

**ESEADE**



Informe Semanal  
Económico

Año 2 – N°45

12/09/2024

# Informe Semanal Económico



**Por Iván Cachanosky**

Director Dpto. de Economía y Cs. Sociales ESEADE



## El Cepo: Preso de un Trilema

Las expectativas de la salida del cepo parecen estirarse generando dudas en cuando podría ser una fecha eventual de la salida del mismo. En este ISE, pondremos el foco en el cepo y en por qué creemos que su salida se dilatará.

El equipo económico del presente Milei parece estar afrontando un Trilema en materia monetaria. Si existe un problema, existe una potencial solución para el problema. Puede solucionarse o no. Cuando existe un dilema, nos vemos obligados a elegir entre dos opciones, relegando una opción. En el caso del Trilema, la elección es entre tres variables donde se pueden lograr los objetivos de dos de las tres variables.

## ¿Qué Escenario Elige el Gobierno?

Desde la óptica del gobierno que la inflación haya bajado es crucial para mantener la imagen. Soltar la política de Tipo de Cambio Fijo implicaría una potencial devaluación e interrumpir el proceso de desinflación, lo cual lo vuelve un punto no negociable para el gobierno. En este **Trilema**, el **Tipo de Cambio Fijo** es una variable sumamente importante para el gobierno. Luego, el gobierno también ha sido claro en que así como se busca el equilibrio fiscal, también se apunta hacia la emisión monetaria cero. En otras palabras, una **Política Monetaria Autónoma**.

## El Cepo: Preso de un Trilema

La Fase II del gobierno arrancó con turbulencia en los mercados, pero a medida que fueron pasando los días las variables se fueron estabilizando. Los agregados monetarios volvieron a calmarse, la brecha cambiaria se achica (aunque con intervención en los dólares paralelos), los mercados han mostrado algo más de calma. No obstante, los desafíos de la Fase II continúan latentes.<sup>1</sup>

Por otro lado, las expectativas de la salida del cepo parecen estirarse generando dudas en cuanto podría ser una fecha eventual de la salida del mismo. En este ISE, pondremos el foco en el cepo y en por qué creemos que su salida se dilatará.

El equipo económico del presidente Milei parece estar afrontando un Trilema en materia monetaria. Cuando hay un problema, existe una potencial solución para el problema. Puede solucionarse o no. Cuando existe un dilema, nos vemos obligados a elegir entre dos opciones, relegando una opción. En el caso del Trilema, la elección es entre tres variables donde se pueden lograr los objetivos de dos de las tres variables.

¿Cuál es el Trilema monetario que afronta el gobierno? Lo podemos observar en el siguiente gráfico.

### GRÁFICO I: EL TRILEMA MONETARIO



Fuente: elaboración propia

Veamos sus variables una por una:

- **Libertad en la movilidad de Capitales** → Implicaría que no hay restricciones para que los capitales fluyan (entren y salgan). Sin embargo, esto no está ocurriendo. En esta variable tenemos el tan polémico **cepo cambiario**. Aunque no es la única variable que limita la libre movilidad de capitales. Por ejemplo, la deuda con importadores o la existencia de una brecha cambiaria alta también atentan contra la libre movilidad de capitales.

<sup>1</sup> El próximo ISE pondrá el foco en los desafíos latentes de la Fase II.

- **Política Monetaria Autónoma** → Se vincula con cerrar las canillas de emisión monetaria. Por otro lado, en devolver al Tesoro Nacional la deuda que estaba en Leliqs y Pases Pasivos. De esta manera, el BCRA gana grados de libertad.
- **TC Fijo** → En rigor estricto, no es un Tipo de Cambio Fijo ya que existe un *Crawling Peg* del 2% mensual, por lo que estaríamos hablando de un Tipo de Cambio casi Fijo. De todos modos, existe claramente una intención intervencionista en mantener al Tipo de Cambio en un determinado nivel.

El **Trilema** consiste en que el gobierno puede elegir dos de estos tres objetivos y tendrá que relegar uno. Esto ocurrirá siempre. Veamos ahora las opciones.

