

ARGENTINA

CONTENIDO

Resumen

¿Qué función cumple el cepo cambiario en el proceso de desinflación?

La inercia inflacionaria y las expectativas de un salto devaluatorio en el futuro.

La inercia inflacionaria y las expectativas de un salto devaluatorio en el futuro.

Argumentos que alimentan la expectativa de un salto cambiario al momento de la unificación y liberalización del mercado cambiario

Cómo funcionaría el sistema cambiario y monetario en un sistema de competencia de monedas (a la peruana)

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

## Un salto cambiario por eliminación completa del cepo no tiene por qué ser inflacionario

### Resumen

Yo sostuve en el mes de enero, apenas anunciadas las medidas iniciales del gobierno del presidente Milei, que ‘para eliminar la inflación, lo más importante será evitar un nuevo salto en el precio del dólar antes de que se esté en condiciones de unificar y liberalizar totalmente el mercado cambiario’.

En el informe actual argumento que cuando se decida la eliminación completa del cepo, seguramente habrá un salto cambiario, pero ello no significa que se vaya a interrumpir el proceso de desinflación sino, por el contrario, podrá significar la consolidación de la estabilidad monetaria y cambiaria.

El gobierno, en lugar de postergar la eliminación del cepo para después de las elecciones, en mi opinión debería considerar seriamente su eliminación en los primeros meses del año próximo, para llegar a la elección con la economía estabilizada y reactivada y en franco proceso de crecimiento por inversión y aumento de productividad.

La eliminación completa del cepo provocaría una mayor reducción del riesgo país, facilitando el acceso a financiamiento para afrontar los vencimientos de capital de la deuda en dólares. Al mismo tiempo ayudará a que haya saldos favorables en la balanza comercial para facilitar el acceso del Tesoro a la compra, con los pesos de su superávit fiscal primario, de los dólares que necesita para afrontar el pago de los intereses de esa deuda.

Cuanto antes se elimine el cepo, mejor va a funcionar el sistema monetario con competencia de monedas porque el dólar podrá cumplir no sólo el rol de moneda para las transacciones comerciales sino también como vehículo para que el ahorro financie la inversión de todo tipo de empresas. En particular, de aquellas que no puedan acogerse al régimen del RIGI

### **¿Qué función cumple el cepo cambiario en el proceso de desinflación?**

El denominado cepo cambiario está constituido por muchas restricciones a la compra y venta legal de monedas extranjeras (por simplicidad vamos a referirnos a una moneda, el dólar).

Las restricciones del control de cambios tradicional, que se ha aplicado en muchas economías en diferentes etapas de su historia económica son: a) las que obligan a los exportadores a vender al Banco Central, dentro de plazos máximos definidos por las regulaciones, los dólares que esas operaciones generan y b) las que limitan a los importadores el acceso a los dólares que deben erogar, tanto en cantidad como en el plazo mínimo de diferimiento del pago

Teóricamente, estos controles permiten al Banco Central determinar el tipo de cambio (fijarlo o ajustarlo a voluntad) y, con ciertas limitaciones, alcanzar metas cuantitativas de acumulación de reservas. En esencia se trata del control del precio y de la cantidad en el mercado cambiario, algo que no es fácil de mantener por períodos largos de tiempo sin generar mecanismos de evasión que alimentan un mercado paralelo, negro, blue o como se le quiera llamar.

Como paliativo, para controlar también la brecha entre el mercado paralelo y el tipo de cambio manejado por el Banco Central se permiten operaciones de compra y venta de dólares financieros pero sujetos también a intervenciones y regulación

del Banco Central que restringen su operación y afectan su cotización.

Quienes pueden abrir una cuenta en dólares dentro del sistema financiero argentino y disponen de los pesos necesarios para pagarlos, pueden comprar el dólar bolsa (MEP) que, salvo para su retiro en efectivo, para pagos al exterior están sujetos a todas las restricciones del control de cambios. Las operaciones de contado con liquidación (CCL) en el mercado de bonos, permiten pagos y cobros al exterior. Pero a quienes, por sus actividades de exportación e importación, o incluso por operaciones financieras, necesitan acceder al mercado oficial de cambios manejado por el Banco Central no se les permite operar en el CCL.

