

# LAS LIMITACIONES DE LA BANDA CAMBIARIA INDEXADA Y QUÉ SE PUEDE APRENDER DE PERÚ

POR JORGE VASCONCELOS



Las modificaciones al esquema de bandas cambiarias que entran en vigencia el 1ro de enero de 2026 tienden a contribuir a dos objetivos relevantes de política económica, por un lado, generar condiciones para que el Banco Central pueda comprar dólares en el mercado; por el otro, comenzar a salir del estancamiento del nivel de actividad de los últimos dos trimestres, resignando la meta de una rápida desinflación. Aun así, el régimen monetario-cambiarío sigue siendo de transición y, más allá que puedan lograrse esos objetivos inmediatos, subsisten limitaciones que deberían removerse en aras de lograr crecimiento sostenido. La indexación del techo de la banda cambiaria en función de la inflación pasada habrá de complicar la configuración de la “curva de tasas” y la extensión del plazo de las operaciones a tasa prefijada, al tiempo que el esquema no parece contemplar el levantamiento del cepo para personas jurídicas, también relevante para la dinámica de la inversión. Esas dos limitaciones podrían comenzar a resolverse en caso que se avance hacia un régimen bimonetario formalizado, al estilo del vigente en Perú.

Vale subrayar que un régimen monetario-cambiarío que pueda ser considerado permanente, y no de transición como el actual, es clave en la dimensión de las variables financieras, pero también en el plano de la economía real, por la ampliación del horizonte que conlleva. Con “flotación administrada” del tipo de cambio, es posible morigerar el impacto de los eventuales choques externos sobre el nivel de actividad, a la vez que un esquema de metas de inflación, en donde manda la tasa de interés de referencia fijada por el Banco Central, es el

más apropiado para estirar el plazo de contratos pactados a tasa prefijada, permitiendo salir del cortoplacismo financiero.

Son cuestiones relevantes cuando se aspira a romper el “techo de cristal” que opera sobre la inversión, que por supuesto también sufre el lastre de los problemas de organización de la economía y de las reformas estructurales pendientes. En ese sentido, el tercer trimestre encendió un alerta amarillo, ya que el ajuste de la economía se concentró en la caída de 1,3 puntos de la tasa de inversión, desde 20,3 % del PIB en el segundo trimestre. Así, la tasa de inversión del tercer trimestre fue de 19,0 % del PIB, en un contexto de déficit externo de 5,5 % del PIB (diferencia entre importaciones y exportaciones de bienes y servicios), lo cual habla de un muy limitado volumen de ahorro interno.

Focalizando en la tasa de inversión en máquinas y equipos, el tercer trimestre marcó 12,8 % del PIB, sin poder traspasar la barrera de los 13 puntos contra la que chocó en 2011/12, cuando se impusieron los cepos, y también en 2017/18, cuando comenzó a desestabilizarse la macro.

El repaso de estos indicadores ilustra sobre un punto clave: el régimen monetario-cambiario no sólo debe facilitar el funcionamiento transaccional de la economía, sino también ser base para canalizar crecientes volúmenes de ahorro e inversión, haciendo que el bimonetarismo sea funcional a ese objetivo, y no un problema a resolver.

Es cierto que el 2026 está empezando con un horizonte más despejado, con el riesgo país en torno a 570 puntos, por condiciones políticas que acercan la agenda de reformas estructurales, la posibilidad de volver a colocar deuda en el mercado, al tiempo que se amplía el espectro de opciones de inversión, saliendo de la mera pulseada “dólar vs tasa”.

No es sencillo que el Banco Central pueda equiparar al período de mayo a diciembre de 2024, cuando la fuerte remonetización de la economía le permitió adquirir 6,9 mil millones de dólares a un ritmo de 42 millones diarios. Focalizando en el mercado cambiario, para acercarse a esa referencia, el 2026 debería lograr que la entrada de capitales privados se duplique respecto de 2025 y que la demanda de dólares de personas físicas se achique a la mitad. Aun con esa exigencia, el arranque de 2026 podría mostrar resultados del nuevo esquema, con el techo de la banda deslizándose de acuerdo a la inflación pasada.