#### ESCENARIO 1

**TC Fijo** y **Libertad en la Movilidad de Capitales** → En caso que el gobierno quiera tener un Tipo de Cambio Fijo y se permita una libre movilidad en el mercado de capitales, la política monetaria no podrá ser autónoma ya que el BCRA necesariamente tendrá que intervenir para mantener el Tipo de Cambio Fijo. La variable relegada sería una **Política Monetaria Autónoma**.

#### ESCENARIO 2

**Libertad en la Movilidad de Capitales** y **Política Monetaria Autónoma** → En caso de que el gobierno apunte a una liberalización total, tanto del mercado de capitales como de la política monetaria del BCRA, entonces el Tipo de Cambio nunca podrá ser Fijo ya que su precio quedaría determinado por el mercado. La variable relegada sería el **Tipo de Cambio Fijo**.

#### ESCENARIO 3

**TC Fijo** y **Política Monetaria Autónoma** → En este último caso, se podría optar por tener un Tipo de Cambio Fijo y además una Política Monetaria Autónoma, pero entonces la manera de que el Tipo de Cambio se mantenga Fijo es restringiendo el Mercado de Capitales (que en el caso argentino incluye la presencia de un cepo). La variable relegada sería la **Libertad en la Movilidad de Capitales**.

### ¿Qué Escenario Elige el Gobierno?

Recordemos, el gobierno en este **Trilema** puede obtener hasta 2 de los 3 objetivos que presenta el triángulo. En este sentido, ¿cuáles son las prioridades del gobierno? En informes anteriores hemos mencionado la importancia de la velocidad de la desinflación que logró el gobierno y el rédito político que esto le brindó.

Reducir los niveles de inflación era la principal demanda de la población y el gobierno la ha disminuido con éxito. Esto le ha permitido mantener niveles de imagen positiva elevada. El gobierno lo sabe y por lo tanto, quiere cuidar esa imagen positiva.

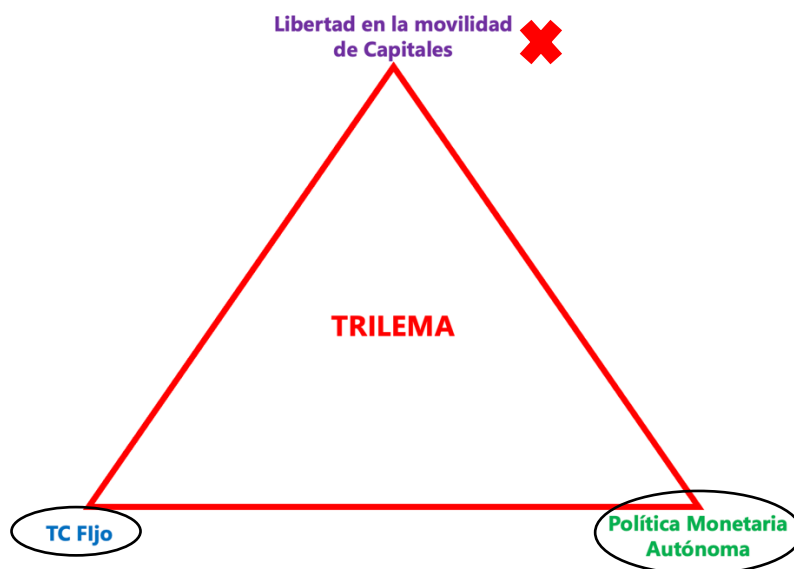
En este marco, el Ministro de Economía, Luis "Toto" Caputo ha sido (y continúa siendo) super claro en su objetivo de que el tipo de cambio va a continuar bajo. También hemos visto en informes anteriores que su argumento es que si se realiza la tarea de ordenar la macroeconomía, es esperable un tipo de cambio bajo. Por supuesto, creemos que si bien la afirmación es cierta, la tarea aún no está hecha y queda demasiado por hacer,

por lo que en nuestra opinión se estaría gestando un atraso cambiario en estos momentos.

