



Domingo Cavallo

Fuerte baja de la tasa de inflación desde mediados de diciembre



De **Domingo Cavallo** en febrero 5, 2025

Diciembre y enero han sido portadores de muy buenas noticias en materia de lucha contra la inflación y conquista de la estabilidad.

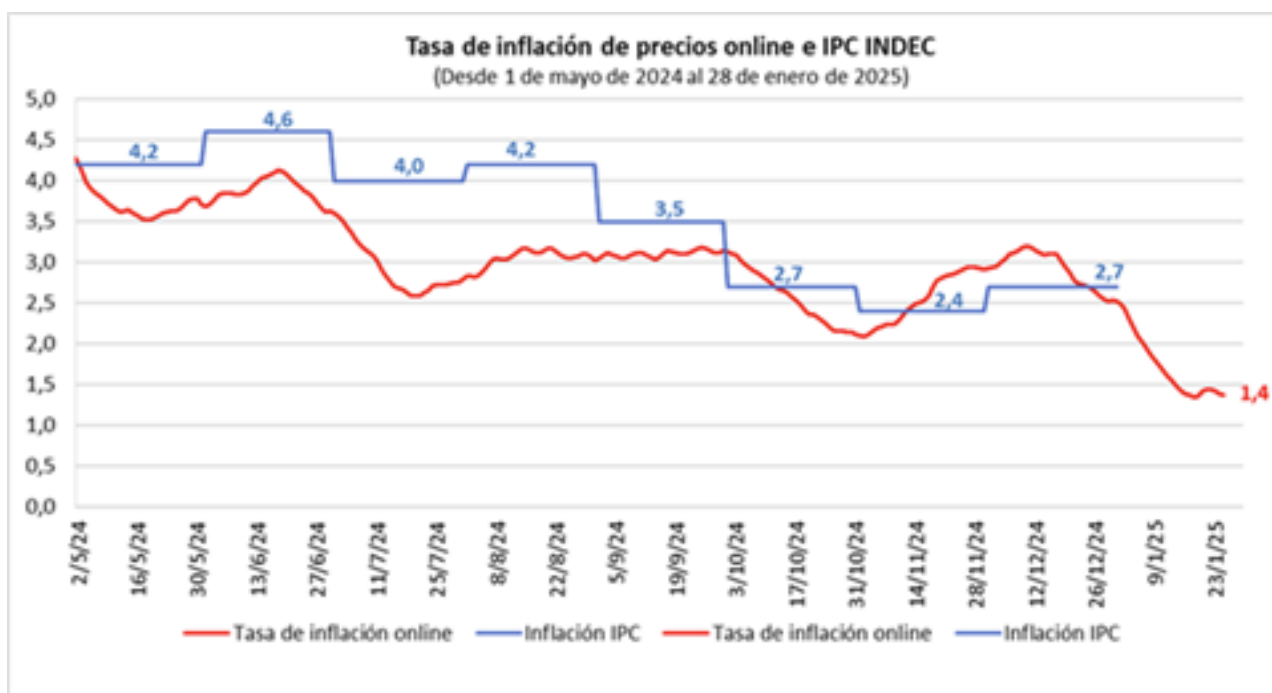
Es muy entendible que el gobierno desee no poner en peligro este clima antes de las elecciones de octubre aun cuando su prédica por la libertad de mercados y el no intervencionismo estatal no se vea, por el momento, reflejada en el manejo monetario y cambiario del Banco Central.

En este artículo trato de imaginar las alternativas que el gobierno tiene para no arriesgar un clima de desestabilización por la expectativa de un salto devaluatorio posterior a las elecciones.

