

# Domingo Cavallo

Blog Personal

---

## Se desacelera la inflación, pero se pierden reservas

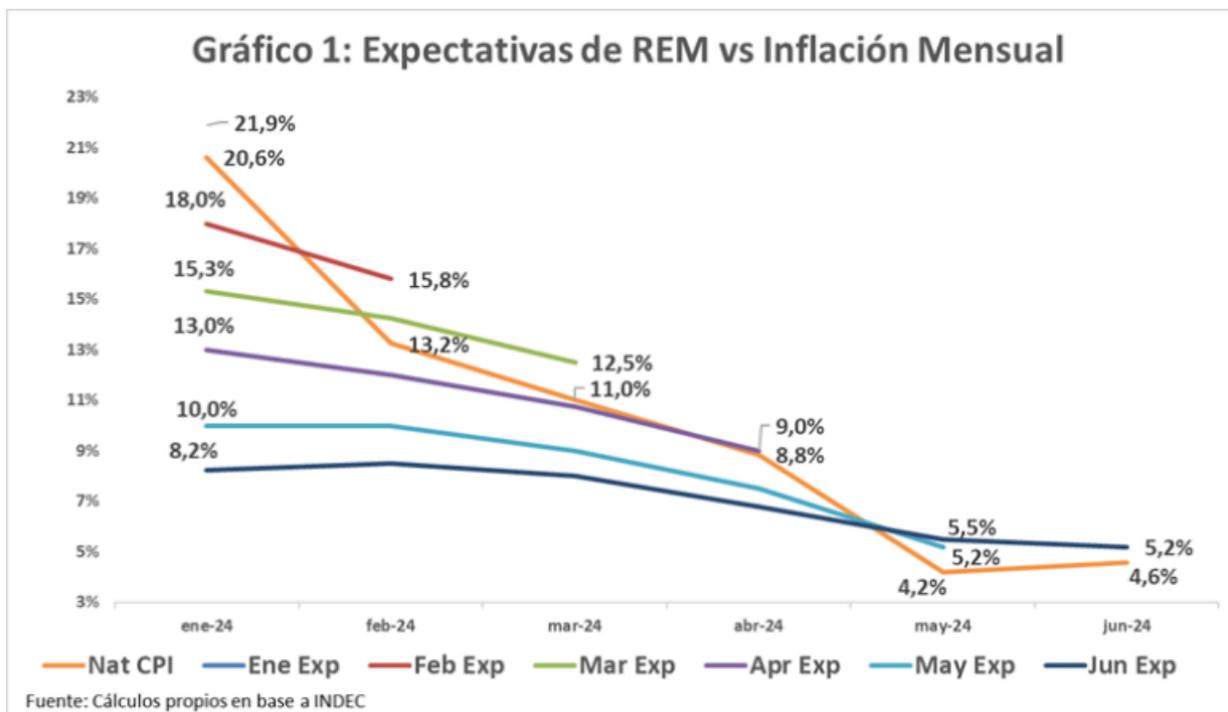
Durante las últimas semanas ha habido muy buenas noticias sobre la evolución de la inflación. Al mismo tiempo hay dos conjuntos de efectos secundarios de la política de estabilización que generan dudas sobre su sostenibilidad: el ensanchamiento de la brecha entre la tasa de cambio implícita (CCL) y el tipo de cambio oficial (que muchos observadores interpretan como un indicador de apreciación excesiva en términos reales) y el agravamiento de la recesión.

Hasta ahora, para abordar el primer efecto secundario, el gobierno ha tranquilizado a los mercados asegurando que eliminará las fuentes restantes de expansión monetaria, incluidas aquellas relacionadas con la compra de divisas por parte del Banco Central.

