

EL TRILEMA DE RESERVAS, ACTIVIDAD E INFLACIÓN

POR JORGE VASCONCELOS



Mirada en retrospectiva, la decisión del gobierno de pasar a indexar el techo de la banda cambiaria y empezar a comprar dólares diariamente para recuperar reservas, anunciada a mediados de diciembre pasado, ocurrió en un momento muy oportuno. En el plano local, la demanda de dólares por parte de personas físicas se había achicado a un tercio de los picos de setiembre/octubre, y las firmas líderes y las provincias ya estaban lanzadas en la tarea de conseguir financiamiento externo, con colocaciones que desde noviembre superan los 8,0 mil millones de dólares. En la dimensión externa, el timing fue inmejorable, aunque esto fue coincidencia. Se estaba iniciando un ciclo de marcado debilitamiento de la moneda norteamericana, con una paridad que, desde 17,4 dólares por euro a mediados de diciembre llegaba a 1,20 el 26 de enero de este año. Esa dinámica disparó una feroz rotación de carteras a escala global, de la cual también se benefició la Argentina. Ilustra la magnitud de este ciclo el impacto que tuvo en Brasil: desde mediados de diciembre, el Bovespa subió nada menos que un 17,1 %, y el real brasileño se apreció un 5,1 % frente al dólar estadounidense.

La caída del riesgo país argentino desde 625 hasta algo más de 500 puntos en ese período no respondió exclusivamente a factores locales, y esto debe tenerse en cuenta.

El debilitamiento del dólar en el mundo se frenó tras la nominación por parte del gobierno de Trump de Kevin Warsh como sucesor de Powell al frente de la Reserva Federal, pero el “telón de fondo” no se ha modificado, particularmente la tendencia ascendente de la deuda pública de Estados Unidos, que hizo que perdiera su calificación triple A.

De allí que lo ocurrido en las primeras cinco semanas de 2026, con compras de dólares del BCRA por 1,3 mil millones, puede o no ser extrapolable al resto del año.

Por el lado de la demanda, el mercado cambiario argentino reconoce dos segmentos nítidamente diferenciados, el vinculado con el comercio exterior, que en 2025 representó dos tercios del total, y el correspondiente a los movimientos financieros, concentrado en personas físicas, que conforma el tercio restante. En 2025, este último segmento acumuló demandas por 32,3 mil millones de dólares, con determinantes que tienen que ver con el nivel del tipo de cambio real, la confianza y las expectativas.

En 2026 se estará testeando la capacidad del programa económico para compaginar satisfactoriamente el “trilema” de incrementar las reservas del Banco Central, retomar el proceso de desinflación, que se interrumpió desde setiembre pasado, en simultáneo con la superación del estancamiento del nivel de actividad, que lleva tres trimestres consecutivos y amenaza con extenderse a este primer trimestre de 2026.

Hay un antecedente valioso al respecto, pero con un par de corolarios relevantes, que no pueden soslayarse: entre mayo y diciembre de 2024, el “trilema” se logró armonizar, ya que el Central hizo compras netas de divisas por 6,9 mil millones de dólares, a un ritmo de 42 millones/día; la tasa de inflación mensual descendió desde el 4,2 % de mayo al 2,7 % en diciembre, mientras que el nivel de actividad se incrementó a un ritmo anualizado de casi el 9,0 %, de la mano de la expansión de los préstamos al sector privado a un ritmo de 7,0 % mensual acumulativo en términos reales.

La palanca del crédito se había activado por una combinación de tasas de interés positivas medidas en dólares, pero negativas en términos de inflación, mientras fue creíble el deslizamiento preanunciado del tipo de cambio oficial al 2,0 % mensual.

El corolario es que ese ciclo se agotó por haber llevado a una fuerte apreciación del peso, del 18 % entre mayo y diciembre de 2024, con un tipo de cambio real multilateral que al final de esa experiencia estaba 16,0 % por debajo del nivel actual. Se lograron los tres objetivos a la vez hasta que recrudecieron expectativas de devaluación, aun cuando la demanda de dólares-billete estaba reprimida por la vigencia, entonces, del cepo a personas físicas.