La tasa mensual de inflación

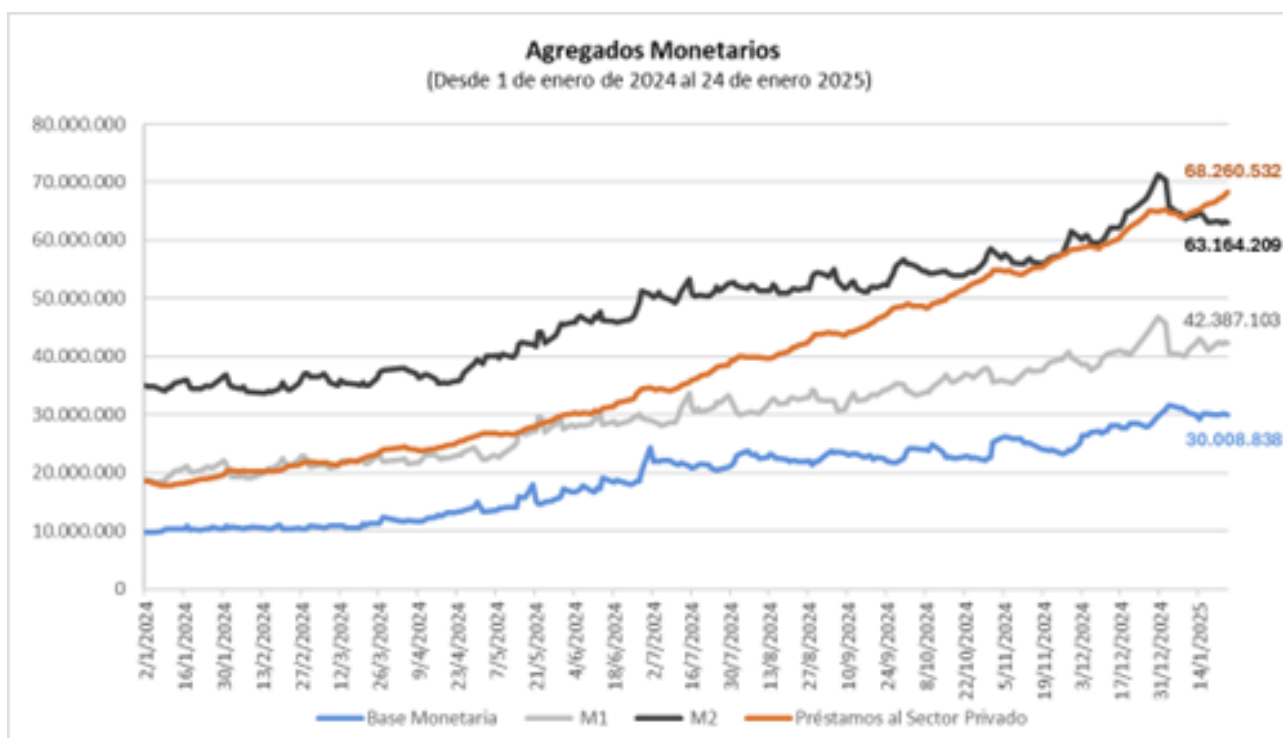
La tasa promedio mensual de inflación medida diariamente por los precios online se ubicaba al 28 de enero en 1,4%, mostrando una fuerte caída desde algo más del 3% mensual de mediados de diciembre.

La tasa IPC que publica el INDEC a mediados del mes siguiente se ubicaba por arriba de la de los precios online hasta el mes de setiembre de 2024 debido a la incidencia de precios regulados para las tarifas de servicios que se estuvieron ajustando luego del fuerte deterioro real que habían sufrido hasta diciembre de 2023. Pero desde octubre ese ajuste se fue moderando y las tasas de inflación mensual del IPC prácticamente se igualaron a la de los precios online. Es muy probable que lo mismo haya ocurrido en enero de 2025 por lo que también se registre una fuerte reducción de la tasa mensual que publicará el INDEC a mediados de febrero.



Esta reducción de la tasa de inflación no puede explicarse por la reducción de la tasa del crawl dado que esta recién comenzará a aplicarse a partir de febrero. Puede si, haber influido la reducción y completa eliminación del impuesto país que redujo el precio efectivo del dólar para las importaciones. Es probable que la reducción de la tasa de inflación se relacione más con una caída relativa del gasto nominal de las familias dentro del país, teniendo en cuenta que la apreciación del peso ha alentado los viajes de compras y turismo a países vecinos y que, la mayor facilidad para importar todo tipo de bienes por courriers facilita el abastecimiento desde el exterior a precios más reducidos que los que se venían pagando para compras en el país. Sin duda, la reducción de la tasa de crawl del 2% mensual al 1% acentuará todos estos fenómenos y ayudará a mantener baja la tasa mensual de inflación en febrero y los meses siguientes.

