



# Artículos



**Año 1 - Edición Nº 2 - 26 de Agosto de 2024**

## La “D” que demora la salida del cepo; ¿deuda o dólar?

**Jorge Vasconcelos**

[jvasconcelos@ieral.org](mailto:jvasconcelos@ieral.org)

Cuando se comparan las políticas de arranque de los gobiernos de Macri y Milei, se advierte que la actual gestión ha sido mucho más agresiva en la reversión del déficit fiscal, pero luce más conservadora para levantar los cepos en los mercados de cambios y de comercio exterior. Se alude a la falta de dólares en poder del Banco Central para dar ese paso, pero el problema es que la continuidad del cepo mantendrá deprimidas las reservas. Un verdadero círculo vicioso. La unificación del tipo de cambio implicaría una devaluación del peso respecto de la paridad actual en el mercado oficial, pero no de una magnitud significativa dado el férreo control del gasto público y los indicadores actuales del sector externo. ¿Justifica ese riesgo el posponer sin fecha la salida de los cepos? El problema más difícil de resolver no está ahí. El tema son los vencimientos de deuda pública, externa y doméstica, su impacto sobre las expectativas y el temor a un efecto dominó por la elevada proporción de bonos del Tesoro en los activos del sistema bancario. En este flanco hay una desventaja de las condiciones de 2024 cuando se las compara con 2015.

Ilustra este punto el hecho que el actual nivel del riesgo país, en torno a 1500 puntos, contrasta con 480 puntos que se registraban a fin de 2015 en medio del traspaso de mando presidencial. No sólo eso, la acumulación de deuda pública en los últimos cinco años y la falta de demanda genuina del mercado llevó tanto a la gestión anterior como a la actual a generar fuertes incentivos para que las entidades financieras se convirtieran en demandantes de bonos, y la consecuencia de esta política es que hoy casi el 50 % del activo de los bancos está aplicado a títulos públicos, un ratio que en 2015 era del orden del 28,0%.

Sin el cepo ni la participación del sistema financiero en las licitaciones, hubiera sido imposible para la gestión anterior emitir deuda pública doméstica por el equivalente a 10,2 % del PIB en 2023, tal como consta en el último staff report del FMI. Pues bien, para 2025 ese mismo documento proyecta amortizaciones de deuda pública interna equivalentes a 9,4 % del PIB, en un contexto en el que esos pasivos llegan casi a triplicar, en términos del PIB, las magnitudes de 2015. Este podría ser uno de los principales factores por los que el gobierno duda en levantar restricciones que, en los últimos años,

han permitido que el sector público pueda “cazar” pesos “en el zoológico” para la refinanciación de sus vencimientos.

### Indicadores seleccionados 2015 vs 2024

Variable	2015	2024
Riesgo país en pbs (Nov-15 vs Ago-24)	486	1.547
Títulos públicos en % del Activo de los bancos (Nov-15 vs Ago-24)	26,4%	49,4%
Tipo de Cambio Real Multilateral (Ene-16 vs Ago-24)	100,0	90,9
Términos de Intercambio (Nov-15 vs Ago-24)	100,0	98,9

Fuente: IERAL en base a fuentes varias

El tema es que los cepos no permiten lograr “dos objetivos a la vez”. Su continuidad complica sobremanera el flanco externo, ya que es un instrumento contraindicado para acumular reservas en el Banco Central. Y de aquí a principios de 2016 hay vencimientos de deuda externa por 13,0 mil millones de dólares en el mercado (aparte de los compromisos con organismos multilaterales).

