



Universidad de
San Andrés

Universidad de San Andrés

Departamento de Economía

Licenciatura en Economía

Caracterización del régimen de metas de inflación en Argentina (2016-2018)

Autor: Pilar González Baqué

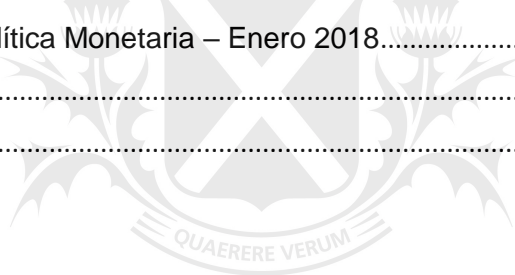
Legajo: 26090

Mentor: Jorge Baldrich

Victoria, 24 de Julio 2018

Índice

1. Características del esquema de metas de inflación	3
1.1. Desventajas del inflation targeting.....	8
2. Análisis de la coyuntura argentina.....	10
2.1. Correcciones de los desequilibrios macroeconómicos.....	17
3. Análisis del funcionamiento del esquema de metas de inflación	21
3.1. Informe de Política Monetaria – Julio 2016	21
3.2. Informe de Política Monetaria - Octubre 2016.....	26
3.3. Informe de Política Monetaria- Enero 2017.....	29
3.3.1. Mientras tanto, ¿Qué ocurría en el año 2016 con la política fiscal?	33
3.4. Informe de Política Monetaria- Abril 2017	37
3.5. Informe de Política Monetaria – Julio 2017	40
3.6. Informe de Política Monetaria- Octubre 2017.....	44
3.7. Informe de Política Monetaria – Enero 2018.....	46
Conclusión.....	49
Bibliografía.....	51



Universidad de
San Andrés

Introducción

El tema central sobre el cual se basa este trabajo de graduación es el de la implementación de un sistema de metas de inflación (*inflation targeting*) en Argentina. Desde el año 2016, el país tiene a la inflación objetivo como su esquema de política monetaria, y en el transcurso del tiempo ha obtenido resultados dispares. La motivación de la elección de este tema es el actual debate acerca de la factibilidad del objetivo inflacionario propuesto por las autoridades monetarias, y de lo discutido acerca de la falta de coordinación en la política económica del gobierno.

Para comenzar, podemos describir al método de *inflation targeting* como la combinación de los siguientes elementos: (1) anunciación pública de objetivos numéricos de mediano plazo para la inflación; (2) compromiso institucional a la estabilidad de precios como fin principal de la política monetaria; (3) una estrategia de información inclusiva, con un rol reducido para metas intermedias como los agregados monetarios; (4) mayor transparencia de la estrategia de política monetaria mediante comunicación con el público y los mercados acerca de los planes de los hacedores de política; y (5) mayor responsabilidad del banco central para alcanzar sus objetivos inflacionarios (Mishkin, 2007). En resumen, es una estrategia cuyo objetivo principal es alcanzar una meta específica para el nivel de precios, mediante políticas monetarias transparentes y con una gran comunicación hacia el público.

En nuestro país, tras la asunción de Federico Sturzenegger como presidente del Banco Central de la República Argentina (BCRA) en el año 2015, la reducción de las tasas de inflación ha sido la misión principal de la institución monetaria. Luego de muchos años de política monetaria expansiva que, entre otros factores, derivaron en tasas de inflación anuales de más de 30%, en el año 2016 la entidad monetaria se propuso reducir estos niveles hasta los que presentan las economías desarrolladas. Es decir, niveles de inflación cercanos al 5% interanual. Como veremos luego, este proceso ha sido testigo de muchos cambios durante su desarrollo, pero el objetivo final siempre fue lograr esos niveles de inflación.

De este modo, es posible notar que desde los comienzos de la anunciación del sistema de inflación objetivo las metas han sido muy ambiciosas, ya que se buscaba reducir la tasa de inflación a un solo dígito en tan solo cuatro años. De este modo, el interrogante que intenta resolver este trabajo de graduación es si Argentina puede realmente converger a ese nivel de inflación deseado, considerando las condiciones

macroeconómicas que caracterizan a la economía del país. Dentro de ese análisis se tomarán en cuenta cuestiones como la coordinación de políticas económicas, la credibilidad del BCRA, las expectativas inflacionarias, la disciplina fiscal, entre otras condiciones necesarias para lograr la estabilidad macroeconómica.

Para ello, el trabajo utilizará literatura sobre *inflation targeting* para analizar el caso argentino en el contexto de las teorías e investigaciones previas. De este modo, se analizarán *papers* empíricos que investigan la implementación del sistema de inflación objetivo en otros países. También, se tomarán en cuenta aquellos *papers* que proveen el marco teórico de este tipo de política monetaria. Así, basándonos en la teoría y en la experiencia previa de otras naciones podrán identificarse las condiciones necesarias para poder alcanzar las metas de inflación de manera exitosa: hay ciertas características que los países que lograron llegar al objetivo inflacionario propuesto tienen en común que, a su vez, se condicen con lo que predice la teoría económica. Además, para poder hacer una caracterización de la economía argentina, se realizará un análisis de los principales indicadores de política monetaria y política fiscal, con los datos obtenidos de diferentes instituciones como el BCRA, el Ministerio de Hacienda y el INDEC.

Por lo tanto, tomando en cuenta estas variables, se podrá realizar una comparación entre el estado de la economía argentina desde finales del 2015 hasta la actualidad, y lo indicado por la literatura. Así, este trabajo intentará demostrar que la estructura de la economía argentina dificulta la implementación del esquema de metas de inflación.

El trabajo estará estructurado en 3 capítulos. En el capítulo 1, se hará un análisis del esquema de metas de inflación desde un punto de vista teórico. Basándonos en ciertos autores avocados a la economía monetaria, se describirán los elementos que caracterizan al régimen de *inflation targeting* y se hará una explicación de su funcionamiento y su implementación en los diferentes países. Una vez que se hayan identificado las principales características de este régimen, se procederá a describir el caso de Argentina. En primer lugar, en el capítulo 2 se hará una descripción detallada de la coyuntura del país en los años previos a la implementación de las metas de inflación, ya que resulta fundamental para comprender el posterior desarrollo de la política económica. Luego, el capítulo 3 describirá la evolución de las principales variables de interés de la política monetaria, y seguirá trimestralmente el desarrollo del esquema de metas de inflación. Finalmente, en el capítulo 4 se detallarán las conclusiones de la investigación.

1. Características del esquema de metas de inflación

Desde el año 1989, varios países han implementado el esquema de metas de inflación (o *inflation targeting*), introducido por primera vez por Nueva Zelanda. Luego de Nueva Zelanda, otros 26 bancos centrales lo adoptaron, 9 en países desarrollados y 17 en países emergentes. Estos países son: Armenia, Australia, Brasil, Canadá, Chile, Colombia, Corea del Sur, Filipinas, Ghana, Guatemala, Hungría, Indonesia, Islandia, Israel, México, Noruega, Nueva Zelanda, Perú, Polonia, Reino Unido, República Checa, Rumania, Serbia, Sudáfrica, Suecia, Tailandia y Turquía (BCRA, 2016). Desde el mes de septiembre de 2016, la Argentina se incluyó en esta lista.

Como el nombre lo sugiere, *inflation targeting* es una estrategia de política monetaria que consiste en el anuncio de metas oficiales para la tasa de inflación, para uno o más horizontes temporales (Mishkin, 2007). Además, de acuerdo con Bernanke et al. (1999), se lleva a cabo bajo el reconocimiento explícito de que una inflación baja y estable es el fin principal de la política monetaria. Según ambos autores, otra particularidad importante de esta estrategia es que se hacen esfuerzos vigorosos por comunicar al público los planes y objetivos de las autoridades monetarias, además de que se incrementa la rendición de cuentas por parte del banco central sobre cómo se logran esos objetivos.

Una característica general que comparten todos los países que implementan el régimen de metas de inflación es que la variable sobre la cual fijan la meta es el Índice de Precios al Consumidor (IPC). Este es “un indicador que mide la evolución promedio de los precios de un conjunto de bienes y servicios representativos del gasto de consumo de los hogares residentes de un área determinada” (INDEC, 2016, p.4). La ventaja de utilizar este índice es que es conocido por el público, por lo que hace que la comunicación de las metas sea más simple. Además, es el de menor rezago en la medición, y puede ser utilizado para seguir mes a mes la evolución de la política monetaria (BCRA, 2016).