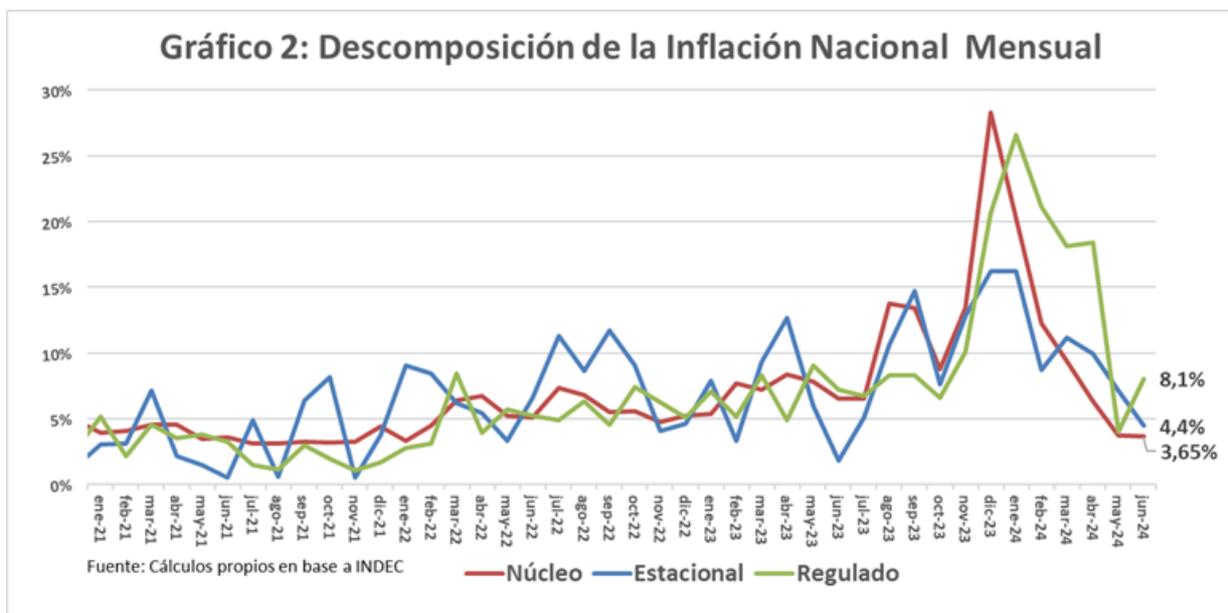
Para abordar el segundo efecto secundario, el gobierno espera que la desinflación en sí misma aumente los ingresos reales de los trabajadores y jubilados y genere una recuperación del consumo. Al mismo tiempo, está tratando activamente de convencer a los inversores reales para que anuncien y comiencen a implementar los proyectos que califican para el régimen de incentivos recientemente aprobado para grandes inversiones.

### **Primero las buenas noticias**

La inflación mensual del IPC Nacional de junio fue del 4,6% mensual con una tasa anual del 271%. Este resultado estuvo una vez más por debajo de las expectativas del mercado, que según el REM esperaban un 5,2% mensual. Y aunque el resultado fue menos sorprendente que en mayo, aún representó una disminución significativa en las expectativas de inflación desde el 8,5% en febrero.



