



Universidad de
San Andrés

Universidad de San Andrés

Departamento de Economía

Licenciatura en Economía

***Inflation Targeting: Una discusión dedicada al caso
argentino***

Autor: Maximiliano Amodei

Legajo: 25079

Mentor: Daniel Heymann

Buenos Aires, 2017

Inflation Targeting: Una discusión dedicada al caso argentino¹

Trabajo de Graduación

Universidad de San Andrés

Maximiliano Amodei

Mayo, 2017

Resumen

El siguiente trabajo se propone describir propiedades del régimen de metas de inflación y estudiar cómo se encuentra la Argentina con relación a las precondiciones básicas que la literatura considera que deben estar presentes previo a la implementación de este esquema monetario. El foco estará puesto en poner en discusión el caso argentino a la luz de diferentes aportes de la literatura académica.

¹ Agradezco a Daniel Heymann su disponibilidad y compromiso a lo largo del proceso de realización del Trabajo de Graduación.

Contenido

Resumen.....	2
Introducción.....	4
I. Debate sobre el Esquema <i>Inflation Targeting</i>	6
II. Experiencias en Latinoamérica	11
III. Caso Argentino	18
III.1 Cumplimiento de los requisitos.....	21
III.1.A Independencia instrumental.....	23
III.1.B Instrumento de Política Monetaria	26
III.1.C Elección de meta y horizonte temporal	28
III.1.D Índice utilizado	30
III.1.E Tipo de cambio Flexible	31
III.1.F Conocimiento del mecanismo de transmisión.....	36
III.1.G Ausencia de dominancia fiscal	40
III.1.H Apoyo público	45
III.1.I Transparencia y rendición de cuentas.....	47
III.1.J Responsabilidad conjunta.....	48
III.1.K Sistema financiero desarrollado.....	48
III.1.L Condiciones macro financieras	49
III.1.M Provisión de pronósticos y medición adecuada y oportuna de la información económica	51
IV. Conclusión	52
Bibliografía utilizada	54

Introducción

Durante las últimas décadas, un número creciente de economías desarrolladas y emergentes han comenzado a conducir la política monetaria de acuerdo a lo que se conoce como un esquema de metas de inflación, o *inflation targeting* (IT) *framework*. A mediados del año 2016, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) anuncia que la Argentina adoptaría este modo de conducir la política monetaria. Sin embargo, no hay un consenso unánime entre los académicos sobre el estricto funcionamiento del *Inflation Targeting* ni sobre su factibilidad en economías emergentes, aunque es un instrumento con una elevada reputación en economías desarrolladas.

Repasando la extensa literatura dedicada a estudiar la implementación de IT en diferentes países, se han identificado un conjunto de elementos o precondiciones que son consideradas como fundamento del éxito de este esquema. Hay autores que suelen cuestionar la viabilidad de hacer política antiinflacionaria en economías emergentes siguiendo este esquema en particular, ya que se pone en duda que allí puedan adoptarse plenamente todos estos requerimientos básicos que la literatura académica enfatiza. De acuerdo con Eichengreen et al (1999) existen muchas razones para poner en cuestión si un esquema monetario, en el cual la inflación es el objetivo principal, es al mismo tiempo factible, aconsejable o creíble para economías en desarrollo, teniendo en cuenta, entre otras cuestiones, que la inflación es menos predecible y menos controlable que en economías industriales. En particular, se sostiene que allí donde la inflación se ha ubicado por encima de niveles en torno al 30% por varios años, las variables nominales tienden a mostrar un alto grado de inercia. De esta manera, en ambientes macroeconómicos menos estables, con instituciones más débiles y menor grado de credibilidad el desafío es mayor y se enfrentan mayores *trade-offs*. No obstante, al hablar de programas de estabilización podemos distinguir, en principio, dos etapas bien diferentes. Tenemos un primer periodo de transición seguido de un periodo en el cual se consolida el régimen. La mayoría de las economías emergentes han atravesado un periodo de transición previo a la adopción plena de un régimen de metas inflacionarias o *Full-fledged Inflation Targeting*, y la velocidad de la transición típicamente dependió del nivel de inflación inicial. Cuanto mayores han sido esos niveles, más largas han sido las transiciones, para evitar disrupciones en la economía real (Schaechter, Stone, &

Zelmer. 2000). Si bien puede resultar difícil que se cumplan todos los requisitos durante la transición, cabe la posibilidad de que el régimen se ponga en marcha y logre consolidarse en el largo plazo, como ocurrió en el caso de Chile por ejemplo.

En particular, siguiendo el enfoque de autores como Siklos y Abel (2002) y Batini y Laxton (2007) en el siguiente trabajo nos enfocaremos en analizar cómo se encuentra la Argentina con relación a las precondiciones que la literatura considera que deben estar presentes antes y durante la transición hacia un esquema de metas de inflación. Se presentarán las características de la implementación en la Argentina junto con una breve discusión teórica de la importancia de las precondiciones. De este modo, se pondrán en perspectiva los detalles de la transición argentina a la luz de los diferentes aportes de la literatura. El trabajo se organiza de la siguiente manera: En la sección I definiremos qué significa conducir la política monetaria en base a un régimen de metas de inflación, detallando cuales son los aspectos centrales de este modo de conducir la política monetaria. Luego, en la sección II repasaremos brevemente la experiencia de dos economías latinoamericanas que han optado por implementar IT en el pasado, Chile y Brasil. En la sección III se presentarán aquellas precondiciones básicas que, de acuerdo con la literatura académica, deben estar presentes al momento de aplicar un esquema de metas de inflación, y se las analizará a la luz del caso argentino. Por último, la sección IV concluye con una serie de comentarios finales.

Universidad de
San Andrés

I. Debate sobre el Esquema *Inflation Targeting*

En la presente sección nos abocaremos a exponer qué significa conducir la política monetaria siguiendo un esquema de metas de inflación, también conocido como inflación objetivo o *inflation targeting* (IT), definiendo cuales son los aspectos centrales de esta política. Además repasaremos brevemente cuales son los costos que, de acuerdo con la vasta literatura, trae consigo un ambiente económico inflacionario y así poder entender la lógica que persigue un banco central cuyo objetivo primordial es la estabilidad de precios. No obstante la enorme cantidad de banqueros centrales que han adoptado este enfoque para conducir sus políticas, repasaremos diferentes visiones a favor y en contra de ella, en vista de las aparentes ventajas y desventajas documentadas por diferentes autores en los últimos años.

En primer lugar, antes de definir específicamente qué es un esquema de metas de inflación vale la pena realizar una breve y simplificada discusión respecto de cómo un banco central maneja la política monetaria de un país. Esencialmente la política monetaria es el conjunto de decisiones respecto de la cantidad de dinero que circula en la economía, es decir, el control de la oferta monetaria. Lo que un banco central puede controlar directamente es su hoja de balance que, para simplificar, supongamos que se compone de reservas internacionales, base monetaria y títulos de deuda. De esta manera, conduce la política monetaria y cambiaria alterando el tamaño y la composición de su hoja de balance, es decir, sus instrumentos de política son básicamente el tipo de cambio nominal y la oferta monetaria. Estos instrumentos son gestionados de acuerdo con su objetivo último, que típicamente es la tasa de inflación. Vale la pena aclarar que la diferencia central entre los instrumentos y los objetivos, es que estos últimos no son variables que el banco puede controlar de manera directa, sino que se ven afectados tanto por el manejo de sus instrumentos como también por otras fuerzas exógenas.

En el centro de este debate surge la cuestión de si el banco central debe realizar un anuncio respecto de sus intenciones en el manejo de los instrumentos o sobre el resultado deseado respecto del objetivo (Montiel, 2011). Aquí radica el punto de partida para entender a un banco central con metas de inflación. Suponiendo que siempre en el manejo de la política monetaria surge inevitablemente el bien conocido problema de la inconsistencia temporal, las autoridades deberán utilizar algún tipo de mecanismo de compromiso para evitar un sesgo inflacionario en las expectativas de los agentes. Un banco central que se maneje de acuerdo a un sistema de metas de inflación se

comprometerá a mantener el nivel general de precios dentro de un determinado corredor utilizando la tasa de interés como el principal instrumento de política monetaria para lograr su objetivo. En otras palabras, no existe un compromiso a establecer un corredor predeterminado para el tipo de cambio nominal o uno para la tasa de crecimiento de la oferta monetaria, sino que se anuncian objetivos de inflación, que típicamente se pretenden alcanzar estableciendo la tasa de interés en determinado nivel. Si se estima que la inflación estará por encima de la meta propuesta, se hará política contractiva mediante una suba de tasas, y por el contrario, si se estima que la inflación se mantendrá dentro del rango meta, se podrá relajar la política monetaria bajando las tasas. Por lo tanto, para resumir podemos definir al esquema de metas de inflación o *inflation targeting* como una estrategia de política monetaria que consiste en elegir, anunciar y comprometerse a determinado objetivo de inflación. Diversos autores (Bernanke et al 1999; Mishkin 2000; Batini & Laxton 2007; Svensson 2010; Montiel, 2011) coinciden en que los componentes esenciales del régimen son: el anuncio público de un objetivo para la tasa de inflación en un cierto horizonte, sin comprometerse a mantener en determinado nivel a ninguna otra variable, ni el tipo de cambio ni el crecimiento de la oferta monetaria. Asimismo ese régimen se destaca por la presencia de un alto grado de transparencia y rendición de cuentas en la conducción de la política monetaria, lo que se ve reflejado en la publicación regular de informes de inflación, más adelante profundizaremos en estos aspectos. La idea central es que las expectativas individuales eventualmente se adaptarán a los objetivos anunciados y estas serán incorporadas en contratos, fijación de precios y negociaciones colectivas, buscando controlar el componente inercial de la inflación a bajos costos por el lado real de la economía. Esto es lo que la teoría sostiene, aunque en la práctica aun no son tan evidentes los beneficios en términos de menores ratios de sacrificio.

Una vez definida la forma en que se maneja un banco central que persigue objetivos de inflación, resulta razonable preguntarse, tal como lo hace Bernanke et al (1999), cuales son los argumentos para que un banco central decida ponerse como objetivo primordial el control de la inflación, dada la variedad de objetivos que puede perseguir la política macroeconómica.

En primer lugar se debe resaltar el hecho de que la inflación trae consigo ciertos costos, pero que estos están más asociados a la volatilidad de la tasa que a los aumentos per se. En un contexto inflacionario las subas se van haciendo más volátiles aumentando la incertidumbre y haciendo difícil determinar los cambios a nivel general y los cambios

de precios relativos. Esto acota los horizontes de planeamiento y disminuyen los incentivos a invertir en proyectos de largo plazo, desacelerando el crecimiento económico y de la productividad (Morra, 2014). Asimismo, se ve perjudicada la distribución del ingreso al erosionar más el capital de los individuos con capacidades de inversión más limitadas y que destinan mayor proporción de su ingreso al consumo. Otra consecuencia que resulta interesante destacar, modelada por Tommasi (1994), se relaciona con la significativa evidencia de que existe una elevada correlación positiva entre inflación y variabilidad de precios. En un entorno inflacionario, disminuye el contenido informativo de los precios relativos corrientes respecto de los precios futuros. Al disminuir su stock informativo, los compradores pasan a tener precios de reserva más elevados, es decir, ya no se sabe muy bien cuál es el precio relativo de las cosas y por eso se convierten en menos exigentes a la hora de buscar precio. Esto desplaza hacia arriba la curva de demanda que enfrenta el vendedor individual, se pueden cobrar precios más altos dadas las mismas cantidades. De esta manera, los vendedores con estructuras de costos más ineficientes pueden aumentar sus *mark-ups* lo suficiente como para cubrir sus costos. En síntesis, se aleja la economía de la competencia perfecta, la producción se redistribuye hacia productores de mayores costos, con lo cual aumentan los costos totales de la industria.

Otros dos factores importantes que destaca Bernanke et al (1999) para justificar un banco central *inflation targeter* son: las limitaciones de la política monetaria y la necesidad de contar con un ancla nominal. Parece haber consenso entre muchos académicos, aunque no de manera generalizada, de que la política monetaria solo puede afectar las variables reales en el corto plazo, ya que en largo plazo solo es responsable de la determinación del nivel de precios. Es decir, si bien en el corto plazo una política monetaria activa puede estimular el producto, en el largo plazo se producirán correcciones en los contratos que impulsaran un alza en los costos de las firmas, lo que hará retornar el producto a su nivel natural. Entonces con esta lógica, resulta razonable que un banco central, que es consciente de sus limitaciones, se ponga como objetivo central el control del nivel de precios de la economía. Lo cierto es que en la práctica las presiones políticas de corto plazo por estimular la demanda agregada terminan prevaleciendo en muchos casos, lo cual no es completamente objetable si se tiene en claro que la autoridad monetaria no podrá resolver continuamente cuestiones de la economía real si no se emprenden políticas más profundas. Tal como destaca Heymann et al (2011), no suele aceptarse que la política monetaria deba o pueda desenvolverse sin

preocuparse por los niveles y las volatilidades de las variables reales, pero una política que intenta hacer foco exclusivo en objetivos reales carece de anclas nominales bien definidas, lo que genera que la inflación quede determinada por diferentes shocks y no puedan generarse expectativas más claras. Esto nos conduce a la última justificación para poner a la inflación como objetivo central de las autoridades, que es el hecho de que puede proveer a la economía de un ancla nominal. Bernanke et al (1999) lo explica de manera clara al afirmar que en un sistema de dinero fiduciario, como el que caracteriza a las economías modernas, se necesita imponer alguna restricción para atar el nivel de precios a un determinado valor en un determinado momento. El ancla nominal es una variable que el banco central toma como exógena y le fija cierto valor, y de esta manera el resto de variables macroeconómicas ajustan su comportamiento al valor específico que la autoridad monetaria determinó para el ancla. En un régimen de metas de inflación, se ancla la evolución del nivel general de precios en lugar de la cantidad de dinero en circulación, o el precio de la divisa, y la ventaja es que la evolución de este índice es una variable conocida y de fácil entendimiento por parte del público. Si no se contara con un ancla nominal, tal como hemos mencionado, la inflación queda determinada por factores de diferente origen poniendo en riesgo la estabilidad macroeconómica.

Una vez mencionados los puntos a favor de un régimen de metas inflacionarias, queda por abordar las principales críticas que se han esbozado al respecto. Una fuerte crítica viene de parte de Stiglitz (2008) quien sostiene que muchos países experimentan shocks tales como la suba de precios de commodities a nivel global, que generan un tipo de inflación importada. En estos casos subir las tasas de interés para poder cumplir las metas planteadas de inflación puede ser una cura peor que la enfermedad, en términos de la potencial pérdida de producto y empleo. En la misma línea Heintz & Ndikumana (2011) sostienen que un régimen estricto de metas de inflación, basado en reglas y con poca discreción, podría provocar efectos perversos en un contexto de shocks de oferta. Asimismo las elevadas tasas pueden generar entradas de capitales minando la competitividad de las exportaciones y favoreciendo a los importadores, afectando al sector transable de la economía y provocando que los factores migren al sector no transable. Si ese sector no posee la infraestructura y un nivel de productividad suficiente, el crecimiento se verá resentido, y sumado a esto el sistema financiero puede tornarse vulnerable a una reversión en la entrada de capitales.

Estas críticas no sugieren que la inflación es poco importante, sino que destacan la variedad de objetivos que puede tener un banco central, a los que puede dirigir su atención utilizando diferentes instrumentos. Asimismo, si bien es cierto que este esquema puede requerir, sobre todo en las primeras etapas, una respuesta agresiva a las presiones inflacionarias que puede temporariamente reducir el producto, muchos defensores enfatizan que este modo de conducir la política monetaria no implica una regla sino un *framework*, esquema o marco de referencia, lo que brinda una mayor flexibilidad de respuesta. No es una regla en el sentido de que no se compromete a mantener ningún instrumento en determinado nivel con la justificación de que este tendrá determinado impacto mecánico en el estado de la economía. En cambio, se requiere que este utilice toda la información disponible para reaccionar de la manera que considere adecuada para mantener la estabilidad de precios. (Bernanke et al 1999). La idea es lograr un *trade-off* óptimo entre credibilidad y flexibilidad, vía un banco central que se comprometa a una meta de mediano plazo y se permita flexibilidad para estabilizar el producto en el corto plazo (Montiel 2011). Por supuesto en países con un largo historial negativo en términos de inflación y crisis, el desafío está en cómo lograr quebrar las expectativas y convencer al público y los mercados de que pese a las desviaciones, tales como una reformulación de la meta por ejemplo, todavía la economía está dentro del proceso de desinflación prometido. En otras palabras, que pese a las desviaciones de corto plazo para estabilizar producto, no desestimen la credibilidad en el mediano plazo. Bernanke y Mishkin (1997) y Bernanke et al (1999) proponen pensar al sistema como un *framework* dentro del cual puede ejercerse una discreción acotada o *constrained discretion*. Esto contrasta con el enfoque “piloto automático” que se ve bajo metas de agregados monetarios o de tipo de cambio (Schaechter, Stone, & Zelmer, 2000). Es un esquema que permite servir al mismo tiempo dos importantes funciones: mejorar la comunicación entre el banco central y el público, y proveer disciplina y responsabilidad en el manejo de la política monetaria.

