

El cepo financiero y cambiario facilita la refinanciación de la deuda en pesos, pero dificulta la refinanciación de la deuda en dólares



De **Domingo Cavallo** en septiembre 3, 2024

La tasa de inflación está estabilizada entre 3 y 4% mensual y el gobierno espera que siga disminuyendo hasta niveles inferiores al 1% mensual hacia mediados de 2025.

La actividad económica muestra signos de recuperación, lenta pero alentadora, porque también se recuperan los ingresos reales de trabajadores y jubilados y comienza a aparecer el crédito al consumo. Además, el gobierno ha comenzado a avanzar hacia la apertura de la economía eliminando impuestos distorsivos y restricciones a las importaciones.

Sin embargo, tanto entre quienes deciden inversiones financieras dentro del país, como lo tenedores de deuda argentina en el exterior, muestran preocupación por no saber cuál es el destino del cepo y como será el futuro sistema cambiario y financiero cuando éste se elimine.

Esta inquietud es justificada a poco que se analice la magnitud y las características de las obligaciones del Tesoro, sobre todo las que deben pagarse o refinanciarse a lo largo de 2025.

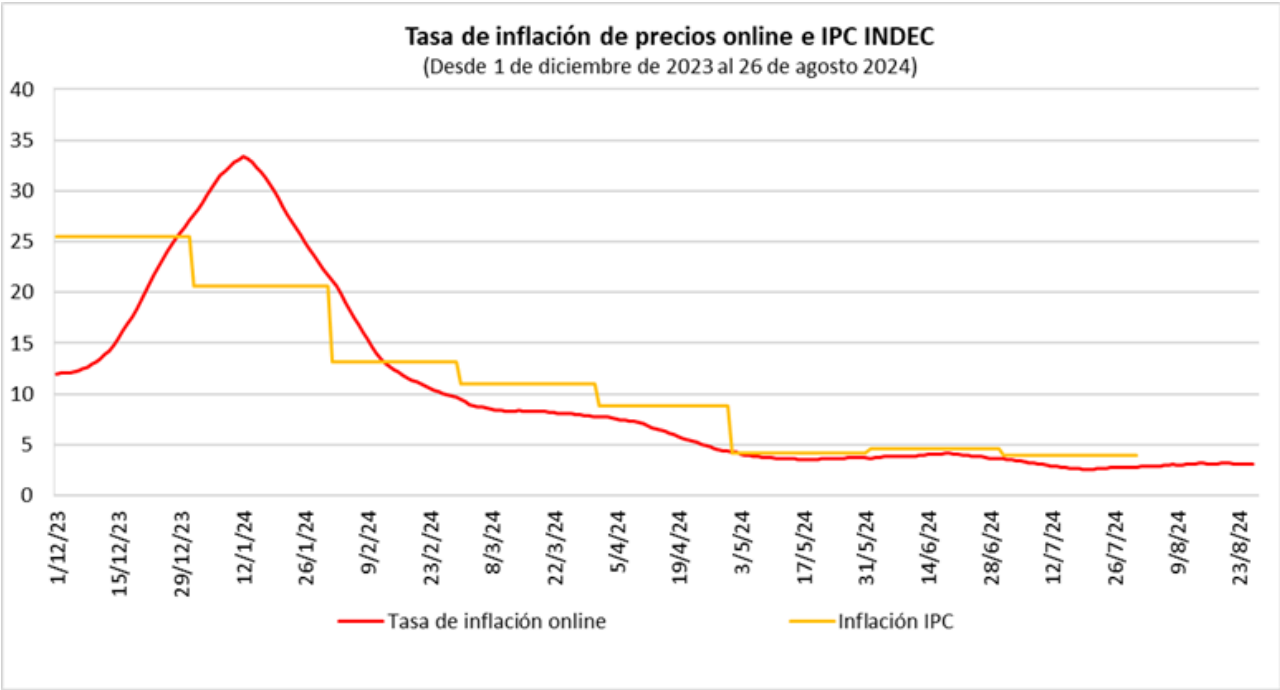
El gobierno parece sugerir que el cepo no se levantará durante 2025 e incluso que puede seguir en 2026. Pero en mi opinión no hay que descartar que el gobierno se convenza, más pronto que tarde, que le conviene adelantar la liberalización y reunificación del mercado cambiario, aun arriesgando un salto devaluatorio. Esto ocurriría si retoma la idea original de poner en marcha un plan de estabilización definitivo, capaz de institucionalizar de manera creíble, un sistema de competencia de monedas que enmarque el fenomenal equilibrio fiscal y monetario que ya ha conseguido.

