

# ARITMÉTICA MONETARIA Y TRANSICIÓN: ¿CUÁN LEJOS ESTÁ “LA COMPETENCIA DE MONEDAS”?

## RESUMEN

- *Las declaraciones del presidente terminaron de delinear la idea de que el esquema económico en marcha debe interpretarse como un plan de transición al que le sucederá un programa cuyo núcleo central será una reforma monetaria amplia, aunque de características todavía inciertas*
- *La transición económica en marcha puede ordenarse a partir de tres pilares centrales que dan forma a los objetivos y sientan las bases de la reforma futura, estos son: (i) consolidación fiscal; (ii) acumulación de reservas y (iii) licuación para reducir el tamaño de los activos en pesos.*
- *Así, en el plano monetario el esquema se propone restaurar la proporcionalidad entre la cantidad de pesos emitidos por el BCRA (ya sean pesos circulantes o contenidos a través de pasivos remunerados) y los activos en moneda extranjera de la entidad (las reservas internacionales).*
- *El cálculo del tipo de cambio de conversión teórico que posibilitaría el rescate de los pasivos monetarios en pesos del BCRA es un indicador que permite dimensionar la dirección y velocidad del programa. Mientras que a fines de diciembre el tipo de cambio implícito de dicha operación hubiera rondado los \$13.000 por dólar, a fines de febrero hubiera demandado un tipo de cambio teórico de \$4.650.*
- *Suponiendo el sostenimiento de las tendencias actuales podrían alcanzarse altos niveles de cobertura hacia principios del cuarto trimestre del año. El acceso al financiamiento externo, el adelantamiento de exportaciones del sector agropecuario y/o la irrupción en la agenda de una “última” devaluación oficial podrían ser piezas que permitan acelerar los tiempos de la agenda.*
- *Mientras tanto, la emisión de seguros de liquidez por alrededor de \$9 billones para la deuda pública en manos de los bancos (puts del BCRA) configura un factor de riesgo que pesa sobre la estrategia en curso, aunque resulta difícil de mensurar por la opacidad de la información (se desconoce el stock de puts no ejecutados).*
- *En este marco, el gobierno enfrenta tres amenazas que podrían impulsar la aceleración de los tiempos de la transición, o dificultar la aplicación de su reforma: i) un deterioro del resultado fiscal que debilite y tense la situación política del gobierno; ii) la consolidación de un límite al proceso de desinflación mayor al esperado por el gobierno que afecte los márgenes del ajuste en términos políticos y sociales, y iii) el agotamiento del esquema de controles cambiarios que sustenta el proceso de acumulación de divisas, con ampliación de la brecha cambiaria y las presiones devaluatorias.*

## LOS TRES PILARES DEL PLAN DE TRANSICIÓN

Las últimas declaraciones de las autoridades confirmaron la idea de que el esquema económico en marcha debe interpretarse como un plan de transición al que le sucederá un programa cuyo núcleo central será una reforma monetaria amplia de características todavía inciertas (¿apertura del cepo-competencia de monedas-dolarización?). En este marco, las decisiones económicas pueden ordenarse a partir de tres pilares centrales que dan forma a los objetivos de esta transición y sientan las bases de la reforma futura, estos son: (i) consolidación fiscal (“la motosierra”); (ii) acumulación de reservas (“saneamiento del BCRA”), y (iii) licuación (“la licuadora”).

En primer lugar, el gobierno prioriza la rápida consecución del **equilibrio fiscal como uno de los núcleos centrales de la estrategia**. Independientemente del cuestionamiento que puede realizarse sobre su limitada eficacia antiinflacionaria en un contexto de elevada inercia (punto sobre el cual insistimos en informes anteriores), la rápida obtención del superávit primario constituye un canal relevante en la dinámica monetaria, en tanto no solo interrumpe

la emisión de pesos para el financiamiento del déficit, sino que también se propone colaborar con la destrucción de pasivos monetarios del BCRA a través de la recompra de deuda (ver sección siguiente). Además, la búsqueda del equilibrio fiscal financiero conforma una señal política, que busca acelerar los plazos de acceso al financiamiento internacional y opera como una herramienta de disciplinamiento sobre los actores y una demostración de fuerza hacia los mercados.

