

# “Vamos a tener que salir del cepo sin reservas”

09/08/2024



En el último webinar desarrollado por el Grupo Cohen el economista **Fausto Spotorno**, director de la consultora Orlando Ferreres y Asociados, analizó el programa económico que lleva adelante el gobierno y sopesó el impacto que tendrá la salida del cepo cambiario.

A continuación, un resumen de su exposición:

\* “El gobierno empezó con la famosa fase 2 del programa económico, que en realidad es una fase intermedia. Claramente hay dos objetivos del gobierno que son claves: ordenar la cuestión fiscal y la cuasi fiscal, es decir el ordenamiento patrimonial del Estado. Simplificando es canjear deuda del Banco Central a bonos del Tesoro”.

\* “Cuando uno mira los nombres de las fases, tiene sentido. Primero había que ordenar las cuentas del Estado para después ir por el Banco Central. La fase 3 será efectivamente la salida del cepo, que ya empezó a aparecer con algunas normas.

Me parece que es lo razonable en cuanto a esquema de programa económico, que yo llamo de transición”.



\* **“Milei hace 8 meses hablaba de desregulación y dolarización. Ese programa todavía no está en funcionamiento. Esto es algo que podría haber hecho Juntos por el Cambio o hasta un gobierno de Massa”.**

\* **“El tema son las consecuencias o cómo afecta este programa a la economía. Primer efecto: hay una reducción fuerte de la emisión monetaria y eso hace que la inflación baje y siga bajando. El dato de inflación de julio estaría dando 3,5%, mientras que la núcleo nos da 2,2%. Es decir que cuando el ministro dice que la inflación será del 1% en septiembre, está hablando de la tendencia”.**

\* **“La inflación sigue siendo a la baja y es el resultado que el gobierno quiere mostrar. Para el año que viene estamos previendo algo mucho más bajo, que puede rondar el 30% anual. El año que viene estaremos hablando de una inflación mensual del 1,5%. Veremos cómo marcha el tema tarifas, que sigue necesitando correcciones”.**

\* **“El otro punto que el gobierno quiere coordinar es el tipo de cambio. Ahí es donde está el mayor riesgo, la mayor dificultad real. Recordemos que en una economía con cepo la brecha es el tipo de cambio de mercado. Que la brecha se achique o se agrande depende mucho del mercado. Aquí surge el problema de la fase 3”.**

\* **“A medida que avanza, el gobierno tiene menos perillas para manejar el problema. La parte fiscal era plenamente del gobierno, era un tema político. En la segunda fase hay menos perillas, se puede tocar el programa y la tasa de interés, pero el mercado empieza a jugar su juego. En la fase 3, la salida del cepo, ya no se controlan las variables. Pueden querer hacer converger el tipo de cambio al precio oficial,**

**pensar en un aterrizaje suave”.**

\* “Lo cierto es que eso no es tan fácil de hacer porque del otro lado el mercado juega. 1.450 pesos es el tipo de cambio promedio histórico de cuando estuvo alto. El tipo de cambio de cuando Argentina sí generó confianza es de \$650. Es decir, 900 pesos es bajo pero no terriblemente bajo. Si el tipo de cambio entonces no es tan bajo, no tiene sentido cambiar el programa económico por un atraso leve. Sí hay un problema de precios relativos, que es espantoso”.

\* **“¿Cuál es el tipo de cambio en el cual no entran ni salen capitales? Más o menos en 1.200 estaría ese monto”.**

\* “La pregunta es, ¿a qué tipo de cambio irá la economía cuando salgamos del cepo? Es poco probable que estemos por debajo de 1.000 hasta que entren capitales. Se puede ir a 1.400, que es muy alto. Los capitales no llegarán de un día para el otro. Cada vez que hubo unificación cambiaria, el tipo de cambio subió, no tendió a bajar”.