Si uno se preguntara que es lo que hace diferente a este modo de abordar la política monetaria de algún otro tipo de formulación de política que también contemple un amplio espectro de variables reales y nominales al momento de tomar decisiones, es que aquí es diferente el peso que posee la inflación al momento de decidir qué respuesta dar. Aunque el hecho de que IT no sea una regla estricta da lugar a la estabilización de corto plazo, en el largo, todos los objetivos se subordinan a mantener la estabilidad de los precios. Sumado a esto si nos enfocamos en otras diferencias prácticas respecto de

países que establecen metas intermedias, por ejemplo, un objetivo de crecimiento de la oferta monetaria, podemos decir que estos consideran que la velocidad del dinero ha sido relativamente más estable en su países, con lo cual ven al crecimiento de este agregado monetario como una herramienta útil para implementar sus objetivos de inflación (Bernanke & Mishkin, 1997). Los bancos centrales *inflation targeters* no suelen utilizar instrumentos directos para el manejo de la liquidez. En cambio, las operaciones de mercado, o *market-based instruments*, y las tasas de corto plazo, pueden ajustarse rápidamente en respuesta a *shocks* inflacionarios y señalar mejor la postura del banco central frente a la inflación (Schaechter, Stone, & Zelmer, 2000). Otra diferencia es que estos países son más explícitos a la hora de la comunicación de su nivel deseado de precios, y suelen publicarse reportes de inflación regulares.

II. Experiencias en Latinoamérica

La implementación del esquema de metas de inflación en países emergentes no es una política nueva en la que Argentina es pionera, sino que es posible repasar la experiencia de un gran número de países emergentes y latinoamericanos que han introducido en sus economías este modo de conducción de la política monetaria. En particular se hará un breve repaso de las experiencias de Chile y de Brasil, dos economías que si bien presentan diferencias respecto de la Argentina, sirven como ejemplos para dar cuenta de cómo se ha llevado a cabo este esquema de dos maneras totalmente opuestas: el gradualismo de Chile frente a la implementación plena de Brasil. Este ejercicio de comparación nos ofrece un panorama de los posibles resultados que determinadas decisiones de política pueden tener en la economía y de los desafíos que han encontrado estos dos países durante sus respectivos procesos de desinflación.

Chile al igual que la Argentina tiene un historial de altos niveles de inflación. El esquema de metas comenzó a aplicarse durante la década de los noventa, época en la cual la inflación rondaba el 30%. Aunque tomamos la década de los noventa como el inicio, de acuerdo a diferentes autores, Chile no lograba cumplir con todos los prerequisites que demanda un régimen de metas de inflación dado que en sus inicios contaba con bandas explícitas para su tipo de cambio. La adopción de un régimen de tipo de cambio flexible permite implementar una política monetaria autónoma y es por eso desde un punto de vista práctico, un país *inflation targeter* solo tendrá completo dominio de la política monetaria si no se compromete a mantener ningún corredor específico para el tipo de cambio. Es por ello que esta primera etapa de los años noventa

puede considerarse como un periodo de transición en pos de buscar estabilizar la inflación y así poder establecer en el futuro un sistema pleno de metas de inflación o *full fledged inflation targeting*². Al igual que veremos en el caso de Argentina, el enfoque de Chile fue gradual en tanto las primeras metas anunciadas eran elevadas en comparación con la meta a largo plazo del 3%. Tal como sostienen Heymann & Leijonhufvud (1995), los programas de estabilización tienen que adecuarse al tipo de inflación que confrontan, si la inflación es moderada los hacedores de política generalmente serán propensos a realizar correcciones graduales de las políticas monetarias. Durante la primera mitad de la década de los 90 se pone en marcha la primera etapa, en cuyo comienzo se esperaba alcanzar una inflación entre 15% y 20% en un horizonte de poco más de un año, en base a la variación de IPC calculado por el Instituto Nacional de Estadísticas (García, 2000). La subida de tasas que impulsaron las autoridades del Banco Central de Chile (BCCh) produjeron grandes entradas de capitales, lo que trae al centro de la discusión el conocido trilema de una economía abierta: cómo lograr moderar la apreciación cambiaria al tiempo que se mantiene abierta la cuenta capital y se busca una política monetaria autónoma. Las políticas llevadas a cabo ponen en evidencia que existía preocupación por estas cuestiones. De acuerdo con García (2000) la política monetaria en Chile se llevó a cabo en base a cuatro pilares: se establecieron bandas para el tipo de cambio nominal para prevenir que el tipo de cambio real tuviese elevada volatilidad, se procedió con intervenciones esterilizadas para evitar impactos en el rumbo de la política monetaria, se implementaron controles a la entrada de capitales y de esta manera poder controlar la entrada de capitales especulativos, y por último se establecieron metas explícitas de inflación. Posteriormente, en 1999 el banco pasó a un sistema de metas de inflación pleno, deshaciéndose de la banda para el TC, al mismo tiempo que se flexibilizaban las restricciones a la movilidad de capitales. Desde entonces, las expectativas inflacionarias no estarían más ancladas en el tipo de cambio, sino que serían ancladas exclusivamente de acuerdo a la meta de inflación propuesta.

Tal como podemos apreciar en el **Gráfico I**, en el caso de Chile hubo una reducción sistemática y gradual de la inflación durante la primera década de implementación, 1991-2000, pasando de niveles de dos dígitos a niveles de un dígito ya

² De acuerdo a la clasificación utilizada por el Fondo Monetario Internacional (FMI), los países *inflation targeters* pueden clasificarse en: *Full fledged inflation targeters*, *Eclectic inflation targeters* e *Inflation targeter lite regimes*. Esta clasificación se realiza en base a la claridad y la credibilidad del compromiso del país con las metas. Este grado de compromiso se evalúa en base a una análisis de los arreglos institucionales y las medidas tomadas por el país.

para el año 1994, cuando la inflación se ubicaba en torno al 8%. En el año 1995 factores estacionales que afectaron precios de ciertos alimentos y el aumento de impuestos a ciertos bienes, impidieron que la inflación continuara con la tendencia bajista, la cual se retoma en el año 1996 (Parrado, 2001). Luego, una vez consolidado este proceso de transición hacia menores niveles y una menor variabilidad, se proponen metas permanentes de 3% con bandas de un 1%. Una particularidad del caso chileno es que sus finanzas públicas se mantuvieron saludables hasta la crisis asiática de fines de los noventa y al mismo tiempo el banco central era independiente, con lo cual no había razones fundamentales claras para tener inflación, aunque por otra parte había un fuerte componente inercial en la fijación de precios y contratos, la economía chilena se encontraba altamente indexada (Morra, 2014). En síntesis, tal como sugiere Parrado (2001) el comportamiento del BCCh durante el periodo de desinflación demuestra que la autoridad monetaria actuó agresivamente subiendo la tasa de política monetaria en respuesta a presiones inflacionarias. Se ha tratado de estabilizar la inflación en forma directa a través de las metas de inflación e indirectamente por medio del tipo de cambio.

Otro punto a destacar es que desde el año 1991 a 1997 Chile experimenta un notable crecimiento económico, lo que además de ser claramente positivo para mantener el estado de las cuentas públicas permitió que el salario real creciera, es decir, ante el gran crecimiento de la productividad que se experimentaba, los ajustes salariales y demás precios relativos no conferían una sustancial inercia inflacionaria. Dicho esto, si bien el crecimiento del salario real durante el periodo no generó disrupciones en la caída sistemática que se observa en la tasa de inflación de Chile, tal como postula Morra (2014) su crecimiento se relaciona directamente con la velocidad de desinflación, la cual en el caso chileno se dio de manera lenta y gradual.

Gráfico I



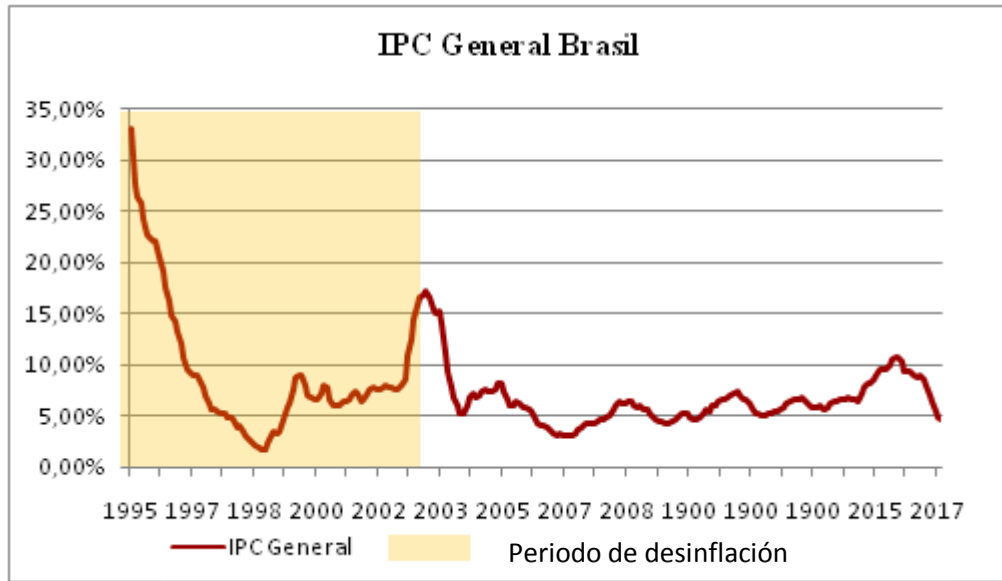
Fuente: Elaboración propia en base al Banco Central de Chile (BCCh)

En el caso de Brasil, se adoptó este esquema luego de una importante devaluación que experimentó el real en 1999, momento a partir del cual se comenzó a flotar y se propuso un rearmado de la estrategia para conducir la política monetaria. A pesar de las difíciles condiciones de las cuentas públicas y una inflación que rondaba el 9%, se pretendió llevar adelante una estrategia de rápida desinflación centrada tres pilares: metas de inflación, tipo de cambio flotante y objetivos de superávits primarios. Si bien, a diferencia de Chile, las autoridades de Brasil se adhirieron de manera rigurosa desde el inicio a todos los principios teóricos y prácticos que demanda el esquema de metas, incluido el régimen de tipo de cambio flotante, en la práctica, al tener una inflación de oferta impulsada en gran parte por el tipo de cambio, los hacedores de política procedieron con una flotación sucia del tipo de cambio, régimen en el cual el Banco Central de Brasil (BCB) debía luchar contra las devaluaciones pero tolerar las apreciaciones para cumplir con los objetivos planteados de inflación. Durante el primer año las metas se establecieron en torno al 8%, con una tolerancia de $\pm 2\%$, y durante el segundo se esperaba bajar un 2% adicional, y así sucesivamente pretendiendo estabilizar en un orden del 3%.

En cuanto a los resultados, de acuerdo con Barbosa-Filho (2008), la performance de Brasil con el régimen de metas de inflación puede ser dividida en tres fases: un primer periodo de implementación en 1999-2000, un periodo de crisis en

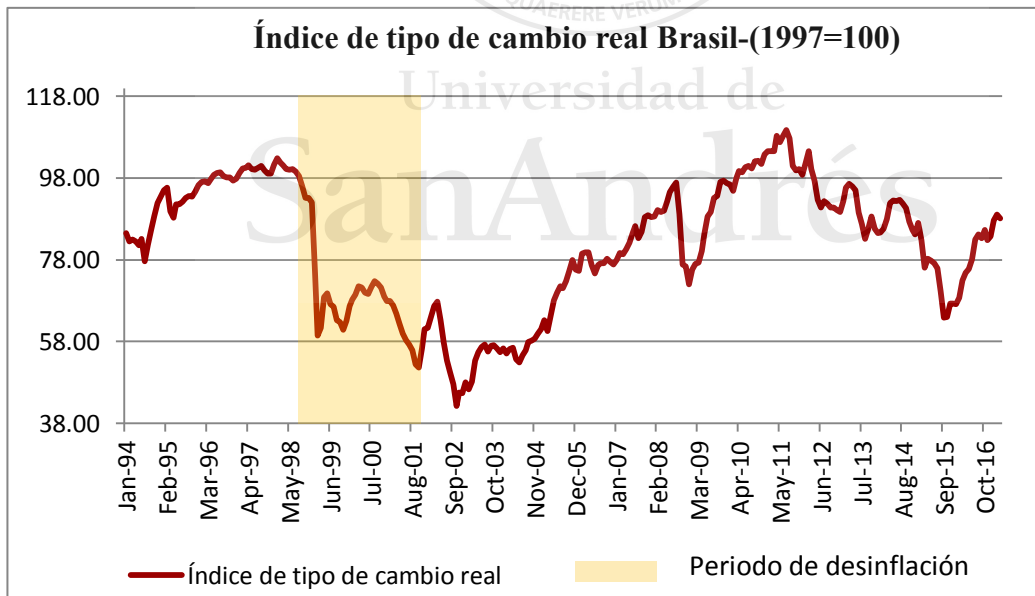
2001-2003 y por último la etapa de consolidación en 2004-2006. Notemos la evolución del IPC general en el **Gráfico II**. El éxito de la desinflación en Brasil fue muy dependiente de la situación internacional, política y la evolución del tipo de cambio a lo largo de los tres periodos. En el primer año, las metas modestas que se plantearon, sumado a las condiciones económicas externas favorables ayudaron a un inicio exitoso del régimen. Luego en la segunda etapa la suma de shocks de oferta adversos y crisis internacionales generaron que ya no se lograra cumplir con las metas. Finalmente durante el último periodo las elevadas tasas y un contexto internacional benévolo ayudaron a cumplir con los objetivos. Entonces gran parte del éxito se debe a la apreciación del tipo de cambio, lo cual resulto de las elevadas tasas que mantuvo Brasil y de las favorables condiciones comerciales y financieras a nivel internacional (Barbosa-Filho, 2008). Brasil mantuvo tasas muy altas en relación a estándares internacionales y en comparación al crecimiento de su economía. Durante el periodo 1999-2007 la economía de Brasil creció un promedio de 3% por año, lo que se ubica por debajo de la media para los países emergentes durante mismo periodo y también por debajo del crecimiento que históricamente experimento el país. (Arestis et al. 2011) En síntesis, diversos autores (da Fonseca, 2011; Arestis et al., 2011; Barbosa-Filho, 2008) coinciden en que la inflación en Brasil durante el periodo analizado obedeció principalmente a lo que llamaremos condiciones macrofinancieras, es decir factores tales como los shocks a los precios administrados, precios de los commodities a nivel internacional y fluctuaciones del tipo de cambio que en conjunto presionan al nivel de precios por el lado de los costos, lo que ha llevado a que se mantuvieran tasas de interés muy elevadas. En otras palabras, ante la presencia de shocks externos y una economía altamente indexada, se establecieron tasas muy elevadas para intentar frenar la inflación, lo que perjudico la performance de la economía real. Asimismo, en Brasil durante el primer tramo de transición hacia una inflación más estable, las metas solo fueron cumplidas en periodos en los cuales el tipo de cambio se apreciaba, lo cual no es sostenible en el tiempo ya que perjudica la competitividad y el crecimiento.