Como siempre, comenzamos analizando la tasa de inflación

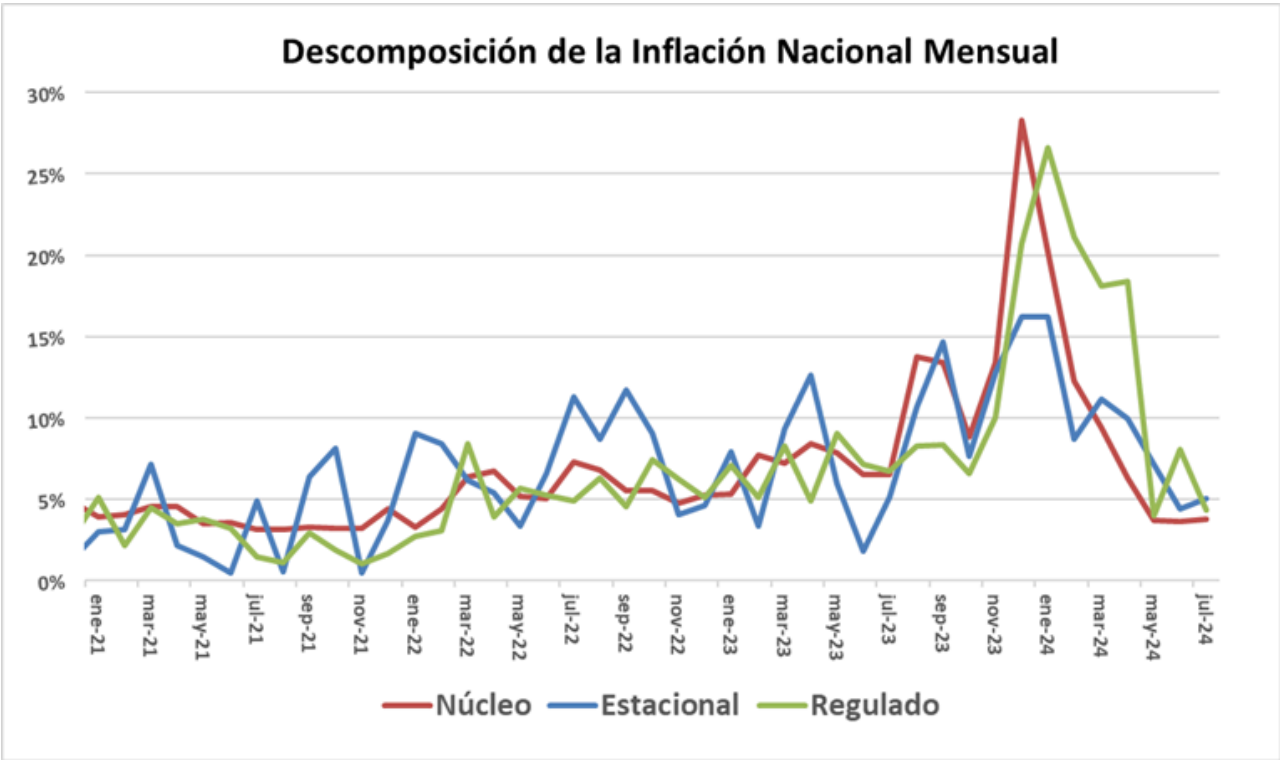
La tasa de inflación de los precios online que mide PriceStats hace tres meses que se mueve levemente por arriba del 3%. Paralelamente, la tasa de inflación medida por INDEC

se ubicó alrededor del 4% hasta el mes de julio. Es muy probable que haya sido también del orden del 4% en el mes de agosto.

