

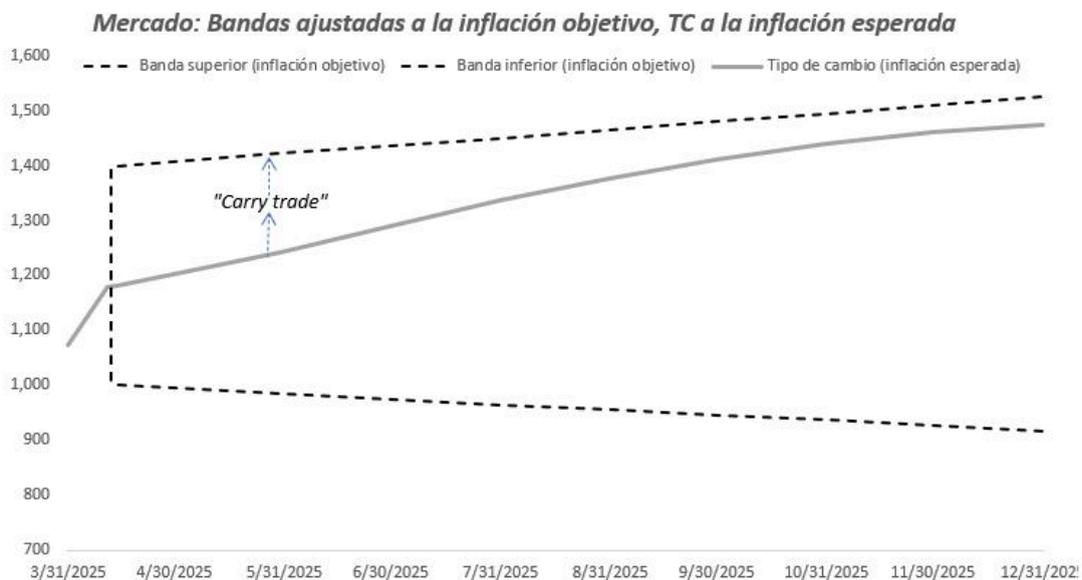
# BANDAS CAMBIARIAS: ENTRE EL MERCADO Y LA PROGRAMACIÓN

Por **Damián Pierri** | ABRIL 2025

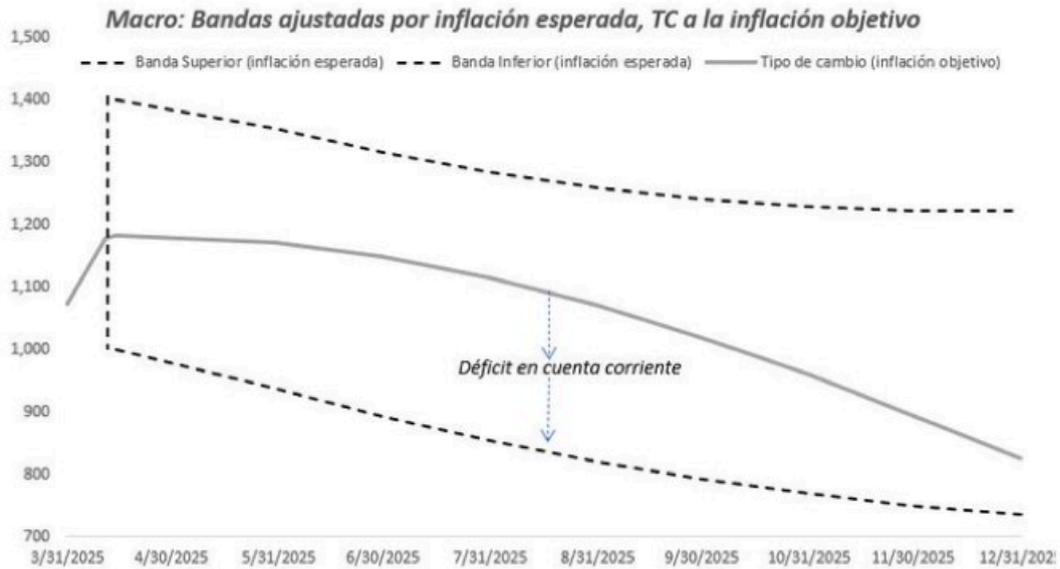
Las fases de un programa económico pueden caracterizarse como dependientes de (I) los mercados (corto plazo), y (II) la programación macro (mediano plazo). En esta nota se analiza la relación entre estos dos factores en el marco de los anuncios recientes.