Gráfico II



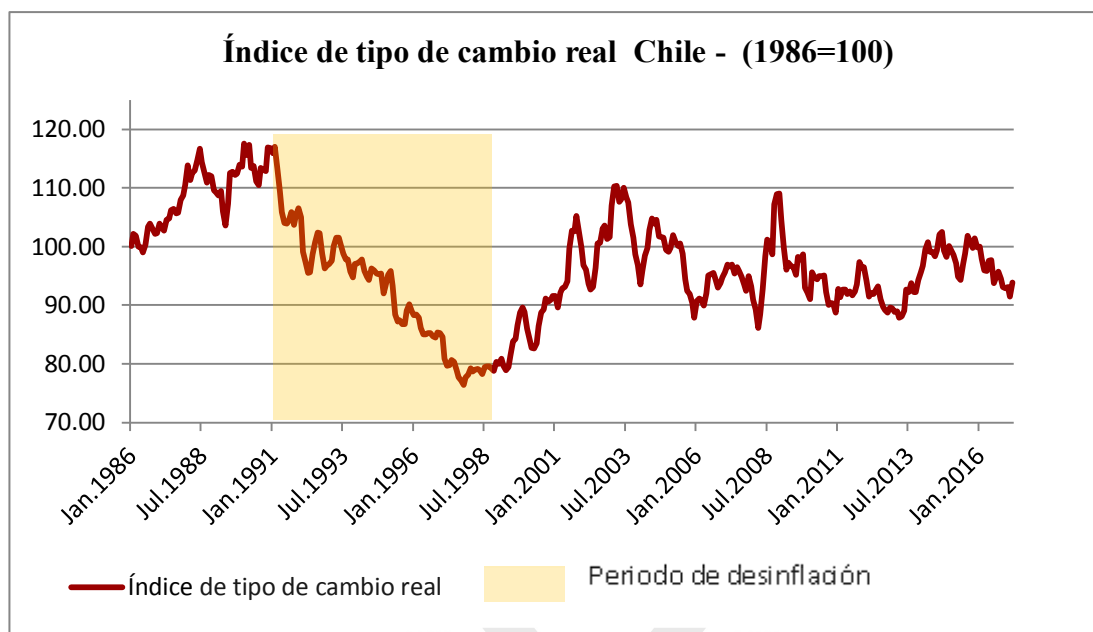
Fuente: Elaboración propia en base a Instituto Brasileiro de Geografía y Estadística (IGBE)

Gráfico III



Fuente: Elaboración propia en base a Instituto Brasileiro de Geografía y Estadística (IGBE)

Gráfico IV



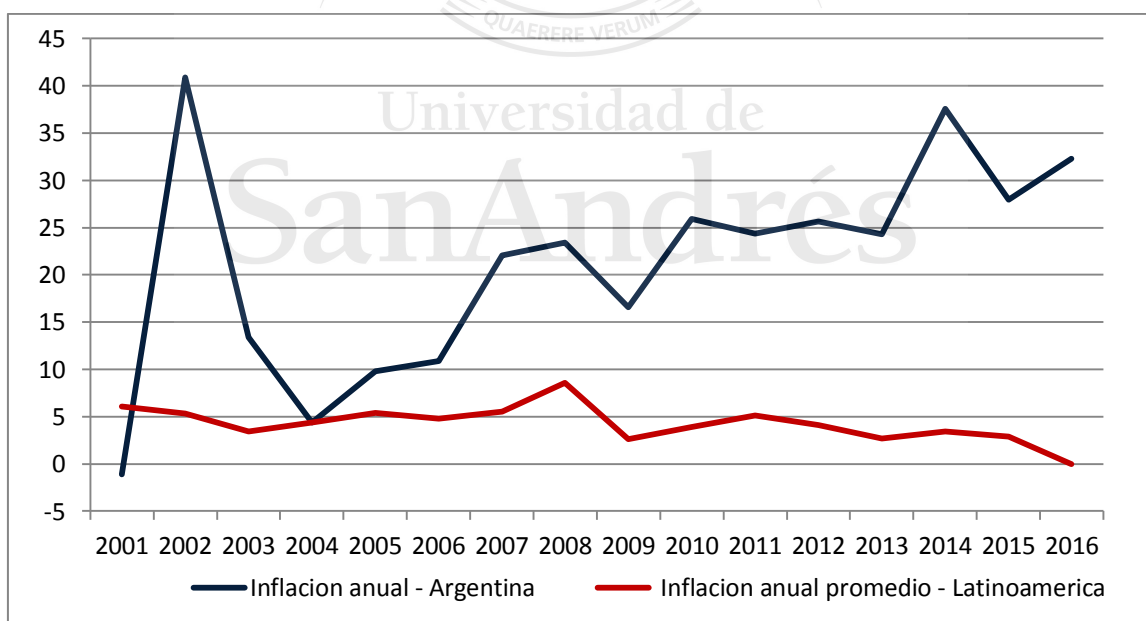
Fuente: Elaboración propia en base a Banco Central de Chile (BCCCh)

Una conclusión del análisis de estas economías revela que durante la transición hacia niveles de inflación más bajos y estables, el mantenimiento de un tipo de cambio apreciado jugó un rol fundamental. Esto puede verse plasmado en la evolución del tipo de cambio real en ambas economías durante el periodo de desinflación. (Gráficos III y IV). Parrado (2001) enfatiza que la combinación de una política monetaria contractiva, junto con la apreciación cambiaria, ayudó a la autoridad monetaria a cumplir la inflación proyectada en Chile. Solo tras haber logrado consolidar el proceso de desinflación y haber logrado estabilizar la variabilidad de precios, notamos que el comportamiento de la inflación se desacopla del comportamiento del tipo de cambio. Existe un claro *trade-off* que enfrenta el banco central: una desinflación rápida puede encerrar a la economía en un equilibrio de bajo crecimiento, y una lenta en un equilibrio de alta inflación, una tensión difícil de tratar en el mundo real. Los ejemplos de Chile y Brasil ilustran que IT es factible en economías emergentes a pesar del ambiente económico y político más complicado, pero que puede resultar conveniente no adoptarlo de manera estricta desde un primer momento ya que las economías latinoamericanas son más propensas a experimentar shocks externos y el tipo de cambio constituye un canal de transmisión clave tanto para controlar la inflación como para promover el crecimiento de la economía.

III. Caso Argentino

Durante los últimos 10 años Argentina ha tenido tasas de inflación muy elevadas en comparación a los estándares latinoamericanos. Utilizando el criterio de Morra (2014), Argentina puede clasificarse como uno de los pocos países que, aproximadamente desde el año 2007, transita un estado de “inflación moderada”. Para delimitar diferentes casos de análisis la inflación puede clasificarse como baja, moderada o alta. En particular, Morra (2014) considera como estados de inflación moderada aquellos incrementos en el nivel de precios que se sitúen en un rango de entre el 15% y 30% durante un periodo de más de 3 años. En Argentina, si consideramos las tasas de inflación promedio, el periodo post convertibilidad puede descomponerse en tres intervalos distintos: un periodo de shock luego de la devaluación de 2002, un periodo de incremento de precios a tasas moderadas entre 2002 y 2006 y desde 2007 una aceleración hacia niveles de alrededor de 20% anual (Heymann et al, 2011). Los aumentos se mantuvieron en estos órdenes hasta el año 2013, y luego a partir del año 2014 se supera el umbral del 30%.

Gráfico V



Fuente: Elaboración propia en base a Banco Mundial (BM) e Inflación Verdadera

Como puede apreciarse en el **Gráfico V**, a partir del año 2005, durante la post-convertibilidad, la inflación en Argentina comienza a ser notablemente más elevada que el promedio de los países latinoamericanos. El trabajo de Heymann et al (2011) se propone analizar la experiencia macroeconómica de nuestro país en la era post

convertibilidad y nos permite hacer un breve repaso de la política monetaria aplicada dicho periodo, y así tener una idea un poco más clara del pasado reciente en términos de la política monetaria y cambiaria implementada. Aquí se destaca que luego del colapso de la convertibilidad se percibía un rechazo por las reglas estrictas y los compromisos incondicionales. La política monetaria luego de la crisis demostraba una preocupación por mantener un tipo de cambio real competitivo y estable, poniendo énfasis en el tipo de cambio real como motor del crecimiento. De esta manera se procedió hacia una flotación administrada para evitar la variabilidad del tipo de cambio. La política monetaria instrumentada se planteó una meta de expansión monetaria, a cuyo cumplimiento se comprometía públicamente a través del programa monetario y al mismo tiempo las intervenciones del banco central en el mercado de cambios procuraron contener las tendencias a la apreciación.

Se lidiaba con dos objetivos potencialmente conflictivos: se pretendía preservar un tipo de cambio real competitivo y estable a través de las intervenciones en el mercado de cambios, y al mismo tiempo se quería cumplir con las metas de expansión monetaria establecidos en los programas monetarios para atender a los objetivos de la estabilidad de precios (Frenkel & Rapetti, 2007). Como bien afirma Frenkel & Rapetti (2007), tal como lo postula el conocido trilema de una economía abierta, en un país integrado al mercado financiero internacional el gobierno no puede conducir una política monetaria activa y al mismo tiempo controlar el tipo de cambio. Si bien durante 2003 y 2004 el estado de las cuentas públicas y el elevado nivel de reservas permitieron cumplir con sus objetivos monetarios y cambiarios, la incompatibilidad de objetivos comenzó a reflejarse en la gradual aceleración de la tasa de inflación iniciada en 2005. Ante la escalada de la inflación que se da desde el año 2007, el gobierno, en lugar de moderar el notable aumento en el gasto agregado, eligió actuar a través de medidas que pretendían operar directamente en los formadores de precios, y en el caso de los bienes exportables, redireccionar la oferta al mercado doméstico. La administración central solicitó a grandes firmas que contuvieran los precios y redujeran sus márgenes de ganancia, y se implementaron restricciones a la exportación de ciertos bienes. Paralelamente aumentaban considerablemente los subsidios a los servicios públicos, en especial transporte y electricidad. (Heymann et al, 2011)

En pocas palabras durante los últimos 11 años las autoridades no mostraron mucha preocupación por controlar un nivel de precios que crecía de manera sistemática, sino que se priorizó el estímulo de la demanda agregada vía el aumento del gasto

público, generando déficits fiscales persistentes desde el año 2009. Asimismo, se negaba la conexión entre el notable aumento del gasto y la inflación, se atribuía su aumento al comportamiento de las grandes firmas, las cuales se creía que debían ser reguladas desde el Estado. En palabras de Heymann et al, (2011), mientras que el régimen de la convertibilidad era incapaz de doblarse y se rompió, las políticas subsiguientes eran propensas a mostrar un sesgo inflacionario.

Así es como la inflación se va transformando a lo largo de los años en un problema macroeconómico cada vez más palpable. En el año 2016 se produce un recambio en las autoridades del banco central, asume Federico Sturzenegger como presidente, y se comienzan a dar señales de que el objetivo prioritario es controlar la inflación. Mediante un anuncio público se propone la adopción de un esquema de metas de inflación lo que implica un rearmado del *framework* institucional planteado para conducir la política monetaria. Los objetivos planteados para el nivel general de precios pueden verse en el **cuadro I**. En una primera instancia, luego de anunciar la implementación de IT se establecen metas de 1.5% mensual para el último trimestre de 2016, para comenzar luego el año 2017 con metas anuales.

Cuadro I

Año	Meta
2016-3Q	4.6%
2017	12%-17%
2018	8%-12%
2019	6.5%-3.5%

Esta es la primera vez que el BCRA se compromete de manera formal y explícita con un rango de inflación. Un antecedente podemos encontrarlo durante la gestión de Alfonso Prat Gay al frente del Central quien pretendió poner en práctica este esquema en el año 2004, pero al no ser renovado su cargo, el posterior presidente Martín Redrado decidió que la política monetaria debía tomar otro rumbo. Es importante dejar claro que si bien los sucesivos anuncios representan un compromiso explícito del BCRA a mantener los precios dentro de un rango anunciado y a comunicar de manera transparente sus objetivos y visiones del panorama económico, no se ha dictado ninguna ley, ni modificado los estatutos de la institución monetaria de manera formal.

III.1 Cumplimiento de los requisitos

De acuerdo con los trabajos de Siklos & Ábel (2002), quienes evalúan la aplicación de un esquema de metas de inflación en Hungría, y Batini & Laxton (2007), se ha logrado sintetizar una serie de precondiciones que, de acuerdo con la literatura, deben estar presentes al momento de aplicar un esquema de metas de inflación. Las precondiciones, que clasificaremos bajo tres categorías generales, pueden apreciarse en el siguiente cuadro:

Cuadro 2

Requerimientos institucionales	Aspectos operativos	Condiciones macrofinancieras
Independencia instrumental	Elección de un índice	Nivel de dolarización
Instrumento de política	Elección de meta y horizonte temporal	Vulnerabilidad a cambios en precios de commodities
Ausencia de dominancia fiscal	Conocimiento del mecanismo de transmisión	Desregulación de precios
Transparencia y rendición de cuentas	Provisión de pronósticos y medición adecuada y oportuna de la información económica	
Tipo de cambio flexible		
Responsabilidad conjunta		
Apoyo público		
Sistema financiero desarrollado		

Fuente: Elaboración propia en base Siklos & Ábel (2002 y Batini & Laxton (2007)

Los requerimientos instituciones, apuntan principalmente al comportamiento del banco central de cara a la adopción de este esquema. Entre otras cuestiones resulta de particular importancia la firmeza al momento de mantenerse independiente de las presiones del poder ejecutivo y que exista ausencia de dominancia fiscal, concepto que discutiremos en apartados posteriores.

En cuanto a los aspectos operativos, estos reflejan tanto las decisiones prácticas que deben ser tomadas una vez que se han cumplido las condiciones institucionales,

como así también el desarrollo de una infraestructura técnica adecuada. De acuerdo con Armas et al. (2001), el éxito de un esquema monetario basado en metas de inflación depende en gran medida de los detalles de implementación. Si bien hay cierto consenso respecto de los elementos institucionales básicos que no deben faltar a la hora de establecer este esquema, los detalles de su implementación quedan a discreción de cada economía. Según Laurens et al. (2015) el marco de política monetaria más adecuado para un país depende de varios factores, como las instituciones políticas y económicas del país, sus principales canales de transmisión de la política monetaria, la capacidad técnica de las autoridades monetarias y las condiciones macrofinancieras.

Las condiciones macrofinancieras hacen referencia a factores que pueden debilitar la eficacia de la política monetaria y también dar impulso a la inflación del lado de los costos. En particular, bajo este apartado se discutirán tres cuestiones: cómo influye el nivel de dolarización, la presencia de precios regulados y la vulnerabilidad ante cambios en precios internacionales de los commodities. Si bien posteriormente profundizaremos en estos conceptos, se puede adelantar que tanto una economía dolarizada como una economía indexada pueden entorpecer los mecanismos de transmisión de la política monetaria. Por otra parte, dependiendo de la estructura de cada economía, cambios bruscos en los precios de bienes transables pueden impulsar el nivel de precios del lado de los costos, independientemente de la política monetaria adoptada.

Existen diferentes posturas dentro de la literatura académica respecto de la factibilidad de aplicar IT en economías emergentes. Por un lado se encuentran aquellos que ponen en duda la implementación de este régimen en economías de características como las de la Argentina (Eichengreen et al, 1999; Agénor, 2002; Khan, M. 2003, entre otros), puesto que consideran improbable que estos requerimientos estén presentes. Estos autores consideran, que de acuerdo con las experiencias recolectadas de distintos países, las condiciones mencionadas en el cuadro 2 son necesarias para comenzar la transición hacia un esquema de metas inflacionarias. Por otro lado, se encuentran quienes consideran que no contar con las condiciones iniciales óptimas no es en sí mismo un impedimento para la adopción y el éxito de un régimen de metas de inflación. (Batini & Laxton, 2007; Mishkin, 2004; Schaechter, Stone & Zelmer 2000)

A continuación, nos enfocaremos en analizar cómo se encuentra la Argentina en cuanto al cumplimiento de las precondiciones o requerimientos de un esquema de metas de inflación. Se presentarán los detalles de la implementación en la Argentina junto con

una breve discusión teórica de algunos puntos y así poder entender los detalles del caso argentino en base a los aportes de una gran variedad de autores. No se pretende ofrecer un veredicto final respecto de si resulta factible, o si es el curso de acción apropiado que debe tomar Argentina, sino que mediante una evaluación teórica y cualitativa de cada uno de los ejes que diferentes autores consideran centrales a la hora de aplicar IT, se pretende ofrecer una introducción respecto de los puntos clave al momento discutir la implementación de IT en Argentina, o en cualquier otra economía emergente que exhiba características similares.

III.1.A Independencia instrumental

Existe un consenso generalizado en la literatura respecto de la importancia de que se cumpla el requisito de independencia del banco central al momento de emprender un proceso de desinflación. La búsqueda de un mayor grado de independencia respecto de influencias políticas o gubernamentales, tiene el propósito de aumentar la credibilidad del compromiso con la estabilidad de precios, darle mayor prioridad a la lucha contra la inflación y poner un freno a la monetización de los gastos de gobierno (Posen, 1993). No obstante, esto no se cumple totalmente en la práctica, si bien puede ayudar a incrementar la credibilidad de los anuncios, no podemos negar que los banqueros centrales también se preocupan por cuestiones relacionadas con el tipo de cambio o el crecimiento económico.

Podemos hablar tanto de independencia de instrumentos como de independencia de objetivos. El hecho de que el banco central sea independiente no significa que debe o puede elegir los objetivos de política económica en forma unilateral y autónoma. Por el contrario, en una democracia es apropiado que el Congreso, quien representa al pueblo, establezca esos objetivos y ordene al banco central que los alcance. De acuerdo con Pagnotta (2002) no es necesario que el banco central sea completamente independiente, pero sí es muy importante que tenga independencia de instrumentos. En otras palabras, la literatura subraya la importancia de que el banco central tenga suficiente libertad para decidir cómo manejará las diferentes variables en pos de alcanzar los objetivos propuestos. No obstante, cabe preguntarse si la postura que adoptará el banco central será la socialmente óptima dadas las circunstancias, ya que una política monetaria muy dura para poder cumplir una meta, puede impactar negativamente en la economía real. Es por ello que no puede descartarse que en determinados escenarios resulte válido que, en lugar de decidir de manera puramente unilateral, se establezca una suerte de

negociación con las autoridades de gobierno respecto de los posibles caminos a tomar. En síntesis, existirá una tensión constante entre la independencia requerida para poder trabajar en pos de las metas planteadas y la necesidad de negociación y coordinación para mediar entre la variedad de objetivos existentes en el ámbito político. Un punto elemental que vale la pena aclarar es que cuando hablamos de independencia del banco central no solo nos referimos a aquello que está escrito en su carta orgánica, sino que es importante evaluar la independencia de facto. De acuerdo con Cukierman (1992) si bien en general, el grado de independencia del banco central está determinado por su carta orgánica, existen también otros factores importantes tales como personalidades o alianzas con el sector público que ocurren por fuera de las instituciones formales. Se han hecho investigaciones que plantean diferentes criterios para intentar medir el grado de independencia, por razones prácticas la mayoría se centra en la independencia que está plasmada en las leyes y estatutos. Sin embargo, hay una variedad de aspectos culturales y personales que son difíciles de capturar y cuantificar. En particular Grosembacher (2016) ha realizado un trabajo que evalúa los niveles de independencia del BCRA desde el momento de su creación hasta el año 2015 y lo relaciona con la dinámica de la inflación en nuestro país. Este trabajo utiliza un índice de independencia legal de los bancos centrales elaborado por Cukierman, Webb y Neyapti (1992). Para poder establecer una unidad de medida de los niveles de independencia, los autores eligieron basarse en cuatro características legales de la carta orgánica que veremos a continuación. Si bien esta es una medida incompleta, da una idea del grado de independencia que los legisladores pretenden otorgar a la institución monetaria. De acuerdo a estos autores, el banco central es más independiente si su carta orgánica:

- 1) Establece que su presidente:
 - 1.1) es designado por el directorio del banco central y no por el presidente de la nación o el ministro de economía.
 - 1.2) No puede ser fácilmente exonerado.
 - 1.3) Goza de mandatos largos.
- 2) permite a la autoridad monetaria tomar medidas de política sin involucramiento del gobierno.
- 3) impone limitaciones a la capacidad del gobierno a pedir prestado del banco central.
- 4) establece que la estabilidad de precios es su único objetivo.