Es interesante observar que hasta julio la dispersión de distintas componentes del IPC disminuyó mucho con respecto a los primeros meses de 2024.



La inflación núcleo fue en julio del 3,8%, la más cercana a la inflación medida por PriceStats. La de los bienes estacionales fue del 5,1% y la de los precios regulados 4,3%.



El hecho de que la tasa de precios regulados no está tan lejos de la inflación núcleo, significa que la brecha entre la tasa de inflación medida por INDEC se irá acercando cada vez más a la inflación núcleo, bien anticipada por la inflación medida por PriceStats.

El equipo económico espera que la tasa mensual de inflación siga bajando hasta converger al 2% mensual y a partir de entonces a una tasa mensual incluso menor porque se ajustaría hacia abajo la tasa del crawl.

El nivel de actividad económica encontró un piso

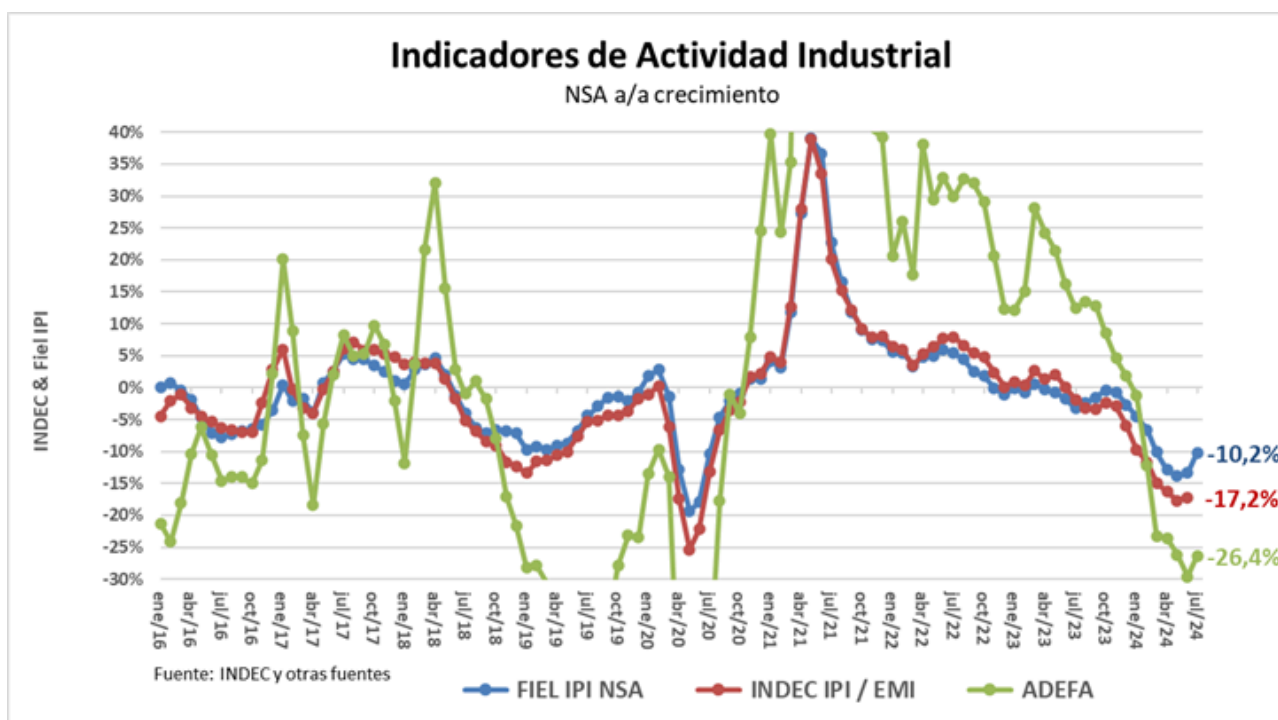
En promedio, el nivel de actividad económica cayó tanto como en el proceso recesivo que se inició en el primer trimestre de 2018 durante el gobierno de Mauricio Macri. Partiendo de 100 en aquel primer trimestre, al cabo de un año, el indicador mensual de actividad Económica (EMAE) había caído a 94.

