16 de diciembre de 2025

La nueva banda superior

El equipo económico, formalmente el Banco Central, dio un gran paso en la dirección correcta. Como usted sabe, desde este espacio hemos sido muy críticos del diseño de las bandas cambiarias y del esquema monetario. Si bien encontramos ciertos matices, creemos que los cambios anunciados son muy positivos, dado que reconocen dos grandes cuestiones pendientes: la imperiosa necesidad de acumular reservas y el desafío de mejorar la operatividad de la política monetaria. Donde vemos que los problemas persisten es en el diseño del esquema cambiario, ya que, si bien mejora hacia adelante, creemos que se desaprovechó una oportunidad para corregir el nivel de la banda superior.

Principalmente, la medida deja dos sensaciones alentadoras. En primer lugar, en los últimos años los cambios en el esquema monetario y cambiario solían producirse como respuesta a impactos fuertes (shocks) y ante la imposibilidad de sostener el esquema vigente. El solo hecho de que hoy tengamos un cambio de esquema sin un shock es, en sí mismo, una noticia muy positiva. En segundo lugar, los cambios anunciados parecen indicar, a mi juicio, una menor injerencia política en las decisiones del Banco Central. La espantosa política monetaria entre julio y octubre tuvo, a nuestro juicio, una fuerte dosis electoralista. El tabú presidencial respecto de los pasivos remunerados del Banco Central también generó fuertes problemas operativos. Creemos que los cambios anunciados constituyen un paso adelante en la necesaria independencia del BCRA.

Comencemos por los cambios en materia cambiaria. A partir de enero de 2026, el techo de la banda se ajustará a un ritmo diario consistente con el último dato de inflación; básicamente, el techo de la banda quedará indexado a la inflación con dos meses de rezago (T-2). En enero se ajustará por la inflación de noviembre (2,5%), en febrero por la de diciembre, y así sucesivamente. Como resultado, a partir de enero el tipo de cambio real bilateral (TCRB) con el dólar dejará de apreciarse. Sin embargo, esto no implica necesariamente lo mismo para el tipo de cambio real multilateral (TCRM), dado que, en última instancia, dependerá de la variación nominal de los socios comerciales. El TCRM podría apreciarse si el dólar se fortalece a nivel global, o depreciarse si el dólar se debilita a nivel global. La principal amenaza exógena sigue vigente, como ocurrió en la mayoría de los esquemas latinoamericanos de tipo de cambio fijo o crawling peg. La debilidad del dólar a nivel global seguirá siendo fundamental para el esquema.

Hace meses muchos profesionales sostenemos que las bandas estaban mal diseñadas, lo que dejaba a la economía muy endeble frente a cualquier viento de frente (términos de intercambio, sequía, shocks por incertidumbre política, etc.). El diseño presentaba dos falencias claras. En primer lugar, la banda superior se atrasó todos los meses en términos reales desde su inicio, dado que la inflación corrió muy por encima del 1%. En segundo lugar, el techo de la banda luce más como un nivel medio o “razonable” que como un límite superior a defender sin reservas propias. Las propias estimaciones del equipo técnico del FMI (External Balance Assessment) mostraban que el tipo de cambio real de equilibrio para Argentina se ubicaba en niveles cercanos al techo de la banda. El nuevo esquema permite corregir la primera falencia del diseño; de hecho, si la banda hubiera seguido el nuevo crawling, hoy estaría casi un 10% por encima del nivel actual. Sin embargo, los cambios anunciados no corrigen el nivel de la banda superior.

Otro punto no menor es que el BCRA cambió la propia naturaleza del esquema. Pasamos de un crawling activo, cuyo principal objetivo era combatir la inflación, a uno pasivo, en el que no solo se busca reducir la inflación, sino que además se presta atención a las cuentas externas, evitando una apreciación excesiva del tipo de cambio. Creemos que la evidencia histórica muestra que este enfoque es más sano en nuestra región[1]; el caso de la estabilización chilena resulta particularmente interesante. La principal falencia del nuevo esquema ("no hay almuerzo gratis") es que, si el tipo de cambio se ubica en la banda superior, la inercia inflacionaria aumentará al ajustarse por la inflación pasada.

