

Informe de coyuntura macroeconómica N° 1

Nuevo esquema de flotación entre bandas cambiarias

Elaboración: Joaquín Waldman

Asesoramiento: Ricardo Martínez, Pablo Mira, Damián Pierrí y Juan Manuel Rodríguez Repeti

Colaboración: Hermes Fernández, Ulises Silva y María Pía Nicocía

1. Panorama de coyuntura
2. Análisis en profundidad: Nuevo esquema de flotación entre bandas cambiarias
3. Principales variables macroeconómicas

Panorama de coyuntura

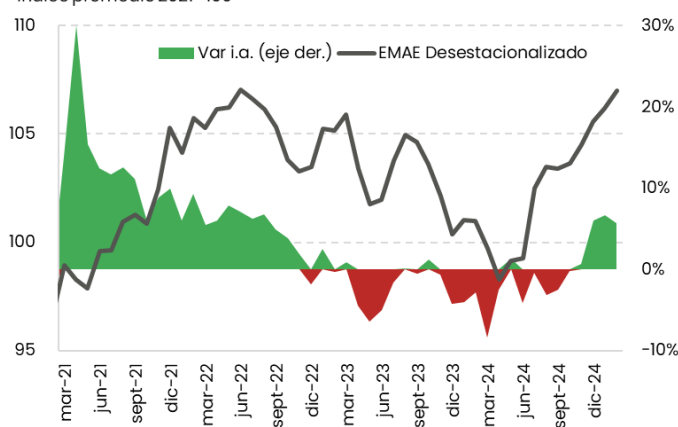
La actividad económica continúa recuperándose, luego de caer 1,7% anual en 2024. En el primer bimestre del año, el Estimador Mensual de Actividad Económica del INDEC mostró un crecimiento acumulado de 1,4% sin estacionalidad (ver **Gráfico 1**). De este modo, la actividad se ubica 6,2% por encima de los valores del año previo. La recuperación comenzó en mayo de 2024, con la inversión como elemento más dinámico, luego de haber sido el más golpeado (cayó 17% sin estacionalidad en el primer semestre del 2024 y creció 23% en el segundo). Las exportaciones fueron el único componente de la demanda que no cayó el año pasado (+23%). Por el lado de la oferta, los sectores de mayor crecimiento en lo que va del año son intermediación financiera (+28% i.a.), pesca (+13% i.a.) y comercio (+10% i.a.).

Por su parte, el consumo privado se recupera más lentamente. Su caída en 2024 fue mayor que la de la actividad (se redujo 4,2% promedio), y recién revirtió la baja en el último trimestre. En el arranque de 2025, las ventas en supermercados (indicador adelantado de consumo masivo) crecen 2,8% i.a., pero todavía se ubican 10% debajo de los valores del primer bimestre de 2023.

La recuperación rezagada del consumo se debe a la caída del poder adquisitivo de los salarios. Según el índice de Salarios registrados del INDEC, estos perdieron 11% promedio en 2024 (ver **Gráfico 2**), debido a un desplome de 18% entre octubre del 2023 y enero del 2024 que estableció un punto de partida bajo para todo