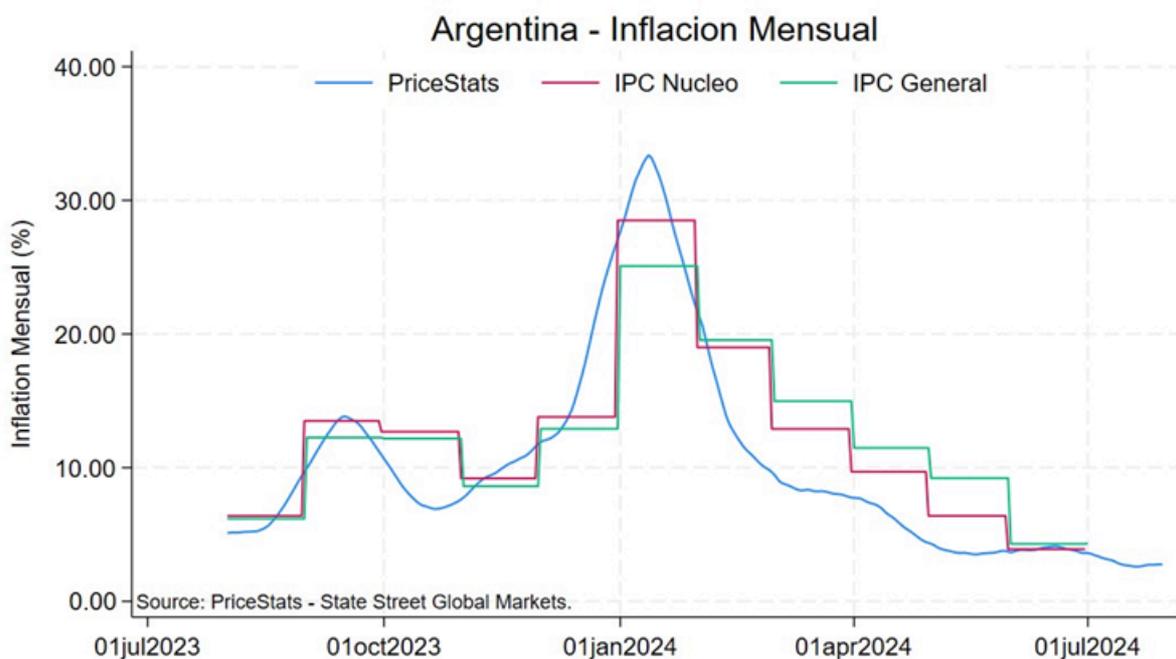
El aumento marginal en la tasa de inflación mensual de junio en comparación con el 4,2% mensual de mayo (+0,4%) se explica en gran medida por la liberalización de precios regulados, que se aceleró en junio. El mes pasado, el subíndice de precios regulados aumentó un 8,1% mensual en comparación con el 4,0% mensual de mayo. En contraste, el subíndice de inflación subyacente (neto de bienes regulados y estacionales) se mantuvo constante en 3,7% mensual, mientras que los precios estacionales fueron del 4,4% mensual.



Además, al analizar el índice de difusión, se confirma que la reducción de la inflación es relativamente generalizada, con cerca del 80% de la inflación anual de bienes y servicios disminuyendo en junio.