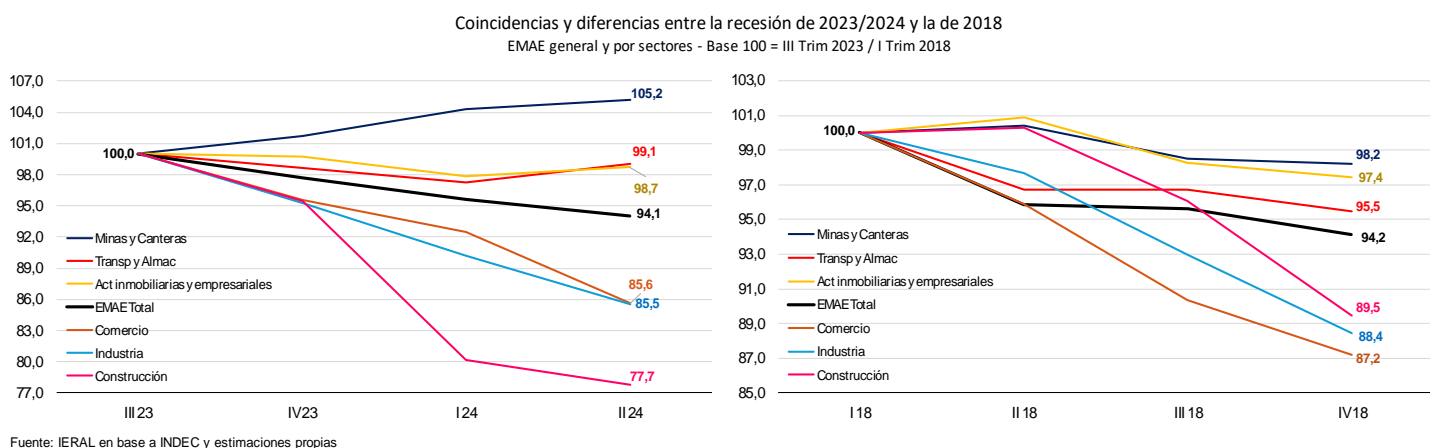
Además de las trabas para el ingreso de capitales que significa la persistencia de los cepos, en su actual versión hay normas que restringen aún más la posibilidad de acumular reservas. Es el caso del “blend”, por el cual el 20 % de las exportaciones se liquidan a través del mercado libre, sin ingresar al mercado oficial, con el objetivo de mantener bajo control la brecha cambiaria. En función de este mecanismo, en 2024 el BCRA habrá de capturar sólo una cuarta parte del superávit comercial. De 20,0 mil millones, lo que se estará liquidando por el mercado oficial serán 5,0 mil millones de dólares, aproximadamente.

De cara a 2025, la balanza comercial se habrá de deteriorar por el aumento de importaciones que conlleva la salida de la recesión, pero por Vaca Muerta habrá cierta compensación, ya que el superávit de la balanza comercial energética podría pasar de 4,5 mil millones de dólares en 2024 a 8,0 mil millones en 2025. Y, si la caída del precio de las commodities (de la soja en particular) se estabilizara en los actuales niveles, una fracción de esa merma se puede compensar con mayores rindes. El gran tema es la continuidad o no del “blend”, es decir, si tres cuartas partes del superávit comercial se sigue aplicando a contener la brecha cambiaria, o si esas divisas se canalizan plenamente al mercado oficial.

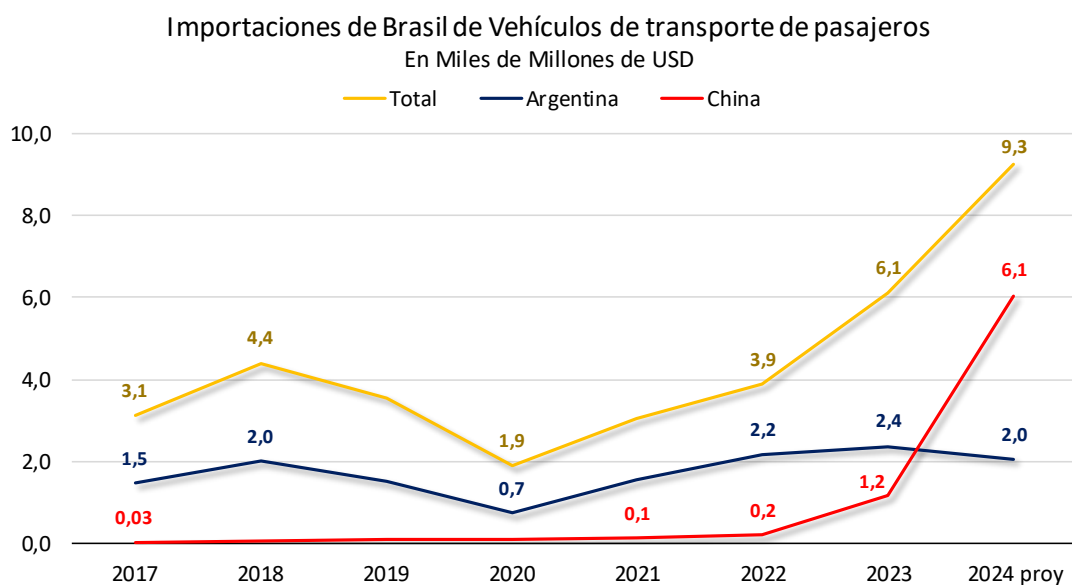
El gobierno también podría acelerar la marcha de las negociaciones con el FMI, procurando obtener algún dinero fresco, de modo de despejar el horizonte de vencimientos de deuda. Pero esta opción despertaría las expectativas de devaluación, dado que el staff del Fondo ha sido claro en sus recomendaciones.

