

EL PLAN CAQUITA

Informe de Guido Zack y Emiliano Libman del 14/05/25¹

Los últimos días hubo dos noticias para comentar: las declaraciones de Luis Caputo y Javier Milei con respecto al uso de los dólares que la gente tiene “**en el colchón**” y la idea de reemplazar varios impuestos por un **super-IVA**². Ahora vamos a hablar de lo primero porque me parece más urgente y, de paso, para seguir hablando del “**Plan caquita**”³.

Luego de haber financiado al Tesoro con emisión monetaria (lo que llamamos el “Plan caquita” porque volvió a generar los pesos que el presidente Milei una vez llamó “**excremento**”), el Gobierno retomó la idea de la dolarización “endógena”. El ministro Caputo⁴ dijo que se está trabajando en alguna manera para estimular el uso de los dólares, entre USD 200 y 300 mil millones generalmente no declarados, los canutos que los argentinos tenemos fuera del sistema (en el colchón, la caja de seguridad o cuentas en el exterior). **¿Cuál es el motivo para ir en búsqueda de esos dólares? ¿Acaso no alcanza con los obtenidos gracias al blanqueo del año pasado y al acuerdo con el FMI de este año?**

Mucho ruido y una señal

Este Gobierno es especialista en hacer ruido.

La principal propuesta de campaña fue la dolarización. El primer día de gestión se habló de salir del cepo. Con reservas netas negativas en más de USD 10.000 millones, el resultado hubiera sido una hiperinflación. Primó la cordura: no se dolarizó y se devaluó de manera controlada, manteniendo el cepo y fijando el ritmo de variación del tipo de cambio.

Luego se habló de dolarización endógena y **competencia de monedas**⁵. Para eso, hace unos meses, se permitió el uso del dólar para listar precios y hacer pagos con tarjeta, y también se relajaron las restricciones para hacer préstamos en moneda extranjera. Estas medidas enfrentan un límite económico-cultural: los argentinos usan los pesos para consumir y los dólares para ahorrar. A su vez, los bancos no están tan convencidos de que prestar dólares a quienes no tienen ingresos en esa moneda sea tan buena idea.

También se habló mucho de cuándo salir del cepo. Al principio de la gestión, el Gobierno se impuso como fecha **mediados de 2024**, cuando se acumularan reservas, se eliminaran las Leliqs y el balance del Banco Central estuviera saneado.

En otro momento se habló de que la salida del cepo iba a suceder cuando la **base monetaria igualara a la base monetaria ampliada**⁶. Luego, se dejó de lado el requisito de reservas, pero se agregó que **la inflación llegara a cero**. Finalmente, se salió del cepo el mismo día que el INDEC anunció la inflación del 3,7% mensual en marzo.

¹ Para CENITAL. Medio de comunicación digital lanzado el 7 de junio de 2019 por un grupo de jóvenes periodistas que comparten la necesidad de producir información de calidad que permita comprender el mundo actual. Proponen contar de manera sencilla y accesible una realidad compleja y cada vez más confusa.

² https://www.perfil.com/noticias/columnistas/super-iva-apuesta-de-milei-y-caputo-avalada-por-el-fondo-monetario.phtml?utm_source=Cenital&utm_campaign=2a4be88c6a-ROLL_191&utm_medium=email&utm_term=0_a38084492c-2a4be88c6a-402697493

³ https://cenital.com/plan-caquita-el-programa-economico-entra-en-su-etapa-escatologica/?utm_source=Cenital&utm_campaign=2a4be88c6a-ROLL_191&utm_medium=email&utm_term=0_a38084492c-2a4be88c6a-402697493

⁴ https://www.ambito.com/economia/gobierno-estudia-permitir-el-uso-dolares-tener-que-justificar-el-origen-los-fondos-n6141368?utm_source=Cenital&utm_campaign=2a4be88c6a-ROLL_191&utm_medium=email&utm_term=0_a38084492c-2a4be88c6a-402697493

⁵ https://cenital.com/competencia-de-monedas-una-estrategia-de-dolarizacion-endogena-o-de-acumulacion-de-reservas/?utm_source=Cenital&utm_campaign=2a4be88c6a-ROLL_191&utm_medium=email&utm_term=0_a38084492c-2a4be88c6a-402697493

⁶ https://cenital.com/dolar-otro-giro-de-milei-posterga-y-aleja-la-salida-del-cepo/?utm_source=Cenital&utm_campaign=2a4be88c6a-ROLL_191&utm_medium=email&utm_term=0_a38084492c-2a4be88c6a-402697493

También se dijo que, dado **que la inflación es “en todo lugar y momento un fenómeno monetario”**, no se controlarían precios. Pero el Gobierno volvió a chocar su dogmatismo con la realidad y terminó controlando el precio de las prepagas, postergando la quita de los subsidios de las tarifas de servicios públicos con un claro costo fiscal y, recientemente, condicionando el aumento en **supermercados, automotrices** y vetando un acuerdo paritario entre privados de los **empleados de comercio**.