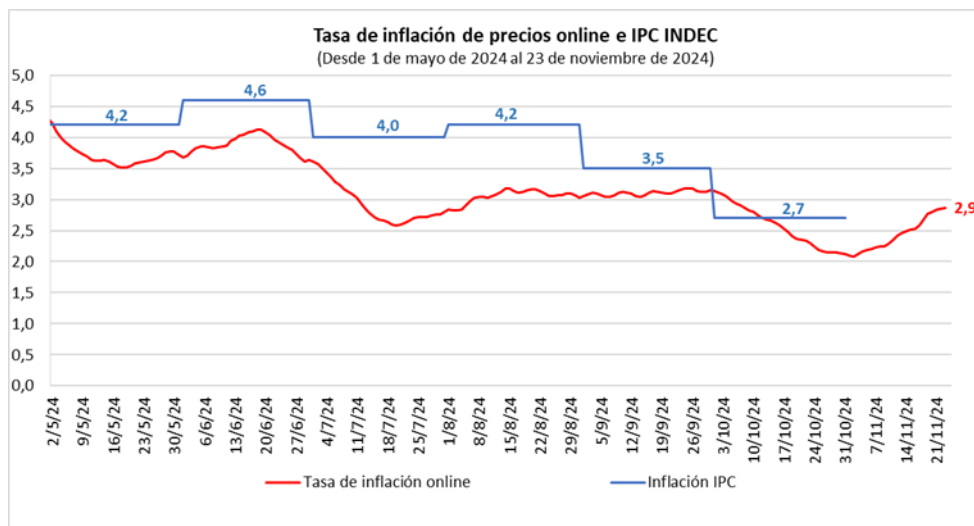
En definitiva, todas estas restricciones y controles cambiarios le permiten al Gobierno manejar el tipo de cambio y la brecha con los mercados pseudo libres. Esto lleva a los funcionarios del Banco Central y por el momento, a la mayoría de los operadores financieros del sector privado, a creer que se puede evitar un salto devaluatorio por más de que desde el sector privado que opera en la economía real se reclame insistentemente por el denominado “atraso cambiario” y por el aumento de costos y en dólares.

El éxito del gobierno en materia de lucha contra la inflación tiene su origen fundamental en el ajuste fiscal y en la eliminación de la emisión monetaria que se debía al déficit fiscal, pero también jugó y seguirá jugando un rol fundamental el control del tipo de cambio y la reducción de la brecha. Tanto el presidente como el ministro de economía sugieren que el ritmo del crawl puede reducirse a 1% mensual y finalmente a 0%, es decir, converger a un tipo de cambio fijo que llevaría a eliminar totalmente lo que denominan inflación inducida por el ajuste cambiario.