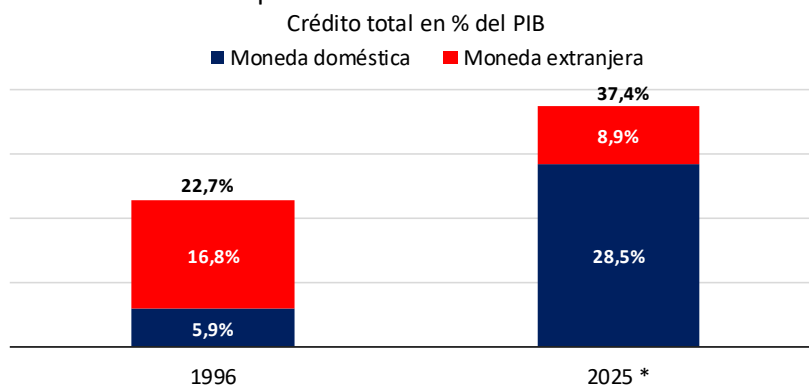
Este régimen habrá de funcionar “normalmente” si el tipo de cambio observado permanece a cierta distancia del techo de la banda, que se ubicará en 1565 pesos a fin de enero y en 1870 pesos tentativos a fin de 2026. Pero hay algo de bruma por una inflación a la que, por un tiempo, le costará perforar el piso del 2,0 % mensual, y también porque no está definido como habrá de reaccionar el Banco Central ante eventuales desvíos de trayectoria.

Con tipo de cambio flotante, sin techo explícito, una merma en el ritmo de compras diarias podría desencadenar un “nuevo equilibrio” de dólar y tasas de interés. Pero, en este esquema, cuando el tipo de cambio rebote contra el techo, el BCRA debería vender, no comprar dólares. Dos preguntas surgen a propósito de ese escenario: a) estará el gobierno dispuesto a subir las tasas de interés “lo que sea necesario” para “normalizar” el circuito de oferta de dólares?; b) qué ocurrirá con la trayectoria de la demanda de dinero si se deterioran las expectativas?.

Este tipo de interrogantes es lo que abona la idea de transitoriedad del actual esquema, y refuerza los argumentos acerca de la conveniencia de avanzar hacia un régimen bimonetario como el de Perú, dónde hay “flotación administrada” del tipo de cambio y es la tasa de interés de política monetaria la que guía las expectativas de inflación.

En Perú, el crédito en moneda local (el sol) pasó del equivalente a 5,9 % del PIB en 1996 a 28,5 % del PIB en el presente, siendo que los préstamos en moneda extranjera hicieron el recorrido inverso, del 16,8 % al 8,9 % del PIB. Vale decir, el bimonetarismo en Perú fue sinónimo de monetización en moneda local, no de dolarización. Algo que perfectamente podría lograrse en la Argentina.

Perú: una experiencia bimonetaria que amplió las operaciones en moneda local



\* Tercer Trimestre

Fuente: IERAL en base a BCRP

Uno de los secretos del “triumfo” del sol sobre el dólar en la operatoria del sistema financiero peruano reside en la convergencia entre las tasas de interés en moneda local y en moneda extranjera, un fenómeno asociado a la solvencia fiscal del país, **una inflación que tiende a ser inferior a la de Estados Unidos** y también por el diferente tratamiento de soles y dólares en la política de encajes. De acuerdo a datos recientes, un préstamo hipotecario se obtiene a una tasa de interés del orden del 8,0 anual en soles, y del 7,0 % en dólares. Lo acotado de la diferencia explica la preferencia de las familias peruanas por endeudarse en la moneda local, tanto que hace treinta años los créditos hipotecarios se pactaban 90 % en dólares y 10 % en soles, y ahora esa relación es exactamente la inversa.

Pese a las turbulencias políticas de los últimos años y a conservar cierto grado de dolarización, en Perú las tasas de interés están cada vez más asociadas al ciclo económico y cada vez menos a la volatilidad del tipo de cambio. El régimen de “flotación sucia” del bimonetarismo peruano no tiene por objetivo cambiar la trayectoria del tipo de cambio real, sino simplemente morigerar sus oscilaciones. Con ese mecanismo y políticas anticíclicas se ha logrado neutralizar el impacto de choques externos y/o internos (de origen político) sobre el sector real. De ese modo, la tasa de interés sube o baja por factores predominantemente internos, dependiendo del momento del ciclo económico.

En lo que va del siglo, la cotización del dólar contra el sol peruano en términos nominales registró un pico de 4,15 en 2021 y un piso de 2,55 en 2013, oscilaciones del orden del 25 % hacia arriba y hacia abajo en torno al promedio. Son movimientos que no alteraron en forma significativa el funcionamiento de la economía. En el presente, las exportaciones de Perú alcanzan a 87,0 mil millones de dólares, una cifra semejante a la de la Argentina, pero superior cuando se la mide por habitante: 2536 dólares per cápita en el vecino país, versus 1890 dólares en el nuestro.