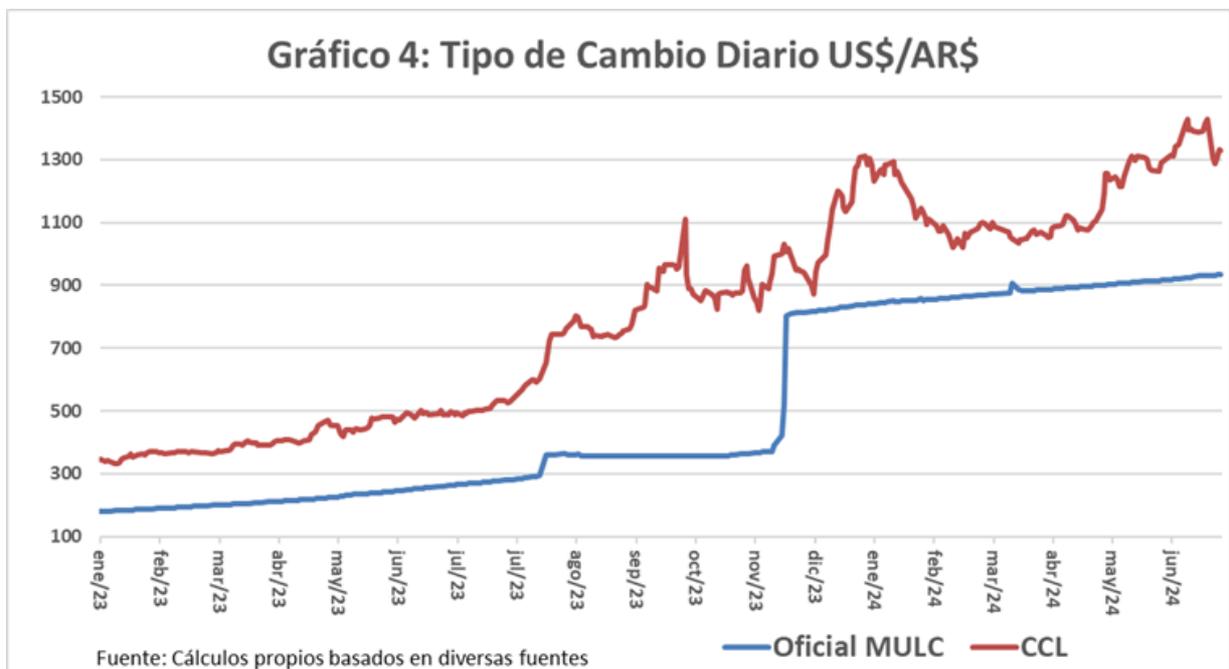


Durante julio, los indicadores tempranos sugieren que la inflación siguió disminuyendo. Esto es lo que surge de observar la evolución de los índices elaborados por PriceStats, que en general ha anticipado bien la tendencia, pero en general ha subestimado el índice de inflación del INDEC. En el gráfico 5 se presentan las estimaciones de PriceStats comparadas con la inflación (IPC y núcleo) publicada por INDEC.



### Los efectos secundarios en las expectativas del tipo de cambio

Después de una devaluación del tipo de cambio oficial en diciembre, la decisión del gobierno de mantener la devaluación controlada del 2% por mes como ancla nominal para alinear las expectativas de precios llevó a una apreciación gradual pero implacable del tipo de cambio real ponderado por el comercio. Tal apreciación ahora genera dudas sobre su sostenibilidad a largo plazo.



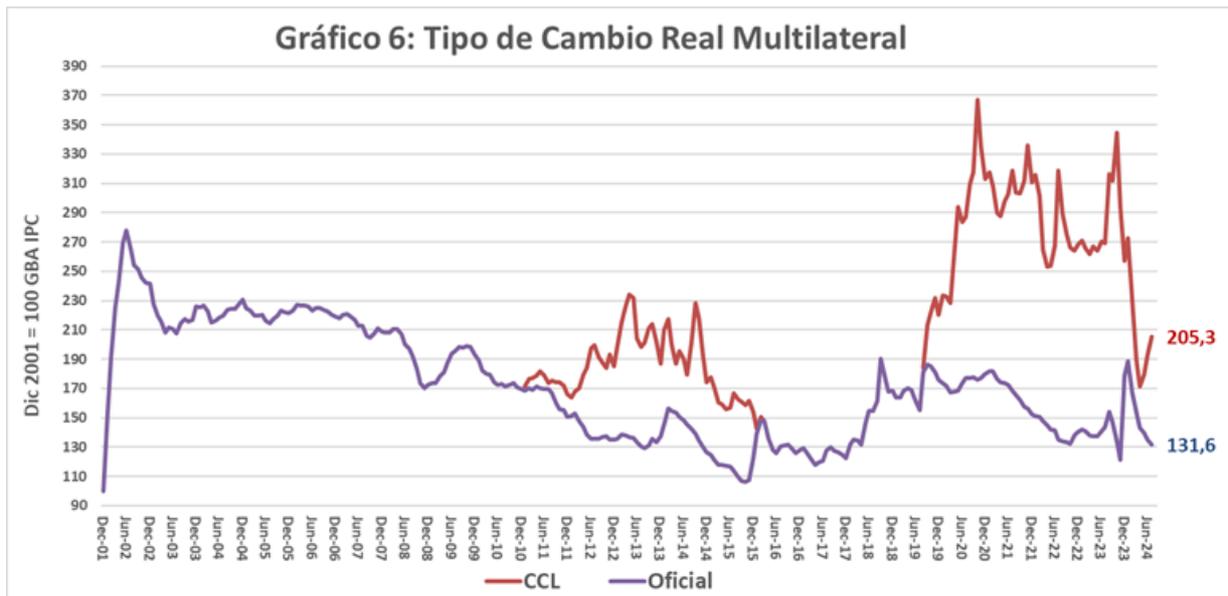
Después de alcanzar una brecha del 15% en marzo/abril, la tasa de cambio implícita (CCL) volvió a depreciarse, ampliando la brecha a cerca del 50% en los primeros días de julio. Aunque dicha brecha bajó en las semanas siguiente y aún es relativamente baja en comparación con los picos vistos en la administración anterior, claramente representa un cambio en el ánimo del mercado con respecto al riesgo percibido del tipo de cambio, en parte vinculado a la estrategia monetaria para digerir el exceso de deuda del BCRA.