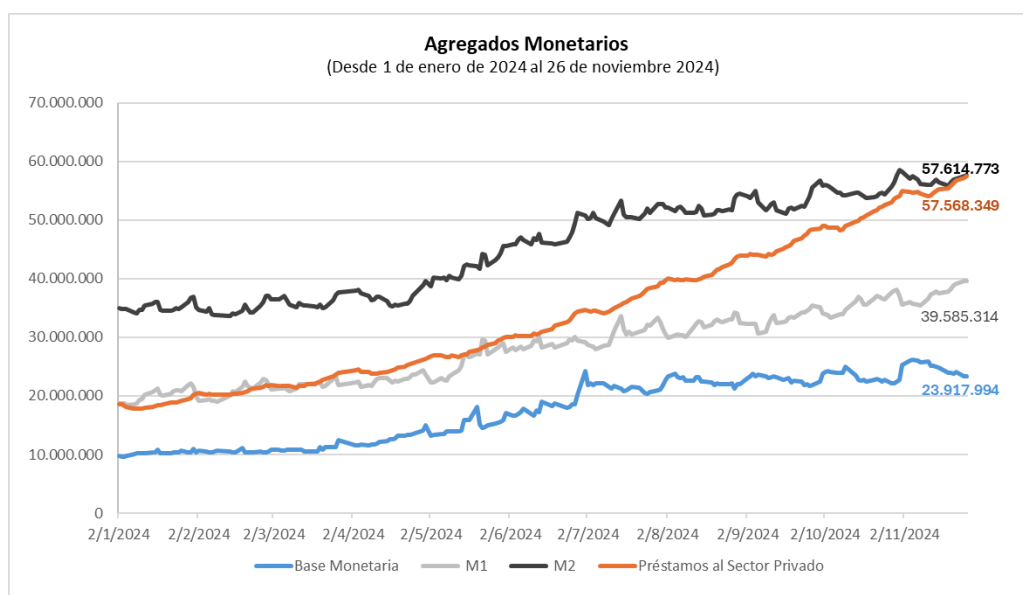
Quienes apuestan al éxito final de esta estrategia de estabilización y descartan un salto devaluatorio futuro confían en que en el mediano plazo el aumento de las exportaciones de hidrocarburos y de minería, así como los resultados productivos de las inversiones inducidas por el RIGI harán que el tipo de cambio al final del proceso de estabilización sea sostenible y no necesitará ajustes adicionales y que, como puente para llegar a esa situación, estarán los eventuales recursos que aporte el FMI en un futuro programa y el eventual acceso al mercado de capitales cuando la tasa de riesgo país perfore la barrera de los 400 puntos básicos.

### **La inercia inflacionaria y las expectativas de un salto devaluatorio en el futuro**

La tasa de inflación publicada por el INDEC para el mes de octubre fue del 2,7%, una caída significativa en relación con el 3,5% del mes de septiembre y algo más del 4% promedio de los meses de mayo a agosto, pero los datos tempranos para el mes de noviembre anticipan que probablemente la tasa mensual de inflación vuelva a ubicarse por arriba del 3% mensual. Esto puede apreciarse en el cuadro 1 que compara las tasas publicadas por el INDEC y la tendencia marcada por los datos que elabora Alberto Cavallo basados en observaciones online. La tasa promedio de los precios online que fue del 2,2% en octubre está trepando al 2,9% en noviembre. Si el mismo aumento se produjera para la tasa de inflación medida por INDEC, ésta tendría que aumentar del 2,7% de octubre al 3,4% en noviembre. Algunos indicios de los últimos días de noviembre (por ejemplo, el aumento del precio de la carne), anticipan que también habrá una tendencia al aumento en diciembre.



Esta persistencia de la tasa de inflación en el rango 3 a 4% mensual, no debe sorprender cuando los agregados monetarios M2 y crédito bancario al sector privado están aumentando a ritmos de 7% y 14% mensual respectivamente desde el mes de mayo.



Por el momento, el mercado del dólar futuro parece convalidar las expectativas de que el gobierno tendrá éxito en controlar el tipo de cambio durante 2025 con el crawl al ritmo que viene anunciando. La reducción de la brecha entre el CCL y el tipo de cambio fijado por el Banco Central contribuye a consolidar esa expectativa, pero la pregunta inquietante es la siguiente: ¿qué ocurrirá si aumenta la sensación de atraso cambiario y ya, cerca

de las elecciones de octubre de 2025, los operadores financieros comienzan a anticipar un salto cambiario post elecciones? No es seguro que vaya a ocurrir, pero el riesgo, sin dudas, existe.

### **Argumentos que alimentan la expectativa de un salto cambiario al momento de la unificación y liberalización del mercado**

Además del argumento sobre la exagerada apreciación del peso en el mercado oficial (atraso cambiario), que se puede agravar por desvalorización del real brasileiro y el fortalecimiento del dólar a causa de medidas que adopte la administración Trump, existen otros argumentos para predecir un salto cambiario al momento de la unificación y liberalización del mercado.