La caída del EMAE fue igual entre el tercer trimestre de 2023 y el tercer trimestre de 2024 (de 100 a 94).

La comparación entre estos dos procesos recesivos es relevante porque ambos comienzan con una fuerte devaluación seguida por políticas de ajuste fiscal y monetario severas. La velocidad y magnitud del ajuste fiscal fue mucho mayor en 2024 que en 2018 y consecuentemente la caída en la tasa de inflación fue más rápida durante el episodio más reciente.

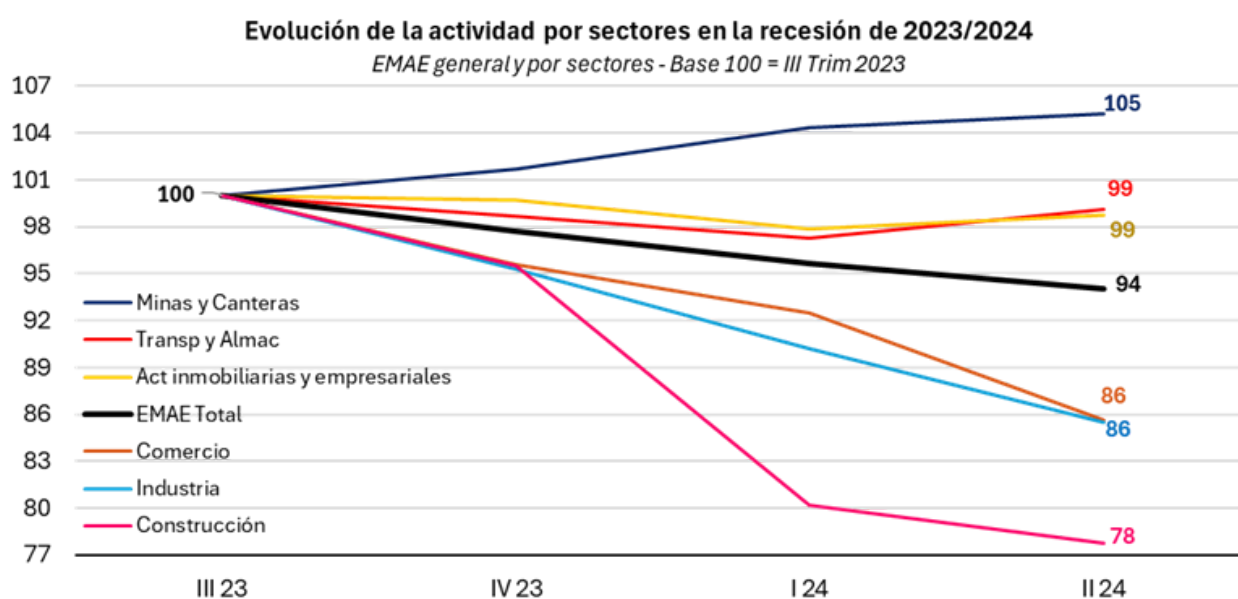
La caída de la actividad industrial fue algo menor en 2018 que en 2024 (de 100 a 88 en el primer período y de 100 a 86 en el segundo).

En 2018, la recuperación comenzó lentamente en el primer trimestre de 2019. Algo parecido puede estar ocurriendo en la actualidad porque el segundo trimestre de 2024 parece haber sido el piso del proceso recesivo. Al menos así lo insinúan los indicadores del nivel de actividad industrial del mes de julio y algunos indicios de lo ocurrido durante agosto.



