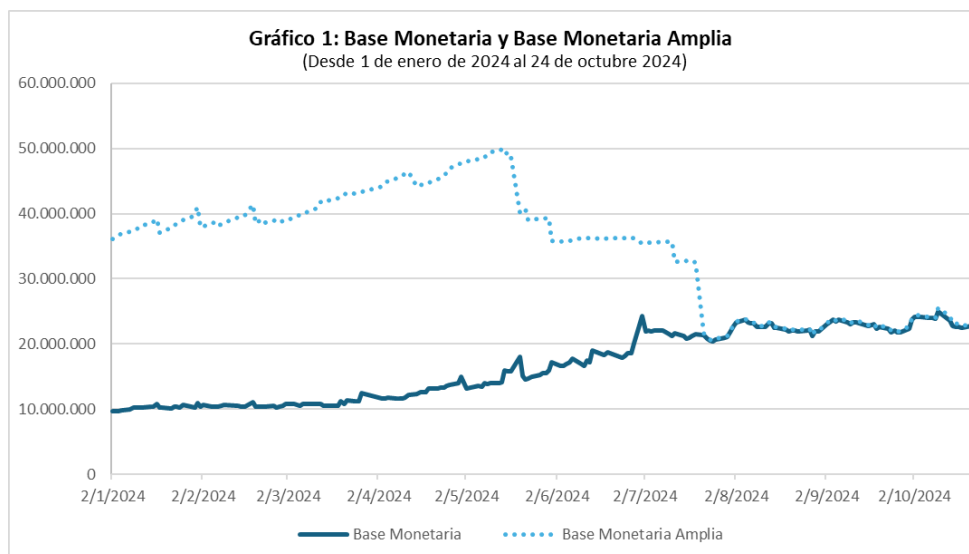
La cotización del dólar en los mercados CCL y MEP subestima el tipo de cambio que resultaría en el mercado verdaderamente único y libre, es decir, sin cepo alguno. Como consecuencia de esta subestimación, el Ministerio de Economía y el Banco Central pueden llegar a sobreestimar la capacidad de influir 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.

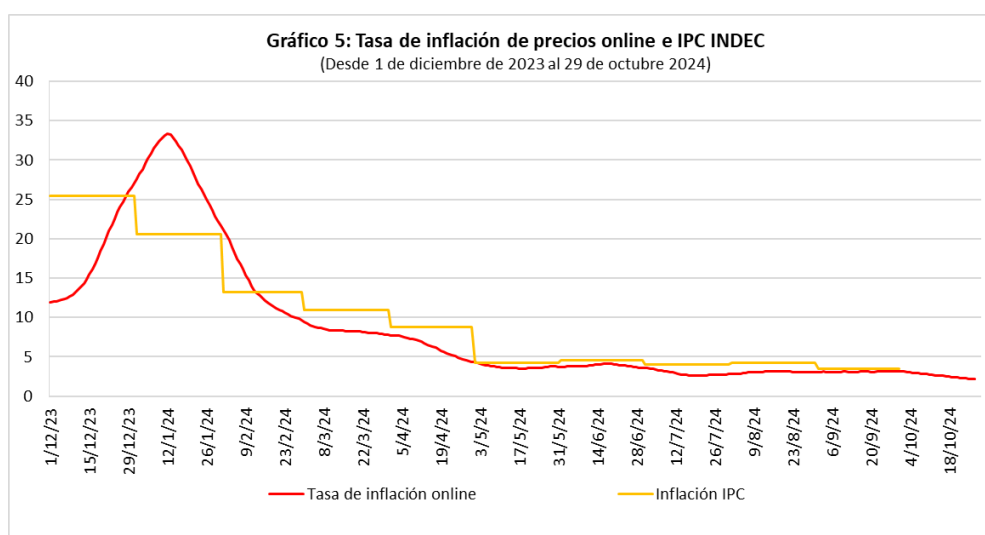
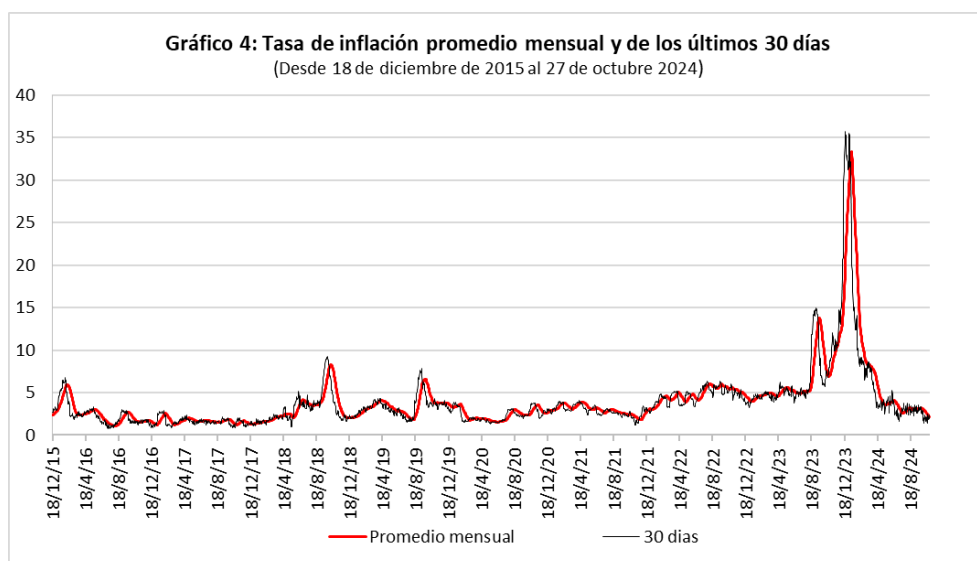
Levantando el cepo financiero dentro del trimestre en curso, se facilitará el cumplimiento de las obligaciones en dólares y se disminuirá el riesgo de salto cambiario al momento de la unificación.