Después de alcanzar una brecha del 15% en marzo/abril, la tasa de cambio implícita (CCL) volvió a depreciarse, ampliando la brecha a cerca del 50% en los primeros días de julio. Aunque dicha brecha bajó en las semanas siguiente y aún es relativamente baja en comparación con los picos vistos en la administración anterior, claramente representa un cambio en el ánimo del mercado con respecto al riesgo percibido del

tipo de cambio, en parte vinculado a la estrategia monetaria para digerir el exceso de deuda del BCRA.

En junio, el tipo de cambio real ponderado por el comercio (TWRER) oficial cerró en 132, apenas un 9% más depreciado que el nivel alcanzado antes de que la administración actual se sintiera obligada a devaluar el tipo de cambio en diciembre de 2023. En contraste, el actual tipo de cambio informal en efectivo (eufemísticamente llamado «blue») se acercó al tipo de cambio real observado en los años 2003/2007 (AR\$/US\$).



### **Cambio importante en la política cambiaria para abastecer el mercado libre de divisas**

En respuesta al ensanchamiento de la brecha, el presidente y su ministro de economía anunciaron un cambio importante en la política cambiaria de Argentina. Bajo circunstancias normales, las emisiones de pesos debido a la adquisición de dólares del sector privado nacional se interpretan como una demanda genuina de dinero. Pero debido a la existencia de controles de capital, el gobierno interpreta esta emisión como una de las expansiones monetarias no voluntarias.

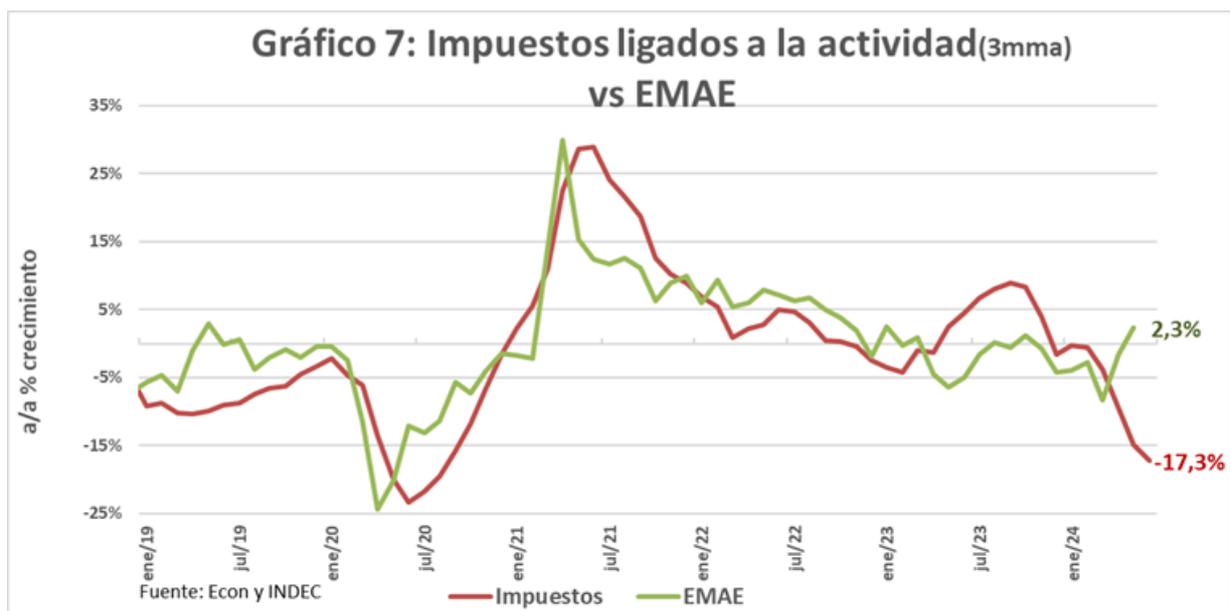
Para evitar el efecto secundario no deseado de esta expansión de pesos en la tasa del mercado CCL, el gobierno anunció que el BCRA ofrecería recomprar esta emisión de pesos en el mercado de divisas CCL. Es decir, ofrecería sus adquisiciones excesivas de dólares no a la tasa oficial, sino a la tasa de mercado.