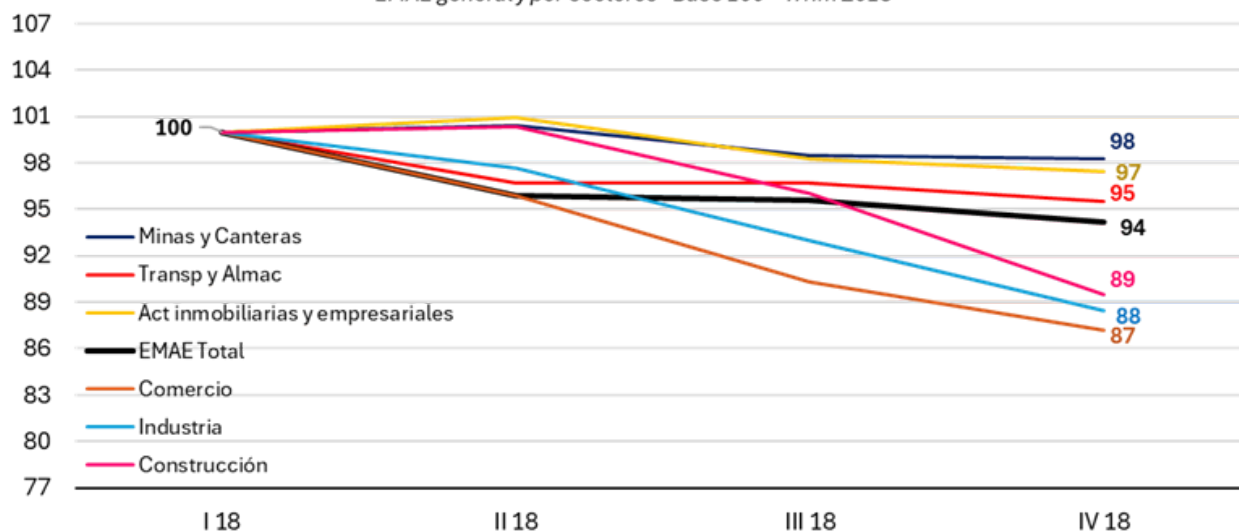
La comparación con la recesión de 2018 puede ser engañosa porque, como puede verse en la comparación formulada por Jorge Vasconcelos del IERAL, la dispersión en el comportamiento de los niveles de actividad sectoriales fue mucho mayor en el episodio más reciente.

En la recesión en curso, en los extremos, la producción de minas y canteras creció a 105 y la actividad de construcción cayó a 78. En la recesión de 2018 los extremos habían sido una caída a 98 para minas y canteras y 87 para comercio, con la construcción cayendo sólo a 90.



Evolución de la actividad por sectores en la recesión de 2018

EMAE general y por sectores - Base 100 = I Trim 2018



Fuente, Jorge Vasconcelos del IERAL en base a datos del INDEC.

Habiendo sido la dispersión en los niveles sectoriales de actividad mucho mayor en el episodio recesivo de 2023-2024 que en el de 2018, es probable que haya estado acompañado por variaciones en los precios relativos también mucho mayores. Esto puede significar que durante el período de recuperación de la actividad económica haya más presiones inflacionarias derivadas de realineamiento inevitables de precios relativos.

Por supuesto, la distorsión de precios relativos más preocupante es la que se relaciona con el tipo de cambio comercial, lo que vulgarmente suele denominarse "atraso cambiario". Esta distorsión se torna más relevante cuando la economía tiende a abrirse al comercio exterior.

El tipo de cambio y las restricciones al movimiento de capitales

Nadie duda de que se ha producido una fuerte apreciación del peso en el mercado oficial de cambios, eufemísticamente llamado MULC (Mercado único y libre de Cambios, que no es libre ni único).