En segundo lugar, sobresale el objetivo de **acumulación de reservas internacionales**. Para ello el gobierno implementó una poco ortodoxa combinación de devaluación extrema del tipo de cambio oficial (+117%) con el sostenimiento de estrictos controles cambiarios y a los pagos de importación. Así, el enfoque para el sector externo no solo planteó la necesidad de cambiar los precios relativos (en conjunto con los aumentos de combustibles, tarifas de servicios públicos, la supresión de precios justos y otros acuerdos sectoriales) sino fundamentalmente fortalecer el Banco Central e incrementar los dólares disponibles de cara a una eventual reforma monetaria. La decisión de impedir el acceso al mercado oficial de las deudas comerciales heredadas, la implementación de un nuevo esquema de postergación para el pago de importaciones y la suba del impuesto PAIS conforman un conjunto de decisiones que priorizan la compra de divisas por parte del BCRA. En este marco, la implementación del BOPREAL que oficializa la canalización de deudas comerciales al tipo de cambio financiero, el sostenimiento de restricciones para la operatoria MEP-CCL de la CNV y el establecimiento de un dólar *blend* para las exportaciones (80% en el mercado oficial y 20% en el CCL), garantizan una importante oferta de divisas en el mercado financiero (CCL) y mantienen la brecha cambiaria bajo control al tiempo que se posterga demanda de divisas en el mercado oficial.

Por último, la inflación muy alta en el marco de una política fiscal contractiva y una tasa de interés real muy negativa, ponen en funcionamiento un **proceso de licuación**, tanto del gasto público como de los activos financieros en pesos. El hecho de sostener una tasa de interés sumamente negativa es un aspecto peculiar de la transición, solo sustentable en el marco de un cepo cambiario efectivo. Generalmente, la tasa de interés en períodos de debilidad del sector externo suele colocarse en terrenos positivos a fin de colaborar con la estabilización. En este caso, el objetivo es claramente otro y está vinculado con la licuación y achicamiento de los activos en moneda local para facilitar/posibilitar el proceso de reforma monetaria posterior.

En síntesis, las políticas de los primeros meses pueden entenderse como una estrategia de transición hacia una reforma monetaria, en la que la política fiscal, cambiaria y monetaria tienen como principales objetivos la reducción del déficit fiscal, la acumulación de dólares y el achicamiento de la economía mediante un fuerte proceso de licuación. La evolución de las variables monetarias y financieras, así como la tolerancia política y social al esquema en curso (que determinará su duración), serán fundamentales para comprender plazos y factibilidad de la reforma que asoma en el horizonte del gobierno.

## ESQUEMA 1 – PILARES DE LA TRANSICIÓN HACIA LA REFORMA MONETARIA



Fuente: Elaboración propia

## LA ARITMÉTICA MONETARIA DEL PLAN CAPUTO

El esquema monetario del **Plan Caputo** se propone restaurar la proporcionalidad entre la cantidad de pesos emitidos por el BCRA (ya sean pesos circulantes o contenidos a través de pasivos remunerados) y los activos en moneda

extranjera de la entidad (las reservas internacionales). El esquema de “saneamiento del balance del BCRA” resulta compatible tanto con un horizonte de levantamiento de los controles cambiarios (coloquialmente “cepo”), como con un intento de dolarización de la economía y eliminación del Banco Central (que implicaría un rescate compulsivo del dinero y los pasivos remunerados del BCRA).

Ambas opciones (apertura del cepo y dolarización) forman parte del difuso norte económico que proponen las autoridades, y que en los últimos días fuera presentado por el presidente como etapas sucesivas de un programa orientado a la “libre competencia de monedas”. Sea cual sea el objetivo final, frente a una economía con abundancia de pesos y escasez de dólares las autoridades se propusieron en simultáneo reducir el tamaño de los pasivos en moneda local del BCRA (licuando y sustituyendo pasivos remunerados en pesos) a la vez que acumulan reservas internacionales (aplicando una gran devaluación y sosteniendo el cepo).

