Nuevo esquema cambiario: la banda endógena

- **Recientemente se anunció un nuevo esquema cambiario que comenzará a regir a partir del 1° de enero. S**egún lo comunicado, el techo de la banda cambiaria dejará de ajustarse al 1% mensual —como ocurrió desde su implementación— para hacerlo en función del último dato de inflación disponible. En la práctica, y dado el rezago en la publicación de ese indicador, las bandas se actualizarán con la inflación de dos meses atrás: a partir de enero, por ejemplo, lo harán al ritmo de la inflación de noviembre.
- **De esta forma se modifica el esquema anunciado en abril, que comenzó a ser cuestionado por una advertencia ya planteada en aquel momento:** una banda cambiaria amplia, dependiente de la evolución de una demanda de dinero inherentemente inestable, enfrentaba el riesgo de que, ante una caída de dicha demanda, el tipo de cambio se desplazara rápidamente hacia el techo de la banda en ausencia de intervenciones en el mercado de cambios. Una vez alcanzado ese nivel, los cuestionamientos sobre la consistencia de dicho techo resultarían inevitables. Ante este escenario, se optó por modificar el esquema original.
- **Dicho y hecho.** Los cuestionamientos se concentraron en la apreciación implícita del tipo de cambio y en las dificultades que ello podría generar tanto para la acumulación de reservas del Banco Central como para las compras de divisas del Tesoro destinadas a asegurar el pago de la deuda en moneda extranjera.
- **Para comprender el posible funcionamiento del nuevo esquema resulta útil analizar dos escenarios.** El primero es un escenario de confianza. En una economía con bajo nivel de monetización, sin procesos electorales inmediatos —principal fuente de incertidumbre en 2025— y con un contexto que favorecería la oferta de divisas, tanto por parte del sector agropecuario como del sector energético, cuya generación de dólares crece año a año, sería esperable una remonetización de la economía.
- Dado que la emisión primaria del Banco Central se encuentra limitada, una mayor demanda de pesos solo podría ser satisfecha mediante la venta de divisas en el mercado de cambios. Frente a este escenario, la autoridad monetaria explicitó con claridad su accionar: abastecer la demanda de pesos mediante la compra de reservas, la cual no será esterilizada.
- **El planteo es conceptualmente impecable.** La demanda genuina de dinero debe ser atendida —la emisión en sí misma no es inflacionaria; inflacionaria es la emisión no demandada—, se acumularían reservas y el Banco Central fortalecería su balance en moneda extranjera, evitando al mismo tiempo una apreciación excesiva del tipo de cambio. La no esterilización permitiría, además, abastecer exclusivamente la demanda genuina de pesos, reduciendo el riesgo de un ingreso excesivo de capitales motivado por estrategias de corto plazo asociadas al *carry trade*. Resta, no obstante, una pregunta relevante: a qué precio se realizarían esas compras de divisas, siendo razonable suponer que ello ocurriría lejos del piso de la banda.

- **El segundo escenario es aquel en el que la demanda de base monetaria vuelve a debilitarse.** En ese caso, bajo un esquema de banda endógena y sin intervención oficial, el tipo de cambio tendería rápidamente hacia el nuevo techo de la banda, que sería algo más elevado que el actual. Sin embargo, la ubicación de ese techo en febrero dependerá de la inflación de diciembre, y en los meses siguientes de la evolución de los precios de los períodos sucesivos, una dinámica que hoy resulta incierta y que depende tanto del comportamiento del tipo de cambio como de las expectativas respecto de su cotización futura.
- Lo único cierto es que ese techo será superior al que surge del esquema aún vigente, ya que ninguna proyección inflacionaria ubica la variación mensual de precios en torno al 1%.
- En consecuencia, el techo de la banda se vuelve incierto y, en un escenario adverso, incluso potencialmente divergente. En ese contexto, la pregunta clave es qué ocurriría con la demanda de pesos frente a un aumento de la incertidumbre respecto de la cotización futura del peso.
- **El año 2025 volvió a demostrar la fragilidad de la demanda de dinero en la Argentina.** El M2 transaccional privado —según la definición del Banco Central— cerró el año un 40% por debajo de la estimación conservadora realizada por la propia autoridad monetaria en abril pasado. Si bien existen fundamentos para esperar una remonetización de la economía, resulta vital un abordaje integral que contemple no solo variables económicas, sino también factores institucionales y de expectativas que fortalezcan la confianza y esta se traduzca en una demanda de dinero creciente; sin embargo, dada la volatilidad de la demanda de dinero, también habría que estar preparado para escenarios contingentes.