El tipo de cambio real calculado para la cotización en el mercado oficial se ubicaba durante el mes de julio de 2024 por debajo del nivel que alcanzó inmediatamente luego de la unificación y liberalización dispuesta por el gobierno de Macri en diciembre de 2015 y del que recupero cuando comenzaron las devaluaciones de principios de 2018.

El tipo de cambio real calculado con la cotización del dólar en el mercado CCL (Contado con liquidación) se ubica al nivel que tenía en 2014, antes de que en la campaña electoral de 2015 se comenzara a hablar de una futura unificación.

La apreciación del peso en el MULC es consecuencia de que el tipo de cambio oficial es una variable clave de la estrategia de desinflación, acompañando al severo ajuste fiscal y monetario. Sin duda, el crawl al 2% juega un papel importante en el descenso de la tasa de inflación.

La apreciación también muy notable en el mercado CCL no es fruto de un movimiento de capitales libres sino de la intervención que hace el Banco Central al derivar hacia el CCL una porción importante de las divisas del superávit comercial, además de mantener restricciones para el acceso al CCL de quienes tendrían derecho a remitir dividendos y repatriar capitales, pero no lo pueden hacer.

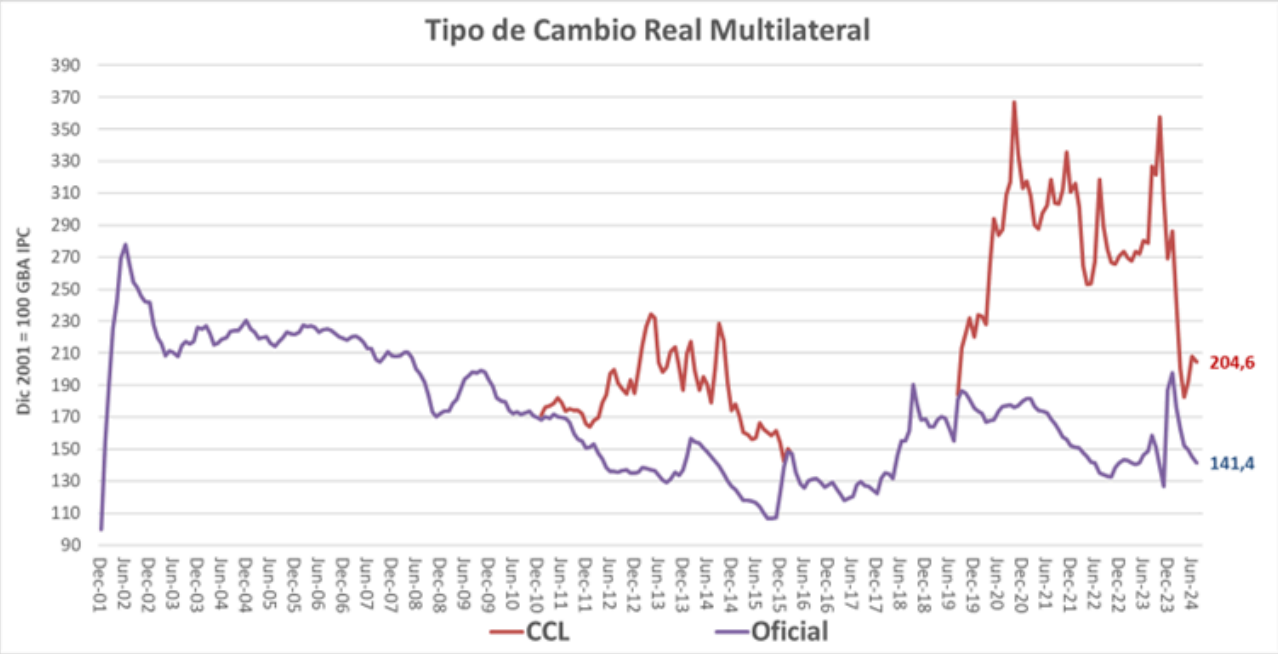
El gobierno pone cada vez más condiciones para hablar de la liberalización y reunificación cambiaria, es decir, para la salida total del CEPO y es entendible, porque teme que si se llevara a cabo probablemente se produciría un salto devaluatorio del tipo de cambio que se aplica a las importaciones y a las exportaciones, con su consecuente impacto sobre los precios y la tasa de inflación.