En el escenario en el que los cepos continúan, la acumulación de reservas seguirá complicada, por lo que esa política debe ser complementada con fondos ad-hoc. Aunque el blanqueo de capitales sea exitoso, no va a alcanzar. El costo y el volumen del resto de las divisas que se consigan con “ingeniería financiera” será el test que defina si los próximos pagos amplían o no el horizonte, y esto tendrá

impacto en el nivel del riesgo país. Por el momento, las gestiones oficiales (repo con garantía de bonos) estarían chocando con la exigencia de tasas de interés muy caras (de dos dígitos) para cerrar operaciones destinadas a cubrir los vencimientos de enero 2025, del orden de los 4,3 mil millones de dólares.



Mientras tanto, los datos de actividad confirman la profundidad de la recesión. Tomando como base el tercer trimestre de 2023, para el segundo trimestre de 2024 la medición desestacionalizada arroja una caída del PIB del 6,0 %, con una gran brecha entre sectores, ya que minería e hidrocarburos se está expandiendo un 5,2 %, mientras la construcción se contrae un 22,3 %. La industria retrocede 14,5 % respecto del tercer trimestre de 2023, por el mercado interno, pero también por las dificultades para aumentar exportaciones, pese a la devaluación de fin de año. A propósito de la competitividad industrial, habrá que estar atentos a la inminente ruptura del statu-quo en el seno del Mercosur, por la irrupción de China en el mercado de Brasil, con conquista de market share e inversiones significativas en segmentos como el automotriz.



\* Año 2024 proyección preliminar en base a datos oficiales del período ene-jul

Fuente: IERAL en base a Comex Stat - MDIC de Brasil

En un plano más coyuntural, el tercer trimestre podría mostrar números levemente positivos del PIB respecto del segundo, a juzgar por datos parciales de julio y agosto. De las tres turbinas posibles, están funcionando dos, la lenta recuperación del poder adquisitivo y el crédito al sector privado, aunque éste todavía pondera muy poco en el PIB. La entrada de capitales (la tercer turbina) depende de los tiempos de salida del cepo.

El descenso de la tasa de inflación al entorno del 4,0 % ayuda a la recomposición del poder adquisitivo, con salarios variando al 6,0 %. Para agosto incluso hay chances de un IPC que empiece con 3,.... De todos modos, la convergencia al 2,0 % no es sencilla, por lo que también hay que estar atentos a un eventual endurecimiento de la política monetaria para lograrlo.

Esta publicación es propiedad del Instituto de Estudios sobre la Realidad Argentina y Latinoamericana (IERAL). Dirección Osvaldo E. Giordano. Dirección Nacional del Derecho de Autor Ley N° 11723 - N° 2328, Registro de Propiedad Intelectual en trámite. Se autoriza la reproducción total o parcial citando la fuente. Sede Buenos Aires y domicilio legal: Viamonte 610 2° piso, (C1053ABN) Buenos Aires, Argentina. Tel.: (54-11) 4393-0375. Sede Córdoba: Campillo 394 (5001), Córdoba., Argentina. Tel.: (54-351) 472-6525/6523. E-mail: [info@ieral.org](mailto:info@ieral.org) [ieralcordoba@ieral.org](mailto:ieralcordoba@ieral.org)



**IERAL**

Para más artículos, ingresá a nuestra web

**ieral.org**