El principal argumento es que la brecha entre el precio en los mercados MEP y CCL y el precio fijado por el Banco Central no es realista, porque las regulaciones no permiten remitir dividendos y regalías a las empresas que necesariamente deben operar en el MULC y el acceso de individuos y empresas al MEP está también severamente restringido.

Se argumenta que la unificación del mercado cambiario debería hacerse manteniendo las restricciones para la remisión de dividendos y pago de regalías, pero si ello ocurre se desalentará la entrada de capitales. La estabilidad cambiaria luego de la reunificación sólo se podrá mantener si el tipo de cambio sobreviniente se estabiliza sin que el Banco Central venda reservas. Por el contrario, la estabilidad se consolidará si el Banco Central acumula reservas sin provocar depreciación adicional del peso. Para que ello ocurra, es necesario que no se desaliente la entrada de capitales. Por el contrario, si la entrada de capitales es vigorosa, el Banco Central podrá, al mismo tiempo comprar reservas y permitir la apreciación del peso que revertirá automáticamente cualquier aumento en la tasa de inflación que suceda al salto cambiario. Este es el fenómeno

típico de los planes de estabilización con libre movimiento de capitales.

Que no haya ninguna restricción para la compraventa de monedas extranjeras es un requisito indispensable para que la economía funcione con competencia de monedas a la peruana. Este es el sistema monetario del que viene hablando el presidente Milei desde que descartó la dolarización completa de la economía por no disponer de las reservas necesarias para hacerla. Por otro lado, si se logra la estabilidad cambiaria con competencia de monedas a la peruana, la economía podrá funcionar con menos rigideces que con una dolarización completa o una convertibilidad con tipo de cambio fijo<sup>1</sup>.

### **Cómo funcionaría el sistema cambiario y monetario de competencia de monedas (a la peruana)**

Los bancos recibirán depósitos en todo tipo de cuentas tanto en pesos como en dólares y el Banco Central controlará la expansión del crédito bancario en cada una de las dos monedas con los mismos instrumentos: los encajes legales obligatorios (que podrán ser diferentes) y las operaciones de mercado abierto con bonos en pesos y en dólares para regular la tasa de interés en las dos monedas. La estabilidad de precios de la economía requerirá que tendencialmente el peso no se deprecie, aunque sufra fluctuaciones transitorias.

Cuando shocks externos demanden depreciación del peso, el Banco Central podrá limitar esa depreciación no sólo vendiendo reservas sino también aumentando el encaje legal para los depósitos en pesos, disminuyendo el encaje para los depósitos en dólares y conduciendo operaciones de mercado abierto que aumenten las tasas de interés en pesos y disminuyan las tasas en dólares. El manejo de los encajes y las operaciones de