Por otra parte, Mishkin (2007) prefiere referirse al *inflation targeting* como un marco para la política monetaria y no como una regla rígida, ya que esta permite la acción de políticas flexibles, incluso “discrecionales” para lograr el objetivo de inflación propuesto (p. 208). Como se trata de un marco de acción, los hacedores de política monetaria se comprometen de antemano a cumplir los objetivos generales mediante determinadas tácticas, pero sin perder totalmente la flexibilidad para decidir cómo lograrlo. De acuerdo con esta definición, en este trabajo veremos que las experiencias de los distintos países que implementaron esta estrategia han sido diferentes para cada caso. Por ejemplo, las

metas cuantitativas para la inflación pueden ser fijadas y anunciadas solo por el banco central, solo por el gobierno, o por ambos en conjunto. También, los países difieren en el nivel que fijan como objetivo de la inflación, ya que depende del contexto macroeconómico de cada uno. Generalmente, los niveles más bajos se encuentran en países más desarrollados, alrededor del 2% interanual, mientras que las economías en desarrollo tienen *targets* que rondan el 3% o 4% interanual.

Más aún, el horizonte temporal para el cual se establecen las metas puede ser distinto. Según Mishkin (2007), esta estrategia se da bajo el supuesto de que el objetivo principal de la política monetaria es mantener la inflación en niveles bajos, considerando horizontes temporales de mediano y largo plazo. Esto se debe a que en el corto plazo, la mayoría de los bancos centrales todavía no sacrifican del todo a la política monetaria como instrumento de estabilización. Por ejemplo, las metas pueden ser establecidas de manera anual y, si se asegura el cumplimiento del objetivo, la política monetaria puede seguir siendo utilizada para mitigar efectos de shocks, ya que luego se pueden corregir eventuales desvíos. Sin embargo, otros países establecen que el cumplimiento de la meta debe ser en todo momento, por lo que los bancos centrales se encuentran más limitados para responder ante shocks. Lo importante en cualquiera de los dos casos, es que la autoridad monetaria tenga la credibilidad suficiente como para que los movimientos temporarios en los precios no afecten las expectativas inflacionarias.

Si bien es cierto que la adopción de las metas de inflación puede ser diferente en cada caso particular, también existen ciertas generalidades empíricas que pueden hacerse sobre este método. Como se mencionó anteriormente, el banco central y el gobierno (o ambos), se comprometen a mantener la tasa de inflación dentro de un rango específico. Generalmente, la experiencia internacional indica que las metas son fijadas dentro de un rango de valores, y no un número en particular. Esto permite al banco central tener una mayor flexibilidad en el corto plazo, así como también facilita el cumplimiento de la meta sin poner en juego la credibilidad de la institución monetaria (Mishkin, 2007).

Además, la transición desde tasas de inflación moderadas hacia niveles consistentes con la estabilidad de precios es típicamente gradual. Aquí es necesario definir qué entendemos por tasas de inflación elevadas y por estabilidad de precios. En primer lugar, de acuerdo con Dornbusch y Fischer (1991), llamamos inflación moderada a los episodios de inflación entre el 15% y el 30% por un período mayor a tres años. Si bien la estrategia de inflación objetivo ha sido implementada por varios países que presentaban estos niveles de incrementos de precios, también fue utilizada por países industriales con menores niveles de inflación (alrededor del 5% y 10%). En segundo

lugar, cuando hablamos de estabilidad de precios, en la práctica no significa literalmente que la inflación sea igual a cero, sino que esta se encuentre en niveles cercanos al 2% de variación interanual, aunque ese nivel puede ser diferente para cada país. Por ejemplo, en el momento en el cual el BCRA implementó el régimen de metas de inflación, la estabilidad monetaria significaba poder inducir una baja sistemática y sostenible de la tasa de inflación en un plazo razonable, hasta llegar a un nivel del 5% anual (BCRA, 2016).

Por otra parte, otra característica general del inflation targeting es que el anuncio de las metas se da de manera pública: en algunos casos está escrita por ley y en otros es publicado mediante informes oficiales del banco central. Lo importante es que el público esté informado sobre cuál será el target especificado. Esta característica, a su vez, hace que sea un método fácil de entender para las personas, con lo cual la transparencia es aún mayor, ya que el banco central debe hacerse cargo del cumplimiento de sus promesas hacia el público.

Para informar al público y lograr esa transparencia, en los regímenes de *inflation targeting*, los bancos centrales publican información regular y detallada sobre la situación de la inflación, y sobre las políticas necesarias para mantener la meta en pie (Mishkin, 2007). Típicamente, son los denominados “informes monetarios” los que contienen este tipo de información, y contribuyen a mantener la transparencia y credibilidad del banco central (aspecto fundamental para controlar las expectativas inflacionarias), ya que reducen la incertidumbre de los agentes económicos acerca de los niveles de inflación. Además, realizan comunicados y declaraciones públicas luego de las reuniones de política monetaria donde se toman las decisiones, por ejemplo, minutas sobre la reunión, cartas abiertas en caso de incumplimiento del objetivo o testimonio de los hacedores de política ante el poder legislativo (ver Cuadro 1).

*Cuadro 1. Herramientas de comunicación en esquemas de Metas de
Inflación*

Ante el incumplimiento de la meta	Número de países	Tipo de país	
Realizan carta abierta	7	Avanzados	2
		Emergentes	5
No realizan carta abierta	20	Avanzados	7
		Emergentes	13
Comunicación de la decisión de política	Número de países	Tipo de país	
Comunicado de prensa	8	Avanzados	3
		Emergentes	5
Conferencia de prensa	2	Avanzados	0
		Emergentes	2
Ambas	17	Avanzados	6
		Emergentes	11
Minutas de la reunión de política monetaria	Número de países	Tipo de país	
Se publica	18	Avanzados	6
		Emergentes	12
No se publica	9	Avanzados	3
		Emergentes	6

Fuentes: BCRA y Banco de Inglaterra.

Siguiendo con los estándares internacionales, el BCRA también publica el denominado Informe de Política Monetaria desde mayo de 2016. Este se publica de manera trimestral, luego de haberse conocido el dato de inflación del último mes de cada trimestre, y el presidente de la institución brinda una conferencia de prensa con cada informe. En la página web del banco central, definen a los informes de la siguiente manera:

Equiparable a los reportes trimestrales característicos de países con Metas de inflación, esta publicación tiene como objetivo comunicar cómo el BCRA percibe la dinámica inflacionaria, cómo anticipa la evolución de los precios, y explicar de manera transparente las razones de sus decisiones de política monetaria (BCRA, 2016).

De esta manera, en el Informe de Política Monetaria el BCRA da a conocer la visión de los hacedores de política monetaria y se compromete a garantizar la máxima transparencia, ya que brinda los detalles de los modos mediante los cuales se abordan los objetivos de la institución.

Más aún, no solo la transparencia es fundamental en un régimen de metas de inflación, sino también la credibilidad de la institución monetaria. Esto es así ya que aquella es formadora de expectativas: cuanto más creíble sea, las expectativas de inflación se mantendrán en línea con los *targets* propuestos. Para lograr una mayor credibilidad, es

fundamental que el banco central sea independiente y lleve a cabo la política monetaria que tenga como único fin la estabilidad de precios. Además, la independencia permite que el banco central evite problemas de inconsistencia temporal, que ocurren cuando los objetivos de corto plazo interfieren con el cumplimiento de los del mediano o largo plazo. Por ejemplo, ante el *trade-off* existente entre la inflación y el desempleo, las autoridades monetarias que siguen una estrategia de *inflation targeting* no deberían incurrir en políticas monetarias expansivas que tengan como fin reducir la tasa de desempleo, ya que solamente impulsan el producto de la economía de manera temporal. Sin embargo, muchas veces los gobiernos querrán que aquello suceda, ya que tienen intereses más inmediatos por cuestiones electorales o de popularidad, por lo que allí entrarían en un problema de inconsistencia temporal. Es por eso que la independencia del banco central es indispensable para evitar que la institución ceda ante las presiones de los gobiernos, y así poder mantener la credibilidad del objetivo de inflación de mediano y largo plazo.