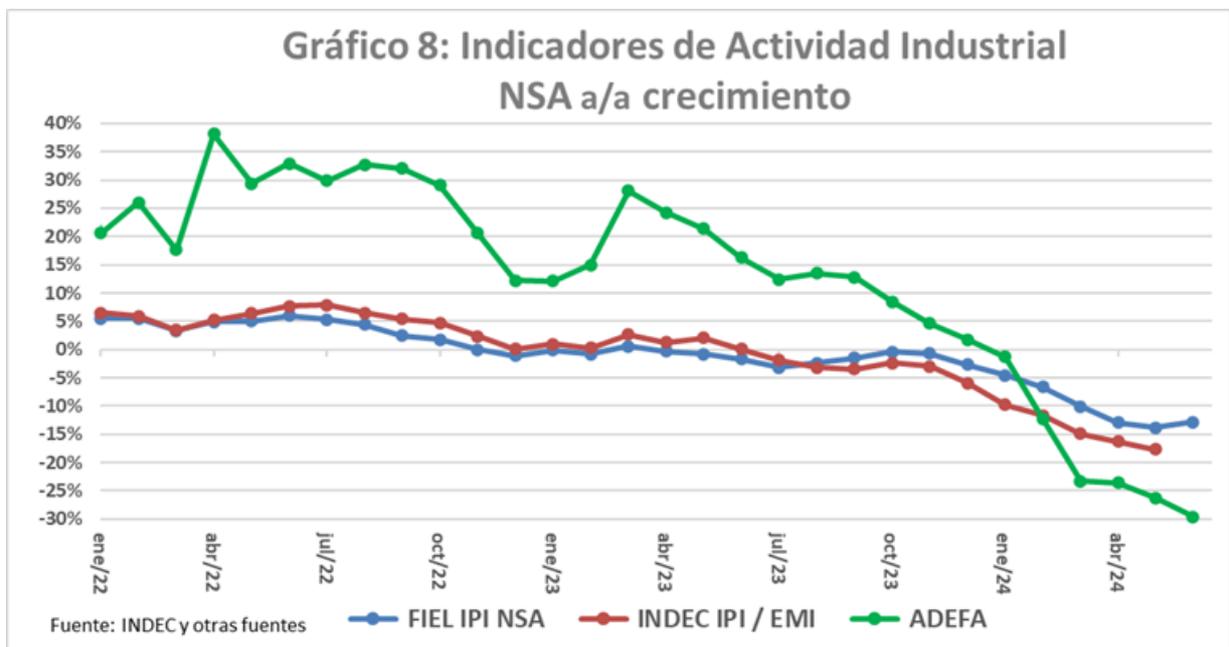
Su intención es señalar que las adquisiciones de reservas solo ocurrirían si el mercado realmente tuviera apetito por tenencias de pesos. Con esta decisión estratégica y arriesgada (que pone en duda la acumulación de reservas del BCRA), el gobierno apuesta fuertemente por la estabilidad del mercado de divisas y una disminución de la inflación.