## **CORTO PLAZO**

\* **“Si fuera ministro de Economía, estaría cerca de salir del cepo. La inflación está bajando bastante, sobre todo la núcleo, que está a nada del 1%. En el mundo en general las políticas monetarias se definen por la núcleo. La total es la más volátil, la otra marca la tendencia. A este ritmo la núcleo estará en 1% hacia septiembre”.**

\* “Al tema tarifas el gobierno lo está postergando porque quieren dar señales de táctica económica. Cada tanto quiere mostrar cómo viene bajando la inflación. Para que ese número se refleje en los datos de inflación, tiene que sacar los componentes más volátiles”.

\* **“Esto nos lleva a preguntarnos por las deudas con las generadoras de energía. ¿Cómo está eso? Esto dice que el año que viene habrá que subir tarifas, y bastante”.**

\* “Cuando el gobierno presentó el programa en diciembre, ya no tenía pensado tanto aumento de tarifas. Eso terminará jugando sobre la inflación del año que viene. No se terminará con el proceso hasta finales del 2026”.

\* **“Por eso va a costar que el año que viene baje la inflación un poco más. La luz no entra en la núcleo, pero el comerciante cuando le suban las tarifas va a aumentar el precio de lo que vende. Y eso sí aparecerá en la inflación núcleo”.**

\* “Si la actividad económica reflota un poco, habrá una inflación algo más viva pero con un nivel mucho más bajo. Estaríamos hablando de un poco arriba del 2% mensual. No me extrañaría tener un mes de 3% por el aumento de las tarifas”.

\* **“Hasta mayo teníamos el proceso de suba de reservas y se sostenía porque las empresas estaban super stockeadas. Comenzaron a vender al precio más alto que podían. Una vez que limpiaban el stock, había que pensar en el precio de reposición de todo eso y ahí se recalentó el tema precios por el asunto de la brecha”.**

\* “Una vez que se agota el proceso y hay que reponer stock, hay que ver cuál es el tipo de cambio, cuánto tiempo tarda el proveedor, y ahí se empieza a ver la brecha cambiaria como parte de toda esta estructura. ¿Y cuál es el tipo de cambio?”

\* **“El pass through va a estar. Por eso Milei dice que no va a salir del cepo hasta que la inflación sea 1% mensual. El pass through histórico es del 40%. Es decir, si devalúa 100%, la inflación salta al 40%. Yo tiendo a pensar que va a ser menos que las variables históricas”.**

\* “La mitad de los bienes transables, los exportables, se van a corregir en precios por la devaluación. Hay que ver los importables. Tal vez el pass through entonces sea del 25%. El tipo de cambio implícito en el IPC hoy es de \$1.200. En principio estamos hablando que si se revalúa a ese precio no debería haber mucho impacto en los precios”.

**\* “Cuanto más ordenadas estén las expectativas, menor serán las correcciones para hacer. Así se evitaría el salto cambiario. Pero la mayoría corrige los precios para arriba y después ve”.**

## **RESERVAS**

**\* “Sacando julio, que hubo pago de deudas, en los próximos meses habrá necesidad de uso de divisas de u\$s 7.000 por mes. Luego comenzará a bajar. ¿Qué hay para financiar esto? Las exportaciones. Los 7.000 no se pueden cubrir nunca, pero se pueden cubrir 5.000. Terminarían faltando 3.600 millones para cerrar el año”.**

**\* “Mi sensación es que vamos a estar más del lado del faltante de dólares, pero 3.600 millones no es dramático para nadie. Tal vez sea menos. No es terrible para el segundo semestre pero tampoco es que estemos acumulando reservas”.**

**\* “El futuro va a ser manejar la escasez de dólares. Vamos a tener que salir del cepo sin reservas, como pasa siempre. Esto tiene lógica. El cepo por naturaleza genera brecha cambiaria y reduce las reservas, porque nadie quiere traer divisas si no puede luego sacarlas”.**

**\* “Tendrían que decir cuándo vamos a salir del cepo. Por ejemplo, avisar que será antes de fin de año. Así el inversor ya puede traer los dólares porque sabría que el año que viene no habría cepo”.**