Otra característica que es común en el esquema de *inflation targeting*, es utilizar a la tasa de interés como principal instrumento de la política monetaria. La mayoría de los bancos centrales que siguen este régimen la utilizan, ya sea una tasa del mercado o de una propia operatoria del banco. Esto es así debido a que existen varios mecanismos de transmisión hacia la tasa de inflación. En primer lugar, la tasa de interés de política monetaria incide directamente sobre las tasas de mercado, la liquidez y el crédito, quienes a su vez, impactan en el gasto agregado.

En segundo lugar, la tasa de interés tiene influencia sobre el tipo de cambio, y este incide en la inflación debido a que impacta directamente sobre algunos precios, sobre todo el de los bienes transables. Este fenómeno es conocido como *pass through*: es el grado en el cual las variaciones del tipo de cambio impactan en el conjunto de precios de una economía. Por ejemplo, en economías donde el coeficiente de *pass through* es alto, las depreciaciones del tipo de cambio tienen un gran impacto en el aumento de la inflación. En esos casos, una suba en la tasa de interés que aprecie el tipo de cambio sería muy efectiva como instrumento antiinflacionario.

Por último, la tasa de política monetaria incide sobre las expectativas de inflación, ya que es indicadora del sesgo de la política monetaria. Si la tasa de interés es alta, los agentes sabrán que la política monetaria que sigue el banco central será contractiva. Si este cuenta con suficiente credibilidad, las expectativas de inflación serán bajas, ya que el público sabe cuál es la intención del banco central. De este modo, se facilita el

cumplimiento del objetivo inflacionario, incluso ante la presencia de desvíos ocasionales de algunos precios.

Como podemos observar, existen varios aspectos característicos de los regímenes de metas de inflación, entre ellos, el IPC como variable de control, la comunicación con el público, la transparencia y rendición de cuentas del banco central, la necesidad de credibilidad, los horizontes temporales, etc. A su vez, de acuerdo con el BCRA (2016), no solo existen elementos en común en los esquemas de metas de inflación, sino que hay ciertos requisitos que se deben cumplir para que la adopción de estos sea exitosa. El primero de ellos, es que el banco central tenga la capacidad técnica para poder llevarlo a cabo, es decir, que sus dirigentes sean competentes en el tema. El segundo es que haya ausencia de dominancia fiscal, ya que si no, la política monetaria queda subordinada a la fiscal, y no se cumple el principio de autonomía e independencia de la entidad monetaria. El tercer requisito es que el sistema financiero sea sólido, debido a que es uno de los principales canales a través del cual se ejerce la política monetaria. Por último, se necesita de un marco institucional que pueda apoyar el cumplimiento del objetivo de inflación.

1.1. Desventajas del inflation targeting

La experiencia de los países que han aplicado el método de inflación objetivo ha sido bastante buena. Estos parecen haber reducido significativamente las tasas de inflación y las expectativas, y una vez que la inflación llegó a niveles bajos, se mantuvo de la misma manera (BCRA, 2016). En Latinoamérica, la reputación del *inflation targeting* todavía es muy buena, incluso después de que Brasil y Uruguay tuvieron dos deslices. Las razones son principalmente dos: la falta de mejores alternativas y la mejor *performance* de los países que adoptaron el régimen de inflation targeting en el pasado (Cottani and Oliveros- Rosen, 2016).

Sin embargo, si bien el *inflation targeting* es exitoso en moderar y controlar la inflación, este método presenta algunos problemas potenciales, sobre todo si se trata de economías emergentes. Por ejemplo, la inflación no es tan fácil de controlar por las autoridades monetarias, lo que puede llegar a ser un problema en economías emergentes con inflaciones moderadas que intentan realizar un proceso de desinflación, ya que hay mayores probabilidades de errarle a la meta propuesta. Por eso, según Mishkin (2007), esto sugiere que tal vez sea más aconsejable poner metas duras una vez que ya se haya visto algo de desinflación. Tal ese el caso de Chile, que antes de establecer una meta rígida para la tasa de inflación, primero utilizó una forma más débil

de *inflation targeting*, donde las metas eran entendidas como proyecciones (Morande y Schmidt-Hebbel, 1997).

Otra desventaja del *inflation targeting* es que los resultados no se ven de manera inmediata luego del anuncio de la meta, por lo que no es una estrategia efectiva para mandar señales rápidas al público y a los mercados. Esto se debe a que la política monetaria tiene cierto rezago una vez que se implementa, ya que los resultados de la inflación se conocen con cierto retraso debido a que se calcula una vez obtenidos todos los datos del mes correspondiente. Por este motivo, recién se conoce la inflación de un determinado mes en el mes siguiente, y no de manera inmediata.

Asimismo, Cottani y Oliveros-Rosen (2016) afirman que el *inflation targeting* no ha sido exitoso en proteger a los mercados financieros y al producto real en economías periféricas de los efectos de los shocks externos, por ejemplo, expansiones monetarias en economías avanzadas. A pesar de tener tipo de cambio nominal flexible y políticas monetarias contra cíclicas, la inestabilidad de la demanda agregada ha crecido en la región de Latinoamérica. De acuerdo con este estudio, los países de Latinoamérica se enfrentan a un dilema: para tener una política monetaria independiente, deben encontrar una manera de reducir la movilidad de capitales hacia el exterior. Esto es debido a que, ante shocks externos, los capitales extranjeros se retiran del país, haciendo que el mercado de crédito y de activos se desestabilice.

En conclusión, si bien es un esquema muy útil y que ha dado buenos resultados, hay que considerar que su implementación depende de las condiciones previas de cada país. En este caso, en los países emergentes es necesario tener en cuenta la volatilidad del tipo de cambio, la profundidad del sistema financiero, la política fiscal, entre otras cosas.

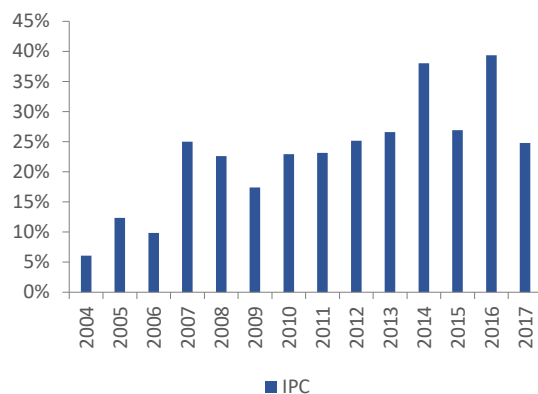
2. Análisis de la coyuntura argentina

El objetivo de esta Tesis es realizar una caracterización del régimen de metas de inflación en Argentina, y analizar su efectividad para hacer descender la inflación. En esta sección, trabajaremos con los Informes de Política Monetaria publicados por el BCRA, para hacer un seguimiento de la evolución del esquema de metas de inflación. La política monetaria fue cambiando a lo largo del proceso, así como también las condiciones de la economía interna y externa. Por lo tanto, realizar un seguimiento en orden cronológico permitirá entender cómo fue evolucionando el método, y cuán efectivo fue, ya que podremos ver cuáles eran las metas propuestas y si se llegó a alcanzarlas o no.

Para ello, primero resulta muy útil comprender el contexto en el cual se implementó esta estrategia de política monetaria, y cómo fue que se llegó al punto de partida de este esquema. Por este motivo, haremos un breve repaso de la situación inflacionaria del país anteriormente a la aplicación de la estrategia de *inflation targeting* y analizaremos cómo fue el camino del BCRA hacia él. Luego, en las siguientes secciones analizaremos el desarrollo de la política monetaria de manera trimestral, mediante la evaluación de los informes monetarios.

Como bien sabemos, la economía argentina ha sufrido diversos episodios de inestabilidad macroeconómica a lo largo de los años, pero uno de ellos ha sido muy recurrente: la inflación. Según Orlando J. Ferreres, “nuestro principal problema es la inflación, que ha azotado a nuestro país tanto en el presente como en el pasado desde hace unos 70 u 80 años” (La Nación, 24 de junio de 2015). En particular, desde el año 2007 Argentina tiene una inflación superior al 15% (ver gráfico 1) y todavía no ha sido capaz de estabilizar el nivel de precios y lograr tasas de inflación similares a la de los países desarrollados. Para ponernos en contexto, nos enfocaremos en el período que abarca desde el año 2011 a 2015, debido a que corresponde al anterior mandato presidencial, previo a la implementación del régimen de metas de inflación y donde la inflación moderada fue una característica permanente.