¿Cuál es la señal dentro de todo este ruido? Que no hay dólares suficientes en la economía para sostener un tipo de cambio tan bajo que permita mostrar resultados rápidos, aunque no sostenibles, en materia inflacionaria.

¿De dónde salieron los dólares hasta ahora?

Ese argumento anterior choca con el hecho de que hoy tengamos un tipo de cambio similar al de hace un año y medio. Si hasta ahora fue sostenible, ¿por qué no lo sería en el futuro? Básicamente porque el Gobierno fue muy hábil para conseguir dólares de distintas fuentes y postergar el problema.

Al inicio del Gobierno, el faltante de dólares fue evidente. Por eso no se pudo avanzar con la dolarización ni con la salida inmediata del cepo. En cambio, se aumentó 120% el tipo de cambio y se armó un cronograma que postergó el pago de importaciones.

¿Cómo hicieron estas medidas para generar dólares? Más que generarlos, **redujeron su demanda**. La devaluación disparó la inflación lo que contrajo los ingresos (menor demanda de dólares para ahorro) y el nivel de actividad (menor demanda de dólares para importar). Las importaciones también disminuyeron por la postergación de sus pagos y porque la devaluación las encareció. A modo de ejemplo, en el verano de 2024 la **cantidad de personas que viajaron al exterior**⁷ fue la mitad en comparación al verano de 2025. Por último, el segundo trimestre se contó con los dólares estacionales del campo, una vez superada la sequía del año anterior.

Pasada la cosecha gruesa, cuando el Banco Central empezaba a perder reservas, la brecha se ampliaba y el riesgo país subía, el éxito del blanqueo **salvó las papas**. Los dólares no declarados de los argentinos empezaron a entrar a los bancos, aumentando las reservas brutas, y las empresas aprovecharon para financiarse en dólares a una tasa muy atractiva, aumentando las reservas netas.

El envío duró hasta marzo, cuando el Banco Central tuvo que vender USD 2.000 millones en el mercado oficial para sostener el anterior régimen cambiario ante el incremento de las expectativas de devaluación, que afectaron la inflación al alza (3,7%) y la actividad a la baja (todavía no hay datos oficiales, pero **se habla de una caída mensual del 1%**). En ese momento el Gobierno anunció el préstamo del FMI y otros organismos internacionales por más de USD 20.000 millones, **modificó el régimen cambiario**⁸ y aprovechó para salir del cepo. El resultado fue la reducción de las expectativas de devaluación y un tipo de cambio entre \$1.100 y \$1.200, es decir, por encima del oficial pero por debajo de los paralelos.

Que el Banco Central no intervenga en el mercado de divisas no significa que el tipo de cambio sea de equilibrio y sostenible. Por un lado, se puede intervenir con otras herramientas como la tasa de interés o el mercado de futuros (algo que, como veremos más adelante, ya hizo). Por otro, mientras el mercado no perciba la devaluación como inminente, puede aprovechar para quedarse en pesos y obtener una mayor ganancia. **Pero siempre están mirando el tipo de cambio de reojo**. Así, cuando se acerquen las elecciones, es probable que busquen protegerse ante una eventual devaluación.

En resumen, el problema de fondo persiste: a este tipo de cambio, **las exportaciones no alcanzan para financiar las importaciones y los intereses de la deuda**⁹. Menos aún para

⁷ <https://economia4punto0.wordpress.com/2025/04/28/seguimiento-de-indicadores-economicos-claves/>

⁸ https://cenital.com/yo-mandril-este-tipo-de-cambio-es-insostenible/?utm_source=Cenital&utm_campaign=2a4be88c6a-ROLL_191&utm_medium=email&utm_term=0_a38084492c-2a4be88c6a-402697493

⁹ <https://economia4punto0.wordpress.com/2025/04/04/balance-cambiario-del-bcra-marzo-2025/>

financiar también los vencimientos de capital, que se tienen que afrontar en efectivo mientras no se consiga recuperar el acceso a los mercados.

Dormir al FMI

El último acuerdo con el FMI tuvo una particularidad: el desembolso inicial ascendió al 60% del total del programa (USD 12.000 millones de un total de USD 20.000 millones). Para darse una idea, los desembolsos iniciales de los programas del FMI suelen rondar el 20%.

De esta manera, los incentivos del Gobierno a cumplir con las condiciones y metas del programa son menores.

En primer lugar, el Gobierno incumplió el compromiso de no financiar al Tesoro con "**excremento**", como dijo el presidente.

En segundo lugar, viene incumpliendo la meta de acumulación de reservas internacionales. El acuerdo incluye una meta de acumulación de unos USD 5.000 millones para junio y no menos de USD 10.000 para diciembre. Sin embargo, hasta ahora el Banco Central no intervino comprando dentro de las bandas cambiarias. De hecho, Milei afirmó que **la acumulación no forma parte del programa**.