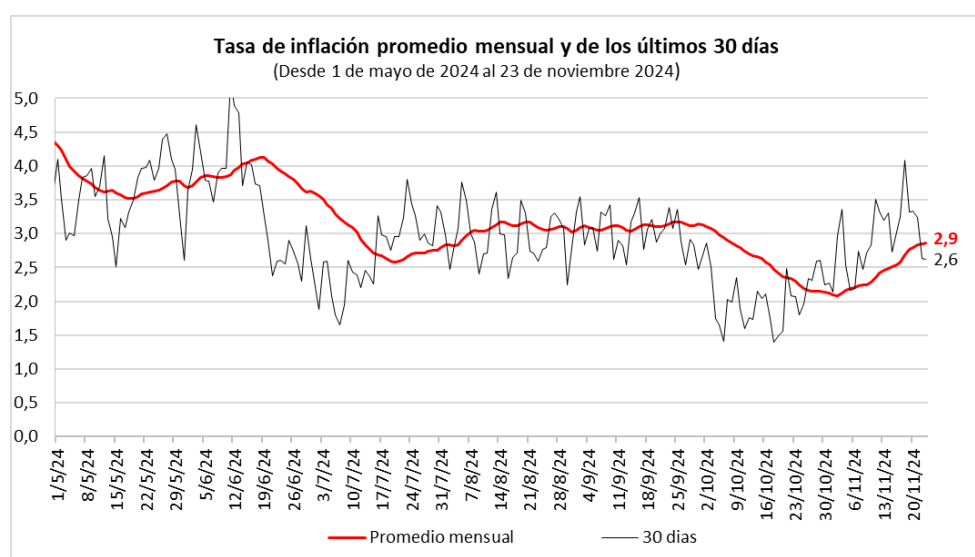
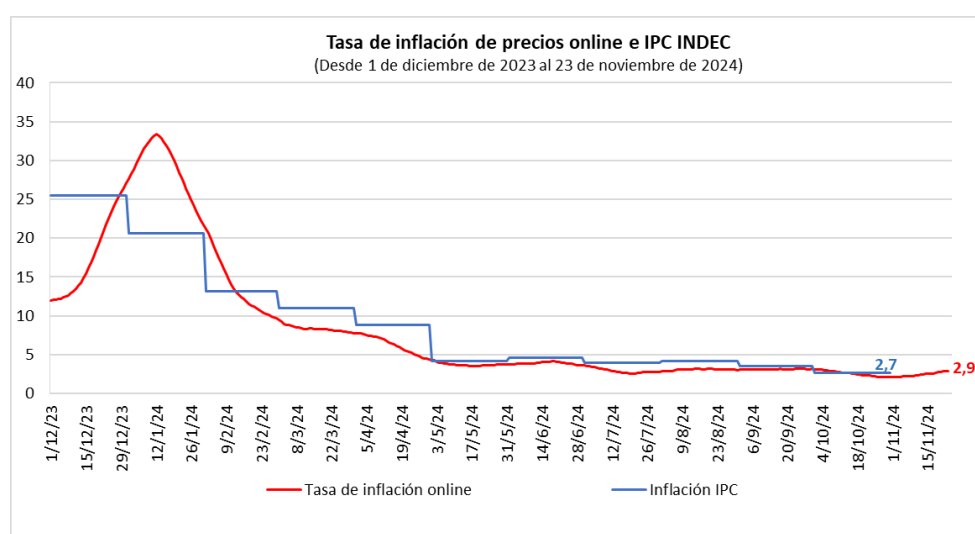
---

<sup>1</sup> Competencia de monedas a la peruana es equivalente a convertibilidad con tipo de cambio flotante, pero para evitar confusiones, he dejado de utilizar la denominación que acuñé en 2002