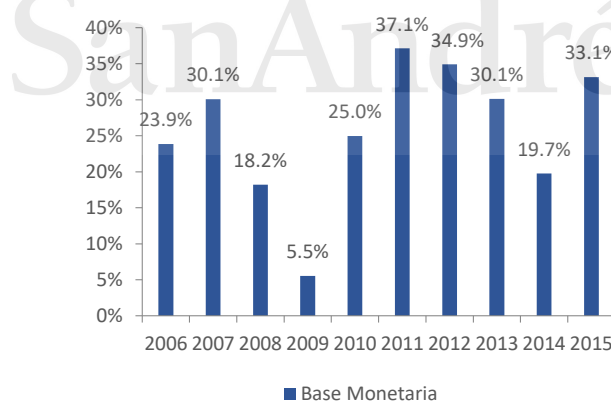
Gráfico 1. Inflación (variación interanual)



Fuente: INDEC y elaboración propia.

En primer lugar, entre los años 2011 y 2015, la política monetaria fue notablemente expansiva: la base monetaria tuvo un crecimiento promedio de 30% cada año (ver gráfico 2), y la variación interanual de la tasa de inflación registró niveles en torno al 25%. De acuerdo con las nuevas autoridades del BCRA (2016), “la subordinación de la política monetaria a objetivos fiscales y cambiarios fue la principal fuerza detrás de estos altos y persistentes niveles de inflación” (p. 20). Durante el período en cuestión, la política fiscal argentina se caracterizó por un aumento sostenido del gasto público, así como también de la presión impositiva, y un aumento del déficit presupuestario año a año.

Gráfico 2. Expansión de la base monetaria (año contra año)

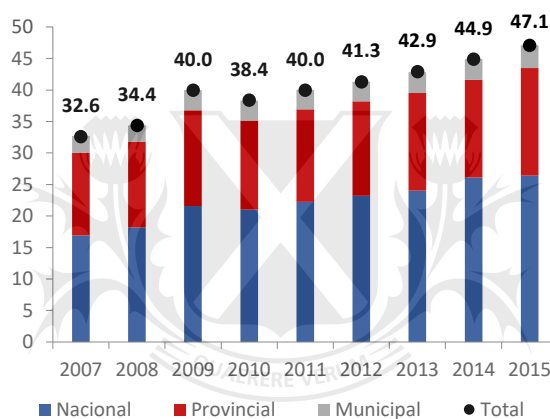


Fuente: BCRA y elaboración propia.

Además, como puede verse en el gráfico 3, en el año 2011 el gasto público era equivalente al 40,03% del PBI, mientras que en el 2015, la cifra fue elevada al 47,14% (Ministerio de Hacienda, 2018). La mayor parte de los recursos era destinada al empleo público y al gasto público social, sobre todo a la asistencia social y las pensiones, ya

que las políticas populistas eran las necesarias para mantener la fuerza electoral del gobierno, además de que según cifras oficiales del gobierno, el 30% de la población se encuentra bajo la línea de pobreza. A su vez, se incrementó la presión impositiva, pero a pesar de ello, el Estado no podía recaudar los fondos necesarios para mantener aquella estructura de gastos. Más aún, la posibilidad de emitir deuda para financiarse no era considerada, debido a las altas tasas de interés que debíamos afrontar a cambio de préstamos, motivo de la falta de credibilidad que el país generaba en los mercados internacionales. Por lo tanto, el elevado déficit fiscal debía ser afrontado de alguna manera, y si no podía ser financiado por emisión de deuda, solo quedaba la opción de respaldarlo mediante emisión monetaria.

Gráfico 3. Gasto público por jurisdicción (en % del PBI)



Fuente: Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas.

Además, no solo se encontraba el problema de las altas tasas de interés, sino que el gobierno argentino estaba en una disputa con algunos tenedores de deuda. Este se encontraba en default con el 7% de los acreedores¹ que no habían aceptado las instancias de reestructuración de la deuda externa llevadas a cabo en los años 2005 y 2010. Estos acreedores reclamaban la totalidad del pago de la deuda declarada en default en 2001, y se negaban a negociar una reestructuración. El caso fue llevado a la Corte Suprema de los Estados Unidos, y Argentina fue obligada a pagar el 100% de la deuda a estos bonistas. Sin embargo, el gobierno de Fernández de Kirchner no realizó el pago, por lo que el país se encontraba en una situación de default.

Otra de las características de la economía argentina durante ese período era que la institución encargada de realizar las mediciones relevantes para la economía (por ejemplo, el IPC o el PBI) manipulaba los datos y publicaba resultados que escondían la

¹ Estos acreedores son conocidos en la jerga local como los “fondos buitres”.

realidad del estado de la economía. Se trata del Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC), que durante esos años estuvo en las manos del gobierno y perdió su credibilidad. En enero de 2016, el INDEC fue declarado en estado de emergencia administrativa hasta el 31 de diciembre del mismo año. Hoy en día, desde la propia institución admiten el problema, por ejemplo, con la determinación del IPC:

El segundo proyecto data del año 2013, con la publicación del denominado IPCNu, el cual sería discontinuado en noviembre de 2015. La falta de rigurosidad metodológica de este proceso y su notoria divergencia con otros indicadores públicos y privados generó múltiples cuestionamientos a su credibilidad. Entre las objeciones, destacaron las consignadas en los informes técnicos del Fondo Monetario Internacional (FMI). En febrero del año 2013, el FMI emitió una declaración de censura sobre las estadísticas argentinas, debido a las inconsistencias detectadas en las mediciones del IPC y del PBI. Como es de público conocimiento, esta declaración de censura sobre las estadísticas del país fue levantada en el mes de noviembre de 2016, luego de la revisión que realizó el organismo sobre los indicadores elaborados por la gestión actual del INDEC en distintas visitas técnicas. (INDEC, 2017, p.4)

Por este motivo, nadie sabía con exactitud cuál era el nivel de inflación en el país, ya que el organismo encargado de medirla, no lo hacía con transparencia. Así fue como se crearon diferentes empresas que se encargaban de medir correctamente el nivel de precios y podían estimar con mayor precisión la aceleración de la inflación. Nuevamente, volvemos sobre el tema de la credibilidad de las instituciones económicas y de la falta de confianza de los agentes, y podemos notar que el marco institucional de Argentina incentivaba aún más al aumento de las expectativas de inflación, debido a estos problemas de información.

Además, en el año 2011 el gobierno instaló la restricción a la compra de divisas (el denominado “cepo cambiario”), que provocó una brecha de más del 50% entre el tipo de cambio oficial y el implícito en los mercados, además de una fuerte intervención cambiaria para sostener el tipo de cambio oficial. La importancia de las divisas en el gobierno de Fernández de Kirchner se introduce de la mano de uno de los principales objetivos de la gestión: la industrialización. Al ser un país en vías de desarrollo, Argentina no tenía la capacidad de crear industria pesada, debido a que, a su vez, no tenía la capacidad de generar capital físico y humano que lo hiciera posible.

Consecuentemente, se impulsaron las industrias livianas como la textil, agroindustrial o de ensamblaje, principalmente. Sin embargo, estas industrias requieren de maquinaria especializada, que no se produce en el país, por lo que es necesario importarlas del exterior. Aquí es donde aparecen las divisas, ya que los importadores debían pagar esa

tecnología con dólares. Para ello, debían comprar las divisas en el Banco Central, que las sacaba de sus reservas. Como no se emitían bonos, la única manera que la institución tenía de conseguir dólares era a través de los exportadores, que los obtenían a cambio de la realización de sus ventas. Por lo tanto, debido a estos cuellos de botella, en donde la industrialización depende de las exportaciones que dependen, a su vez, de la competitividad del tipo de cambio, Argentina veía frenado el intento de industrialización y, por ende, el crecimiento. De este modo, era muy importante que el gobierno tuviera divisas para poder impulsar a la industria.