## Efecto secundario sobre el nivel de actividad económica

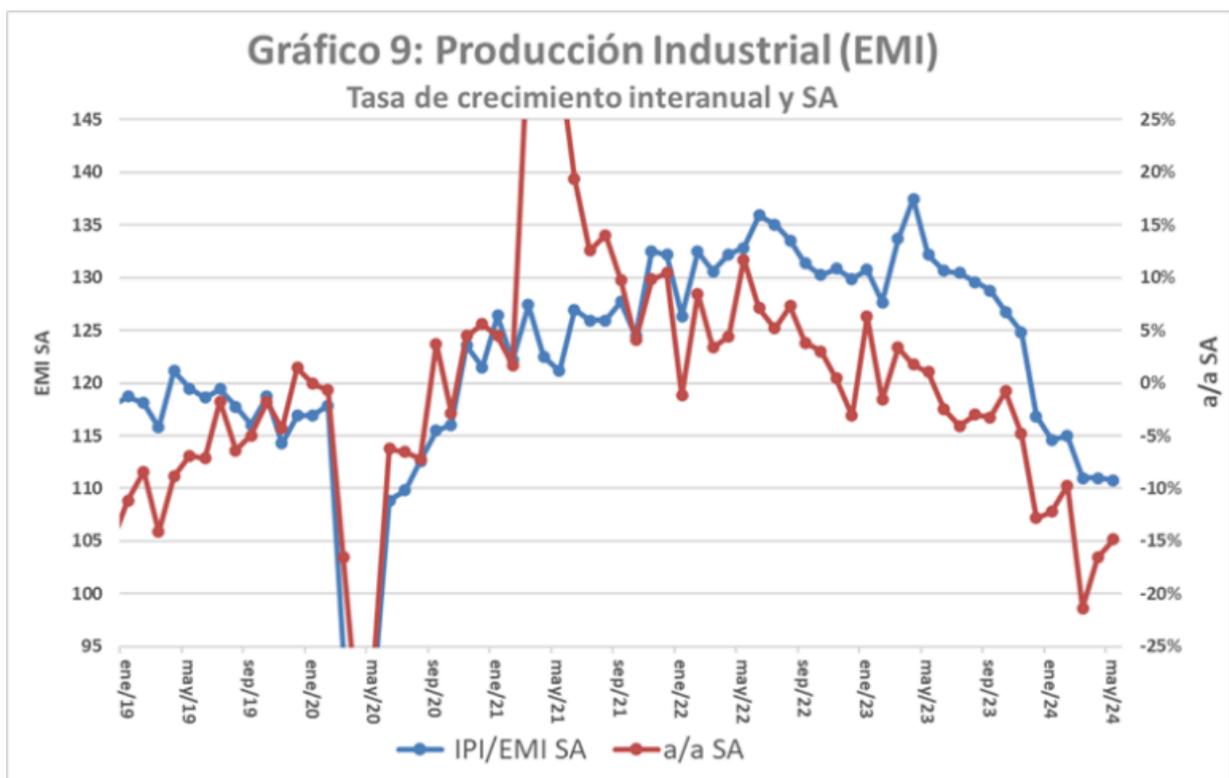
Uno de los puntos débiles más obvios del actual programa antiinflacionario es su efecto en la demanda agregada o, al menos, en el consumo. Los índices de actividad líderes sugieren que la recuperación aún no está a la vista. Tanto la recaudación de impuestos vinculada a la actividad de junio como la producción de automóviles (ADEFA) sugirieron una continuación del fuerte declive anterior en la actividad.

La tasa de crecimiento anual de los impuestos vinculados a la actividad cayó a -19,6% anual, incluso después de tomar un promedio móvil de tres meses para suavizar la serie temporal. Además, la producción de automóviles de ADEFA cayó a -29,6% anual en junio. Es cierto que el último mes tuvo tres días hábiles menos que junio del año anterior, lo que en parte explica el pobre desempeño de la actividad de los últimos meses. Pero hay que tener en cuenta que en una economía con altos niveles de capacidad excedente, tales argumentos de «vacaciones» para justificar la reducción del potencial de producción pierden poder predictivo, ya que las líneas de producción a menudo pueden intensificarse en los días hábiles restantes.