Gráfico 1: Actividad económica

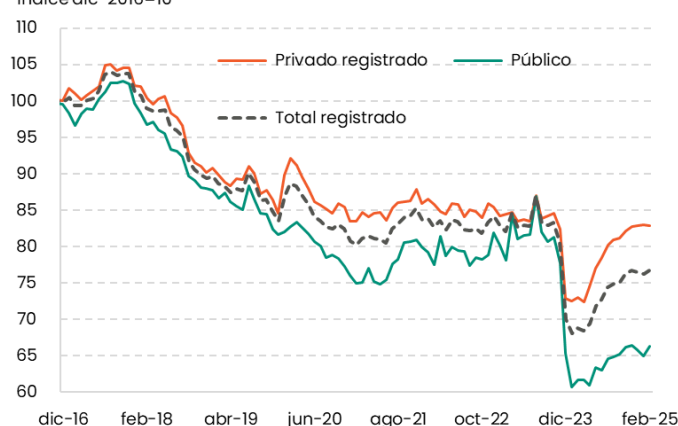
Índice promedio 2021=100



Fuente: INDEC

Gráfico 2: Salarios reales

Índice dic-2016=10



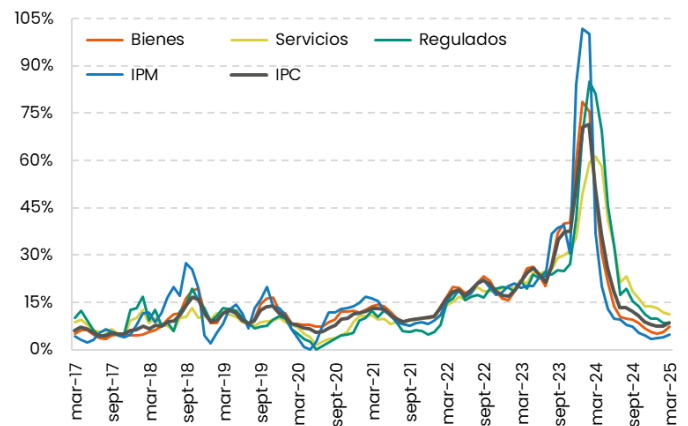
Fuente: Ministerio de Capital Humano e INDEC

el año. Desde entonces, el salario real no recuperó sus valores previos y en febrero de 2025 se ubicó 8% por debajo de ellos. Esta cifra esconde dos realidades diferentes: los salarios privados recuperaron casi toda la pérdida (-2%), pero los públicos continúan 18% por debajo.

La evolución de los salarios reales fue espejada a la dinámica de la inflación: el trimestre en que más cayeron los ingresos fue aquel en que los precios mayoristas se duplicaron (+102% entre octubre de 2023 y enero de 2024) y los precios al consumidor crecieron 72%. Posteriormente, la desinflación coincidió con una recuperación paulatina de los salarios reales. Este proceso parece haberse interrumpido en meses recientes: a pesar de la reducción del *crawling peg* del 2% al 1% mensual (a principios de febrero), la inflación subió de 2,2% en enero a 2,4% en febrero y 3,7% en marzo. Los principales *drivers* de la aceleración inflacionaria fueron saltos en el precio de la carne (+14% bimestral) y los productos estacionales (+8% en marzo, destacándose educación y verduras). Al mismo tiempo, los servicios siguieron trepando por encima de los bienes (ver **Gráfico 3**), manteniéndose en un promedio de 4% mensual en los últimos 6 meses.

Gráfico 3: Inflación

Variación acumulada últimos 3 meses



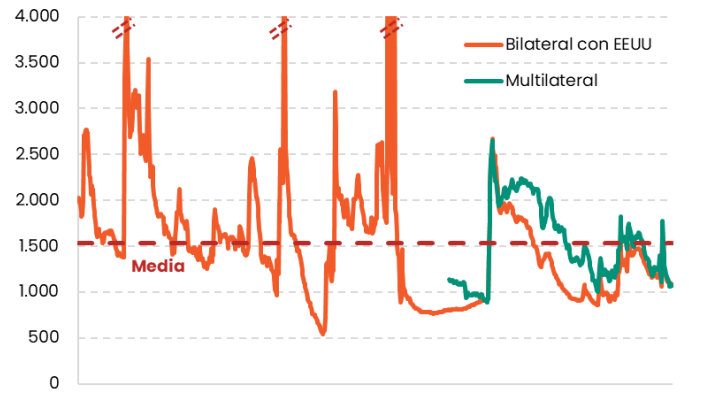
Fuente: INDEC

La aceleración inflacionaria por encima del ritmo de depreciación y el encarecimiento relativo de los servicios acentúan la apreciación cambiaria. El tipo de cambio real se redujo 46% (punta a punta) en el 2024, y hoy en día se ubica alrededor de 30% por debajo de su media histórica (ver **Gráfico 4**).