Sin embargo, existían dos grandes problemas institucionales que dificultaban la capacidad del gobierno para obtener las divisas. En primer lugar, había una rivalidad histórica entre el gobierno y los exportadores. Por un lado, el sector exportador, representado en su mayoría por los empresarios agropecuarios, sufría de altas tasas impositivas a sus ventas, lo que desincentivaba a los productores a aumentar el volumen de su producción. Por otro lado, el gobierno tenía mayores incentivos a defender los intereses de los trabajadores industriales, y no del sector exportador, debido a que representaban la mayoría de su base electoral. De este modo, el gobierno estaba enfrentado con su principal proveedor de divisas. En segundo lugar, como consecuencia de la dominancia fiscal mencionada anteriormente, la emisión monetaria implicaba altos niveles de inflación, por lo que el peso había perdido su capacidad de actuar como reserva de valor, además de que no existían instrumentos financieros que ofrecieran la capacidad de ahorrar en pesos. Esto generó que las personas comenzaran a ahorrar en dólares, y que la Argentina se volviera una economía dolarizada.

Por lo tanto, debido a estos dos problemas, el gobierno enfrentaba una demanda muy alta de divisas, pero una oferta muy reducida. En consecuencia, ante esta dificultad surgida en el mercado cambiario, en octubre de 2011 el gobierno creó el Programa de Consulta de Operaciones Cambiarias, mediante el cual la AFIP² validaba o no la compra de divisas, dependiendo de la capacidad contributiva que las personas o las empresas tenían. Es decir, se restringió la compra de divisas al público, impidiendo que el mercado actuara libremente. La medida tenía dos objetivos principales. En primer lugar, el gobierno quería evitar el aumento natural del precio del dólar que se produciría ante el aumento de la demanda y la limitada oferta. Esto era porque una suba en el tipo de cambio perjudicaría a los importadores y a los salarios de los trabajadores, es decir, a la gran mayoría de la base electoral. En segundo lugar, se buscaba asegurar la provisión de divisas necesaria para que la industria siguiera funcionando. Sin embargo, desde el

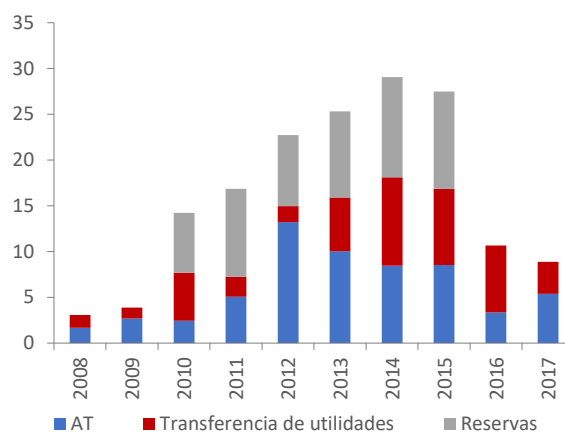
² Administración Federal de Ingresos Públicos.

punto de vista institucional, esta medida vulneraba los derechos de los individuos, lo cual incentivaba aún más la desconfianza general. Además, el cepo impulsó el surgimiento de un mercado paralelo ilegal de divisas, en donde el precio del dólar se determinaba por el mercado. De esta manera, las expectativas de inflación respondían al valor del denominado “dólar blue” y no al tipo de cambio oficial, por lo que la credibilidad del Banco Central era nula.

Por último, el cepo cambiario produjo, a su vez, un “atraso cambiario” debido a que el tipo de cambio oficial estaba sobrevaluado con respecto al determinado por el mercado paralelo. De acuerdo con Rodrik (1996), un tipo de cambio sobrevaluado, por definición, resulta en déficits comerciales que son insostenibles y, por ende, en crisis de la balanza de pagos, a menos que se corrija rápidamente. En consecuencia, “los desalineamientos del tipo de cambio están estrechamente asociados a la inestabilidad económica y al deterioro de la performance económica en el mediano y largo plazo” (p.14). Por lo tanto, los resultados de esta medida fueron muy dañinos para la economía argentina. Al final del mandato de este gobierno, el BCRA solo tenía en su poder u\$s 25.500 millones, de las cuales solamente u\$s 3.100 millones eran reservas netas (Alberdi Partners). La economía no solo quedó con bajísimas reservas, sino también con una balanza de pagos desequilibrada, un mercado paralelo de divisas y un tipo de cambio atrasado.

Además, en el año 2012 se modificó la Carta Orgánica del Banco Central, y con ella disminuyó la independencia de la entidad monetaria. En el nuevo documento se estableció que el BCRA debería operar “en el marco de las políticas establecidas por el gobierno nacional” (BCRA, 2012, p. 2), y así fue como el financiamiento de la institución al gobierno nacional comenzó a incrementarse. En primer lugar, el BCRA comenzó a pagar la deuda pública en moneda extranjera del tesoro con las reservas internacionales. Según Buscaglia (2017), el financiamiento total fue de \$64.5 miles de millones en 2015. Como contrapartida de usar las reservas para financiar al gobierno, el BCRA recibió títulos de deuda pública no negociables denominados “Letras Intransferibles”. En segundo lugar, se permitieron los Adelantos Transitorios en pesos al gobierno nacional hasta una cantidad equivalente al 12% de la base monetaria, así como también una suma adicional del 10% de los recursos en efectivo que el Gobierno nacional haya obtenido en los últimos 12 meses, para casos de carácter excepcional. Por último, el BCRA transfirió las utilidades del ejercicio anterior (Buscaglia, 2017). Todo esto generó que en los activos del BCRA aumentaran las Letras Intransferibles y los Adelantos Transitorios, mientras que las reservas internacionales se reducían (ver gráfico 4).

Gráfico 4. *Financiamiento del BCRA al gobierno (miles de millones de u\$s)*



Fuente: Alberdi Partners.

De este modo, podemos observar que no existía la independencia del Banco Central en los hechos, por más que en la Carta Orgánica se sostenga lo contrario. Por el contrario, el financiamiento del déficit fiscal era sostenido, en gran parte, por la entidad monetaria. De acuerdo con Orlando J Ferreres (La Nación, 24 de junio de 2015), la principal causa a la cual respondió la inflación, entre otras, es el excesivo gasto estatal que se traduce en déficit fiscal cuando no puede ser cubierto por los impuestos y se termina financiando con emisión espuria del Banco Central.

Como puede notarse, la economía argentina de ese período se vio repleta de fallas de mercado y se caracterizó por la falta de institucionalidad. De esta manera, en el año 2016, la tasa de inflación llegó a alcanzar un nivel de 39.36% interanual, debido a la acumulación de políticas monetarias expansivas, e irresponsabilidades en materia fiscal y en la política cambiaria.

Sin embargo, luego de la asunción de Mauricio Macri como presidente, el BCRA cambió los integrantes de su directorio, quienes se determinaron a corregir aquellos desequilibrios macroeconómicos y empezar a construir un camino para lograr el descenso de la inflación. A continuación, estudiaremos las medidas que se tomaron previamente a la aplicación del régimen de metas de inflación, que fueron necesarias para allanar el camino hacia ese esquema de política monetaria. Luego, analizaremos la introducción de las metas de inflación y su desarrollo a lo largo del tiempo, y veremos algunos aciertos así como algunos errores de las autoridades encargadas de la política monetaria durante el proceso.

2.1. Correcciones de los desequilibrios macroeconómicos

Una de las primeras medidas de la nueva política monetaria del BCRA, fue la eliminación de los controles de capitales. En diciembre de 2015, se decidió normalizar el tipo de cambio y liberar el flujo de operaciones corrientes y la compra de divisas para formación de activos externos. A partir de ese momento, la Argentina entraría en un régimen de tipo de cambio flexible. El Banco Central decidió adoptar la flexibilidad cambiaria debido a que permite una mejor respuesta ante shocks externos, y debido a las fallidas experiencias previas con tipo de cambio fijo en el país. Además, para el BCRA era importante que el público comience a disociar los movimientos del tipo de cambio de los movimientos de los precios domésticos.