## ESQUEMA 2 – BASES PARA UNA REFORMA MONETARIA



- (1) ELIMINACIÓN DEL FINANCIAMIENTO MONETARIO
- (2) SUPERÁVIT PRIMARIO PARA ESTERILIZAR
- (3) TASA NEGATIVA PARA REDUCIR EN TÉRMINOS REALES
- (4) BOPREAL PARA ESTERILIZAR



- (1) DEUDA COMERCIAL AL PARALELO + BLEND 80-20
- (2) POSTERGACIÓN DE PAGOS DE IMPORTACIONES
- (3) ACUM.RIN
- (4) RENEGOCIACIÓN CON FMI
- (5) BÚSQUEDA DE NUEVO FINANCIAMIENTO

Fuente: Elaboración propia

Desde el inicio de su gestión y hasta el 27 de febrero la cantidad de pesos en la economía se expandió fundamentalmente por 4 motivos: (i) los intereses pagos por los propios pasivos remunerados del BCRA (\$6,4 billones); (ii) la ejecución de seguros de liquidez del BCRA (\$5,5 billones de puts y otros); (iii) la compra de dólares por parte del Banco Central (\$5,7 billones), y (iv) la cancelación de LEDIV que respaldaban depósitos dólar link ofrecidos en el final de la gestión anterior (\$3,7 billones). En paralelo, el gobierno buscó contraer la cantidad de pesos en circulación a través de: (i) la recompra de títulos al BCRA (\$8,1 billones); (ii) la emisión del BOPREAL (\$5,3 billones) y la emisión de nuevos pasivos remunerados en moneda doméstica (\$7,8 billones).

## GRÁFICO 1 – FACTORES DE VARIACIÓN DE LA BASE MONETARIA ENTRE 7-DIC-23 Y 27-FEB-24



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del BCRA

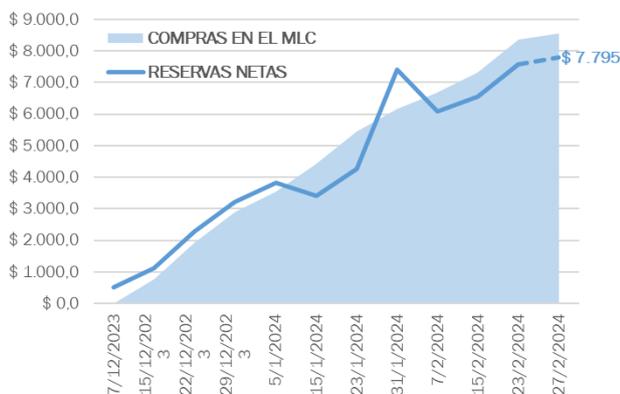
En lo que refiere a la compra de reservas, el BCRA estableció un esquema pragmático que busco maximizar las compras de divisas. En este sentido combinó: (i) una devaluación del tipo de cambio oficial mayor al 100%, (ii) el aumento del impuesto PAIS que encarece aún más las importaciones, (iii) la aplicación de un esquema de acceso al mercado oficial para pagos de importaciones que implica sostener el impulso a la acumulación de la deuda comercial, (iv) la decisión de tramitar en el mercado financiero las deudas comerciales heredadas de la gestión anterior (BOPREAL); (v) el sostenimiento de las principales restricciones establecidas por la CNV para la operatoria en los mercados de dólares financieros, y (vi) el establecimiento del denominado dólar blend (posibilidad de liquidar el 20% de las exportaciones en el dólar financiero).

En este marco, el BCRA adquirió más de U\$S8.500 millones en el mercado de cambios oficial, que luego de la cancelación de los intereses de los bonos en moneda extranjera (AL y GD), los aportes netos realizados por el FMI y la demanda de billetes de los bancos significó una acumulación de reservas netas estimada de U\$S7.795 millones (dato estimado al 27 de febrero).