Tal como señala el estudio, desde su creación hasta la actualidad, la Carta Orgánica del BCRA sufrió en total siete reformas que modificaron al menos una de las

variables de referencia consideradas. Poniendo el foco en la historia más reciente, hubo dos reformas relevantes que quitan independencia al BCRA. Una de ellas se produjo en el año 2002, cuando el nivel de independencia legal se vio afectado por una nueva norma: la sanción de la ley 25.562 autorizó los adelantos transitorios del banco al gobierno. Luego, más recientemente en el año 2012, la reforma de la carta orgánica contiene dos disposiciones que afectan los puntos 3) y 4) del listado. Este cambio aumenta la capacidad del BCRA de adelantarle recursos al Tesoro nacional y de utilizar reservas para el pago de deuda. Se le otorgan amplias facultades al directorio de la entidad para establecer el nivel de fondos necesarios para respaldar la base monetaria y para fijar las denominadas reservas de libre disponibilidad. Se modifica la ley de Convertibilidad y se llamarán “reservas de libre disponibilidad” a aquellas que excedan el nivel que determine el Directorio. Se le otorga al directorio del BCRA la facultad de obligar a los bancos a mantener sus encajes en la entidad y en efectivo. En suma, se amplió la discrecionalidad del Poder Ejecutivo Nacional para financiarse con recursos del BCRA, lo cual erosiona el nivel de independencia.

Otro punto de la reforma es que se abandona es la estabilidad de precios como objetivo único de la autoridad monetaria, incluyendo como objetivos adicionales la estabilidad financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social. Nuevamente, si bien no es trivial desde un punto de vista social la discusión respecto de cuales objetivos será óptimo perseguir, desde un punto de vista puramente enfocado en qué es lo mejor para un banco central *inflation targeter*, reformas de este tipo entran en tensión con el proceso para controlar la inflación.

De acuerdo al criterio de análisis utilizado para el estudio, el nivel de independencia legal del BCRA se mantuvo en un rango bajo y constante. Otro punto relevante es que posee una alta rotación de sus presidentes, dificultando la implementación de medidas de largo plazo y la ausencia de presiones políticas, por ejemplo si tomamos el caso de Chile, cada cargo del consejo del Banco Central de Chile tiene una duración de diez años, a excepción del presidente que dura cinco. Sin embargo, como ya hemos mencionado, también es cierto que dadas las diferentes circunstancias políticas y sociales por las que puede estar atravesando un país es posible que tampoco resulte óptimo imponer cláusulas que bloqueen completamente la posibilidad de que las autoridades gubernamentales puedan negociar y coordinar con los banqueros centrales. Aquí habrá una tensión entre el nivel de credibilidad al que el banco podrá aspirar y las restricciones que se autoimpongan las autoridades de

gobierno, decidir qué es lo óptimo se vuelve una cuestión empírica que dependerá de diferentes circunstancias políticas y sociales por las que este atravesando el país.

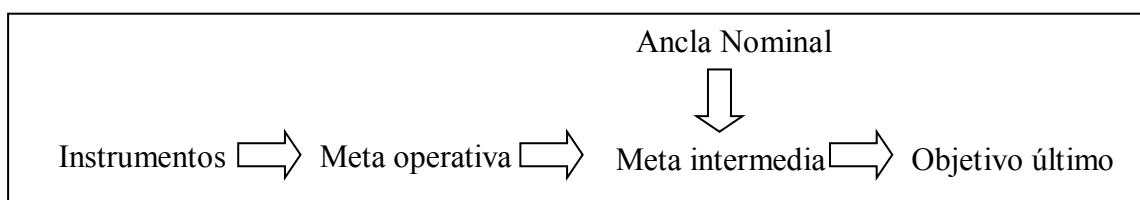
En cuanto a las conclusiones del estudio de Grosebacher (2016) para el caso argentino, a lo largo del periodo analizado, si bien se observa que en periodos en que se ha obtenido un bajo puntaje en el nivel de independencia legal los niveles encontrados de inflación han sido muy variados y no permiten establecer una tendencia clara, los periodos de alto nivel de independencia sólo coexistieron con una baja tasa de inflación. Podemos agregar que, términos de las reformas legales experimentadas en los últimos años, la independencia del banco central se ha visto resentida. No obstante, si bien no se cumple este prerrequisito de manera integral, el recambio de las autoridades al frente del BCRA a partir del año 2016 promete endurecer la postura monetaria. Asimismo no debemos olvidar que hay aspectos culturales y personales que no pueden ser captados por estos estudios empíricos, pero pueden tener un papel importante al momento de determinar el verdadero grado de independencia. Será la tarea de futuras investigaciones evaluar el rol que ha tenido la nueva gestión al momento de lograr, o no, el control de la inflación

III.1.B Instrumento de Política Monetaria

Tal como establece Laurens et al. (2015) la conducción de la política monetaria se ve facilitada cuando se establece un esquema sobre la base del cual los agentes pueden formar expectativas. Sin embargo, aquí tenemos que diferenciar entre un régimen de metas que ya ha logrado alcanzar estabilidad y un régimen que está transitando una etapa de desinflación, este segundo escenario, es el caso de Argentina a partir de 2016. Vale aquí aclarar que si bien el hecho de que las expectativas individuales se adapten a los objetivos que anuncia el banco central juega a su favor, sobre todo al momento de controlar el componente inercial de la inflación, esto no es algo que viene dado y no se logra con el mero anuncio de las metas. El banco central debe trabajar activamente en pos de lograr ganar la credibilidad que el sistema necesita, y dar muestras de compromiso con los objetivos anunciados.

A continuación vemos una breve esquematización que diferencia entre los instrumentos, las metas y objetivos finales que se propone un banco central

Esquema I



Elaboración propia en base a Laurens et al. (2015)

La meta operativa de la política monetaria es el instrumento que está más directamente bajo el control de la autoridad monetaria y mejor revela sus intenciones. La meta intermedia es una variable que tiene una relación estable o al menos predecible con el objetivo final. La meta intermedia, que en el caso argentino es la variación del índice general de precios, juega el papel de ancla nominal a las expectativas de los agentes.

El instrumento de política monetaria, o meta operativa, durante el primer tramo del año 2016 fue la tasa de las Letras del Banco Central (LEBAC) a 35 días, pero dicho instrumento va a ser reemplazado por la del centro del corredor de operaciones de pasas a 7 días entre el BCRA y las instituciones financieras, la tasa referencial a corto plazo de todos los instrumentos financieros. Es decir, el manejo diario de la política monetaria se basa en influenciar las tasas de interés de mercado de corto plazo. Se establecerán bandas para referenciar las tasas de corto plazo y de esta manera poder lograr más certidumbre y estabilidad en el precio de referencia del sector financiero.

La utilización de esta tasa referencial se ubica en línea con la experiencia internacional puesto que casi la totalidad de los bancos centrales utilizan tasas de interés a un día hábil o a siete días. Sin embargo, puede cuestionarse la utilización de este instrumento durante la transición en un país como la Argentina. La experiencia de Chile, por ejemplo, nos demuestra que durante la transición, luego del anuncio de las metas, el tipo de cambio entraba de manera independiente en la función de reacción del banco central. Luego, con el paso de los años y la consolidación del proceso de desinflación, los conflictos entre las metas inflacionarias y las bandas del tipo de cambio fueron solucionados a favor de las primeras (Schaechter, Stone, & Zelmer, 2000). En apartados posteriores profundizaremos sobre el rol del tipo de cambio en economías emergentes durante la transición hacia el establecimiento de IT.

Por último, con referencia al último punto del esquema visto al principio de este apartado, el objetivo final del BCRA es contribuir a través de la estabilidad financiera al

desarrollo económico con equidad social. No obstante, esto no se podrá lograr en tanto no se alcance primero la estabilidad de precios, que según Batini & Laxton (2007) se obtiene cuando los agentes económicos ya no toman en cuenta el futuro cambio en el nivel general de precios en su proceso de toma de decisiones. Como ya hemos mencionado, un entorno con precios estables permitirá tener mayor certidumbre al momento de impulsar inversiones que contribuyan al crecimiento económico, y al mismo tiempo una baja inflación conduce a una mayor equidad distributiva en tanto los sectores de más bajos ingresos dejan de pagar este impuesto a la tenencia de saldos nominales.

III.1.C Elección de meta y horizonte temporal

El banco central se impone un cierto objetivo de inflación para ser logrado en determinado plazo. Como ya se ha mencionado, la elección de los objetivos puede resultar de cierta coordinación y negociación entre el banco central y las autoridades de gobierno, no obstante, el banco administrará de manera independiente el instrumento de política económica principal que eligió para conducir la política monetaria. El sistema decisorio dentro del banco funciona con un consejo de política monetaria integrado por cinco integrantes: el presidente, el vicepresidente, el vicepresidente segundo, el gerente general, el subgerente general de investigaciones económicas y el subgerente general de operaciones. Mientras que en contextos más estables las decisiones de política monetaria se toman de 8 a 12 veces por año, en el Informe de Política Monetaria (IPOM) las autoridades anunciaron que se va a continuar con reuniones semanales para determinar la tasa de política monetaria. La decisión se da a conocer todos los martes. Los IPOM son trimestrales, y allí se repasa la evolución de los indicadores de inflación.

La fijación de determinado horizonte temporal para el cumplimiento de la meta posee estrecha relación con los rezagos que la autoridad monetaria estime que tienen las medidas de política. Actualmente se ha elegido un horizonte de 4 años para llegar a niveles de un dígito. Las autoridades confían en que una de las ventajas con que cuenta la Argentina, que estuvieron ausentes por ejemplo en el caso de Brasil, es la prohibición de mecanismos indexatorios que confieren inercia y aumentan la persistencia del proceso inflacionario. Desde la convertibilidad, en Argentina se prohíbe establecer cláusulas indexatorias en los contratos. En el IPOM de octubre de 2016 el banco central presentó un estudio en el cual muestra evidencia empírica de 12 casos de economías con inflación moderadamente alta que experimentaron procesos de desinflación entre 1980 y

2015. La evidencia sugiere que en ausencia de mecanismos de indexación, los procesos inflacionarios presentan baja persistencia. En tales contextos se logró en promedio reducir a la mitad la tasa de inflación, desde niveles superiores al 20%, en tres años. Por otra parte Morra (2014), también realiza un estudio en el que analiza de qué modo diferentes países han realizado transiciones exitosas desde inflaciones moderadas hacia niveles de inflación baja. Su análisis arroja que los países de la muestra experimentaron procesos de desinflación con una duración media de 4 años. Esta evidencia parece consistente con el horizonte planteado, aunque en la región también se encuentran casos, como el de Chile y Colombia, en los cuales la salida del episodio de inflación moderada tomó más de diez años. Un punto importante a considerar, y que ya hemos abordado al repasar las experiencias de dos economías latinoamericanas, es que el mantenimiento de un tipo de cambio apreciado fue muy importante en estos países, un tema que profundizaremos en apartados posteriores.

Por último, otra cuestión elemental al momento de establecer una meta y un horizonte es el *trade-off* existente entre credibilidad y flexibilidad. Si bien la elección de una meta en términos de un rango de inflación objetivo, en lugar de una meta puntual, permite contar con un mayor margen de maniobra, que incluso aumenta si se elige un horizonte relativamente largo para poder cumplirla, esto puede ocasionar que los mercados perciban que no se termina de asumir el compromiso con la fuerza suficiente. Cuando inicialmente la inflación alcanza niveles “moderados”, como en el caso argentino, la credibilidad del central suele ser muy baja, y la inflación más difícil de controlar, lo que impone un desafío, ya que es más difícil que el público y los mercados crean que las autoridades son serias respecto de las metas (Mishkin & Schmidt-Hebbel, 2001). Entonces, si bien agrandar el rango y el horizonte puede ser la elección correcta para un banco central que pone peso en las fluctuaciones del producto de corto plazo, también deben tenerse en cuenta cómo impacta esto en las expectativas, porque también es cierto que si se elige un horizonte corto, o en otras palabras, una meta demasiado pretenciosa, fallar en el logro del objetivo también mina la credibilidad y dificulta el manejo de las expectativas para el futuro. En síntesis, en caso de que resulte difícil para una economía cumplir la meta planteada en determinado horizonte, no es fácil decidir si esto se debe a la elección de una meta demasiado pretenciosa o bien a una falta de compromiso y presencia de dominancia fiscal. También hay que tener en cuenta que pueden existir shocks no monetarios que impulsan la inflación independientemente de

cómo el banco administre las variables, tema que profundizaremos en apartados subsiguientes.

III.1.D Índice utilizado

En cuanto al índice que las autoridades tomarán como referencia para verificar el nivel general de precios y la adecuación a las metas planteadas, se empleará la variación interanual del nivel general del Índice de Precios al Consumidor (IPC) de cobertura más amplia que publique el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC). El IPC es un indicador macroeconómico muy importante para guiar la conducción de las decisiones de política monetaria, y es utilizado como objetivo por la mayoría de los bancos centrales cuando se adopta un régimen de metas de inflación (IPOM, julio 2016).

Por otra parte, vale la pena subrayar que el banco central necesita diferenciar aquellas variaciones de precios que son permanentes de aquellas que son transitorias, en otras palabras, diferenciar entre las variaciones de precios que responden a las decisiones de política monetaria de las que responden a shocks específicos que se espera que no persistan en el futuro. Es por eso que se presta atención a la medida de Inflación Núcleo. La idea detrás del cálculo de esta medida es que existe un concepto bien definido de inflación monetaria que particularmente preocupa a la política monetaria. Esta inflación monetaria es conceptualmente diferente al costo de vida y no es adecuadamente captada por los demás índices de precios (Wynne, 1999). Básicamente la inflación núcleo intenta captar los movimientos persistentes de precios, excluyendo o asignando una menor ponderación a los componentes más volátiles y transitorios. Se considera que en el corto plazo los precios pueden tomar cierto impulso debido a shocks transitorios de oferta, efectos estacionales, acciones regulatorias o cambios en precios relativos (IPOM Julio, 2016). Por ejemplo pueden excluirse bienes y servicios administrados o bienes agropecuarios. Aunque existen varias metodologías para construir este índice, uno de los métodos más utilizados es el de exclusión. Fundamentalmente para entenderlo puede pensarse que el promedio ponderado del aumento del nivel de precios pasa a ser una media podada, un promedio al cual se le excluyen los rubros cuyos precios hayan excedido un determinado porcentaje extremo de variabilidad, podando así los componentes más erráticos (IPOM Julio, 2016).

Si bien para un consumidor, en términos del impacto en su costo de vida concentrarse en la inflación núcleo no tiene sentido, ya que sufre toda la inflación y no solo un subconjunto de ella, en términos de conducción de la política monetaria sí lo tiene. Como ya hemos mencionado las medidas de política monetaria impactan en la economía con ciertos rezagos, con lo cual no se puede estar reaccionando en base a cambios de carácter transitorio. Por lo tanto, al momento de administrar sus instrumentos de política, es vital para las autoridades monetarias considerar la evolución de la inflación núcleo, es decir, si se percibe que el núcleo no evoluciona en base a la trayectoria de desinflación propuesta, se endurecerá la política monetaria. Como señala Wynne (1999) una conclusión de esta lógica es que para los propósitos de la política monetaria lo que se necesita no es una teoría microeconómica sobre el costo de vida, sino una teoría macroeconómica de los costos de la inflación. Pero cabe destacar que nunca debe ignorarse el IPC total, primero porque como ya se ha mencionado este posee mayor representatividad respecto al costo de vida, pero también porque este termina tarde o temprano impactando en la inflación núcleo, vía los salarios por ejemplo. Estos se negocian en base a la variación del IPC, y al ser un componente de costos de artículos considerados parte de la inflación núcleo, terminan afectándola. En síntesis, la meta se define en base a la variación del IPC, pero ciertas decisiones de corto plazo se ajustan teniendo en cuenta la evolución de la inflación núcleo. No obstante, para el pronóstico de la inflación en plazos medianos o largos, se utilizan ambos indicadores, puesto que coinciden cuando se tratan de horizontes de mayor longitud.