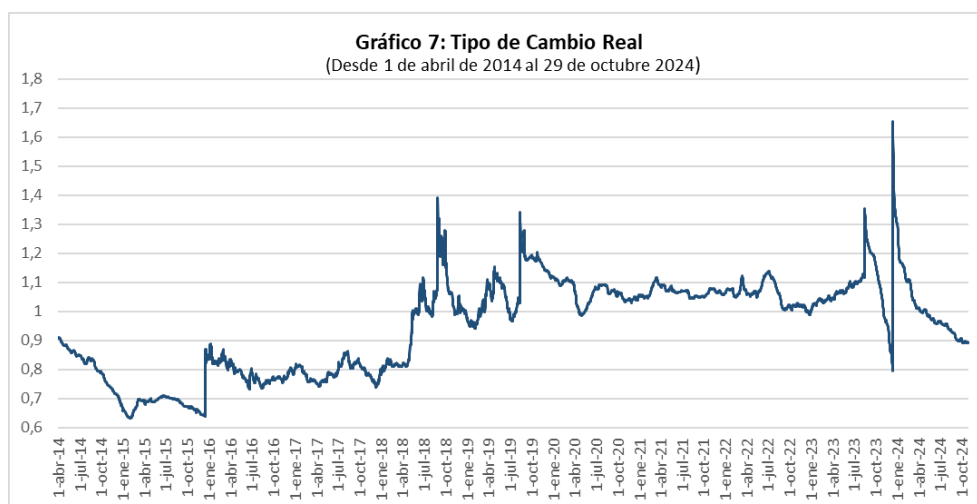
Esto es así porque el levantamiento del cepo financiero favorecerá la entrada de dólares por la cuenta capital y permitirá que el tesoro pueda comprar con ingresos tributarios en pesos todas las divisas que necesite para pagar los intereses de la deuda en dólares.

Por otro lado, al contarse con suficiente superavit de la cuenta capital de la balanza de pagos como para financiar el déficit de la cuenta corriente, no será necesario utilizar los depósitos en dólares que entraron por el blanqueo con lo que esos dólares quedarán plenamente disponibles para que comience a funcionar sin trabas de ninguna especie la competencia de monedas y el crédito en dólares al sector privado acompañe a la expansión del crédito en pesos como para asegurar que se reactive no sólo el consumo interno sino también la inversión y las exportaciones.

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 periodo del año anterior	Variación último mes respecto mismo mes del año anterior
Estimador Mensual de Actividad Económica	INDEC	Agosto	-3,1%	-3,8%
Índice General de Actividad	OJF	Septiembre	-5,1%	-2,7%
Actividad de la Construcción	INDEC	Agosto	-30,2%	-26,4%
Producción de Cemento	PORTLAND	Septiembre	-27,4%	-18,7%
Índice Construya	CONSTRUYA	Septiembre	-27,7%	-22,0%
Índice de producción industrial manufacturero	INDEC	Agosto	-13,6%	-6,9%
Índice de Producción Industrial	FIEL	Septiembre	-10,1%	-7,0%
Producción Automóviles	ADEFA	Septiembre	-22,1%	-12,6%
Ventas Automóviles	ADEFA	Septiembre	-10,7%	2,8%
Impuestos ligados nivel de actividad	MECON	Septiembre	-11,2%	-14,9%
Ventas Reales Supermercados	INDEC	Agosto	-4,9%	-8,6%
Ventas Reales Shoppings	INDEC	Agosto	-22,4%	-12,8%
Salarios Reales	INDEC	Agosto	-17,5%	-10,7%
Salarios Reales Sector Privado Registrado	INDEC	Agosto	-9,8%	-3,5%
Salarios Reales Sector Privado No Registrado	INDEC	Agosto	-32,7%	-15,6%
Salarios Reales Sector Publico	INDEC	Agosto	-23,6%	-20,8%
Importaciones	INDEC	Septiembre	-22,9%	-9,0%
Exportaciones	INDEC	Septiembre	15,7%	20,6%

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

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