Tanto es el temor, que Ricardo Arriazu, el economista que más apoya la estrategia económica que viene aplicando el ministro Caputo, ha dicho que una fuerte devaluación podría provocar la caída del gobierno.

Alguien recordó que en enero de 2024 yo había posteoado ["Para eliminar la inflación lo más importante es evitar un nuevo salto cambiario antes de que se esté en condiciones de unificar y liberalizar totalmente el mercado cambiario"](#). Yo creo que a la afirmación de Ricardo Arriazu habría que agregarle, **"una fuerte devaluación, sin liberalización y unificación simultánea del mercado cambiario, podría provocar una crisis de gobierno"**.

Hago esta aclaración, porque yo no descarto que más pronto que tarde, el gobierno deba decidir la liberación y reunificación del mercado cambiario. El salto cambiario que ello supondría, lejos de reintroducir inflación galopante, puede marcar el inicio de un plan de estabilización definitivo, basado en la institucionalización de un sistema cambiario y financiero de competencia de monedas capaz de sostenerse indefinidamente en el tiempo.

Este plan conseguiría no sólo la eliminación total de la inflación sino también una fuerte reactivación de la economía. Antes de explicar porque creo que esto puede llegar a ocurrir, voy a analizar el panorama fiscal y de la deuda del tesoro en lo que resta del año 2024 y en 2025.



El frente fiscal de 2024 parece estar despejado pero los vencimientos de deuda durante 2025 son preocupantes

A pesar de que el gobierno pone de manifiesto su voluntad de reducir impuestos distorsivos, algo que ha comenzado a hacer con el impuesto PAIS, algunos aranceles de importación e impuestos a la transferencia de automotores, el equilibrio fiscal de 2024 parece estar asegurado.

Al menos así lo pone de manifiesto un cuidadoso análisis hecho por el investigador Marcelo Capello del IERAL que toma en cuenta el probable efecto de las medidas fiscales (blanqueo, moratoria y cambios en el impuesto a los bienes personales) a partir de setiembre. Esto se puede apreciar en el siguiente cuadro.

Estimación de resultado fiscal en 2024

(En % del PIB)

	Enero - Julio 2024	Ago - Dic. 2024 (E) inercial	Año 2024 (E) inercial	Ago - Dic. 2024 (E) con paquete fiscal	Ago - Dic. 2024 (E) con paquete fiscal y reducción PAIS	Año 2024 (E)	Año 2023
Ingresos totales	8,9%	8,1%	17,0%	8,4%	8,2%	17,1%	17,0%
Gastos primarios	7,5%	7,2%	14,7%	7,2%	7,2%	14,7%	19,8%
Resultado primario	1,4%	0,9%	2,2%	1,2%	1,0%	2,4%	-2,7%
Intereses	1,0%	0,8%	1,8%	0,8%	0,8%	1,8%	3,3%
Resultado financiero	0,3%	0,1%	0,4%	0,4%	0,2%	0,6%	-6,0%

Fuente: IERAL

La comparación de las cuentas fiscales de 2024 con las del año anterior pone de manifiesto que en la transformación de un resultado financiero negativo de 6% en 2023 a uno positivo de 0,6% en 2024 fueron determinantes dos factores: La reducción de los gastos primarios de 19,8% a 14,7% y la reducción de los intereses de 3,3% a 1,8%.

La reducción de la cuenta intereses obliga a llamar la atención sobre el tratamiento de la deuda del tesoro durante 2024 y lo que puede esperarse para 2025.