III.1.E Tipo de cambio Flexible

Un aspecto central que genera gran debate al momento de poner en marcha un esquema de metas de inflación es la política cambiaria adoptada. La discusión se centra respecto al rol que juega el tipo de cambio en la determinación de los instrumentos de política, en otras palabras, el debate está en si el tipo de cambio debe tener un rol independiente al momento de determinar la política monetaria bajo un esquema de metas de inflación. Siklos & Ábel (2002) enfatizan que el esquema no podrá cumplir sus requerimientos de transparencia y rendición de cuentas a menos que la política monetaria quede completamente en manos domésticas, lo cual se logra estableciendo un tipo de cambio flexible. Se considera que solo así se envían señales claras que la única ancla nominal es la meta de inflación. Como ya se ha mencionado, en ausencia de controles de capitales, no puede tenerse al mismo tiempo una política monetaria

autónoma y un tipo de cambio fijo. Tal es así que Edwards (2006) pone en evidencia que, durante los años 90's y la primera década del siglo XXI, un número creciente de economías emergentes se apartaron de la rigidez cambiaria, adoptando una combinación de flexibilidad cambiaria y metas inflacionarias.

Carvalho Filho (2010) observa que existe una correlación significativa entre regímenes de metas de inflación y flotación del tipo de cambio. Dentro de la literatura los defensores de un tipo de cambio flexible subrayan que este tipo de arreglo cambiario permite absorber *shocks* externos. En oposición, están quienes apelan a los efectos adversos en las hojas de balance para argumentar que un tipo de cambio flexible lejos de suavizar los shocks negativos, puede amplificarlos. En particular, un apartado del Informe de Política Monetaria (IPOM, Julio 2016) el BCRA indica que al momento de seleccionar el régimen monetario y cambiario más apropiado, deben tenerse en cuenta primordialmente tres criterios vinculados con diferentes dimensiones del desempeño macroeconómico:

- a) la reducción de costos de transacción;
- b) facilitar el acomodamiento de la economía frente a *shocks* exógenos; y,
- c) la capacidad para establecer un ancla nominal creíble y asegurar la estabilidad de precios de largo plazo.

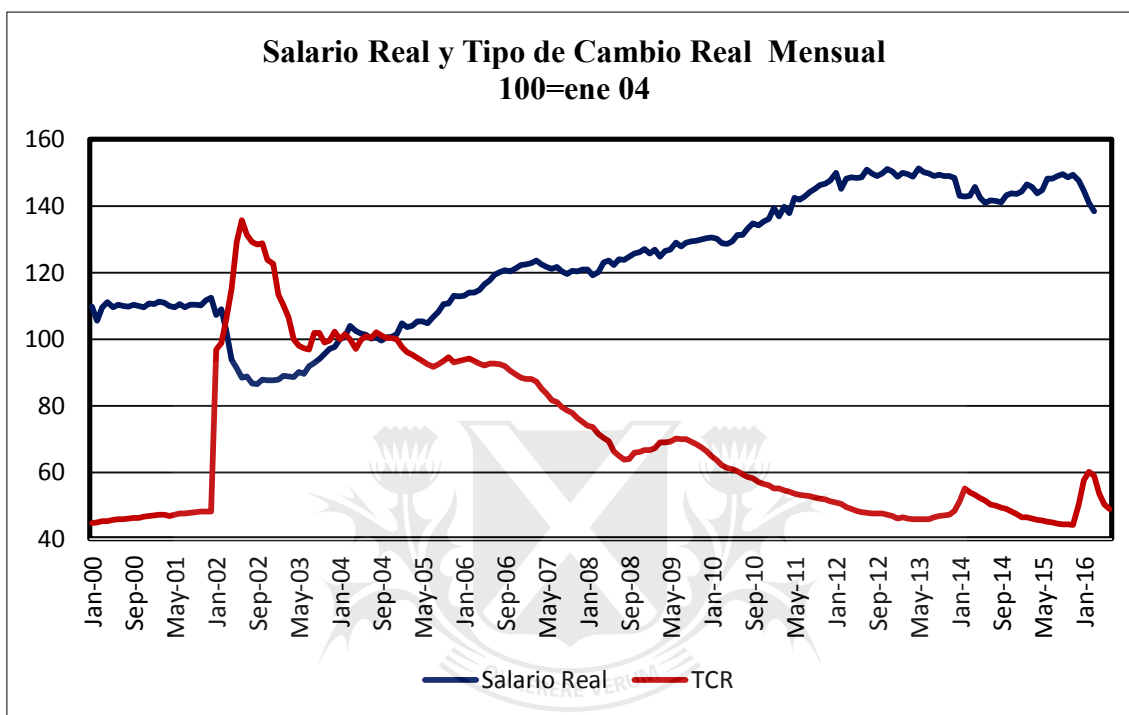
El informe complementa el análisis sosteniendo que si bien un tipo de cambio fijo puede llegar a ser una opción deseable bajo ciertas circunstancias puesto que permite reducir costos de transacción entre diferentes monedas, eliminando por ejemplo el riesgo cambiario, estos regímenes, en especial en economías pequeñas y abiertas, son incapaces de absorber *shocks* externos. Un tipo de cambio flexible permite un rápido ajuste del tipo de cambio real ante shocks negativos, la depreciación real de la moneda permite suavizar los efectos contractivos del shock adverso, evitando que los ajustes sean vía precios o salarios (Edwards & Yeyati, 2005). Por ejemplo ante un deterioro de los términos del intercambio, el tipo de cambio nominal se deprecia de manera acorde con los ajustes requeridos en el tipo de cambio real. De la misma manera se ajusta ante shocks positivos de los términos del intercambio, se produce una apreciación real y se evitan presiones en el nivel general de precios, lo que comúnmente llamamos una inflación importada. En particular, hay estudios que analizan si aquellas economías con tipo de cambio flexible exhiben cambios menos bruscos en el producto ante perturbaciones en los términos del intercambio. Edwards y Yeyati (2005) aportan evidencia de que, en el largo plazo, regímenes de tipo de cambio más rígidos se asocian

con una mayor sensibilidad del producto ante shocks de los términos del intercambio y tienden a crecer a tasas más bajas que países con tipos de cambio más flexibles.

Por otro lado, se debe tener en cuenta que en economías pequeñas y abiertas, el tipo de cambio es un determinante fundamental del nivel de precios, con lo cual se vuelve esencial un cierto control del mismo para proteger la credibilidad del sistema (Pagnotta, 2002). Teniendo esto en cuenta, nos podemos cuestionar si el ajuste ante determinado shock real constituye una respuesta deseable. Si bien un argumento posible es que la flotación cambiaria juega un rol al momento de permitir que el mercado empiece a disociar el comportamiento de los precios domésticos de la dinámica del tipo de cambio nominal, debemos distinguir que, en principio, existen diferentes etapas dentro del plan de estabilización. Tenemos un primer periodo de transición hacia un ambiente de baja inflación, y luego una etapa donde ya se ha alcanzado un rango bajo y estable de crecimiento de precios. Por lo tanto, si bien el sistema pretende dejar en claro que el ancla nominal no es el tipo de cambio y no se compromete a mantenerlo en ningún valor específico, no pueden dejarse de hacer intervenciones, al menos durante la transición, para evitar movimientos desestabilizadores (Heintz & Ndikumana, 2011; Pagnotta, 2002). En particular en Argentina se ha anunciado de manera oficial que se adoptaría un régimen de flexibilidad cambiaria y el BCRA solo intervendría para corregir movimientos violentos. Un punto adicional que merece ser destacado es que en Argentina, a diferencia de lo que ocurre en otros países de la región, hay una fuerte correlación negativa entre el tipo de cambio real y el salario real. Tal como podemos apreciar en el **Gráfico VI** al aumentar el tipo de cambio real el salario real tiende a bajar. Esto ocurre debido a la presencia de un elevado *pass-through* de la devaluación que genera impulsos inflacionarios. Edwards (2006) sostiene que debemos diferenciar el *pass-through* hacia el precio de bienes transables de aquel que impacta en los bienes no transables. Con un elevado *pass-through* hacia precios de no transables se ve reducida la efectividad del tipo de cambio nominal como amortiguador de *shocks*. En presencia, por ejemplo, de mecanismos de indexación de salarios tendremos un traspaso hacia precios de no transables mucho mayor, y el ajuste del tipo de cambio nominal no logrará generar los ajustes reales buscados. Por lo tanto, si bien para determinados contextos el argumento de que un tipo de cambio flexible permite suavizar los impactos de shocks reales, en otros, el resultado del proceso de ajuste del tipo de cambio nominal puede resultar indeseable, al menos durante el periodo de transición, cuando todavía no se ha logrado disociar el tipo de cambio nominal del comportamiento de los precios

domésticos. Esto demanda atención por parte de los banqueros centrales hacia esta variable, a pesar de que no se establezcan metas explícitas para anclarla en determinado nivel. Es decir, la evolución del tipo de cambio tenderá a ser una variable de relevancia al momento de determinar los instrumentos de política.

Gráfico VI



Fuente: Elaboración propia en base a Panorama Macroeconómico de la Argentina: Tendencias, Fluctuaciones, Perspectivas

Para enfatizar esta idea, resulta valioso repasar un estudio realizado por Ho & McCauley (2003) en el cual el objetivo central es analizar el rol del tipo de cambio en regímenes con metas de inflación y evaluar la respuesta de los *policymakers* en diferentes escenarios. En pocas palabras estos autores transmiten la idea de que el tipo de cambio es relevante para todo tipo de economía, pero en especial para las economías emergentes, con lo cual puede que este tipo de economías deba tomar un enfoque distinto al momento de adoptar *inflation targeting*. En primer lugar, las economías emergentes suelen tener un mayor *pass-through* del tipo de cambio a precios principalmente por dos razones: su historial de inflación y de crisis de balanza de pagos, y también porque su patrón de consumo se condice con el de una economía de bajos ingresos, la cual tiende a consumir una mayor proporción de bienes transables que de servicios. A diferencia de los primeros, estos últimos solo se ven afectados por el manejo interno de la política monetaria. En segundo lugar, otro punto a tener en cuenta

en este tipo de economías es el sector externo: los ingresos y el nivel de inversión en economías en desarrollo dependen en mayor medida de mantener un tipo de cambio competitivo. Por último pero no menos importante, se menciona el objetivo de mantener la estabilidad financiera, evitar bruscas reversiones en las entradas de capitales y la erosión de las hojas de balance de entidades con deudas en dólares. Entonces es lógico pensar que, como bien afirma Kurihara (2012), la elección del régimen de tipo de cambio o el peso de las variaciones del tipo de cambio en la función de reacción del banco, debe ser una función de la estrategia de desarrollo económico de un país. A lo que podemos agregar que debe ser función de su historia, su cultura inflacionaria y cómo se comportan en la práctica las diferentes variables ante *shocks* de diferente naturaleza

Para sintetizar, podemos afirmar entonces que la discusión gira en torno a si las autoridades a cargo de la política monetaria deben incorporar al tipo de cambio en sus funciones de reacción y, como se cuestiona Edwards (2006), lo que no queda claro es si el tipo de cambio debe jugar un rol independiente en la regla de política. Parece razonable concluir que la respuesta será específica de acuerdo a cada país. Con relación al modo en que diferentes economías emergentes enfrentaron las fluctuaciones del tipo de cambio en el pasado, se han identificado diferentes respuestas, no solo vía la política monetaria, sino que también mediante controles de capitales e intervenciones en el mercado cambiario. Un ejemplo es el caso de Brasil que experimentó una fuerte depreciación del real en 2001 lo que impulsó la inflación por encima de la banda del 6% anual, a lo que las autoridades respondieron aumentando agresivamente las tasas durante cinco meses consecutivos. Arestis et.al (2011) agrega que la inflación en Brasil ha sido determinada principalmente del lado de los costos, explicándose primordialmente por *shocks* del lado de la oferta. De esta manera, como ya hemos repasado en un apartado anterior el banco central de Brasil ha mantenido un nivel de tasas muy elevado para enfrentar estos *shocks*, lo que deterioró su performance económica. Vale la pena enfatizar que existe una línea delgada entre responder a las fluctuaciones del tipo de cambio dentro de los límites que permite la adopción de un régimen de metas de inflación, y proponerse manejar el tipo de cambio como un objetivo per se. Podemos recordar la experiencia de países latinoamericanos con programas de estabilización basados en el ancla del tipo de cambio, entre ellos se encuentran por ejemplo Argentina y Brasil. Arestis et. al (2011) señala que si bien dichos programas resultaron exitosos en su tarea de controlar la inflación, la apreciación

del tipo de cambio real, a causa de diferenciales entre precios domésticos y extranjeros, causó importantes problemas de competitividad externa. No obstante, este mismo autor alerta que la alta vulnerabilidad ante shocks externos de las economías latinoamericanas pueden llevar a una alta volatilidad del tipo de cambio, y eso generar fuertes aumentos en las tasas para intentar frenar el impacto inflacionario, lo que genera entonces no solo alta volatilidad del tipo de cambio sino también de tasas y del producto. Por lo tanto, como señala Ho & McCauley (2003), la tarea central del hacedor de política para mantener la credibilidad del régimen consiste en explicitar cuál es su posición respecto del rol del tipo de cambio, debe explicar la diferencia entre lo que implica intervenir para evitar fluctuaciones desestabilizadoras y lo que implica tener un objetivo de tipo de cambio per se. En esta misma línea, Eichengreen et al (1999) afirma que, en teoría, una meta para el tipo de cambio nominal podría coexistir con una meta de inflación siempre y cuando se deje en claro que la segunda tiene prioridad en caso de que surjan tensiones, como ha ocurrido en el caso de Chile por ejemplo. A continuación, extenderemos esta discusión respecto del rol del tipo de cambio al hacer referencia a los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

III.1.F Conocimiento del mecanismo de transmisión

El punto que se quiere enfatizar bajo este apartado es que las autoridades a cargo de la política monetaria deben estar bien informadas respecto de los rezagos con que impactan sus medidas en los precios y la demanda agregada, y cuan fuertes son los instrumentos utilizados al momento de influir en los agregados de la economía. El estudio de los mecanismos de transmisión pretende precisar de qué manera, en qué magnitud y en qué momento modificar el rumbo de la política monetaria, empero, estas cuestiones no son fáciles de predecir.

Los mecanismos de transmisión de la política monetaria que comúnmente se citan en la literatura son: la tasa de interés, el tipo de cambio nominal, el crédito bancario, el precio de los activos y las expectativas de los agentes. Armas et al (2001) señala que hay cuatro elementos importantes a tener en cuenta para identificar el mecanismo de transmisión monetaria:

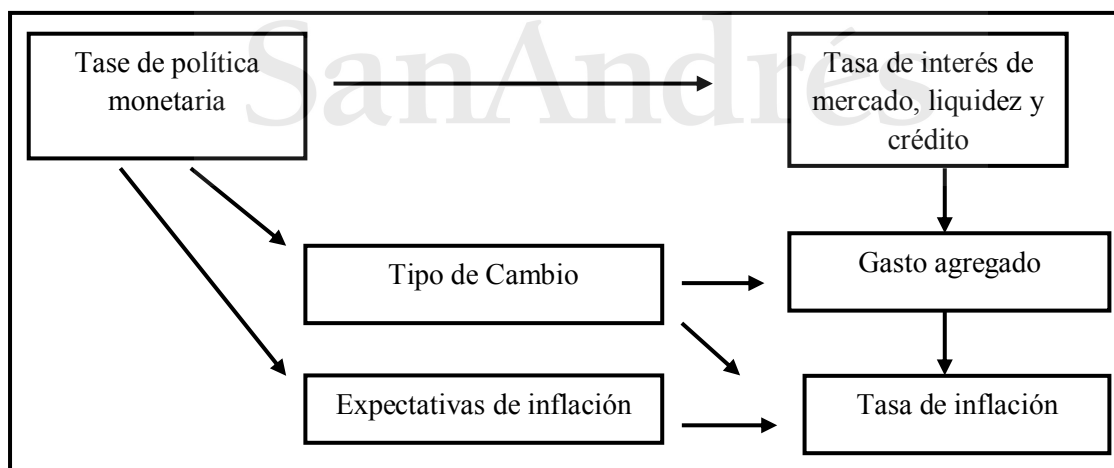
- 1) La importancia relativa de los shocks de oferta y demanda para explicar la inflación
- 2) Rol de los agregados monetarios en la determinación de la inflación
- 3) Rezagos de las medidas de política monetaria

4) Magnitud del impacto de la política monetaria sobre la inflación

De acuerdo con autores como Agénor (1999) o Pagnotta (2002), y como hemos introducido en un apartado anterior, en una economía pequeña y abierta el rol del tipo de cambio es un elemento importante a la hora de analizar los mecanismos de transmisión. De acuerdo con Pagnotta (2002), este puede afectar a los precios a través de diferentes canales: a) directamente a través del precio de los bienes importados, b) indirectamente afectando la demanda agregada al modificarse el tipo de cambio real y verse afectados los precios relativos, c) afectando la oferta agregada al cambiar el precio de los insumos importados de las empresas, y por último d) en economías altamente dolarizadas un canal adicional es a través del efecto en las hojas de balance, lo que suele conocerse como el descalce de monedas, agentes con pasivos dolarizados y activos en moneda doméstica enfrentan un efecto riqueza negativo al depreciarse el tipo de cambio.