Esto provocó una depreciación nominal del peso del 34,7%³ entre noviembre de 2015 y diciembre de 2015, debido a que el tipo de cambio oficial anterior a la eliminación del cepo se ajustó a los niveles del mercado paralelo, y se eliminó la brecha que existía entre ambos. Inmediatamente después de la liberación del mercado de divisas, el tipo de cambio subió de manera abrupta (de 9,82 el 16 de diciembre a 13,31 el día siguiente), es decir, la moneda argentina se depreció un 36% en un solo día, y luego del shock, se mantuvo una fluctuación estable alrededor de 13 y 14 pesos durante los dos primeros meses del 2016 (ver gráfico 5).

Gráfico 5. Tipo de cambio nominal (UDSARS)



Fuente: Bloomberg.

Al mismo tiempo, el BCRA tuvo que afrontar un pago de \$53.719 millones derivado de los contratos de dólar futuro que las autoridades previas habían concretado en el año 2015. Ese dinero significaba una cantidad de pesos que el mercado no demandaba, por

³ El tipo de cambio nominal pasó de un promedio mensual de 9.7 en noviembre a 13.1 en el mes siguiente.

lo que fue necesario esterilizarlos mediante emisiones de Lebac y operaciones de pases pasivos (BCRA, 2016).

Otro de los cambios que se realizaron, fue limitar las Transferencias de recursos al Tesoro para 2016, fijando un monto de \$160.000 millones. Según el BCRA (2016), “el monto de transferencias acordado para 2016 para nada compromete los objetivos de la institución o su situación patrimonial” (p. 36). Sin embargo, en el mismo informe la autoridad monetaria también sostuvo que uno de los requisitos para que el régimen de metas de inflación sea exitoso, es que no haya dominancia fiscal. Por supuesto que las transferencias no son sinónimo de dominancia fiscal, pero aun así, implica la subordinación de la entidad monetaria a las necesidades financieras del gobierno. En ningún país con régimen de metas inflacionarias se produce una situación similar, ya que el Banco Central es una institución totalmente independiente del gobierno central. En Argentina, en cambio, el artículo 20 de la Carta Orgánica del BCRA autoriza al banco central a financiar al gobierno nacional (Buscaglia, 2017). Por lo tanto, aquí podemos notar un punto contradictorio en el accionar del Banco Central y sus ideales. Como veremos más adelante, no fue el único hecho discordante.

También, en abril del 2016 el nuevo gobierno puso fin a la disputa con los denominados fondos buitres y pagó 9.300 millones de dólares para dejar atrás el *default* (La Nación, 2016). De este modo, el juez a cargo de la causa levantó las medidas en contra del país y con ello se puso fin a más de 10 años de litigios. Esto fue visto como una buena señal para los mercados internacionales, y tanto el FMI como el G-20 apoyaron al país luego de este hecho. Así, Argentina regresó a los mercados y pudo colocar bonos para financiarse.

Luego de estos cambios, entre otros más, en septiembre de 2016, el Banco Central de la República Argentina anunció la adopción de un régimen de metas de inflación que regiría a partir del año 2017. De acuerdo con la institución monetaria, este régimen es un “sistema para ofrecer a la sociedad una unidad de valor previsible y estable; facilita la coordinación entre los actores de la economía, disminuye la inflación, mejora la distribución del ingreso y permite a los países crecer más” (BCRA, 2016).

El nuevo marco estableció niveles de inflación para los años 2017, 2018 y 2019, situados en rangos. De este modo, la inflación debería ubicarse entre el 12% y el 17% para 2017, 8%- 12% para 2018, y 3,5%-6,5% para 2019. De acuerdo con Landerretche, Morande, Schmidt-Hebbel (2000), las ventajas de establecer el objetivo dentro de un rango incluyen una menor probabilidad de errar un target preciso y la factibilidad de acomodar pequeños shocks de corto plazo. Sin embargo, también hay que tener en cuenta que

esta modalidad puede tener ciertas desventajas como la posibilidad de enviar una señal poco clara al público o tener un menor compromiso con la parte más baja del rango. Además, según los autores, establecer la meta dentro de un rango puede hacer que el banco central esté sujeto a presiones del gobierno y del sector privado de tomar riesgos inflacionarios más altos. Más adelante veremos que las metas fueron modificándose a lo largo del tiempo, algo que debilitó al esquema de *inflation targeting* e hizo que la institución monetaria perdiera credibilidad, al mismo tiempo que aumentaban las expectativas inflacionarias.

Así como en otros países que implementan el esquema de *inflation targeting*, en Argentina las metas de inflación son anunciadas explícitamente por el BCRA, y este es independiente para usar los instrumentos de política monetaria para cumplir su objetivo de inflación. Además, la entidad debe comunicar su visión y sus acciones de manera transparente, así como también, rendir cuentas ante la sociedad sobre el cumplimiento de sus objetivos.

La introducción del régimen de metas inflacionarias implicó un cambio en la tasa de política monetaria, que hasta ese momento era la tasa de interés de las Lebac. Las Lebac son bonos emitidos por el BCRA, con plazos de madurez que van desde los 30 a los 308 días, y pueden ser obtenidas tanto por instituciones bancarias como por personas y empresas no financieras residentes de Argentina (los extranjeros pueden obtenerlas de manera indirecta a través de bancos internacionales). La tasa que usaba el Banco Central inicialmente era la de estos bonos a 30 días. A partir del 2017, la tasa de política monetaria sería la de los pases a 7 días, en concreto, un corredor entre la tasa de pases activos y pases pasivos. Estos son operaciones de pacto de recompra de Lebacs a 7 días, donde solo los bancos operan y consisten en la entrega de pesos por parte de los bancos a cambio de Lebacs, que el BCRA recompra a los 7 días (Buscaglia, 2017). La diferencia entre el precio del día en el que se compra y el precio 7 días después deja implícita la tasa de la operación. Desde el Banco Central definen a los pases de la siguiente manera:

Los pases activos y pasivos del Banco Central funcionan como facilidades permanentes, lo que significa que los bancos que se encuentran con más liquidez de la que desean mantener, y no consiguieron colocarla en el mercado (o menos liquidez de la que querían y no consiguieron tomarla en el mercado), sobre el final de la rueda de cada día pueden realizar un pase pasivo (o activo) con el Banco Central (BCRA, 2017, p.66).

Además, las licitaciones de las Lebac dejaron de ser semanales y pasaron a ser mensuales con el fin de darle una mayor liquidez a estos instrumentos. Por último, con la decisión de implementar un esquema de metas de inflación comenzó la primera

edición de los informes de política monetaria, sobre el cual se basa esta sección, y el Banco Central aumentó la transparencia de sus acciones.

En conclusión, podemos notar que la política monetaria realizó un giro y tomó un carácter contractivo, con el objetivo de bajar la inflación, poniéndose en sintonía con el reordenamiento de las condiciones macroeconómicas del país.



Universidad de
San Andrés

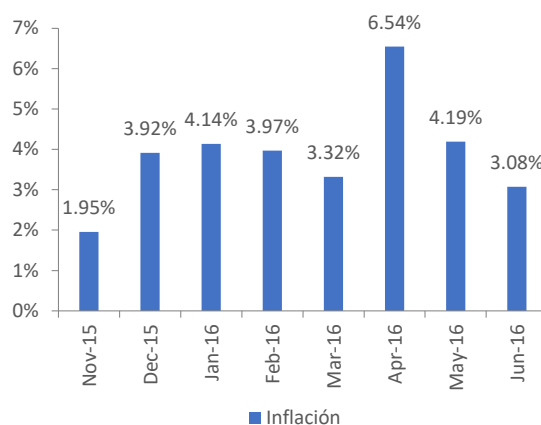
3. Análisis del funcionamiento del esquema de metas de inflación en Argentina

3.1. Informe de Política Monetaria – Julio 2016

En el segundo Informe de Política Monetaria, es posible observar un primer cambio con respecto a la primera publicación. A partir de allí, el BCRA comenzó a utilizar el Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires (IPC GBA) para fijar el objetivo de tasa de inflación. En el documento explican que, hasta que no haya un indicador de precios a nivel nacional, las metas se realizarán tomando en cuenta este índice, que apenas comenzó a publicarse en junio de 2016, luego de reestablecerse la institucionalidad del ente encargado de realizar las estadísticas nacionales. De acuerdo con Buscaglia (2017), aquí podemos encontrar un problema en el diseño de la política monetaria, y es el hecho de haber lanzado un esquema de metas de inflación sin tener una medición uniforme de esta. Por un lado, los datos confiables de inflación año contra año del INDEC recién estarían listos en mayo de 2017. Por otro lado, la institución se encontraba a punto de lanzar un índice de precios a nivel nacional (IPC Nacional), y el BCRA había establecido que el objetivo inflacionario se basaría en el índice más amplio que exista. Es decir, que una vez que saliera el IPC Nacional, el esquema de *inflation targeting* debería basarse en este, pero el problema era que en el momento del anuncio de las metas de inflación, todavía no se contaba con este nuevo índice. Además, existían grandes discrepancias entre el IPC de la Ciudad de Buenos Aires y el del INDEC, pero el IPC CABA es el que contaba con una serie de tiempo más larga, lo cual indicaría que era el conveniente para modelar inflación, y no el segundo. Entonces, esta falta de uniformidad en la medición generaba confusión en las expectativas de inflación.