Un examen de la evolución de los agregados monetarios sugiere que no ha sido una contracción monetaria excepcional la que provocó la baja de la tasa de inflación. Si bien a lo largo de enero se observa un estancamiento de la base monetaria y una fuerte contracción de M1 y M2, esta fue precedida por un aumento significativo hasta el último día de diciembre cuando la tendencia a la reducción de la tasa de inflación ya se observaba desde dos semanas antes. El altibajo de M1 y M2 debe estar relacionado con acumulación de depósitos en pesos del sector público que fueron utilizados para comprar al Banco Central los dólares con los que se hicieron los fuertes pagos de la deuda pública los primeros días de enero. Que no hubo una fuerte contracción monetaria lo testimonia la expansión del crédito al sector privado que siguió creciendo durante todo ese período.



La evolución de las reservas externas netas

Así como heredó un grave problema inflacionario, el gobierno de Milei también heredó un peligroso nivel de reservas externas netas negativas. En el frente inflacionario la estrategia de fuerte ajuste fiscal e inflexible control monetario y cambiario dio muy buenos resultados, pero en el frente externo todavía se mantiene el problema de las reservas externas netas negativas a pesar del fenomenal superávit comercial del año 2024. Una cuestión que se debate fuera del gobierno entre analistas económicos e instituciones financieras del país y del exterior y que seguramente se debe estar debatiendo también dentro del gobierno y en las negociaciones con el FMI, es cómo conseguir que a lo largo de 2025 se logre pasar a un nivel positivo de reservas externas netas. El gobierno piensa con razón que recién cuando ello ocurra se estará en condiciones de eliminar el cepo cambiario de manera que la libertad impere también en los mercados monetarios y en **el** mercado cambiario único.

Las reservas externas netas no se pueden conseguir con endeudamiento externo del Banco Central. La única forma de aumentar las reservas netas es generando superávit de la balanza de pagos, sea por superávit de la cuenta corriente o de la cuenta capital por arriba del déficit de la cuenta corriente.

Todas las especulaciones que se hacen sobre cuánto puede ser el desembolso up front que el FMI pueda hacer por arriba de los pagos por capital e intereses que el Banco Central tiene comprometidos con aquella institución, son relevantes en relación con el significado de apoyo a la gestión económica del gobierno, pero no significarán tampoco

un aumento de las reservas netas como el que se necesita para poder eliminar el cepo cambiario.

Los mecanismos más eficaces para aumentar las reservas netas en las actuales circunstancias son: a) la eliminación del dólar blend para las exportaciones, de tal forma que el 100% de los ingresos por exportaciones sean vendidos al Banco Central; b) el aumento de los incentivos fiscales a las exportaciones, es decir una acentuación del proceso ya iniciado de reducción de las retenciones a las exportaciones agropecuarias y de las economías regionales; c) el aumento de los reembolsos de impuestos internos a la exportación de manufacturas; y d) disponer que el pago de servicios turísticos y las importaciones de bienes de consumo final considerados no esenciales se deban pagar por el contado con liquidación y no requieran divisas del Banco Central.

La brecha entre el tipo de cambio CCL y el tipo de cambio oficial manejado por el crawling peg tenderá a aumentar a causa de que ya no entrarán en ese mercado el 20% de los ingresos por exportaciones y aumentará la demanda para pagos de las importaciones no esenciales.

Se debería permitir que los capitales destinados a financiar inversiones extranjeras directas puedan ser ingresados a través del mercado CCL (o del mercado libre que lo reemplace^[1]). Muchos potenciales inversores extranjeros que están demorando inversiones hasta que se elimine el cepo, podrían aprovechar esta prerrogativa y contribuir a que se vaya cerrando la brecha de una manera genuina y sin drenar las reservas del Banco Central.

¿Podrá mantenerse hasta las elecciones el clima de estabilidad que se ha logrado instalar al inicio de 2025?

Mi respuesta es afirmativa porque aun cuando una brecha cambiaria que se resiste a bajar obligara al gobierno a aumentar el ritmo del crawl para desalentar la idea de que habrá un gran salto cambiario posterior a las elecciones, la verdadera ancla nominal de una economía que ya ha derrotado a la inercia inflacionaria, es el ajuste fiscal y no el tipo de cambio.

^[1] Para facilitar la entrada de estos capitales se debería considerar el reemplazo del mercado CCL por un mercado cambiario marginal pero libre y legal que no requiera compra y venta de títulos públicos, sino que funcione a través de la compraventa de dólares transferencia por entidades bancarias y casas de cambio.