Finalmente, el Gobierno incumplió el compromiso de no intervenir en el mercado de futuros de dólar. Se refiere a participar de un contrato en el que dos partes se comprometen a intercambiar dólares (una de las partes comprando y la otra vendiendo) a un precio y plazo determinado. Un contrato a \$1.250 al 31 de diciembre implica que la parte vendedora da un dólar a cambio de \$1.250 y la parte compradora da \$1.250 a cambio de un dólar. Si el 31 de diciembre, el dólar está \$1.200, entonces la parte vendedora ganó \$50 (vendió a \$1.250 algo que vale \$1.200). En cambio, si ese día el dólar está \$1.300, quien ganó \$50 es la parte compradora (compró a \$1.250 algo que vale \$1.300).

Resulta que la semana pasada el Banco Central se comprometió a vender un montón de dólares a un precio algo mayor a \$1.250. Eso genera un claro incentivo a vender dólares hoy, comprar un título de deuda en pesos a diciembre y comprar dólar futuro a diciembre por \$1.250 como seguro de cambio. Lo que genera es una oferta importante de dólares hoy, motivo por el cual el tipo de cambio cayó en las últimas jornadas, pero una demanda potencial de magnitud similar en diciembre.

En resumen, **el Gobierno está haciendo lo imposible para que el tipo de cambio baje de acá a las elecciones, potenciando la reducción de la inflación y la mejora en los ingresos en el corto plazo**. Pasadas las elecciones, va a tener que conseguir otra fuente de dólares.

Descansar en el colchón

¿Cuál es esa fuente? **Los más de USD 200 mil millones que los argentinos tenemos encanutados fuera del sistema** (en el colchón, la caja de seguridad o cuentas en el exterior).

¿Cómo piensa hacer el Gobierno para incentivar el uso de dólares para transacciones? Ya mencionamos que las medidas tomadas hasta ahora para facilitar la circulación del dólar (listar precios, hacer pagos con tarjeta y facilitar préstamos en moneda extranjera) no fueron muy efectivas en la práctica. Tampoco sabemos con certeza qué se está pensando, dado que por el momento no hay anuncio oficial. Pero las declaraciones del ministro de Economía Luis Caputo¹⁰ y del presidente Milei parecen ir en la dirección de que nadie va a preguntar por el origen de esos dólares.

Esto genera muchos problemas. Eso implica un blanqueo permanente. En su momento se pensó que sería a menor escala, pero ya se está hablando de que se permitiría el uso de hasta USD 200.000 por persona sin preguntar nada.

¹⁰ https://www.infobae.com/economia/2025/05/08/el-sorprendente-visto-bueno-de-caputo-al-pago-con-dolares-no-declarados-que-usen-factura/?utm_source=Canal&utm_campaign=2a4be88c6a-ROLL_191&utm_medium=email&utm_term=0_a38084492c-2a4be88c6a-402697493

De confirmarse esto, ***el incentivo a la informalidad sería total***. Ya tenemos una economía muy informal para el nivel de ingreso que tenemos: ***¿cuál sería el incentivo a trabajar en la formalidad luego de dos blanqueos en menos de un año?*** Las actividades que pasen a la informalidad van a dejar de pagar impuestos: ¿cómo se piensa recuperar esa recaudación? ¿Cómo diferenciar si esos dólares provendrían de actividades informales lícitas o ilícitas como el narcotráfico? De hecho, al parecer, esta medida ***viola los acuerdos del Grupo de Acción Financiera Internacional (GAFI)***, una organización internacional que fija estándares para prevenir el lavado de activos y la financiación del terrorismo, lo que podría obstaculizar el ingreso de capitales, encarecer el acceso al crédito y afectar la relación con organismos internacionales.

¿Todo lo que baja sube?

En resumen, ***si la demanda de dinero de la economía está aumentando, ¿por qué satisfacerla con dólares y no con pesos?*** Mientras haya demanda de dinero, hacerlo con pesos no sería inflacionario. Ese fue justamente el argumento (correcto, por cierto) del Gobierno para llevar adelante el “***Plan caquita***”. ¿Por qué cambiar entonces ahora? El motivo es que, si en el futuro la expectativa de devaluación aumenta, esa moneda nacional puede ir a demandar dólares, presionando el tipo de cambio al alza. Por el contrario, si esa demanda de dinero se satisface con dólares, frente a un aumento en la expectativa de devaluación, los tenedores de ese dinero no van a hacer nada.

Pero, entonces, ***¿por qué no satisfacer esa demanda de dinero con intervenciones del Banco Central en el mercado de cambios?*** Se evitaría, así, una apreciación excesiva y se reduciría la volatilidad del tipo de cambio, al mismo tiempo que se acumularían reservas útiles para acercarnos a las metas del acuerdo con el FMI y para vender dólares en caso de aumente la expectativa de devaluación en las vísperas de las elecciones. De hecho, cuantas más reservas se acumulen, menores serán esas expectativas de devaluación.

¿Por qué entonces no hace esto el Gobierno? Porque eso implicaría un tipo de cambio más alto hoy, que moderaría la baja de la inflación y la recuperación de los ingresos en los meses previos a las elecciones. Ahora bien, si el Banco Central no interviene ahora dentro de las bandas para evitar que el tipo de cambio baje, tampoco debería hacerlo posteriormente para evitar que suba. En caso de que eso suceda, ¿podrá el Banco Central aguantar la presión del Gobierno para contener el tipo de cambio?-----