

Informe Quincenal de Coyuntura

26 de marzo de 2024

ABECEB

¿Cuándo se levanta el cepo?

Los dilemas que plantea el levantamiento del cepo

Una pregunta que por estos días se repite como un eco en el ámbito de los negocios es: ¿cuán cerca estamos del levantamiento del cepo?

El interrogante tiene una segunda parte que es: ¿cómo sería el proceso de preparación para hacerlo?

A la hora de plantearse por qué hoy estas preguntas son tan repetidas hay dos hechos clave:

- El primero es la positiva evolución de un conjunto de indicadores financieros que mejoró marcadamente el clima inversor en marzo.
- El segundo es la consolidación del proceso recesivo luego de la devaluación, que indujo una fuerte contracción en los ingresos reales de la población –salarios, jubilaciones, subsidios sociales– y está deprimiendo las ventas de un espectro importante de firmas.

¿Por qué dos factores aparentemente tan contradictorios como lo son las buenas noticias financieras y la recesión se conjugaron para colocar el cepo en el centro de atención?

Es importante comprender cómo puede influir la macroeconomía sobre la velocidad de levantamiento del cepo en lo que resta del año.

Las buenas noticias financieras, los superávits gemelos y el cepo

Probablemente, el factor que más ha contribuido a alimentar las expectativas de un adelantamiento en la fecha del levantamiento del cepo es que, al cumplirse los primeros cien días del gobierno de Milei, los mercados financieros mostraban una evolución alentadora.

Entre los indicadores más importantes se destacan:

- Acumulación de reservas. Gracias a compras del BCRA por unos USD 11,000 millones se acumularon reservas netas por casi USD 9,500 millones
- Mejora en la paridad de los bonos y caída del riesgo país que ya lleva una reducción de 500 puntos básicos con Milei.
- Canje exitoso de deuda y mejora en la estructura del balance del Central, aunque a costa de una fuerte licuación de la oferta monetaria y de una sensible escasez de crédito privado.
- Reducción de la brecha cambiaria a niveles cercanos al 20%.

Lo positivo de estos indicadores estuvo asociado con una mejora en los fundamentos macro. El anuncio de Caputo respecto de que, en el primer bimestre del año, la Argentina pudo generar superávits gemelos en un contexto de desaceleración de la inflación también fue en ese sentido: En febrero se repitió el superávit fiscal primario, llegando al 0.5% del PBI. Fue el resultado, sobre todo, de una muy marcada contracción del gasto –superior a un tercio del total en términos reales– ya que, debido a la recesión, la recaudación tributaria se redujo en términos reales. La caída en las necesidades de financiamiento público impulsó el incremento en la paridad de los bonos.

• Hay dos rasgos del ajuste fiscal que podrían retrasar el levantamiento del cepo

El primero es que la política fiscal continúa acentuando su sesgo procíclico. Esto reduce la recaudación tributaria y abre interrogantes sobre la sustentabilidad del aporte que el ajuste fiscal está haciendo a la tranquilidad financiera.

El segundo es que sigue aumentando el peso de los tributos asociados con el comercio exterior y el sector transable. Como el impuesto país, lo que es una mala noticia para la competitividad y, eventualmente, la eliminación del cepo ya que ese impuesto es un componente relevante del mismo y habría que encontrar una fuente sustituta de lo que aporta ese tributo al presupuesto.

Para levantar el cepo se necesita un tipo de cambio competitivo

- El superávit comercial de febrero fue positivo por tercer mes consecutivo y se ubicó en US\$ 1438 millones. Se va cumpliendo la expectativa de que la Argentina genere un superávit comercial de entre US\$ 14.000 y US\$ 15.000 millones este año, lo que haría que se vuelva a generar superávit de cuenta corriente. Este es un dato excelente: el superávit de cuenta corriente es la única fuente de dólares que haría posible contar con reservas para levantar el cepo sin endeudarse.
- Un par de hechos ensombrece este buen panorama externo, cuando se piensa en eliminar las restricciones cambiarias. El superávit comercial está siendo muy ayudado por la caída de la demanda de importaciones inducida por la recesión. Si la economía pega la vuelta en V, esa demanda se va a reactivar y este efecto se va a potenciar en la medida que la recesión se dé en el marco de un tipo de cambio más apreciado.

Además, todavía subsisten restricciones para el pago de importaciones que deberán ser eliminadas en un proceso de eliminación del cepo. Más allá de esto, lo cierto es que se proyecta que el superávit se mantendrá en el futuro gracias al cambio de signo en la balanza energética y el aporte del agro.

- La inflación minorista cayó casi doce puntos en relación con el máximo que se registró en diciembre, luego de la devaluación y se ubicó en 13.2%. Aún más marcada fue la desaceleración en mayoristas, que crecieron por debajo del IPC. La desaceleración la lideraron los productos importados con un crecimiento de sólo 2.7%. El gobierno espera que la desaceleración continúe, pero un flanco débil del proceso es que la devaluación oficial sigue firme en 2% mensual.

- La gran disparidad que se observa entre el ritmo de aumento de los precios y el del tipo de cambio oficial podría darle más oxígeno al cepo. Esto es así porque la competitividad se está resintiendo y se están perdiendo aceleradamente los beneficios de la devaluación: desde el 11 de diciembre el tipo de cambio real multilateral perdió un 35% de su valor.