El resultado externo del 2024 fue positivo (hubo un superávit de 3% del PBI en el comercio de bienes y de 1% de la cuenta corriente devengada), pero la apreciación cambiaria y la recuperación de la actividad están licuándolo aceleradamente. Este deterioro hizo que el BCRA debiera vender sistemáticamente reservas desde mediados de marzo, derivando en la implementación del nuevo esquema cambiario que se explica en la próxima sección.

Gráfico 4: Tipo de cambio real

A precios de marzo-2025

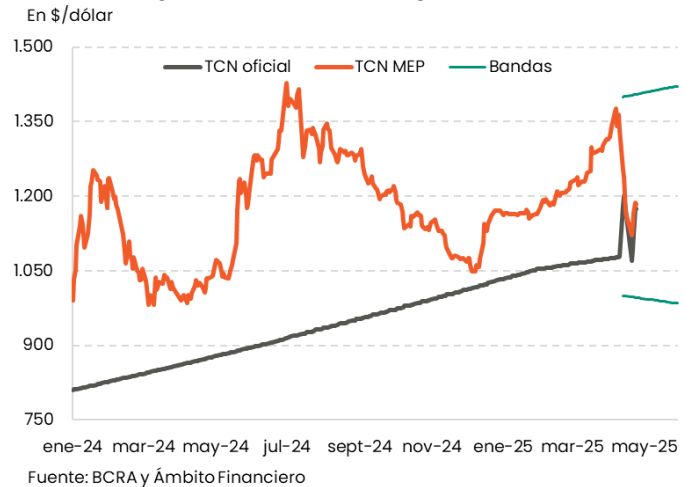


Fuente: BCRA, INDEC y FRED

Análisis en profundidad: Nuevo esquema de flotación entre bandas cambiarias

A mediados de abril, el gobierno argentino anunció un nuevo acuerdo con el FMI que inauguró la “fase 3” de su programa económico.¹ Esta etapa incluye la flexibilización de las restricciones cambiarias (conocidas como *cepo*) y el reemplazo del *crawling peg* del dólar por un esquema de flotación entre bandas. El anuncio implicó la unificación del mercado de cambios en un valor de alrededor de \$ 1.150 (promedio de las primeras 8 ruedas), equivalente a una suba de 7% para el dólar oficial previo y una caída de 11% para la cotización MEP (ver **Gráfico 5**).

Gráfico 5: Tipo de cambio nominal y bandas



Los regímenes de bandas cambiarias permiten que el dólar fluctúe dentro de límites preestablecidos, insumiendo menos reservas que un esquema de fijación (el BCRA utilizó US\$ 2.000 millones para contener el tipo de cambio entre mediados de marzo y mediados de abril) y teniendo menos volatilidad que uno de tipo de cambio flexible.² En este caso, el área de flotación es inicialmente \$1.000 - \$1.400, aunque esta se ensancha mes a mes (el límite superior crece 1% mensual mientras que el inferior baja al mismo ritmo). Si la cotización del dólar toca el límite inferior, el BCRA compra divisas -inyectando liquidez- y, si alcanza la banda superior, las vende -retirando pesos-. Todavía no está claro si la autoridad monetaria intervendrá también dentro de la banda (el reporte del FMI lo habilita a comprar dólares para acumular reservas, pero el gobierno anunció que no lo hará).

El nuevo esquema cambiario se complementa con un *target* monetario: el BCRA hará operaciones de mercado abierto y modificaciones de encajes para que el agregado M2 privado transaccional (el circulante en poder del público y los depósitos en pesos no remunerados del sector privado) crezca a un ritmo preestablecido. Para 2025, este objetivo indica un crecimiento de 51% de los medios de pago, por encima de la inflación esperada, tanto en la estimación del acuerdo (18-23%) como en las proyecciones del REM (27,5%).