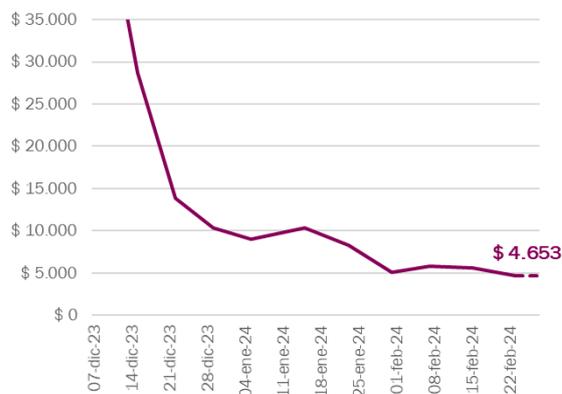
El cálculo del tipo de cambio de conversión teórico que posibilitaría el rescate de la totalidad de los pasivos monetarios en pesos del BCRA mediante los dólares líquidos de las reservas permite dimensionar la dirección y la velocidad del programa<sup>1</sup>. A finales de diciembre de 2023 rescatar la totalidad de pasivos denominados en moneda local (excluido los encajes) con los dólares de reservas líquidas hubiera requerido un tipo de cambio “teórico” de alrededor de 13.000 pesos por dólar. La misma operación realizada 58 días después (el 27 de febrero de 2024) arroja un tipo de cambio teórico implícito de \$4.653.

Visto de otra forma, rescatar la suma de circulante y pasivos remunerados luego de la colocación del remanente de BOPREAL, al tipo de cambio CCL actual demandaría al gobierno un adicional de aproximadamente U\$S22.000 millones.

**GRÁFICO 2 – COMPRAS DE U\$S DEL BCRA EN EL MERCADO Y RESERVAS LÍQUIDAS**



**GRÁFICO 3 – TIPO DE CAMBIO DE CONVERSIÓN “TEÓRICA”**



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del BCRA

Suponiendo el sostenimiento de las tendencias actuales podrían alcanzarse altos niveles de cobertura hacia principios del cuarto trimestre del año (octubre). El acceso al financiamiento externo, el adelantamiento de exportaciones del sector agropecuario y/o la irrupción en la agenda de una “última” devaluación oficial podrían ser

<sup>1</sup> Para el cálculo se propone el cociente entre pasivos remunerados y base monetaria (neta de encajes) sobre las reservas líquidas adquiridas por la nueva administración. En tanto en un esquema de dolarización los pasivos en moneda extranjera del BCRA deberían ser absorbidos por el Tesoro no se cree necesario considerar otros pasivos en moneda extranjera del Banco Central.

piezas que permitan acelerar los tiempos de la agenda. Los rumores respecto de un nuevo acuerdo con el FMI o el Tesoro de Estados Unidos por U\$S15.000 millones pueden ser interpretados en este contexto.

De igual forma, la posibilidad de alcanzar un acuerdo con el sector agroexportador para la liquidación anticipada de la cosecha (a través de prefinanciación de exportaciones) podrían configurar un escenario que tanto por la vía del precio (devaluación del tipo de cambio) como por el adelantamiento de los dólares acelerarían los pasos del proceso y permitiría poner en práctica la “última devaluación” que acompañe la reforma de cara al inicio de la liquidación de la cosecha gruesa.

En cualquier caso, las características de la reforma monetaria que propone el gobierno son aún inciertas y, por lo tanto, se desconoce cuál es el grado de cobertura objetivo. Cabe aclarar que la dolarización plena, que es la opción que demandaría un mayor grado de cobertura de los activos en pesos, ha sido ubicada por las autoridades como punto final de una secuencia más larga. En este sentido, un esquema de competencia de monedas en el que se garantice la convertibilidad del peso y se habiliten de forma creciente operaciones y contratos en moneda extranjera constituye una vía intermedia que podría lanzarse con niveles inferiores de cobertura.

## LA SUSTITUCIÓN DE PASES POR TÍTULOS Y EL RIESGO DE LOS PUTS

La estrategia financiera del gobierno presenta rasgos complejos que dificultan una lectura simple de los resultados. En particular, las autoridades pusieron en marcha un proceso de sustitución de pasivos remunerados del BCRA por títulos del Tesoro que podría configurar un foco de riesgo de cara a la esperada reforma monetaria.