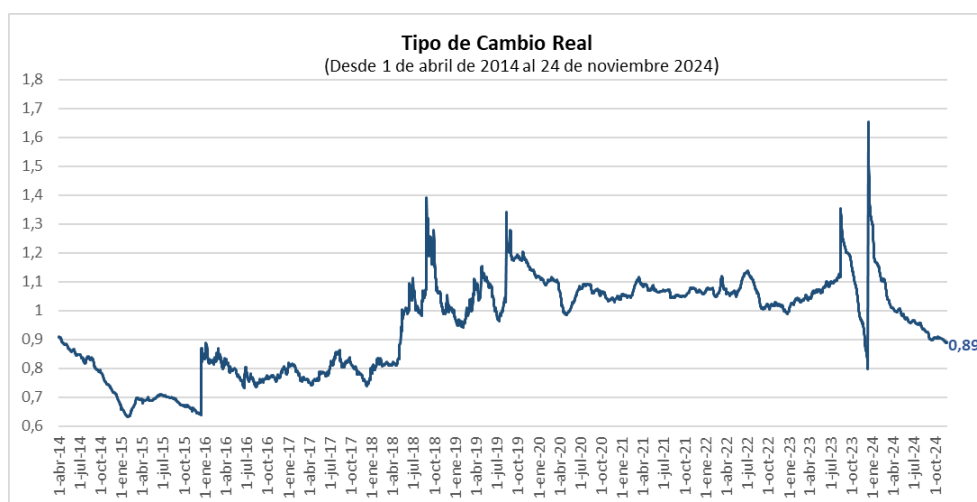
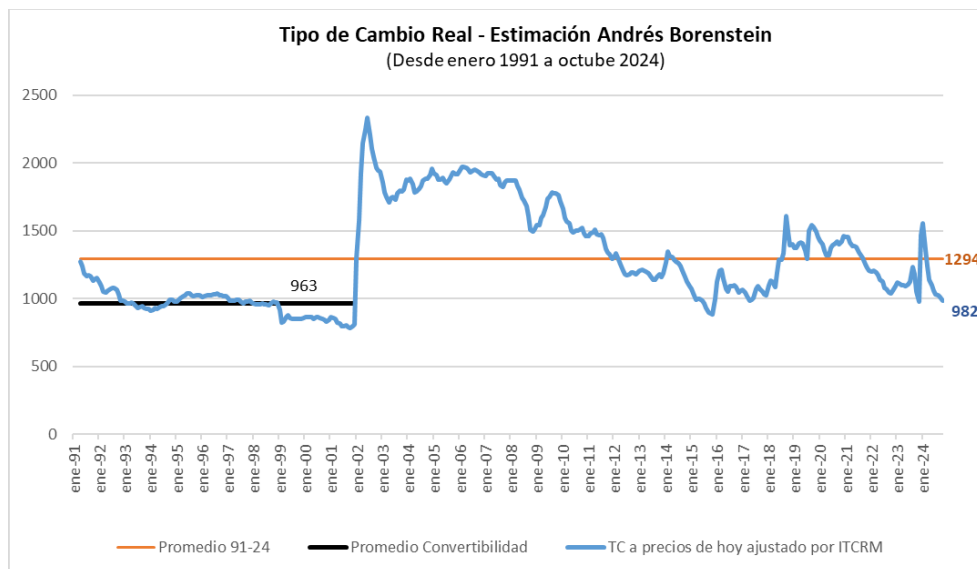
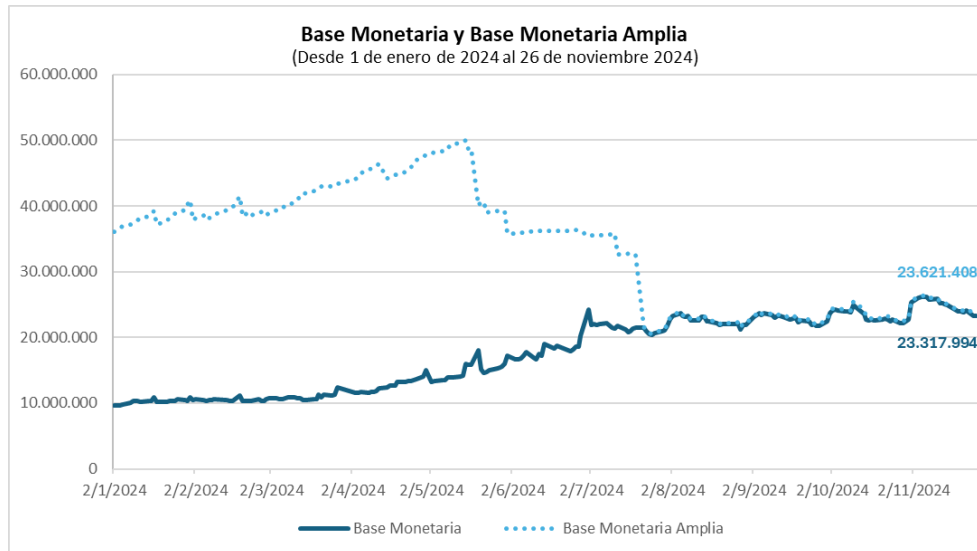
mercado abierto permitirán que la venta de reservas necesaria para estabilizar el peso sea limitada.