Este segundo informe se sitúa al final de un trimestre en donde “se registró en varios distritos una inflación superior a la buscada como consecuencia de fuertes subas en los precios regulados, concentradas en abril y mayo” (BCRA, 2016, p. 44). Como la inflación estaba encaminada en un sendero descendente, el Baco Central esperaba tasas mensuales de 2% en promedio para este trimestre.

Gráfico 6. Inflación (variación % mensual)



Fuente: Alberdi Partners.

Como puede verse en el gráfico 6, si bien hubo una desaceleración en el ritmo de aumento de los precios (de 4,2% mensual en mayo a 3,1% en junio), la inflación núcleo evolucionó de manera contraria, acelerándose de 2,7% a 3% mensual. La inflación núcleo es la inflación que excluye de la medición a la variación de los precios regulados y la de los precios de los alimentos. “Es una medida diseñada para remover los cambios de precios transitorios de la medida agregada de inflación” (BCRA, 2016, p. 59). El hecho de que la inflación núcleo se acelere en medio de un proceso de desinflación da cuenta de que la meta del Banco Central carece de credibilidad, ya que, según Heymann y Leijonhufvud (1995), cuando la credibilidad es baja, los ajustes de algunos precios relativos se confunden con un aumento generalizado de precios. Por ejemplo, la normalización de las tarifas hizo que aumentaran otros precios, debido a que las personas creen que el aumento es generalizado y no de un precio relativo específico, entonces no quieren quedar rezagados. Por el contrario, “en contextos de alta credibilidad como los que tienen países como Chile o México [...] los agentes económicos que enfrentan la suba del precio de un producto o servicio no dejan de creer que la inflación, tarde o temprano, estará alrededor del 3%” (Buscaglia, 2017, p.9).

Desde el Banco Central afirmaron que la aceleración en los precios del segundo trimestre se correspondía con el reordenamiento de precios relativos, es decir, una consecuencia de haber unificado el tipo de cambio y actualizado algunos precios de las tarifas de servicios. Para la entidad monetaria, de acuerdo con las expectativas del mercado y con algunos analistas, el proceso de desinflación provocado por la política monetaria comenzaría a notarse a partir de ese momento. Este argumento se basaba en los niveles de inflación esperados por el mercado. Una de las buenas prácticas que el BCRA retomó en el año 2016 fue la publicación mensual del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM), una base de datos que permite a la institución seguir

de cerca las expectativas de los agentes y que es indicadora del desempeño de la política monetaria. El REM recopila las expectativas de algunos analistas especializados del mercado tanto locales como extranjeros, mediante una encuesta. Las variables que se miden son las expectativas de los precios minoristas, la tasa de política monetaria del BCRA, el tipo de cambio nominal, el nivel de actividad económica y el resultado primario del sector público nacional no financiero. El relevamiento se hace sobre las expectativas para diferentes períodos de tiempo (mediano y largo plazo). El REM es de gran relevancia para la realización de la política monetaria, ya que las expectativas son uno de los grandes mecanismos de transmisión de aquella, e influyen directamente sobre el nivel de inflación. Es por ello que el BCRA se basa en esta encuesta para tomar decisiones sobre política monetaria.

Por otra parte, en el segundo trimestre del año, el proceso de integración de los distintos sectores del país a los mercados financieros globales continuó. Así, después de resolver el conflicto con los tenedores de deuda en litigio por parte del Gobierno Nacional en abril, se continuaron resolviendo las disputas con acreedores externos, y se llegó a nuevos acuerdos por demandas con firmas que contaban con fallos arbitrales definitivos. Gracias a que se retomaron las relaciones financieras internacionales, la sobre-tasa que era exigida para instrumentos de deuda argentinos comenzó una tendencia contractiva, tanto para bonos públicos como privados (BCRA, 2016).

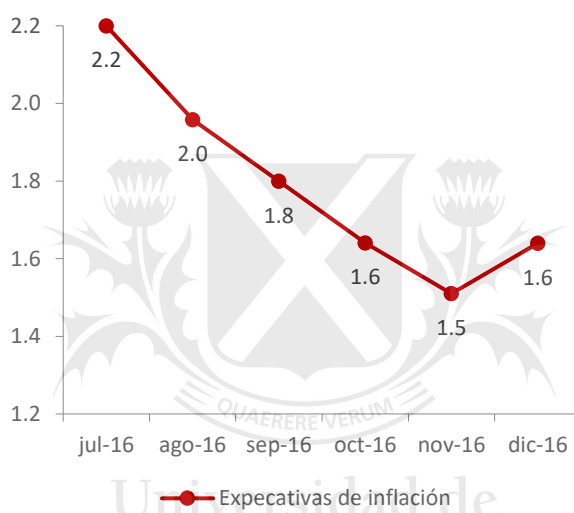
De este modo, ocurrió un aumento significativo en las colocaciones corporativas y soberanas: en el primer semestre del 2016, las emisiones alcanzaron el máximo en los últimos 10 años. Las colocaciones de mayor magnitud fueron las del Tesoro Nacional y de empresas como YPF, Arcor o Cablevisión. A su vez, esta colocación implicó un aumento en la entrada de capitales que se vio reflejada en el mercado cambiario: las inversiones extranjeras totales aumentaron un 387% entre enero y julio del 2016.

Mientras tanto, la actividad en el segundo semestre del 2016 se encontraba en recesión, desde mediados del 2015. En este contexto, tener altas tasas de interés no contribuye a la reactivación de la economía.

En cuanto a la variación de los precios para el segundo semestre de 2016, el informe monetario indica que fue de un 4,2% mensual en mayo y de un 3,1% mensual en junio. Como mencionamos anteriormente, la inflación fue mayor de la esperada por el banco, que tenía como expectativa un promedio de alrededor de 2% mensual. Es interesante observar qué es lo que las autoridades monetarias esperan para los próximos meses y luego, comparar con el resultado efectivo plasmado en los siguientes Informes de Política Monetaria, ya que eso da cuenta de la efectividad de la Banco Central en el

proceso de desinflación. Este es el primer informe que puede utilizar al REM como guía para las expectativas. De acuerdo con el REM de junio 2016, “la mediana de las expectativas de inflación muestra una trayectoria descendente desde 2,2% para julio hasta 1,6% para diciembre” (BCRA, 2016, p.54) (ver gráfico 7). Asimismo, las expectativas de inflación para fines de 2016 se encontraban en 37%, todavía por encima de lo deseado por el banco central, que apuntaba a una inflación alrededor de 25%. A partir de estos niveles esperados, el BCRA debía tomar decisiones que llevaran a un mayor descenso de las expectativas, hasta lograr la congruencia con las metas deseadas.

Gráfico 7. Expectativas de inflación (% mensual)



Fuente: BCRA.

Con respecto a la política monetaria, dado que las expectativas para fin de año comenzaron a mostrar menores niveles de inflación y a alinearse con las metas del BCRA, la entidad monetaria decidió bajar la tasa de política monetaria de 38% a 30,25%. La tasa de la LEBAC de 35 días fue fijada en ese nivel “de manera que sea superior a la tendencia esperada de la inflación para ese período (descontando factores transitorios)” (BCRA, 2016, p.5). De esta manera, se acompañó la reducción de la inflación esperada con una reducción de una magnitud similar en las tasas nominales.