La noticia más relevante de ayer es sin dudas el anunció explícito de que el BCRA iniciará un programa de recompra de reservas. Argentina necesita reducir su riesgo de crédito para que cualquier programa económico pueda funcionar. Todo programa fracasará si el país no vuelve al mercado internacional para poder rolear sus vencimientos. La principal debilidad radica en el ratio de deuda externa respecto de las reservas. Los países latinoamericanos más estables presentan una cobertura muy elevada de reservas frente a los pagos de deuda externa.

El BCRA estableció dos puntos importantes para el programa de recompra. En primer lugar, la recompra se vincula con la demanda de dinero. La estimación del BCRA en materia de remonetización prevé un aumento de la base monetaria desde el 4,2% actual hasta el 4,8% del PBI para diciembre de 2026, lo que implicaría la compra de USD 10.000 millones, según el comunicado. En segundo lugar, el programa de compra de reservas será compatible con la liquidez diaria del mercado de cambios. Inicialmente, el monto de ejecución diaria estará alineado con una participación del 5% del volumen diario del mercado cambiario. Nuestra impresión es que este número estaría más cerca de los USD 5.000 millones.

Estos puntos no nos parecen tan relevantes. Tanto la determinación del cálculo de la base monetaria (PBI y tipo de cambio) como la medición del volumen del mercado (donde se netean los pases) tienen componentes subjetivos. Además, el BCRA aclaró que, adicionalmente, puede realizar compras en bloques por fuera de estas adquisiciones diarias. Por lo tanto, no existe una regla clara. Lo importante es la señal: la acumulación de reservas es una condición necesaria para acceder al crédito internacional, y esto último es clave para normalizar la macroeconomía.

Otro punto relevante es que el comunicado de ayer establece cambios en la política monetaria. Durante los últimos meses, el mercado monetario evidenció claros problemas de diseño. Creemos que los cambios anunciados van en la dirección correcta. El comunicado establece que el BCRA continuará avanzando con el proceso de normalización gradual de la política de encajes. Cabe recordar que los encajes no solo provocaron una explosión de la tasa real, sino que también generaron un salto intolerable en la volatilidad de tasas.

Por último, y no menor, el BCRA indicó que volverá a realizar operaciones de mercado abierto, principalmente mediante compras y ventas de LECAPs. En la misma línea, la autoridad monetaria vuelve a establecer un corredor de tasas mediante la utilización de pases activos y pasivos. Muy positivo, el BCRA toma mayor control sobre las tasas de interés, en detrimento del deseo presidencial de que las tasas las defina puramente el mercado. Creemos que esto es una muy buena noticia, no solo porque permitirá un mejor manejo de la política monetaria, sino porque además marca claramente una menor injerencia política en las decisiones del Banco Central.

[1] A Concise History of Exchange Rate Regimes in Latin America (Frenkel and Rapetti, 2010).

Más que bienvenidos los cambios. No podemos más que celebrar los anuncios, básicamente todos en la dirección que veníamos reclamando: fortalecer las reservas y mejorar la operatividad de la política monetaria. Se desaprovechó la oportunidad para corregir el nivel de la banda superior, pero entendemos que el BCRA podría, como ya lo hizo en el pasado, modificar las bandas en el futuro si fuera necesario recalibrar. Los cambios dejan mejor posicionado al programa económico de cara al 2026, pensando en la necesaria caída del riesgo pais para el regreso (completo) a los mercados internacionales. Los bonos soberanos reaccionaron positivamente ante la noticia.

Buena semana.

Juan José Battaglia
juan@cucchiara.com.ar

Manuel Carvalho
manuel@cucchiara.com.ar

Ian Weber
ian@cucchiara.com.ar

Tomás Mangino
tomasmangino@cucchiara.com.ar

Jonathan Rung
jonathan@cucchiara.com.ar