A pesar del equilibrio de las cuentas públicas se realizaron en los últimos meses colocaciones de deuda en moneda local, superando con creces los vencimientos del período (se estima un financiamiento neto del orden de los \$9 billones obtenido a partir de la colocación de títulos ajustables por inflación). El financiamiento neto fue utilizado para recomprar deuda al BCRA y eliminar así pesos de circulación. No obstante, en tanto y en cuanto el financiamiento provino mayormente del sistema bancario y del desarme de pasivos remunerados del BCRA (pases pasivos y ejecución de *puts*), la operatoria implica en los hechos primero una expansión monetaria (los bancos desarman pases o ejercen su seguro de liquidez) que es posteriormente desandada cuando el Tesoro recompra deuda al Banco Central.

En la práctica se trata de una decisión monetariamente neutral que busca retirar del Balance del Banco Central una porción significativa de sus pasivos remunerados, trasladándolos al Tesoro. **Esta sustitución de pasivos remunerados es sin embargo parcial, en tanto los nuevos títulos cuentan con un seguro de liquidez que puede ser ejecutado en cualquier momento por las entidades financieras (el *put* del BCRA), transformando a dichos títulos en un pasivo contingente del Banco Central que no se registra en las estadísticas monetarias.**

GRÁFICO 1 – OPERACIONES FINANCIERAS DEL TESORO Y PUTS DESDE 10-DIC



GRÁFICO 2 – PASIVOS REMUNERADOS DEL BCRA Y LICITACIONES DEL TESORO



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos de la Secretaría de Finanzas y BCRA

Desde el inicio de la nueva gestión, el Tesoro Nacional realizó operaciones de recompra de títulos del BCRA por \$8,09 billones. En particular, la adquisición de 2,95 billones de un bono en dólares (AL35) realizada el 16 de febrero

parece orientada **no solo a reducir la cantidad de pesos de la economía, sino también a saltar posibles dificultades para la colocación de deuda externa** que se materializaron tras el fracaso del debate sobre la ley omnibus<sup>2</sup>. La contracara de estas operaciones han sido la emisión de nuevos títulos de deuda del tesoro (ajustables por inflación) sobre los cuales el BCRA ofrece un seguro de liquidez que permite a los bancos venderlo ante oscilaciones en los precios que signifiquen pérdidas<sup>3</sup>.

## LOS RIESGOS DE LA TRANSICIÓN

---

La transición establecida enfrenta riesgos que pueden ordenarse en tres grupos: (i) la fragilidad de la estrategia fiscal; (ii) los riesgos vinculados al mercado de divisas, y (iii) los límites de la tolerancia social en un contexto de elevados niveles inflacionarios. Estos riesgos pueden adelantar los tiempos y/o complicar la reforma monetaria en agenda.

**La estrategia fiscal, que se ha transformado en un pilar político del gobierno, enfrenta grandes desafíos para desenvolverse.** En primer lugar, la recesión es fuerte y amenaza con generar efectos negativos sobre la recaudación que pueden espiralizar el ajuste<sup>4</sup>. Además, la importancia de impuestos transitorios y efectos licuatorios hacen lucir poco sostenible los resultados alcanzados en el mediano plazo. Vinculado a lo anterior, la dificultad para avanzar sobre consensos legislativos constituye hasta el momento un agravante del perfil transitorio que asumió la mejora del resultado fiscal. Estas dificultades tienden a reforzar la relevancia del esquema de licuación, forzando aún más la necesidad de ajuste real del gasto público en detrimento del incremento de la recaudación. Estos ajustes funcionan de manera prácticamente automática dado que parte importante del gasto no está indexado o tiene un elevado rezago indexatorio (movilidad jubilatoria), otorgando una gran discrecionalidad a las autoridades. No obstante, dicha discrecionalidad puede encontrar un límite en la conflictividad social y política.