El control sobre la cantidad de dinero implica que la tasa de interés variará de acuerdo a la demanda de liquidez. Un funcionamiento virtuoso de este esquema resultaría en una tasa de interés que fomente las inversiones en pesos, alejando al dólar del techo de la banda.³ En particular, si la banda es creíble, la expectativa de depreciación debería disminuir cuando la cotización se acerque al límite superior, quedando por debajo de la tasa e incentivando la venta

¹ Ver [anuncio del BCRA](#) y [Staff Report del FMI](#).

² Krugman, P. R. (1991). Target zones and exchange rate dynamics. *The Quarterly Journal of Economics*, 106(3), 669-682.

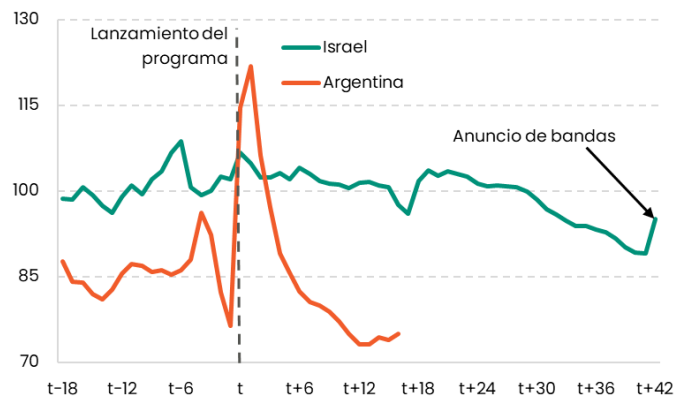
³ El esquema ya incentiva a los exportadores e importadores a dinámicas que favorecen la apreciación. Ver <https://iiep.economicas.uba.ar/macro/wp-content/uploads/Bandas-Cambiarias-D.-Pierri.pdf>

de divisas. Esto se reforzaría si el BCRA vendiera dólares en el techo, retirando liquidez (por tanto, incrementando la tasa).

La fase 3 del plan de estabilización tiene similitudes con la implementada en la desinflación israelí de 1985. En aquel caso, luego de un período inicial de fijación cambiaria, que conllevó a una importante desinflación, se optó por un esquema de bandas (en enero de 1989) para flexibilizar el mercado cambiario y evitar la apreciación excesiva.⁴ A pesar de los parecidos, existen al menos tres importantes diferencias. En primer lugar, la amplitud de la banda doméstica es mucho mayor a la israelí. Mientras que aquella permitía un rango de 6% de fluctuación del tipo de cambio (medido respecto al valor medio), esta permite que el dólar se mueva hasta 33% respecto a los \$1.200 centrales. En segunda instancia, Israel aplicó un esquema de este tipo cuando su inflación había bajado desde más de 400% a 20% anual, mientras que en Argentina continúa por encima del 50%. Por último, el tipo de cambio real de Israel a fines de 1988 se había apreciado alrededor de 16% respecto al del inicio del plan (11% por debajo de la media de los 5 años previos al lanzamiento), mientras que en Argentina la apreciación acumulada respecto a diciembre de 2023 es de 34% (y el TCR se ubica 25% por debajo del promedio de los 5 años previos; ver **Gráfico 6**). Estas diferencias implican, conjuntamente, que el BCRA tendrá más dificultad para comprar dólares en el piso de la banda que en aquel caso, por el menor valor real del dólar, la mayor distancia entre el *spot* y el piso de la banda y la caída más rápida de dicho piso (por una mayor inflación).