El cuadro que se presenta a continuación muestra los vencimientos de la deuda en pesos y en dólares (medidas ambas en dólares al tipo de cambio oficial) para lo que resta de 2024 y para todo el año 2025.

Vencimiento de Deuda Publica											
(millones de USD)											
		2024*					2025				
		Capital		Intereses		Total	Capital		Intereses		Total
		Dólares	Pesos	Dólares	Pesos		Dólares	Pesos	Dólares	Pesos	
		FMI	Org. Internacionale s	0	0	764	0	764	0	0	3.037
BID	414	0		368	0	782	1.124	0	860	0	1.984
BIRF	157	0		270	0	428	335	0	622	0	957
CAF	155	0		114	0	269	536	0	294	0	830
Otros	234	0		130	0	363	958	0	347	0	1.305
BONOS	Deuda Instrumental a + BCRA + Duda Interna	3	4.898	201	568	5.671	16.365	61.867	3.772	1.217	83.222
BONOS BCRA		0	0	130	0	130	0	0	583	0	583
Otros BONOS		3	4.898	71	568	5.541	16.365	61.867	3.190	1.217	82.640
OTRAS OBLIGACIONES		357	2.277	10	16	2.659	460	5.844	15	44	6.364
TOTAL OBLIGACIONES		1.320	7.175	1.857	584	10.935	19.779	67.711	8.947	1.261	97.698

Los intereses que deben pagarse por la deuda en pesos son relativamente bajos tanto en lo que resta de 2024 (584 millones de dólares) como para todo el año 2025 (1.261 millones de dólares). Esto explica la razón de la fuerte reducción de la carga de intereses en las cuentas fiscales de 2024 y seguramente en las que se presupuestarán para 2025.

Los que resultan más significativos son los intereses de la deuda en dólares. Estos ascienden a 1.857 millones en lo que resta de 2024 y a 8.947 millones en 2025. Pero, aun así, como porcentaje del PBI (incluyendo los intereses en pesos) siguen por debajo del 1.5%, perfectamente compatible con el equilibrio fiscal.

Para cumplir con el pago de intereses en dólares, además de recaudar los recursos fiscales en pesos que permitan comprar los dólares, lo que seguramente quedará contemplado en el presupuesto para 2025, será necesario que el Banco Central compre reservas suficientes como para poder vendérselas al Tesoro. Mientras exista el cepo cambiario, este aspecto, el de la acumulación de reservas suficientes, es más crítico que el de generar los recursos fiscales en pesos.

Además de pagar los intereses, para evitar el default de la deuda será necesario conseguir refinanciar los vencimientos de capital, tanto en pesos como en dólares. Para la refinanciación de los vencimientos en dólares, que ascienden a 19.779 millones, será importante lo que ocurra con el riesgo país, algo íntimamente vinculado a la evolución del cepo cambiario.

Si bien los vencimientos de capital son 3 veces más abultados para la deuda en pesos que para la deuda en dólares (67.711 millones comparado con 19.779 millones) esto no significa que las posibilidades y condiciones de la refinanciación de esta deuda sea independiente de lo que ocurra con el cepo cambiario.

Parece paradójico, pero la existencia del cepo cambiario y financiero, que facilita la refinanciación de la deuda en pesos a vencer a lo largo de 2025, al mismo tiempo dificulta la refinanciación de la deuda en dólares por caída de las reservas y mantenimiento del riesgo país a niveles muy altos. Dificultades para refinanciar la deuda en pesos puede llevar a la necesidad de flexibilizar la política monetaria. Dificultades para refinanciar la deuda en dólares puede llevar a un default.

Es por esta razón que yo creo que tanto el presidente como el equipo económico pueden llegar a convencerse que lejos de provocar una crisis, la liberación y reunificación cambiaria como punto de partida de un plan de estabilización con plena institucionalización de un sistema cambiario y financiero de competencia de monedas, es el reaseguro del éxito macroeconómico del gobierno.