En segundo lugar, **la situación social amenaza con tornarse intolerable** ante una inflación elevada, con un alto componente inercial y con limitada respuesta a una estrategia de ajuste y ancla fiscal. Como desarrollamos en informes anteriores, los mecanismos de propagación inflacionaria imponen un piso elevado al proceso de desinflación a pesar de la recesión y la caída de ingresos. Las dificultades para la administración de la transición, con un nivel de sacrificio en términos sociales muy altos, combinados con altas dosis de dogmatismo y escasos reflejos de administración de la tensión política del ajuste, tienen como corolario una descoordinada evolución de los salarios y un manejo muy duro de los resortes disponibles de política social y de ingresos en el marco de un ajuste con pocos precedentes.

Finalmente, en el plano cambiario, aunque el gobierno alcanzó muy buenos resultados no puede dejar de mencionarse que los mismos ocurrieron en el contexto de sostenimiento de elevados controles cambiarios que pesan tanto sobre el mercado oficial como el paralelo. **En el caso del mercado de cambios oficial los datos de enero son elocuentes, mientras que se registraron importaciones por U\$S 4.372 millones, solo se autorizaron pagos por U\$S 1.068 millones (24,4%).** El diferencial corresponde a nueva deuda comercial inducida por las autoridades que presionará en el mercado de cambios a partir del mes de abril. En el caso del mercado paralelo la oferta continúa dominada por la liquidación del 20% de exportaciones al tiempo que se sostienen los límites de CNV para demandar más del equivalente a \$200 millones. En particular, el esquema de liquidación del 20% de exportaciones en el mercado financiero luce insostenible en tanto significaría descargar en ese mercado alrededor del 80% del superávit comercial programado para el año. Junto a estas cuestiones, **la inflación en dólares que registra la economía argentina comienzan a establecer una fecha límite para la revisión del esquema cambiario en el segundo trimestre del año.**

*En los próximos meses el gobierno enfrentará la amenaza de que un deterioro de la dinámica fiscal debilite políticamente su estrategia, obligándolo a tensar en extremo su relación con las provincias y la sociedad. En simultáneo, cabe esperar que tras la publicación de los datos de inflación de febrero (y marzo) comiencen a hacerse evidentes los límites del proceso de desaceleración del ritmo de la inflación, haciendo que las consecuencias de un*

---

<sup>2</sup> Entre los numerosos capítulos de la Ley Omnibus existía uno referido a la colocación de deuda externa que permitía al gobierno avanzar en operaciones sin el aval del Congreso. La recompra de títulos denominados en dólares por parte del Tesoro permitiría al gobierno vender dichos títulos en el exterior o utilizarlos como respaldo de una operación financiera.

<sup>3</sup> Las estimaciones de la sección anterior no consideran el rescate de los pesos que pueda significar el ejercicio de los PUTs. En este sentido, en tanto la dolarización parece haber quedado para una etapa posterior, el margen de cobertura no debería ser total.

<sup>4</sup> La información anticipada de febrero comienza a reflejar estas tensiones.

programa de ajuste extremo se tornen cada vez más intolerable para grandes porciones de la población. Finalmente, en el plano cambiario, deberá transitarse el complejo combo de normalización de pagos de importación, junto a la necesidad de desarticular el denominado dólar blend y el inicio de las negociaciones con el sector agroexportador en torno a la liquidación de la cosecha gruesa. **En ese marco, no puede descartarse que hacia el mes de abril deba adelantarse la definición respecto del programa de reforma monetaria, que podría requerir una nueva devaluación del dólar oficial. Se trata de un escenario que aún bajo una mirada optimista, difícilmente ratifique los anuncios de rebote económico y desinflación que promete el gobierno para la segunda mitad del año.**

En relación al último punto es importante destacar que la potencia desinflacionaria que otorgamos a la propuesta de dolarización dada su capacidad para redefinir la estructura contractual de la economía e interrumpir los mecanismos de propagación de la inercia, no opera de forma similar en un esquema de competencia de monedas, en la solo se redefinen aquellos contratos que son estipulados en dólares, al tiempo que la dinámica de la economía en pesos seguirá influida por la estrategia cambiaria y de tasa de interés, así también como por la inercia contractual remanente.