Gráfico 6: Tipo de cambio real

Índice 100 = promedio 5 años previos al lanzamiento



Fuente: BCRA y Darvas, Z. (2021) 'Timely measurement of real effective exchange rates', Working Paper 2021/15, Bruegel

Otra experiencia relevante de bandas cambiarias con *targets* monetarios fue el esquema implementado por el BCRA en octubre de 2018. En esa ocasión, se dejó al dólar flotar entre \$34 y \$44 (\$1574-\$2038 a precios de hoy) con un sendero creciente hasta estabilizarse entre \$40 y \$51 en abril de 2019 (\$1505-\$1947 a precios de hoy).⁵ Mientras tanto, había un objetivo de base monetaria, por lo que la tasa de interés se ajustaba endógenamente (de forma similar al

⁴ Binyamini, A., Eckstein, Z., & Flug, K. (2008). The evolution of monetary-policy strategy and exchange-rate regime in Israel. In *ECB workshop on Economic and Financial Developments in Mediterranean Countries*.

Leiderman, L., & Bufman, G. (2000). Inflation targeting under a crawling band exchange rate regime: lessons from Israel. *Inflation Targeting in Practice: Strategic and Operational Issues and Application to Emerging Market Economies*, IMF, Washington DC, 70-79.

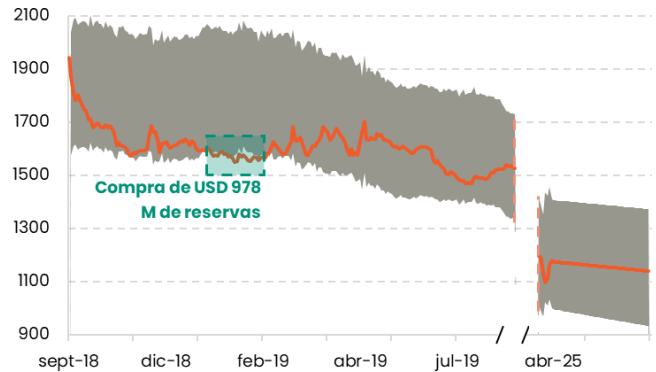
⁵ Las actualizaciones se hicieron a partir del ITCRM del BCRA, por lo que incorporan la variación de precios domésticos y de los socios comerciales y también los movimientos relativos de sus monedas.

régimen actual).⁶ Durante la vigencia de este esquema, el TCN se ubicó sistemáticamente en la mitad inferior de la banda, e incluso permitió al BCRA comprar cerca de USD 1.000 millones en el piso (en enero y febrero de 2019). Como puede verse en el **Gráfico 7**, las bandas tenían un valor real significativamente mayor a las actuales, ubicándose el límite inferior del 2019 cerca del superior actual. Así, las compras fueron realizadas a un TCR 34% mayor al actual.

A modo de conclusión, consideramos que el tipo de cambio puede permanecer dentro en la banda, ayudado por la tasa de interés en pesos, incluso si su valor es inferior al que equilibra al frente externo. Sin embargo, la comparación con dos experiencias previas nos indica que la cotización difícilmente se pegue al piso, que es bajo para la economía argentina y en relación al comienzo del plan de estabilización. En este sentido, la acumulación de reservas netas que exige el acuerdo (+USD 8.900 millones entre marzo y diciembre) podría beneficiarse de compras dentro de la banda, que también empujarían al dólar a valores más cercanos a su media histórica.

Gráfico 7: TCR entre bandas y compra de reservas

A precios del 25/4/25. Supuestos: TCN al 1% mensual; inflación de 3% mensual



Fuente: BCRA e INDEC

⁶ Para más detalles consultar <https://www.bcra.gov.ar/pdfs/publicacionesestadisticas/ipom0719.pdf>