En economías como la de Argentina el tipo de cambio es un importante mecanismo transmisor, y se ve afectado tanto por shocks externos como por movimientos de tasas. En el siguiente esquema podemos observar una representación de cómo la política de tasas influye en la economía, en particular vemos que influye de manera directa en el tipo de cambio y este a su vez impacta en el nivel de precios. En el largo plazo se espera además que la política de tasas impacte en las expectativas de inflación y en la demanda agregada, alterando las decisiones de consumo.

Esquema II

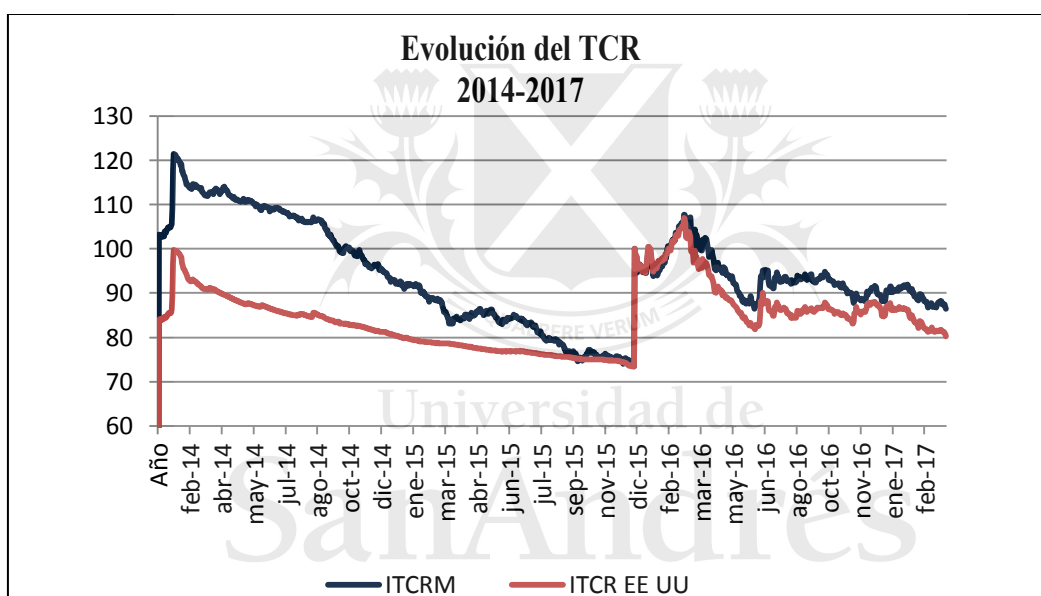


Fuente: Elaboración propia en base al IPOM.

Muchos economistas sostienen que en Argentina una política de tasas elevada para controlar la inflación complicaría la tarea de sostener un tipo de cambio competitivo, con lo cual podemos notar que existe una tensión entre el objetivo de contar con un tipo de cambio competitivo y evitar impulsos inflacionarios. Como podemos ver en el **Gráfico VII**, luego

de la abrupta devaluación del peso argentino en diciembre de 2015 tras la eliminación de un cepo cambiario, continuó una tendencia hacia la apreciación real, que hasta la fecha parece agudizarse. La combinación de un elevado endeudamiento público que promueve una gran entrada de dólares financieros está provocando que el tipo de cambio se mantenga relativamente estable. En una economía de las características de la argentina el tipo de cambio es un importante mecanismo transmisor, con lo cual mantenerlo apreciado, y sumando apertura de importaciones, permite controlar el nivel de precios y mantener el salario real. Sin embargo, la contrapartida es que se ve perjudicada la competitividad del sector transable, si bien un aumento de las importaciones podría ayudar a que aumente el precio de la divisa ya que presionaría que suba su demanda, lo cierto es que en la práctica se percibe una tendencia hacia la apreciación real.

Gráfico VII



Fuente: Elaboración propia en base al BCRA.

Durante el primer trimestre del año 2017, tipo de cambio nominal se ubicó en niveles muy cercanos a los que tenía en los primeros meses del año 2016 mientras que durante ese mismo lapso transcurrido, la inflación estuvo alrededor del 40%. Si bien puede argumentarse que la competitividad no depende únicamente del nivel del tipo de cambio sino del conjunto de la política comercial, que involucra, entre otras cuestiones, el cambio en las políticas de retenciones o la mejora en infraestructura, lo cierto es que en el corto plazo el sector transable pierde rentabilidad, en un país donde este sector es fundamental como motor del crecimiento.

El otro punto a tener en cuenta es el rezago con el que impacta la política monetaria en la economía real en el corto plazo. Cualquier cambio en tasas toma tiempo para tener su

impacto total sobre la economía. De acuerdo a un reporte elaborado por el *Bank of England* la evidencia empírica indica que en promedio toma hasta un año para que la política monetaria tenga un impacto significativo en la demanda y la producción, y aún más para que esto impacte en la inflación. De todas formas existe una enorme variación en los rezagos promedio de cada país, dependiendo de factores tales como el ciclo económico o la confianza de los consumidores y sus expectativas.

Mohan (2008) indica que la tasa de interés juega un rol más importante en economías más desarrolladas. Se cita un estudio del Banco Central Europeo el cual estima que los efectos directos e indirectos de los cambios en tasas en la inversión explican alrededor de un 80% de la respuesta total del producto luego de un periodo de tres años. En economías emergentes surgen ciertos impedimentos relacionados con la falta de un mercado de capitales bien desarrollado.

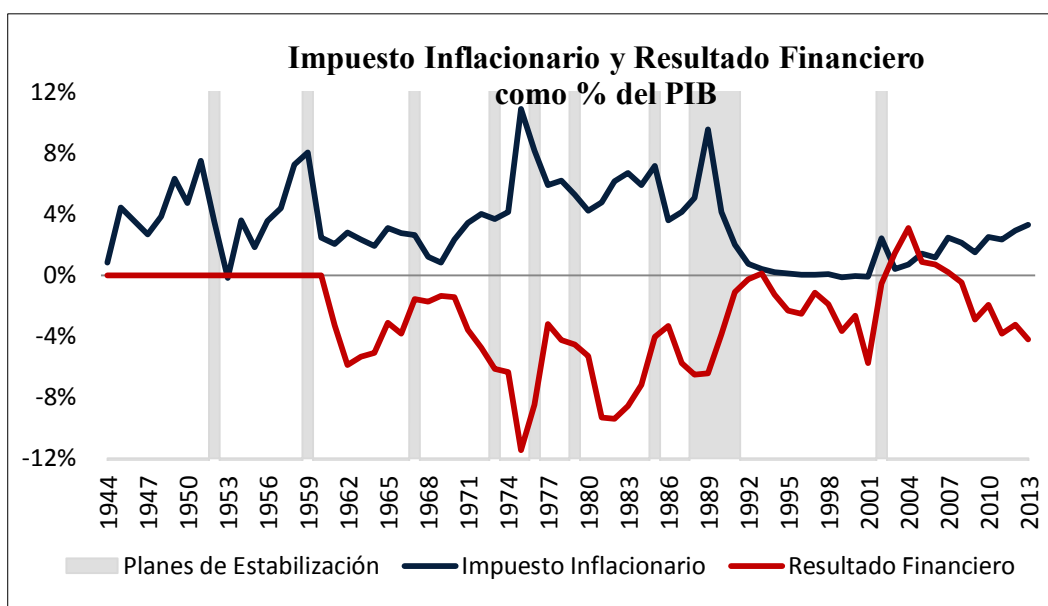
En cuanto a los mecanismos de transmisión en la Argentina, Según un informe de política monetaria (IPOM, Mayo 2016), el banco central está estudiando la potencia y los rezagos con los que opera cada uno estos, se dificulta conocer su dimensión exacta ya que, por ejemplo, es la primera vez que la tasa de interés se utiliza como instrumento de política monetaria. No obstante, se puede señalar que debido al sistema financiero poco desarrollado de nuestro país, y el bajo nivel de crédito como porcentaje del PBI, el impacto del canal del crédito en el gasto agregado es limitado. Por último el banco considera que el canal de las expectativas esta en un estado embrionario debido a que el uso de las tasas como instrumento es algo nuevo, pero de transformarse en un canal fuerte, permitiría coordinar las decisiones e impactar sobre la economía real a costos muy bajos. Es decir, los cambios en la tasa de interés tienen un valor como señal de compromiso con una baja inflación por parte de las autoridades a cargo de la política monetaria. Si el público incluyese esas señales en sus expectativas, se contribuiría al logro de los objetivos de inflación propuestos, ya que dichas expectativas se incluirán en la formación de precios y contratos de largo plazo. La única certeza es que el tipo de cambio se erige como un mecanismo de transmisión muy importante que las autoridades no pueden dejar de mirar al momento de tomar decisiones. Por lo tanto, resulta lógico coincidir con Eichengreen et al (1999) cuando afirma que es poco probable que muchas economía emergentes acepten descuidar el tipo de cambio, es un activo muy importante en economías pequeñas y abiertas y se hace difícil que se lo subordine a otros objetivos.

III.1.G Ausencia de dominancia fiscal

Para que un esquema de metas de inflación pueda operar creíblemente y establecer medidas en pos de los objetivos planteados, la política fiscal debe estar en armonía con la política monetaria, o lo que es lo mismo, no debe existir la dominancia fiscal. En otras palabras, las decisiones de política monetaria no deben perder autonomía y someterse a condicionamientos impuestos por la autoridad fiscal. Autores como Sargent & Wallace (1981), y Bhattacharya, Guzman & Smith (1998), demuestran mediante modelos similares que bajo ciertos supuestos, una política contractiva en el presente puede implicar una mayor inflación en el futuro, es decir, hay ciertas circunstancias en que la política monetaria puede perder el control de la inflación. En particular, demuestran que si las decisiones de política fiscal dominan a las de política monetaria, y las autoridades deciden libremente el presupuesto que desean ejecutar, la política monetaria se verá limitada por la cantidad de deuda que el gobierno pueda tomar. Si el gobierno no puede financiar el presupuesto planteado con superávits o nueva deuda, la autoridad monetaria se verá obligada tarde o temprano a crear dinero y tolerar el aumento del nivel general de precios. En cambio, si se establece una coordinación tal que el banco central fija el límite de transferencias al fisco, es la política fiscal la que verá limitada la cantidad de déficit en que puede incurrir, de acuerdo a la cantidad de deuda que el sector privado desee demandar.

Tal como describimos en apartados previos, desde el año 2012 una reforma de la carta orgánica del BCRA permitió aumentar el monto de transferencias monetarias de esta institución al fisco. La creciente emisión para solventar los déficits permanentes, sumado a las restricciones de crédito enfrentadas por el gobierno, dieron lugar a desequilibrios monetarios que terminaron por acelerar la inflación. Esto nos sugiere que limitar las transferencias del BCRA al gobierno es un prerrequisito fundamental para controlar la inflación. Como puede observarse en el **Gráfico VIII** en la Argentina el impuesto inflacionario, es decir, la tasa de interés negativa sobre los saldos nominales, ha sido históricamente un espejo del resultado financiero del fisco.

Gráfico VIII



Fuente: Elaboración propia en base a Panorama Macroeconómico de la Argentina: Tendencias, Fluctuaciones, Perspectivas

Dicho de otro modo, la experiencia argentina nos muestra que las autoridades gubernamentales sistemáticamente han tendido a monetizar los excesos de gasto. Por lo tanto, se puede ver de manera gráfica que si persiste la dominancia fiscal, será difícil lograr controlar la inflación.

Junto con el anuncio de la implementación de metas de inflación en Argentina, se ha manifestado un compromiso explícito a imponer tope a las transferencias que el BCRA otorga al tesoro. A lo largo del año 2016, se acordó un tope de transferencias de 160 mil millones de pesos, en concepto de adelantos transitorios y utilidades, un 2.1% del PBI. Esto representa una reducción del 20% en términos reales respecto de las transferencias del año 2015. A su vez, se han comprometido a que las transferencias descendan a un 1.5% del PBI en el año 2017. Como ya hemos discutido, esto pretende atender el problema de dominancia fiscal que ha venido imperando en Argentina y permitir que la política monetaria pueda tomar el control de la inflación, esto pone presión al gobierno, o bien para aumentar la emisión de deuda, o bien para recortar la expansión del gasto fiscal.

Una cuestión fundamental a tener en cuenta en la Argentina es el subsidio del gobierno a las tarifas energéticas. Para lograr disminuir los desequilibrios fiscales resulta imperativo prestar atención a este componente importante del gasto público en el país. De acuerdo con Navajas (2015) en la Argentina los fondos destinados a subsidiar

la energía se han ido incrementando a un ritmo acelerado a partir del año 2005, año en el cual representaban un 0.3% del PBI, mientras que en 2014 alcanzaron cifras que constituyen alrededor del 3,2% del PBI, lo que equivale a 17.6 millones de dólares, una importante porción del déficit total.

Una corrección de los subsidios a las tarifas implica aumentar los precios que percibe la demanda. Esta medida genera efectos de corto y largo plazo en la dinámica de precios que deben tenerse en cuenta si se quiere lograr estabilizar la inflación dentro del horizonte temporal planteado pero al mismo tiempo cumplir las metas de corto plazo para ganar credibilidad. Como plantea Navajas (2015) y también estudia Heymann y Canavese (1989), la corrección de los precios combina un efecto directo sobre la inercia inflacionaria, al mismo tiempo que permite reducir la emisión y el déficit fiscal, lo que conduce a la estabilización inflacionaria en el largo plazo. Asimismo este estudio toma en cuenta los efectos del tipo de cambio, ya que los precios de oferta, sobre todo en el caso del gas natural, tienen un componente importado. Esto significa que ante una devaluación se deberá producir un ajuste compensatorio o bien en el precio que paga la demanda o bien en la cantidad de subsidios por parte del tesoro, este ajuste dependerá de la magnitud de la devaluación y de la elasticidad del precio de oferta ante ella.

La evidencia histórica relacionada con las correcciones tarifarias que expone Navajas (2015) demuestra que desde 1945 no hay signos de que la caída real del precio de la energía se revierta en forma de shocks. Particularmente en la actualidad el gran tamaño de los desajustes de precios complejizan la tarea de corregirlos, y sumado a esto si se quiere ser cauteloso respecto del impacto inmediato en los precios, la decisión de corregir las tarifas no puede tomarse sin tener en cuenta lo que ocurre con el tipo de cambio, ya que podría verse exacerbado el impacto en precios. De acuerdo con estimaciones realizadas el efecto directo sobre precios domina por sobre el efecto estabilización y la inflación tenderá a aumentar en el corto plazo, por eso la alternativa deseable puede pasar por corregir los desajustes de manera paulatina. Esta cuestión ha suscitado enorme debate durante el primer trimestre del año 2017, hay quienes sostienen que las metas planteadas por el BCRA han sido demasiado ambiciosas en tanto no tuvieron en cuenta los efectos que tendrá el cambio de precios relativos de los servicios en el IPC, mientras que hay quienes aseguran que existe margen de maniobra para cumplir con las metas planteadas luego del ajuste en los precios. En última instancia, y habiendo repasado lo que la teoría predice sobre los efectos de la corrección de estos desequilibrios, se trata de una cuestión empírica que deberemos evaluar en el futuro.

Para sintetizar, en base a lo que hemos repasado de la literatura, una postura clara es que, si no se logra que el déficit se ajuste a ciertos límites, la autoridad monetaria pierde el control de la inflación, sin importar que proceda con una contracción de la política monetaria. Para autores como Bernanke & Mishkin (1997); Siklos & Abel (2001); Batini & Laxton (2007); Svensson (2010); entre otros, la disciplina fiscal es un prerequisite fundamental para que la implementación de un esquema de metas de inflación sea efectiva, las reformas fiscales refuerzan la credibilidad del régimen de metas. En este sentido, la cuestión central sería si la Argentina cumple hoy en día con este prerequisite que demanda ausencia de dominancia fiscal, un tema que suscita enorme debate. Pero por otro lado, están quienes sostienen que, un banco central independiente que se maneje de acuerdo a un esquema de metas de inflación, podría servir como una restricción hacia la política fiscal, es decir, dado que se está creíblemente aislado de las presiones para monetizar los déficits, se endurece la restricción presupuestaria del gobierno. (Combes, Debrun, Minea & Tapsoba (2014); Freedman and Ötoker-Robe (2010); entre otros).