En el presente, si bien el esquema con el techo de la banda cambiaria indexada está diseñado para evitar apreciaciones adicionales del peso, la contrapartida es que no será sencillo rearmar el “círculo virtuoso” de crédito y nivel de actividad, porque en cierto modo el gobierno está volviendo a recurrir al “ancla cambiaria”, con una política monetaria de rienda corta, para contener la inflación. A diferencia de mayo a diciembre de 2024, la tasa de interés es actualmente positiva en términos reales, sin que haya condiciones para bajarla en el régimen de bandas: en contraste con el crawl preanunciado de 2024, en caso de imprevistos el tipo de cambio podría subir hasta el 7 % hasta el techo de la banda, lo que hace más cautelosas las apuestas del “carry trade”.

Así, los 1,3 mil millones de dólares adquiridos desde principios de año por parte del Banco Central son un dato muy relevante, pero sin que se haya logrado resolver cierto conflicto con el segundo de los tres objetivos, el de darle oxígeno a la recuperación del nivel de actividad. Respecto del tercero, el de retomar la desinflación, la situación es ambivalente, ya que la rienda corta monetaria debería comenzar a frenar el ritmo de variación de los precios, pero la indexación del techo de la banda cambiaría a la inflación pasada podría hacer que el piso para este aterrizaje sea más elevado que el pretendido. Los precios mayoristas podrían seguir la pauta del techo de la banda, antes que el tipo de cambio observado, exigiendo una doble “desinflación” por el lado de los servicios. Apunta a ser lento el descenso de la tasa de inflación desde el pico del 2,8 % de diciembre.

Y hay que recordar que, en buena medida, la demanda de dinero depende de las expectativas de inflación. Si esa demanda se ralentizara, la pregunta es ¿qué haría el Banco Central?. ¿Seguir comprando dólares, emitiendo pesos?, con sesgo inflacionario. ¿O retirarse del mercado de cambios?, con impacto negativo sobre el riesgo país.

En lo que hace al nivel de actividad, la recaudación de impuestos asociados al mercado interno (IVA DGI) se mantuvo en enero en la meseta por la que viene evolucionando desde abril de 2025, con el empleo privado formal 2,8 % por debajo del nivel de dos años atrás.

El prolongado estancamiento, que podría sumar su cuarto trimestre con los datos de enero a marzo de 2026, es un fenómeno que trae secuelas, porque se debilita la potencia de instrumentos que podrían apalancar el proceso de recuperación: la recaudación impositiva está en terreno negativo en términos reales, y se posponen proyectos de inversión pública; el crédito en pesos al sector privado no despega afectados por las altas tasas de interés y por el incremento de los índices de morosidad (que obliga a la cautela a los bancos), con la excepción de los préstamos en dólares, que arrancaron el 2026 incrementándose a un ritmo anualizado de 2,0 % del PIB.

El PIB en diciembre habría descendido 0,2 % interanual, de acuerdo el IGA del Estudio Ferreres, un promedio de todos los sectores debajo del cual se observa cada vez mayor divergencia, con Intermediación Financiera incrementándose un 9,0 % e Industria cayendo un 5,7 %.

O sea, hay dos cuestiones superpuestas, por un lado la dificultad para armonizar los objetivos del “trilema” descriptos más arriba y, por el otro, la necesidad de acelerar el proceso de reconversión productiva en aras de mayor competitividad.

La industria, pese a contar en teoría con un margen ocioso del 40.0 % de su capacidad instalada, ha perdido mucho terreno frente a la oferta importada en sectores como vehículos, autopartes, textiles y calzados, maquinaria, metalurgia, plásticos y neumáticos. En parte, **esa performance cuestiona el grado de actualización tecnológica de las plantas existentes**. Pero también hay que contemplar que, en muchos casos, para ponerse a la altura de la demanda, **la curva de oferta industrial debería tener un grado de flexibilidad del que no**

dispone. Con precios de insumos, salarios, impuestos, costos financieros, que son “inflexibles a la baja”, se complica remontar las desventajas de competitividad. En ese sentido, el “RIMI” es a todas luces insuficiente.

Lo que se necesita es un esquema que contemple e incentive la reconversión productiva acelerada, **en el que pueda incluirse la flexibilización de todos los vectores relevantes, bajo la idea que los costos (incluidos los impuestos) deberían ser funcionales a los precios de venta.**