Principales variables macroeconómicas

	Fuente	Último dato	Nivel	Var mensual	Var. Interanual				Acumulado
					T	T-1	T-2	T-3	2025
Actividad económica*	INDEC	feb-25	-	0,8%	6%	7%	6%	1%	6%
Ventas en supermercados	INDEC	feb-25	-	-0,3%	2%	4%	-3%	-8%	3%
Producción industrial*	INDEC	feb-25	-	0,5%	6%	8%	9%	-2%	7%
Actividad de la construcción*	INDEC	feb-25	-	2,0%	4%	-1%	-10%	-24%	1%
Salario priv. nominal mediano (bruto)*	SIPA	ene-25	\$ 1.158.763	3,7%	111%	154%	166%	191%	111%
Salario priv. real mediano (bruto)*	SIPA e INDEC	ene-25	-	1,5%	15%	16%	0%	-1%	15%
Inflación nacional	INDEC	mar-25	-	3,7%	56%	67%	85%	118%	68%
Inflación núcleo	INDEC	mar-25	-	3,2%	51%	60%	75%	105%	61%
Tipo de cambio oficial	BCRA	25/4/2025	\$ 1.174	9,6%	34%	25%	26%	28%	27%
Tipo de cambio MEP	Ámbito	25/4/2025	\$ 1.184	-8,5%	15%	29%	19%	-1%	13%
Tipo de cambio real (17-12-15=100)	BCRA	25/4/2025	86,6	7,9%	-9%	-21%	-28%	-34%	-26%
Gasto primario real	MECON e INDEC	mar-25	-	**	1,8%	19,1%	13,5%	-17,5%	11,1%
Recaudación real	AFIP	mar-25	-	**	5,7%	11,8%	5,8%	0,9%	7,6%
Exportaciones de bienes	INDEC	mar-25	US\$ 6.329 M	**	-2%	11%	10%	33%	US\$ 18.383 M
Importaciones de bienes	INDEC	mar-25	US\$ 6.006 M	**	39%	42%	25%	26%	US\$ 17.623 M
Saldo comercial	INDEC	mar-25	+ US\$ 323 M	**			**		+US\$ 761 M
Exportaciones de bienes y servicios	BCRA	mar-25	US\$ 7.016 M	**	10%	22%	36%	48%	US\$ 20.431 M
Importaciones de bienes y servicios	BCRA	mar-25	US\$ 6.128 M	**	122%	167%	405%	477%	US\$ 22.617 M
Saldo comercial	BCRA	mar-25	+ US\$ 888 M	**			**		-US\$ 2.186 M
Reservas Brutas	BCRA	22/4/2025	US\$ 38.814 M	+ 12.186 M (+46%)	30%	-8%	2%	2%	+ 9.202 M (+31%)
Deuda Pública / PBI **	MECON	IV T-24	83,2%	**		-73,4 p.p.			-
Riesgo país	Ámbito	25/4/2025	692 p.b.	-69 p.b.	-542 p.b.	-623 p.b.	-950 p.b.	-1.332 p.b.	+57 p.b.
Tasa de interés de pol. mon. (TNA)	BCRA	24/4/2025	29,0%	+ 0 p.p.	-	-	-	-	-
TIR de LECAP corta (fin de mes próx.)	IAMC	25/4/2025	34,0%	- 4 p.p.	-	-	-	-	-
Tasa de interés BADLAR (TNA)	BCRA	24/4/2025	33,5%	+ 4 p.p.	-	-	-	-	-
Tasa de interés préstamos pers. (TNA)	BCRA	24/4/2025	71,0%	+ 4 p.p.	-	-	-	-	-
Base Monetaria prom.	BCRA	abr-2025 (hasta 22)	\$ 33,8 B	12%	167%	178%	188%	195%	-
M2 prom.	BCRA	abr-2025 (hasta 22)	\$ 68,4 B	5%	86%	81%	81%	84%	-
M3 prom.	BCRA	abr-2025 (hasta 22)	\$ 124,8 B	2%	81%	94%	107%	115%	-
Índice MERVAL	BYMA	23/4/2025	2.239.402	-11%	70%	91%	113%	106%	-12%

* La variación mensual se realiza sobre la variable desestacionalizada

** No se reporta por tener estacionalidad o por corresponderse con datos trimestrales