La figura siguiente muestra el mundo nominal definido por las nuevas medidas. Las bandas se ampliarían mes a mes al 1% (número que surge de la inflación objetivo) y el tipo de cambio evoluciona de acuerdo a la inflación esperada, que se asume es de 5% en abril y a partir de allí disminuye medio punto por mes.

Si el tipo de cambio viaja en línea con la inflación esperada, una tasa real positiva garantiza una ganancia en dólares oficiales al colocarse en un instrumento en pesos. Esto es, la dinámica nominal implica la posibilidad de ejercer el "carry trade". Al aumentar la deuda en dólares, ya sea por postergar importaciones o por adelantar exportaciones, mejora el déficit en cuenta corriente, al menos en su versión base caja, operando en línea con los objetivos comprometidos con el FMI (V. de Gr., acumular reservas netas a través de compras en el mercado de cambios).



La segunda figura muestra las variables en términos reales. Las bandas se corrigen por la diferencia entre la inflación objetivo y la esperada, lo que señala una apreciación creciente y, presumiblemente, un mayor déficit en cuenta corriente. Estos resultados, sin embargo, NO cumplen con los objetivos comprometidos con el FMI. En suma, *el mundo nominal y real presentan señales contradictorias*.



### (I) Comportamiento de los mercados (corto plazo)

El análisis anterior sugiere que al fijar bandas que se ajustan muy por debajo de la inflación esperada, y tras un salto inicial del tipo de cambio, los exportadores pueden elegir liquidar y los importadores posponer importaciones y tomar crédito comercial teniendo en cuenta que la tasa real garantiza un rendimiento positivo en dólares oficiales hasta que necesiten volver al mercado de cambios (MLC).

Al mismo tiempo, las tasas implícitas del dólar futuro son menores que las que ofrecen las LECAPS. Así, se espera para los próximos meses un rendimiento altamente positivo en dólares tanto en los mercados de valores como en las colocaciones en pesos en general.

### (II) Programación macro (mediano plazo)

En esquemas de programación que consideran plazos más largos, es habitual que las bandas se ajusten en función a la inflación esperada. Esto contribuye a instrumentar un objetivo de tipo de cambio real, lo que ayuda a sostener la cuenta corriente y ordenar las compras en el MLC.

Por lo tanto, el programa señala también para el mediano plazo una apreciación real, **a menos que las expectativas de inflación converjan con rapidez al objetivo de inflación del 1%**. Cada mes que la inflación supera ese umbral consolida un nuevo nivel de apreciación real. En esta dinámica jugará un rol clave el accionar de la política monetaria y sus efectos para lograr la convergencia de las expectativas.

### Reflexiones Adicionales

La situación es dilemática. La preferencia por los resultados de corto plazo basados en el apoyo de los mercados crea condiciones para algunos comportamientos especulativos. Al mismo tiempo, privilegiar la programación macro podría ser desestabilizante si produce mayor volatilidad cambiaria nominal, especialmente teniendo en cuenta que se viene de más de un año de operación de un régimen de (casi) tipo de cambio fijo.

La elección de las autoridades ha sido la de reducir la volatilidad nominal de la economía, ofreciendo rendimientos en dólares elevados para comprar las divisas comprometidas con el FMI. Mientras tanto,

se deberá trabajar en las señales de mediano plazo para lograr la consistencia de las variables reales de la economía.

Estas señales incluyen definir la sostenibilidad de la deuda con el Fondo. Dado que las autoridades no convalidan un tipo de cambio real más alto y no está en el horizonte un canje de deuda, el acuerdo con el FMI requerirá sí o sí que el Tesoro salga a financiarse al mercado internacional, pero al momento esta alternativa parece difícil dado el contexto de turbulencia global.

Sin un tipo de cambio real más alto ni acceso a los mercados en el corto plazo, la alternativa elegida es armar un puente de corto plazo hasta las elecciones, apalancando el MLC en el "carry" comercial. Los riesgos de esta estrategia son claros, el nivel del stock de deuda comercial podría crecer rápidamente, y el gobierno podría necesitar de grandes emisiones de BOPREAL para contener los pagos externos. A su vez, si, como ocurrió en marzo-25, se "desancla el carry" el rápido desarme de las posiciones de deuda externa privada podría amenazar los objetivos comprometidos con el FMI.

El mejor escenario del programa es que la política monetaria (y eventualmente la política de ingresos) permitan hacer converger velozmente las expectativas de inflación para evitar desórdenes mayores de la cuenta corriente en el mediano plazo. Se trata, quizás, de "amigar" a los mercados con la macro.