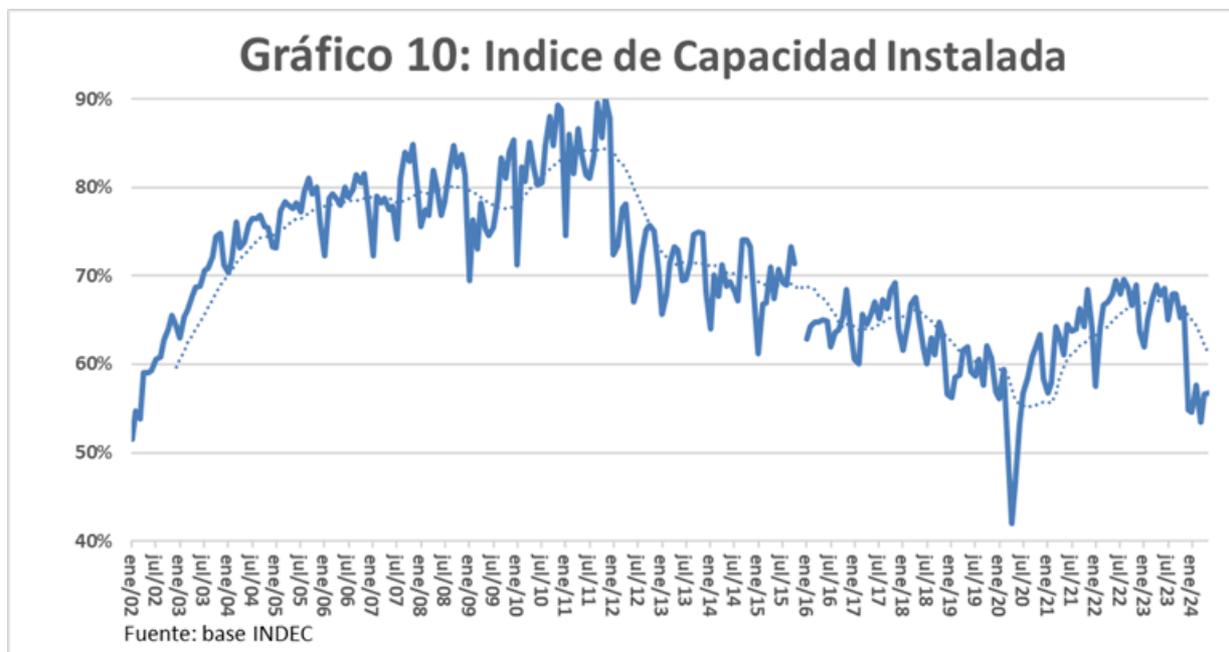




Al analizar las cifras de producción industrial, vemos que, aunque el índice ajustado estacionalmente dejó de caer durante los últimos tres meses, sigue estando en el punto más bajo desde enero de 2006.



La utilización de la capacidad también está en puntos históricamente bajos, solo comparable con los paros durante la pandemia de COVID y la crisis de 2002 después de abandonar la Convertibilidad.



El gobierno cree que la recesión era inevitable, dada el enorme esfuerzo fiscal necesario para lograr la reducción de la tasa de inflación. Dado que el presidente Milei había anticipado esto durante la campaña electoral, la recesión y sus consecuencias sociales aún no parecen haber afectado su popularidad. Las encuestas muestran el mismo porcentaje de apoyo que recibió en las elecciones, pero será difícil mantener este apoyo si no aparecen pronto signos claros de recuperación económica.

El equipo económico confía en que la disminución de la inflación permitirá la recuperación de los salarios reales pagados por el sector privado y también mejorará el poder adquisitivo de las pensiones. Si esto ocurre, el consumo debería aumentar y, dado que el nivel de utilización de la capacidad instalada en la industria es muy bajo, la oferta de bienes de consumo podría aumentar sin que la reactivación retroalimente la inflación.

El gobierno también está trabajando arduamente para convencer a los posibles inversores en actividades basadas en la abundancia de recursos naturales (minería, hidrocarburos, silvicultura) para que decidan e inicien proyectos de inversión en el marco del régimen recientemente sancionado de incentivos para grandes inversiones (RIGI) por el congreso como parte de la ley base.

Sin embargo, para que estos mecanismos de reactivación comiencen a funcionar, sería importante aclarar el proceso de eliminación de las restricciones que actualmente afectan tanto las transacciones de comercio exterior como las de la cuenta de capital del balance de pagos. Las últimas decisiones y declaraciones tanto del equipo económico como del propio presidente Milei no demuestran urgencia en eliminar los controles de cambio y no parecen preocupados por aumentar las reservas, una condición necesaria para eliminar los riesgos de incumplimiento que todavía se reflejan en la magnitud de la tasa de riesgo país.

 agosto 2, 2024  Domingo Cavallo

---

Funciona gracias a WordPress