Por lo tanto, entra en escena la discusión respecto de la secuencia en que se introducen las reformas, podemos preguntarnos: ¿qué resulta óptimo para optimizar la eficacia de las políticas: primero reducir el déficit fiscal, o trabajar primero en reformas en las instituciones monetarias para reducir la inflación, dado que esto luego me ayudará a bajar el déficit? La respuesta a esta interrogante en última instancia es una cuestión empírica que vale la pena ser testeada. En particular, Combes, Debrun, Minea & Tapsoba (2014) cuentan con un panel de economías avanzadas y en desarrollo durante el periodo 1990-2009. Además de ser los primeros en analizar el impacto conjunto de la implementación de reglas fiscales y metas de inflación, y así cubrir la brecha dejada por numerosos estudios que han tendido a evaluar la política fiscal y monetaria por separado, se proponen explorar el potencial rol que juega la secuencia de las reformas monetarias y fiscales. Se analiza el impacto en los niveles de inflación y balance fiscal primario. En cuanto a los resultados, el efecto de implementar conjuntamente reformas fiscales y monetarias es mayor que el de implementarlas por separado, dando la idea que proceder con reformas integrales de las instituciones macroeconómicas resulta más eficaz, en términos de controlar la inflación y las finanzas públicas. En cuanto a la secuencia de implementación de las reformas, esta se erige, en términos cuantitativos, como un aspecto relevante a considerar, dado que aquellos países que se sometieron a reformas de la política fiscal antes de que el banco central operara con metas de

inflación, exhibieron mejores resultados tanto en términos de exhibir menores niveles de inflación y una mayor disciplina fiscal. La hipótesis detrás es que las reformas planteadas a las instituciones monetarias en un régimen de pura discrecionalidad fiscal son más débiles en tanto gozan de menor credibilidad. Asimismo, los países que impulsan reglas fiscales primero, son capaces de mitigar de antemano efectos adversos que puede traer aparejada una total independencia al banco central, ya sea en términos de tener que cambiar fuentes de recursos o reasignar gastos. Para los autores, serán más creíbles y más efectivas las reformas que apunten a limitar la discrecionalidad en el núcleo del poder político, entendido como la capacidad de recaudar impuestos y gastar recursos. Vale la pena subrayar que estos autores se centran en estudiar impacto en balances fiscales e inflación, sin tener en cuenta los efectos que la implementación conjunta de reformas fiscales y monetarias podría tener en la volatilidad del producto, lo cual es un aspecto relevante a tener en cuenta.

En línea con esta discusión respecto de la secuencia de las reformas, vale la pena mencionar los aportes de Uribe (2016), quien analiza condiciones bajo las cuales resulta óptimo desde el punto de vista del bienestar que el banco central retrase la inflación vía la emisión de deuda para financiar parte del déficit fiscal. Este autor sostiene que la situación de dominancia fiscal que describen Sargent y Wallace (1981), es una buena descripción del caso de Argentina en el año 2015, con la asunción del nuevo presidente Mauricio Macri. El gobierno heredó un déficit de alrededor de cinco puntos del PBI y está limitado para subir impuestos o cortar gastos. El banco central, eligió no monetizar completamente el déficit fiscal lo que dio lugar a un aumento grande de la deuda, el llamado déficit cuasifiscal, esto trajo muchas críticas bajo el argumento de Sargent y Wallace. Uribe (2016) se pregunta si esta decisión resulta óptima, cuestionando la hipótesis de Sargent y Wallace de que siempre resultará desagradable contraer en un escenario de dominancia fiscal, porque se desatará mayor inflación en el futuro. El resultado crítico que se deriva del análisis es que la respuesta a la pregunta de si es óptimo en un régimen con dominancia fiscal retrasar la inflación vía la emisión de deuda, depende crucialmente del corredor esperado para el déficit fiscal. Si se espera que este siga un corredor decreciente, entonces puede ser óptimo para el banco central no monetizar completamente el déficit, sino que le conviene endurecer la política monetaria. En este sentido, un país podría proceder con la implementación de reformas monetarias, sin haber solucionado previamente su déficit fiscal. Notar que esto no necesariamente contradice los resultados de Combes, Debrun, Minea & Tapsoba (2014),

ya que pueden estar en marcha reformas fiscales que aún no han materializado sus frutos, aquí no hablamos de reglas fiscales sino de la existencia de déficits. La lógica que subyace es que los encargados de la política económica deberán procurar que se cubran todos los pasivos del gobierno en cada momento del tiempo, pero al mismo tiempo minimizando la inflación de cada periodo. De esta manera, si actualmente tenemos un déficit fiscal más grande de lo que se espera en el futuro, se emite deuda para cubrir la brecha, en la espera de que a futuro vaya disminuyendo la suma de los egresos que deberán afrontarse vía déficit e intereses. Si bien esto implica tener a futuro una inflación de largo plazo más elevada, es preferible en tanto se suaviza el corredor propuesto para el impuesto inflacionario. En otras palabras, la tasa de inflación óptima la dicta el déficit fiscal promedio del gobierno y no el déficit corriente, minimizando así las distorsiones que genera la inflación. La idea es que, si bien bajo dominancia fiscal el banco central pierde el control de la inflación, puede elegir cuando crea dinero y suavizar los efectos distorsivos. Es decir, en lugar de tener hoy un pico inflacionario vía la monetización de la totalidad del déficit, se suaviza la tasa de inflación intertemporal. Entonces la conclusión que podemos extraer del trabajo de Uribe (2016) es que, si bien la aritmética descrita por Sargent y Wallace se mantiene, esta no es desagradable en el sentido de que puede resultar preferible la elección de un corredor más suave para la tasa de inflación. Es un resultado optimista para el gobierno argentino que, frente a un banco central que ha endurecido su política monetaria, optó por cubrir el déficit corriente con deuda. Sin embargo, si no se emprenden reformas en pos de lograr una reducción del déficit, se corre el riesgo de que el endurecimiento monetario sea en vano en el largo plazo y entre en juego la desagradable aritmética monetarista de Sargent y Wallace.

III.1.H Apoyo público

En este apartado nos referimos a un punto dentro de las precondiciones que si bien no resulta central en términos operativos y no hay mucho que pueda hacerse para controlarlo, tampoco debe soslayarse puesto que es de gran importancia si se pretende manejar las expectativas y lograr acuerdos que permitan consolidar el proceso de desinflación.

Cabe la posibilidad de que en el debate público, ya sea en los medios, en el congreso o en la sociedad en su conjunto, no se sienta la necesidad de buscar la baja de la inflación, si es que, por ejemplo, la situación coexiste con elevado crecimiento y

desarrollo social. Por ejemplo, tenemos el caso de Argentina post caída de la convertibilidad, periodo durante el cual, no emergía en la opinión pública una demanda por estabilidad en el sentido de que no existía dentro de sus preferencias el impulso de políticas que tiendan a promover la estabilidad de precios a costa de realizar ciertos sacrificios en términos de crecimiento. Dicho de otro modo, existía una tolerancia social a la inflación en un periodo en el cual esta se mantenía en niveles que resultaban moderados de acuerdo a los parámetros históricos, y que se percibían como la contracara del crecimiento, en un país cuyas experiencias extremas ya dictaban un recorte de los horizontes de planeamiento. (Heymann & Ramos, 2010)

Collins & Giavazzi (1993) y Hayo (1998) comparten evidencia, obtenida en base a diferentes encuestas de opinión pública en países europeos, de que las preferencias de la población respecto del nivel general de precios son importantes a la hora de explicar las bajas tasas de inflación. Por ejemplo, tenemos el caso de Alemania donde su historial hiperinflacionario originó un especial temor a este fenómeno. Por lo tanto resulta relevante tener en cuenta las preferencias hacia la inflación, que tienen su raíz en la cultura económica que rodea al país, la cual se convierte en una precondition importante para lograr una desinflación exitosa. Tener un público averso a la inflación permite alcanzar un nivel de independencia del banco central que no se vea solo en las leyes, sino en los hechos. Esto significa que la independencia del banco central no es condición suficiente para empezar un proceso para controlar la inflación, sino que se necesita de una cultura aversa a la inflación que acompañe las medidas y evite que se ejerzan presiones para desviar el camino. Poniéndolo en otros términos, el hecho de que muchos estudios empíricos muestren una correlación negativa entre independencia del banco central e inflación, no implica causalidad porque resulta difícil solucionar los problemas de endogeneidad presentes en las estimaciones. Además estos resultados no excluyen la posibilidad que la cultura inflacionaria de la población sea lo que verdaderamente explica esta correlación.

En síntesis, aquí nos referimos a aquellos valores y actitudes que toma el público con respecto a la inflación de acuerdo a su experiencia histórica. Resulta razonable que tras varios años con persistentes tasas de inflación moderada y un crecimiento estancado, hayan cambiado las preferencias en gran parte de la opinión pública y las autoridades políticas. El recambio presidencial ocurrido en Argentina a fines del año 2015 parecía ser una evidencia tangible de este cambio en las preferencias del público aunque el sacrificio en términos de producto que se sufrió en el año 2016 parece haber

aplacado esa creencia. Sumado a esto en un país con problemas distributivos, de empleo y de pobreza resulta lógico que una parte de la población se niegue a ciertos sacrificios en términos de producto, que resultan inevitables durante el proceso. Siempre surge durante las desinflaciones el debate respecto de la conocida “curva de Philips”, una regularidad empírica que postula una relación negativa entre empleo e inflación. Pero como se ha demostrado en estudios posteriores esta curva tendrá lógica en tanto estemos hablando de una inflación o deflación que no son anticipadas por parte del público, es decir, solo una inflación no esperada por los agentes puede resultar expansiva durante un determinado lapso. En cambio, un esquema de metas de inflación buscará establecer un mecanismo de coordinación para la formación de precios y contratos, buscando que los agentes incorporen las metas en sus expectativas, lo cual resulta un desafío para el banco central ya que el mero anuncio del régimen no necesariamente generará una convergencia entre sus metas y las expectativas del público.

III.1.I Transparencia y rendición de cuentas

Aquí tenemos otro prerrequisito sobre el cual hay un gran consenso dentro de la literatura. Es fundamental para el éxito del esquema que el banco central comunique al público de manera adecuada los criterios de la política monetaria. Las autoridades deben transmitir su visión respecto de todas aquellas variables sobre las que basarán sus decisiones de política monetaria. En particular, el BCRA se compromete a comunicar su visión de la evolución y las perspectivas de la economía y los precios a través de diferentes vías. Entre ellas se encuentran los Informes y Comunicados de Política Monetaria, y diversas instancias adicionales, como los discursos y las presentaciones de las autoridades que pueden encontrarse en la página web del banco. El objetivo, además de comunicar y transmitir un panorama respecto de la evolución de diferentes variables macroeconómicas, es orientar las expectativas de los agentes. En gran medida, un adecuado manejo del canal de las expectativas depende del grado de predictibilidad que posea el banco central, y un mayor grado puede lograrse aumentando la transparencia y la comunicación, aunque esto no sea una condición suficiente. Una explicación adecuada de la lógica detrás de las medidas tomadas puede ayudar a que las expectativas jueguen a su favor, aunque con el tiempo el mercado desarrollará mayor confianza solo si comprueba que se han logrado las metas propuestas (Khan, 2003).

III.1.J Responsabilidad conjunta

En línea con la necesidad de ganar credibilidad en el planteamiento de las medidas, Siklos & Ábel (2002) señalan que una precondition necesaria es que la adopción de las metas sea anunciada por el gobierno como un objetivo en común que tiene con el banco central. Efectivamente en Argentina se ha visto a autoridades gubernamentales en declaraciones oficiales manifestar su acuerdo con los objetivos y las metas anunciadas por del BCRA, lo cual pretende enviar el mensaje de que las reformas en las instituciones monetarias serán consistentes con otras medidas de gobierno. En cualquier caso, si bien públicamente las posiciones puedan parecer alineadas, tomar acciones en pos de controlar la inflación trae costos políticos en el corto plazo, con lo cual resta evaluar en el futuro es si el manejo de las políticas por parte del gobierno, en particular la política fiscal, ha sido consistente con el plan de desinflación

III.1.K Sistema financiero desarrollado

En la actualidad, el sistema financiero en Argentina es principalmente transaccional. El país exhibe un largo historial inflacionario que dio lugar a tasas reales negativas que han desincentivado el ahorro en moneda doméstica. Sin ahorros en el sistema financiero se hace imposible la extensión del crédito y la intermediación financiera, lo que limita el crecimiento económico.

Otra cuestión que merece tenerse en cuenta según Fanelli, Heymann & Ramos (2002), es la dificultad de los países emergentes para la tener una adecuada gestión de riesgos. En estos países suele ser baja la utilización de contratos financieros para diversificar los riesgos originados en perturbaciones tales como movimientos en los precios internacionales de los productos básicos. Esta característica, ligada al desarrollo del sistema financiero, genera una mayor variabilidad en el consumo e ingreso nacionales.

Un sistema financiero poco desarrollado, no solo dificulta la intermediación financiera y obstaculiza el crecimiento económico, sino que también mina la efectividad de la política monetaria. Por ejemplo, al momento de poner en marcha políticas de estabilización, es importante que los mercados de deuda domésticos sean lo suficientemente profundos para absorber colocaciones de deuda pública (Eichengreen et al 1999). En ausencia de mercados de capitales desarrollados, no pueden proveerse los recursos necesarios para financiar el déficit fiscal en condiciones favorables. De esta manera en contraste con economías más maduras, el mercado para los bonos del tesoro

se caracteriza por altas tasas reales y maduraciones muy cortas. Esta deficiencia genera que el financiamiento se convierta en una fuente adicional de gasto, generando presiones inflacionarias adicionales (da Fonseca, 2011)

III.1.L Condiciones macro financieras

Como hemos adelantado al inicio, existen factores que debiliten la eficacia de la política monetaria. En primer lugar, nos referiremos a la dolarización, aunque sea parcial, de la economía. La dolarización impone diferencias en la capacidad de transmisión de la política monetaria y en su impacto en los sectores real y financiero (Leiderman et.al., 2006). Sin embargo, la evidencia indica que su presencia no impide la aplicación de un esquema de metas de inflación. Por ejemplo, tenemos el caso de Perú que al momento de iniciar su programa de metas inflacionarias contaba con un tipo de dolarización que se correspondía con una sustitución de activos, para resguardarse ante la persistencia de la inflación, y no llegaba al punto de ser una sustitución monetaria (Armas et al, 2001). Cabe preguntarse cómo afecta la dolarización a la política monetaria, y qué comportamientos distintos podemos esperar respecto de una economía que no está dolarizada, ya que cada economía adoptará, en base a sus circunstancias, aquel esquema que le resulte más eficiente para mantener la estabilidad monetaria.

En una economía dolarizada tenemos una gran proporción de las obligaciones del sector privado denominadas en dólares, tanto depósitos como préstamos bancarios. Si la dolarización es parcial, la moneda nacional continúa sirviendo como medio de pago y la mayoría de los precios también se denominan en moneda nacional. En economías con tales características, en primer lugar, se espera que exista un *pass-through* más alto. En segundo lugar, el sector privado que posee deudas denominadas en dólares e ingresos en moneda nacional puede experimentar un deterioro en sus hojas de balance ante devaluaciones, las cuales tendrán un efecto contractivo (Leiderman et.al., 2006). Este potencial efecto negativo de las fluctuaciones del tipo de cambio puede inducir a que las autoridades desarrollen un miedo a flotar, y controlen de manera más activa el nivel del tipo de cambio. Como ya hemos discutido, esto puede ser consistente con un esquema de metas siempre y cuando el objetivo no sea mantener una tendencia específica del tipo de cambio real. Por ejemplo, de acuerdo con Leiderman et.al. (2006), podemos observar que el régimen seguido en Perú incluyó una intervención cambiaria mucho mayor que otros países, como Chile por ejemplo, resultando en una volatilidad del tipo de cambio mucho menor.

Otro elemento a tener en cuenta es la desregulación de los precios de la economía. Otra vía, aparte de la dolarización, que pueden tomar los agentes para resguardarse en entornos inflacionarios, es la indexación. Un ejemplo de una economía que debió enfrentar la presencia de precios administrados vía mecanismos formales e informales de indexación fue Brasil. El inconveniente que enfrentó Brasil fue que los precios administrados, principalmente combustibles y servicios públicos, se corregían en base a un índice que se modificaba de acuerdo a las variaciones en el tipo de cambio. La dinámica de estos precios difiere de la de los precios de mercado en tres formas distintas: mayor dependencia de las fluctuaciones de los precios internacionales, un mayor *pass-through* y un ajuste con comportamiento *backward looking* o retrospectivo mucho mayor (Arestis et.al, 2011). Los bienes y servicios administrados están sujetos a reglas rígidas de fijación de precio basadas en la inflación pasada o la variación cambiaria, a diferencia de los bienes libres, cuya dinámica de fijación de precio está más ligada a las condiciones de oferta y demanda en la economía (de Freitas & Bugarin, 2007). Desde la implementación del régimen de metas de inflación la autoridad monetaria de Brasil se ha enfrentado a desafíos importantes debido a la estructura inflexible de los precios administrados. Las reglas rígidas que implican la fijación retrospectiva de los precios de estos bienes administrados limitan la efectividad de la política monetaria en el corto plazo. En particular, en el caso brasilero el índice de precios objetivo se veía constantemente afectado por el impacto del tipo de cambio en la fijación de los precios administrados. En estos casos, para evitar las presiones inflacionarias ante las depreciaciones del tipo de cambio las autoridades pueden encontrarse en situaciones en las cuales deben aumentar demasiado las tasas y así intentar contrarrestar los efectos secundarios provenientes de los shocks a los precios administrados. Como contrapartida esto puede generar un sustancial deterioro de la performance macroeconómica. Otra alternativa, para evitar la pérdida de credibilidad ante shocks transitorios impactan particularmente en los precios administrados y pueden impedir el cumplimiento de la meta, es adoptar como objetivo el índice de inflación núcleo que excluye estos precios, aunque como ya vimos anteriormente, este índice no resulta tan significativo al momento de medir el impacto en el costo de vida de los ciudadanos.