No hay que olvidar que el cepo existe justamente porque se lo usa para deprimir la demanda de dólares en contextos de atraso cambiario. **Un tipo de cambio real competitivo es una condición necesaria para levantar el cepo.** Aun si las conversaciones con el FMI y el Tesoro norteamericano fructificaran bajo la forma de un préstamo adicional para eliminar el cepo, lo cierto es que ello sólo permitiría acelerar los tiempos. Sería difícil para la Argentina poder integrarse a los mercados financieros globales con un tipo de cambio no competitivo y seguramente no contaría con la venia del Fondo para intentarlo.

Los costos del ajuste y el crecimiento sostenido

El tipo de cambio real aún está bastante arriba del nivel que dejó Fernández, pero si la política cambiaria mantiene el crawling del 2%, está claro que el gobierno va a enfrentar un dilema complicado a muy corto plazo: acelerar el ritmo de devaluación para proteger la competitividad y levantar los controles cambiarios a mayor velocidad o no hacerlo para permitir una caída más rápida de la inflación y un rebote más fuerte de la actividad.

La tentación de atrasar el tipo de cambio es difícil de resistir en una economía en la que al menos dos terceras partes del PBI las produce el sector no transable y donde los ingresos reales de los sectores de menores recursos mejoran sensiblemente cuando un dólar barato se traduce en menor valor relativo de los alimentos y otros componentes de la canasta básica.

Ese es el dilema que genera la conexión entre la velocidad de levantamiento del cepo y la recesión. Si la recesión se profundiza y alarga, es muy probable que la paciencia que la población está mostrando frente al ajuste sufra una erosión, lo que atentaría contra la sustentabilidad del programa actual y potenciaría los costos políticos.

Bajo estas circunstancias, ¿qué caminos tiene el gobierno para lograr una salida de la recesión que no implique un atraso cambiario y un sesgo en contra del sector transable? La respuesta es: levantar lo más rápido posible las restricciones cambiarias de forma de robustecer fuertemente los incentivos para atraer inversiones al sector transable de la economía. Se trataría de una recuperación en “V”, con “V” de virtuosa ya que se basaría más en una recuperación de la demanda agregada basada en la inversión y la competitividad que en el consumo.

La alternativa virtuosa, no obstante, es de difícil concreción porque las condiciones macroeconómicas para un levantamiento rápido del cepo no están dadas. **Las mejores alternativas que quedan disponibles, por ende, pertenecen al mundo del “segundo mejor”. Seguir una estrategia de segundo mejor no implica renunciar al óptimo, sino buscarlo a partir de las restricciones concretas que impone la realidad.**

En un mundo de “segundo mejor”, ¿qué significa levantar el cepo?

Hay al menos tres alternativas que podrían aplicarse:

1) Opción modesta

Levantamiento gradual de las restricciones cambiarias, empezando por las que traban el comercio exterior y, quizás, los pagos de dividendos y otros ítems menores. Se mantienen las trabas a los movimientos de capital y un tipo de cambio oficial y varios libres. El beneficio principal es la señal sobre el rumbo futuro, así como aliviar el peso muerto del cepo sobre la eficiencia en la asignación de recursos.

2) Opción intermedia con mercado dual

Liberación total del segmento de transacciones financieras dejando flotar el valor del peso y fijación de un tipo de cambio para transacciones comerciales de bienes y servicios reales. El beneficio es que ordena las expectativas y se acerca bastante más a la normalidad. Dificultad mayor: supone liberar las tasas de interés y eliminar la “licuadora”, por lo que la hoja del Central debería estar ya ajustada.

3) Aspiración de máxima: liberar todo

Si la demanda de dinero fuera estable, el Banco Central creíble y los precios relativos estuviesen en orden, sería el momento de apostar todo a la virtud. Pero lograr estas condiciones tiene como condición sine-qua-non salir de la situación de emergencia, implementar un plan de estabilización integral y definir qué régimen monetario y cambiario adoptará la Argentina de forma permanente.

¿Qué alternativa es factible que elija el gobierno a la luz de los dilemas y alternativas que enfrenta? Por estos días Caputo hizo declaraciones sobre el rumbo que desea tomar. De sus afirmaciones surgen tres puntos clave:

- **El sendero que eligió para levantar el cepo es pragmático y gradualista.** Afirmó que sólo van a “sacar el cepo cuando estén seguros de que no hay riesgo para los argentinos” y que una prioridad es “recomponer el balance del Banco Central”. Si esta condición se lograra, se pasaría a una competencia de monedas antes que a una dolarización. Esto apunta a corto plazo más en el sentido de la alternativa (1) que de la (2) y, menos aún, la (3).
- **El ministro también enfatizó la necesidad de “empezar a crecer, en lo posible desregulando”.** La referencia a lo “posible” sugiere que se asigna prioridad al crecimiento. No se puede descartar, por ende, que no vayan a aparecer problemas con la competitividad del tipo de cambio que retarden la desarticulación de ciertas regulaciones incluidas en el cepo. Ejemplo: el impuesto país y las restricciones a la importación.
- Si bien Caputo no quiere exponerse a sobresaltos, **no descartó que una negociación exitosa para conseguir más fondos del FMI podría acelerar el proceso.**



ABECEB

hacemos **más real** la economía real

ejecutivodecuentas@abeceb.com

www.abeceb.com



[abeceb-com](https://www.linkedin.com/company/abeceb-com)