No obstante, el punto es que desde la óptica del gobierno es sumamente importante que la inflación haya bajado para mantener la imagen positiva. Soltar la política de Tipo de Cambio Fijo implicaría una potencial devaluación e interrumpir el proceso de desinflación, lo cual lo vuelve un punto no negociable para el gobierno en estos momentos. En este **Trilema**, el **Tipo de Cambio Fijo** es una variable sumamente importante para el gobierno. Luego, el gobierno también ha sido claro en que así como se busca el equilibrio fiscal, también se apunta hacia la emisión monetaria cero. En otras palabras, una **Política Monetaria Autónoma**.

Con esto ya se han cubierto 2 de las 3 variables del **Trilema**, quedando delegado la **Libertad en la Movilidad de Capitales**. Mientras el gobierno continúe dándole prioridad a las dos variables ya mencionadas, será la **Libertad en la Movilidad de Capitales** y, consecuentemente, el **cepo cambiario** lo que quedará relegado. En concreto, probablemente haya que esperar bastante para la salida del cepo.

## GRÁFICO II: EL TRILEMA MONETARIO Y LA ELECCIÓN DEL GOBIERNO

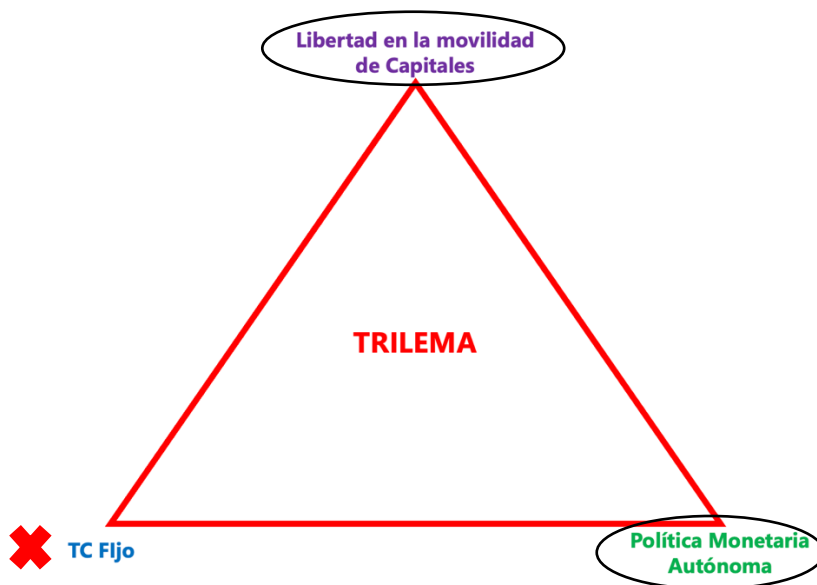


*Fuente: elaboración propia*

Esto no quiere decir que no se puedan ir tomando algunas medidas graduales para ir liberándolo. Pero el espíritu del cepo continuará mientras se prioricen el **Tipo de Cambio Fijo** y la **Política Monetaria Autónoma**.

Eventualmente el gobierno apuntará a mantener la **Política Monetaria Autónoma** y liberar el **Tipo de Cambio Fijo** para poder tener también **Libertad en la Movilidad de Capitales** y así finalmente poder eliminar el **cepo cambiario**. De esta manera, en un eventual futuro, quedaría relegada la variable **Tipo de Cambio Fijo**.

## GRÁFICO III: EL TRILEMA MONETARIO A FUTURO



Fuente: elaboración propia

Por supuesto, el camino es largo y las prioridades pueden cambiar dependiendo de lo que vaya ocurriendo con la economía. Sin embargo, bajo los supuestos actuales, lo más probable es que se continúen priorizando el **Tipo de Cambio Fijo** y la **Política Monetaria Autónoma**, relegando así la **Libertad en la Movilidad de Capitales**.

## Iván Cachanosky

Director del Departamento de Economía y Ciencias Sociales

Director de la Maestría en Economía y Ciencias Políticas