Por último, nos referiremos a las variaciones en los términos del intercambio. En economías pequeñas y abiertas como la Argentina donde buena parte de los bienes exportables son al mismo tiempo productos de consumo básico, los cambios en los

precios internacionales de los bienes exportables pueden traer presiones inflacionarias internas. En otras palabras, la inflación posterior a un *shock* positivo de los términos de intercambio se produce porque los exportadores aumentan sus precios de venta en el mercado interno en la misma proporción en que se incrementan sus ingresos en divisas medidos en la moneda local. Este aumento en el nivel de precios poco tiene que ver con decisiones que pueda tomarse por parte de los encargados de conducir la política monetaria, con lo cual implican un desafío adicional a la hora de ponerse el objetivo de controlar la inflación.

III.1.M Provisión de pronósticos y medición adecuada y oportuna de la información económica

Con respecto a los pronósticos de inflación, en el marco de metas de inflación estos cobran especial importancia. Como ya se ha mencionado, las medidas de política impactan en la economía con rezagos, razón por la cual al BCRA le interesa analizar constantemente cuales son los posibles escenarios futuros como consecuencia de sus medidas. El BCRA realiza todos los meses un Relevamiento de las expectativas del Mercado (REM). El propósito es asegurarse que las expectativas inflacionarias están ancladas dentro de las bandas que el banco estableció como objetivo, y poder reaccionar de manera coherente con medidas que se adecúen al estado del mercado y permitan acomodar las diferentes variables para poder cumplir los objetivos. El REM consiste en una encuesta realizada a más de 50 instituciones del sector privado, entre las cuales hay bancos, consultoras y centros de investigación, ya sea del ámbito local e internacional, en la que cuantifican sus expectativas respecto de una serie de variables, entre ellas la inflación. En esta encuesta se relevan tres índices: el IPC GBA, el IPC núcleo y un índice Nacional de mayor alcance geográfico. En particular se piden las expectativas de inflación mensual de los próximos 6 meses, las expectativas anuales de los próximos 12 meses, desde el mes en que se realiza la encuesta, y por último la inflación esperada de los próximos 24 meses. Luego para ser consistentes con los requisitos de transparencia y comunicación que demanda este régimen, los resultados se publican en un informe o pueden verse algunas cifras en el sitio web del BCRA. Esto permite al banco central estar al tanto si la inflación esperada se aleja de manera persistente de su meta, y así poder ajustar la tasa de interés de política para acercar las proyecciones su objetivo. Del mismo modo, el banco central necesita contar con pronósticos de diferentes variables exógenas que pueden afectar a la economía, como ser las tasas de interés internacionales, los términos del intercambio, el panorama de crecimiento de los socios

comerciales, por nombrar algunas variables. Así podrán construir escenarios en los cuales diferentes sucesos impactaran de determinada manera en la tasa de inflación a lo cual el banco central responderá de manera acorde a sus metas.

Por otra parte, en un esquema de metas de inflación la cantidad de dinero es endógena, con lo cual el banco central también debe realizar proyecciones respecto de la demanda de dinero. Como ya se ha explicado, el BCRA no establece objetivos explícitos respecto del crecimiento de la oferta monetaria, sino que la cantidad de dinero se determina del lado de la demanda, de acuerdo al nivel inflación, de tasas y de actividad económica. Por supuesto que una de las variables que determina la demanda de dinero es la tasa de interés, y al controlarla el banco central influye en la cantidad de dinero que se demande, pero los objetivos del banco central se centran en las tasas y no en un objetivo de crecimiento de la oferta monetaria. Por lo tanto, la estimación de la evolución de la demanda de dinero le permite al banco central conocer las necesidades de liquidez del mercado y también poder coordinarse con la política fiscal, realizando operaciones que atiendan diferentes excesos o faltantes respecto de las transferencias que se realizan al Tesoro.

IV. Conclusión

A lo largo de este trabajo hemos repasado conceptos relevantes al momento de estudiar la aplicación de un régimen de metas de inflación. En primer lugar, se han introducido los aspectos centrales de este esquema monetario para entender la lógica que persigue un banco central que implementa IT. Luego, se presentaron a grandes rasgos dos casos latinoamericanos concretos: la experiencia de Chile y la de Brasil. Repasar experiencias previas de economías que comparten características con la Argentina nos ofrece un panorama de los posibles resultados que determinadas decisiones de política pueden tener en la economía y de los desafíos que pueden encontrarse durante la transición hacia un esquema de IT. Por último la tarea central consistió en presentar los detalles de la transición hacia la implementación de un régimen de metas de inflación en la Argentina junto con una breve discusión teórica de la importancia de las diferentes precondiciones y así poner en discusión el caso argentino a la luz de los diferentes aportes de la literatura.

No cabe duda que el corto periodo de tiempo transcurrido desde que han anunciado metas de inflación en Argentina limita la capacidad de sacar conclusiones definitivas respecto de su *performance*. Asimismo el presente trabajo no pretende

ofrecer un veredicto final respecto de si resulta factible, o si es el curso de acción apropiado que debe tomar Argentina, sino que se ha buscado poner a este modelo y las características de su implementación en el centro del debate, mediante una evaluación teórica y cualitativa de cada uno de los aspectos que la literatura académica considera centrales a la hora de aplicar IT. En base a la literatura revisada y los detalles del caso argentino podemos extraer algunos elementos que vale la pena subrayar.

En primer lugar, queda claro que existen ciertas condiciones que limitan la implementación de este esquema en economías emergentes. Sin embargo, la experiencia de Brasil y Chile, entre tantas otras economías emergentes cuya experiencia podría revisarse, nos sugiere que IT es una opción viable para la Argentina a pesar los desafíos adicionales que pueden encontrarse. No obstante, no puede negarse que Argentina carece algunas de las precondiciones. En particular, cabe destacar el enorme desafío que el país tiene por delante en materia de reducción del déficit fiscal. Como ya hemos señalado, si no se emprenden reformas en pos de lograr una reducción del déficit, se corre el riesgo de que el endurecimiento monetario sea en vano en el largo plazo y entre en juego la desagradable aritmética monetarista de Sargent y Wallace. Otro punto importante que no debe olvidarse es la cultura inflacionaria que rodea al país y la tolerancia social que exista frente a ella. Las preferencias sociales respecto de la inflación son un aspecto relevante para explicar su nivel. Aquellos valores y actitudes que toma el público con respecto a la inflación, de acuerdo a su experiencia histórica, influirán en el éxito de las políticas implementadas en tanto ayuden a lograr un mejor manejo de expectativas y llegar a acuerdos que permitan consolidar el proceso de desinflación. Por último, en economías pequeñas y abiertas como la Argentina, debe ponerse especial énfasis en el tipo de cambio a la hora de conducir la política monetaria ya que en el corto plazo es un importante mecanismo de transmisión.

Conforme pasen los años y se consolide la implementación de este esquema monetario en Argentina, futuras investigaciones aplicadas podrán tomar como punto de partida diferentes temas aquí tratados para evaluar de manera empírica si la aplicación de IT ha resultado al mismo tiempo deseable y compatible de acuerdo a la realidad actual de la Argentina y de acuerdo a las condiciones iniciales de las que supo iniciar este régimen monetario.

Bibliografía utilizada

- Agénor, P. R.** (1999). Monetary Policy under Flexible Exchange Rates: An Introduction to Inflation Targeting.
- Arestis, P., Ferrari-Filho, F., & de Paula, L. F.** (2011). Inflation targeting in Brazil. *International Review of Applied Economics*, 25(2), 127-148.
- Armas, A., Grippa, F., Quispe, Z., & Valdivia, L.** (2001). De metas monetarias a metas de inflación en una economía con dolarización parcial: El caso peruano. *Estudios Económicos*, 7.
- Barbosa-Filho, N. H.** (2008). Inflation targeting in Brazil: 1999–2006. *International Review of Applied Economics*, 22(2), 187-200.
- Barro, R. J., & Gordon, D. B.** (1983). Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy. *Journal of monetareconomics*, 12(1), 101-121.
- Batini, N., & Laxton, D.** (2007). Under what conditions can inflation targeting be adopted? The experience of emerging markets. *Central Banking, Analysis, and Economic Policies Book Series*, 11, 467-506.
- Bernanke, B. S.** (2001). *Inflation targeting: lessons from the international experience*. Princeton University Press.
- Bernanke, B. S., & Mishkin, F. S.** (1997). Inflation targeting: a new framework for monetary policy? (No. w5893). National Bureau of Economic Research.
- Bhattacharya, J., Guzman, M. G., & Smith, B. D.** (1998). Some even more unpleasant monetarist arithmetic. *Canadian Journal of Economics*, 596-623.
- Calvo, G. A.** (2001). Capital markets and the exchange rate, with special reference to the dollarization debate in Latin America. *Journal of Money, Credit and Banking*, 312-334.
- Calvo, G. A., & Reinhart, C. M.** (2000). Fear of floating (No. w7993). National Bureau of Economic Research.
- Calvo, G. A., & Reinhart, C. M.** (2000). Fixing for your life (No. w8006). National Bureau of Economic Research.
- Carare, A., & Stone, M. R.** (2006). Inflation targeting regimes. *European Economic Review*, 50(5), 1297-1315.
- Carvalho Filho, I. E.** (2010). Inflation targeting and the crisis: An empirical assessment.

- Collins, S. M., & Giavazzi, F.** (1993). Attitudes toward inflation and the viability of fixed exchange rates: Evidence from the EMS. In *A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform* (pp. 547-586). University of Chicago Press.
- Combes, J. L., Debrun, M. X., Minea, A., & Tapsoba, R.** (2014). *Inflation Targeting and Fiscal Rules: Do Interactions and Sequencing Matter?* (No. 14-89). International Monetary Fund.
- da Fonseca, M. A.** (2011). 20. Inflation and Stabilization in Brazil. *The Economies of Argentina and Brazil: A Comparative Perspective*, 378.
- de Freitas, P. S., & Bugarin, M. N. S.** (2007). Un estudio sobre precios administrados y política monetaria óptima: el caso brasileño. Premio de Banca Central Rodrigo Gómez/Central Banking Award" Rodrigo Gómez".
- Edwards, S., & Yeyati, E. L.** (2005). Flexible exchange rates as shock absorbers. *European Economic Review*, 49(8), 2079-2105.
- Fanelli, J. M., Heymann, D., & Ramos, A.** (2002). Dilemas monetarios en la Argentina. *Desarrollo Económico*, 3-24.
- Fraga, A., Goldfajn, I., & Minella, A.** (2003). Inflation targeting in emerging market economies. *NBER Macroeconomics Annual*, 18, 365-400.
- Frenkel, R., & Rapetti, M.** (2007). Política cambiaria y monetaria en Argentina después del colapso de la convertibilidad. PERI (UMASS), CEPR.[Links].
- García, P.** (2000). The Chilean Experience with Inflation Targeting. *Inflation Targeting Experience*, 145-168.
- George, E., King, M., Clementi, D., Budd, A., Buiter, W., Goodhart, C., Julius, D., Plenderleith, I. and Vickers, J.**, (1999), The transmission mechanism of monetary policy, Bank of England
- Giavazzi, F., & Collins, S. M.** (1992). Attitudes Towards Inflation and the Viability of Fixed Exchange Rates: Evidence From the EMS. National Bureau of Economic Research.
- Grosembacher, Eric W.** (2016). Independencia del BCRA e inflación: un estudio empírico 1935-2015. 10° Premio Anual de Investigación Económica "Dr. Raúl Prebisch"
- Hayo, B.** (1998). Inflation culture, central bank independence and price stability. *European Journal of Political Economy*, 14(2), 241-263.
- Heintz, J., & Ndikumana, L.** (2011). Is there a case for formal inflation targeting in sub-Saharan Africa?. *Journal of African Economies*, 20(suppl 2), ii67-ii103.

- Heymann D. y A. Canavese** (1989). "Tarifas Públicas y Déficit Fiscal: Compromisos entre Inflación de Corto y Largo Plazo", *Revista de Economía*, Banco Central del Uruguay Vol. 3, No. 3
- Heymann, D., & Leijonhufvud, A.** (1995). *High Inflation: The Arne Ryde Memorial Lectures*. OUP Catalogue
- Heymann, D., Ramos, A., & Aguirre, H.** (2011). 19. Inflation and macroeconomic policies in post-convertibility Argentina. *The Economies of Argentina and Brazil: A Comparative Perspective*, 335.
- Ho, C., & McCauley, R. N.** (2003). Living with flexible exchange rates: issues and recent experience in inflation targeting emerging market economies. *International Monetary Fund*.
- Khan, M.** (2003). "Current Issues in the Design and Conduct of Monetary Policy." IMF Working Paper 03/56. Washington, D.C.:
- Kurihara, Y.** (2012). Inflation Targeting and the Role of the Exchange Rate: The Case of the Czech Republic. *International Business Research*, 5(3),33.
- Laurens, M. B., Eckhold, K., King, D., Mæhle, M. N. Ø., Naseer, A., & Durré, A.** (2015). The Journey to Inflation Targeting: Easier Said than Done The Case for Transitional Arrangements along the Road (No. 15-136). *International Monetary Fund*.
- Leiderman, M. L., Maino, M. R., & Parrado, M. E.** (2006). Inflation Targeting in Dollarized Economies (EPub) (No. 6-157). *International Monetary Fund*.
- Masson, P. R., Savastano, M. A., Eichengreen, B., & Sharma, S.** (1999). Transition strategies and nominal anchors on the road to greater exchange rate flexibility.
- Mishkin, F. S.** (2004). Can inflation targeting work in emerging market countries? (No. w10646). *National Bureau of Economic Research*.
- Mishkin, F. S., & Schmidt-Hebbel, K.** (2001). One decade of inflation targeting in the world: what do we know and what do we need to know? (No. w8397). *National bureau of economic research*.
- Mohan, R.** (2008) *Transmission mechanisms for monetary policy in emerging market economies*.
- Montiel, P. J.** (2011). *Macroeconomics in emerging markets*. Cambridge University Press.
- Morra, F. M.** (2014). Moderando inflaciones moderadas. *Documentos de Trabajo (IELAT, Instituto de Estudios Latinoamericanos)*, (68), 1-75.

Navajas, F. (2015). Subsidios a la energía, devaluación y precios. Documento de Trabajo, (122). Occasional paper No. 202. Washington, D.C.: International Monetary Fund.

Ötker, M. I., & Freedman, C. (2010). Important elements for inflation targeting for emerging economies (No. 10-113). International Monetary Fund.

Pagnotta, E. (2002). Elementos de análisis para la adopción de metas inflacionarias como estrategia monetaria. Universidad de Buenos Aires y FLACSO, 1-26.

Parrado, E. (2001). Shocks externos y transmisión de la política monetaria en Chile. *Economía Chilena*, 4(3), 29-57.

Posen, Adam. (1993). "Why Central Bank Independence does not Cause Low Inflation: There is no Institutional Fix for Politics". In R. O'Brien (Ed.), *Finance and the International Economy* (pp. 41-66). Oxford: Oxford University Press.

Sargent, T. J., & Wallace, N. (1981). Some unpleasant monetarist arithmetic. *Federal reserve bank of minneapolis quarterly review*, 5(3), 1-17.

Schaechter, A., M.R. Stone, and M. Zelmer. (2000). "Adopting Inflation Targeting: Practical Issues for Emerging Market Countries."

Schmidt-Hebbel, K., Werner, A., Hausmann, R., & Chang, R. (2002). Inflation Targeting in Brazil, Chile, and Mexico: Performance, Credibility, and the Exchange Rate [with Comments]. *Economía*, 2(2), 31-89.

Siklos, P. L., & Ábel, I. (2002). Is Hungary ready for inflation targeting?. *Economic Systems*, 26(4), 309-333.

Svensson, L. E. (2010). Inflation targeting. In *Monetary Economics* (pp. 127-131). Palgrave Macmillan UK.

Tommasi, M. (1994). The consequences of price instability on search markets: Toward understanding the effects of inflation. *The American Economic Review*, 1385-1396.

Uribe, M. (2016). Is The Monetarist Arithmetic Unpleasant? (No. w22866). National Bureau of Economic Research.

Wynne, M. (1999). Core inflation: a review of some conceptual issues.

Datos extraídos de páginas web y e informes:

Instituto Brasileiro de Geografía y Estadística (IBGE): <http://www.ibge.gov.br/home/>

Banco Central de Chile (BCCh): <http://www.bcentral.cl>

Banco Mundial (BM): <http://www.bancomundial.org/>

Inflación Verdadera: www.inflacionverdadera.com/

IPOM BCRA mayo, julio, octubre (2016); enero (2017). Banco Central de la República Argentina BCRA: <http://www.bcra.gov.ar/>

Presentación de Daniel Heymann: Panorama Macroeconómico de la Argentina: Tendencias, Fluctuaciones, Perspectivas.



Universidad de
San Andrés