**\* “Si la Argentina consolida el equilibrio fiscal, unifica el tipo de cambio y sale del cepo definitivamente, creo que el tipo de cambio puede ir apreciándose. Pero no esperaría algo tan violento como en la época de Macri o en los '90, esto por el equilibrio fiscal”.**

**\* “Con equilibrio fiscal a lo sumo se necesita deuda externa para pagar vencimientos, pero la entrada de dólares para financiar al fisco es chiquita. Los dólares que entren por el**

**RIGI serán parte de un proceso más lento, de acuerdo al avance de los proyectos. Eso hará que la oferta de dólares no sea tan grande”.**

**\* “No habrá un volumen de dólares que nos lleve a una apreciación cambiaria como la que hubo en el gobierno de Macri”.**

**\* “Para el día después me imagino que habrá una flotación sucia. Es decir, dejarlo flotar pero trato de intervenir cuando el tipo de cambio tiene mucha volatilidad. Es un entre bandas más flexible. Para eso se necesitan reservas. No me extrañaría que haya entonces una búsqueda de financiamiento internacional para sumar reservas. Hay que ver si los argentinos también están dispuestos a vender dólares para tener más pesos y que la economía funcione normalmente, porque hoy está muy poco monetizada. Ese proceso creo que se va a dar”.**

**\* “Si no hay reservas o se van construyendo muy de a poco, no habría otra más que dejar flotar el tipo de cambio. Pienso inicialmente en una flotación sucia. Al presidente le gustaría que el tipo de cambio fuera a 1.000, así después el quitamos 3 ceros y vamos a una paridad simbólica. Pero no va a ser”.**

**\* “Mientras haya un problema inflacionario, la tasa de interés es clave. Puede afectar mucho la actividad económica. Se necesita tener un control sobre eso. La tasa es la microafinación de la política monetaria”.**

**\* “En cuanto a la actividad económica, creo que vamos hacia el ciclo histórico con algún riesgo de frenada. Si definimos recesión desde el momento en que la economía dejó de crecer, eso ocurrió en mayo de 2002 y duró hasta el tercer trimestre del 2023. Ahí hubo un rebote milagroso y luego en noviembre iniciamos otra recesión. Si ponemos ahí el punto de inicio, deberíamos calcular en 18 meses para que recupere todo lo perdido”.**

\* **“Ahora ya tocamos el piso, eso parece. El dato del EMAE de mayo mostró un rebote. En junio la industria dio caída. Sacando el agro, estamos viendo una leve caída de la actividad económica. Algunos sectores están para arriba y otras para abajo. Estamos en un piso. El Índice General de la Actividad Económica que armamos nosotros da positivo”.**

\* **“Mi estimación es que en algún momento del tercer trimestre veremos señales de recuperación. En el cuarto se estaría consolidando esa recuperación, y el año que viene seguiríamos así todo el año, sobre todo si salimos del cepo, baja la inflación y se ordena la economía”.**

\* **“Tengo dos preocupaciones: salir mal del cepo y que se vaya el tipo de cambio al demonio; o salir del cepo y que la credibilidad ganada se pierda. Si el equilibrio fiscal se sostiene, todos los riesgos están limitados”.**

\* **“Hay más solidez de la que se ve, pero hay que consolidarlo. En el tema jubilatorio hay que consolidarlo subiendo la edad jubilatoria de las mujeres. También hay que cerrar oficinas públicas y demás. Al tema obra pública hay que encontrarle una solución. Si la economía empieza a recuperarse la economía va a demandar infraestructura, mejores rutas y demás. Hay obras públicas que hay que hacer”.**

**“Para el día después me imagino que habrá una flotación sucia. Es decir, dejarlo flotar pero trato de intervenir cuando el tipo de cambio tiene mucha volatilidad”, explicó Fausto Spotorno.**

**Fuente: La Prensa**