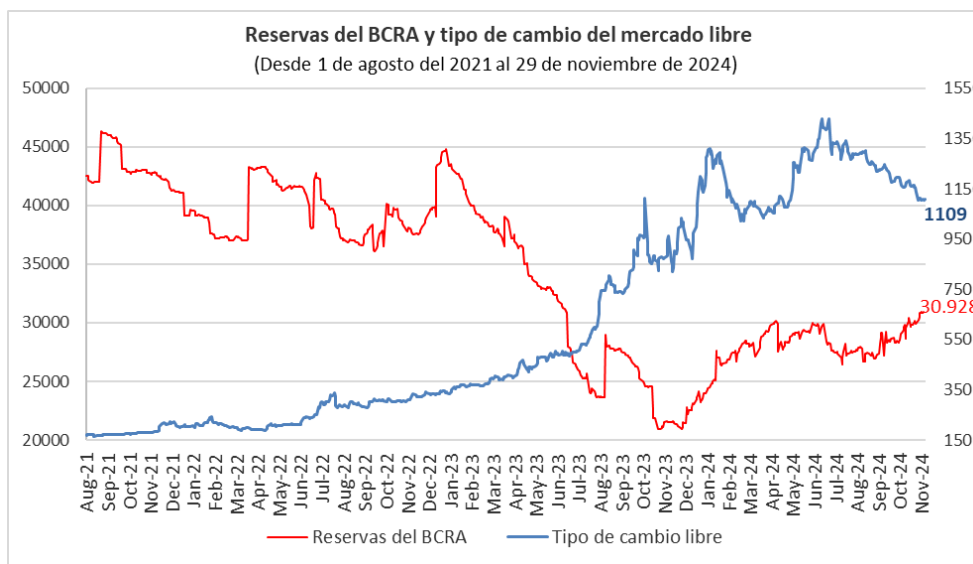
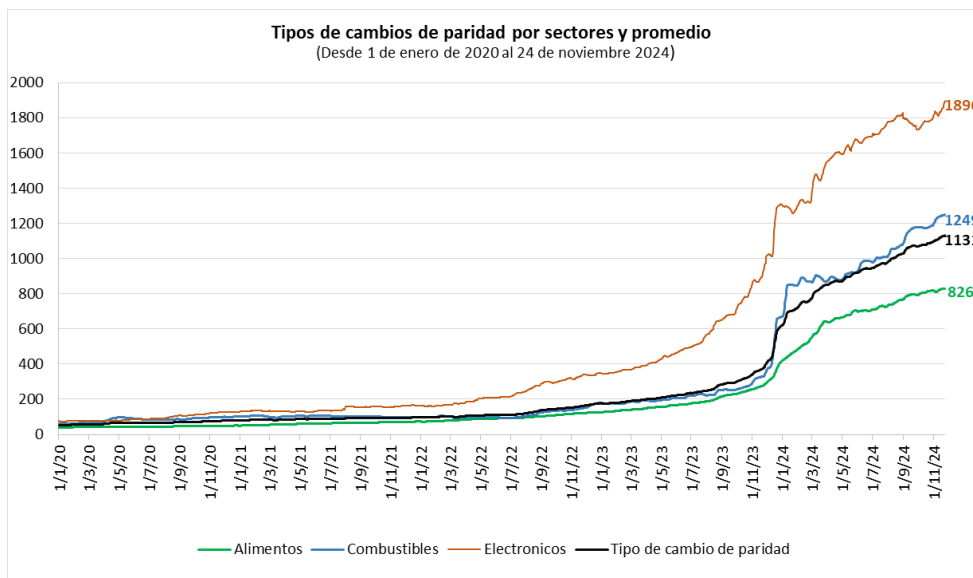
Cuando los shocks externos conduzcan a la apreciación del peso, el Banco Central podrá aprovechar para aumentar su nivel de reservas. También podrá manejar encajes y operaciones de mercado abierto en el sentido inverso al mencionado para frenar la depreciación del peso.

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









**DFC ASSOCIATES**

Domingo Cavallo

[domingo@cavallo.com.ar](mailto:domingo@cavallo.com.ar)

[joseluis@cavallo.com.ar](mailto:joseluis@cavallo.com.ar)

Tagle 2810

Buenos Aires, Argentina

+54-11-48040862

+1-646-290-8779