En este punto todavía nos encontramos en la transición hacia un esquema de metas de inflación, donde la política monetaria mantiene su sesgo contractivo. Según el IPOM de julio 2016, se continuó con la mejora de la hoja del balance del Banco Central. De este modo, aumentó el nivel de reservas, incrementó los requerimientos de encaje de los

bancos (2% del total de los depósitos en pesos), capitalizó parte de las utilidades del ejercicio 2015 y continuó con el límite pautado de transferencias al Tesoro Nacional⁴.

Con respecto al aumento de las reservas, el Banco Central compró divisas que fueron producto de la liquidación de la cosecha de los exportadores y de la colocación de deuda del sector público y del sector privado. Durante mayo y junio se compró un total de U\$S 5.800 millones, a pesar de que la institución argumentaba que mantenía un sistema de flotación cambiaria. Según Buscaglia (2017), el hecho de que el banco central compre estos dólares lo obliga a tener que colocar Lebacs o absorber liquidez mediante pases pasivos para compensar esa emisión de pesos que no son demandados por el mercado. El problema de esto es que puede derivar en un aumento del déficit cuasi fiscal, que es la diferencia entre los ingresos por intereses (de los activos del BCRA) y los gastos por intereses (provenientes de las Lebacs y los pases pasivos). Según la institución monetaria, “junto con la decisión de adoptar un régimen de Metas de Inflación, el BCRA migró desde diciembre hacia un régimen de tipo de cambio flexible. No obstante, se reservó la posibilidad de operar en el mercado cambiario de manera ocasional, para administrar la composición de su hoja de balance y prevenir fluctuaciones excesivas en el tipo de cambio” (BCRA, 2016, p.73).

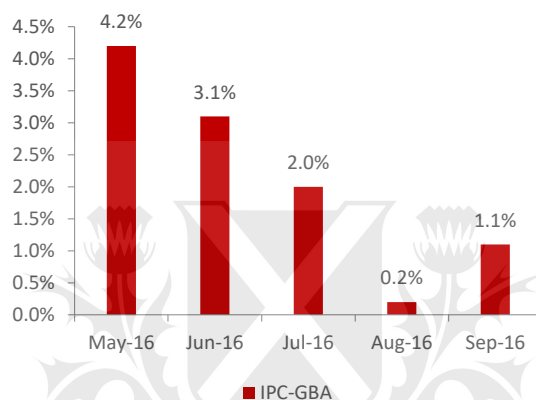
Por último, cabe destacar que el BCRA volvió a destinar parte de sus resultados a aumentar su capital luego de 5 años de transferir la totalidad de sus utilidades al Tesoro Nacional. “De los 147.117 millones de ganancia obtenidos en 2015, \$25.000 millones se destinaron al aumento de capital y \$12.500 millones se dirigieron a aumentar la reserva legal” (BCRA, 2016, p.80), mientras que el resto se transfirió al Tesoro.

⁴ El límite para el año 2016 es \$160 mil millones, alrededor de \$40 mil millones por trimestre.

3.2 Informe de Política Monetaria - Octubre 2016

Para el momento de publicación de este informe, el esquema de metas de inflación ya había comenzado, en el mes de septiembre. Así, el tercer trimestre del 2016 estaría marcado por el anuncio oficial de los objetivos de inflación: 12% a 17% para el 2017, 8% a 12% para 2018 y 5% a partir del 2019. Por fortuna, la inflación había mostrado una fuerte desaceleración, con un promedio mensual de 1,1% desde el mes de mayo (Gráfico 8), y la inflación núcleo se redujo a 1,7% promedio mensual, casi la mitad de la registrada en el trimestre anterior.

Gráfico 8. IPC GBA – Nivel General (variación % mensual)

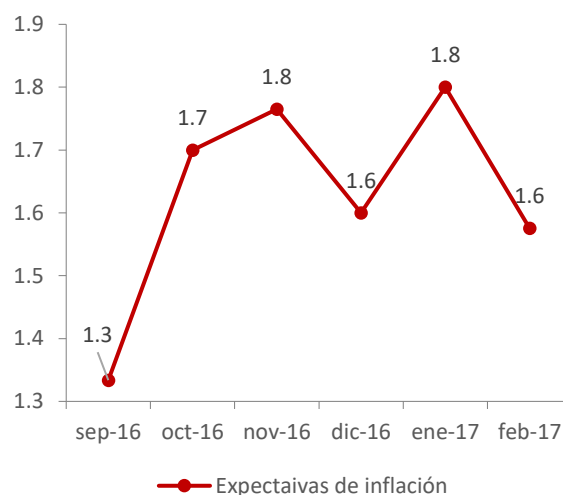


Fuentes: BCRA.

Con respecto a la tasa de política monetaria, esta había comenzado el trimestre en 30,75%, unos 50 p.p. más que en el último informe (IPOM julio 2016). A partir de entonces, la tasa comenzó a reducirse gradualmente hasta llegar a 26,75%, debido a la reducción de la inflación esperada. Con esta tasa de interés como principal instrumento, el BCRA se propondría converger hacia la meta del 12% al 17% para 2017.

Por ese momento, las expectativas del REM de agosto mostraban una inflación esperada de 41% para fin de 2016, y de 19,8% para fines de 2017. Como puede verse, las expectativas continuaban siendo mayores de lo que el Banco Central esperaba que sucediera, lo cual nuevamente deja entrever la desconfianza del público y la inercia inflacionaria. Con respecto a la inflación mensual, los agentes económicos esperaban mayores niveles para el segundo semestre, y no se observa la tendencia descendiente que mostraban las expectativas del REM de junio 2016 (ver gráfico 9).

Gráfico 9. Expectativas de inflación (variación % mensual)



Fuentes: BCRA.

El índice de tipo de cambio real multilateral (ITCRM) se mantuvo estable durante el trimestre, mostrando una apreciación del 3% con respecto al nivel de diciembre 2015 tras la unificación cambiaria.

En cuanto a las condiciones financieras, Argentina siguió mejorando su costo de financiamiento externo (tanto corporativo como público) durante el tercer trimestre del 2016. Las tasas de interés continuaron cayendo y las colocaciones de deuda soberana y corporativa alcanzaron un nuevo máximo. A su vez, durante el tercer trimestre aumentaron los rendimientos de las Lebacs y los depósitos de plazo fijo: tomando a ambos en conjunto, el crecimiento interanual en septiembre fue de 62,1% (BCRA, 2016).

Con respecto a los instrumentos de la política monetaria, el BCRA adelantó en este informe que, a partir del 2017, la tasa de política monetaria pasaría a ser la del centro del corredor de las operaciones a 7 días de plazo entre el BCRA y los bancos. Además, anunció que a partir de febrero del 2017, las Lebacs serían licitadas con frecuencia mensual y los 36 plazos vigentes hasta entonces se reducirían a 9.

De acuerdo con el Banco Central, haber bajado la tasa no interfería con el sesgo contractivo de su política monetaria. El argumento que sostenía esa afirmación, era que las tasas nominales se reducían a un ritmo similar al de las expectativas de inflación, por lo que el sesgo antiinflacionario se mantenía de la misma forma. De hecho, las expectativas del REM indicaban que las tasas seguirían reduciéndose a medida que la inflación continuara descendiendo. La importancia de la tasa de política monetaria es que influye en las tasas de interés del mercado, lo cual hace que se incremente el poder de los canales de transmisión de la política monetaria. Sin embargo, más adelante veremos que el Banco Central subestimó las expectativas de inflación del año 2016, y

esas reducciones de tasa de interés se tradujeron en una desaceleración del ritmo del proceso de desinflación.

Asimismo, tener la tasa de interés como instrumento de política monetaria implica que la cantidad de dinero se vuelve endógena. Por lo tanto, el BCRA debe garantizar la cantidad de dinero necesaria para mantener el valor de la tasa de interés establecido, por lo que debe encargarse de absorber las expansiones monetarias que no se condicen con un aumento en la demanda. Por ejemplo, como mencionamos anteriormente, el financiamiento al Tesoro Nacional hace que se emitan pesos que no son correspondidos con una mayor demanda, por lo que el BCRA utiliza las Lebacs para estilizar ese dinero.

En conclusión, en este informe podemos observar los primeros resultados de la política monetaria del BCRA, y cómo la inflación comenzaba a descender al reordenar los desequilibrios anteriores.



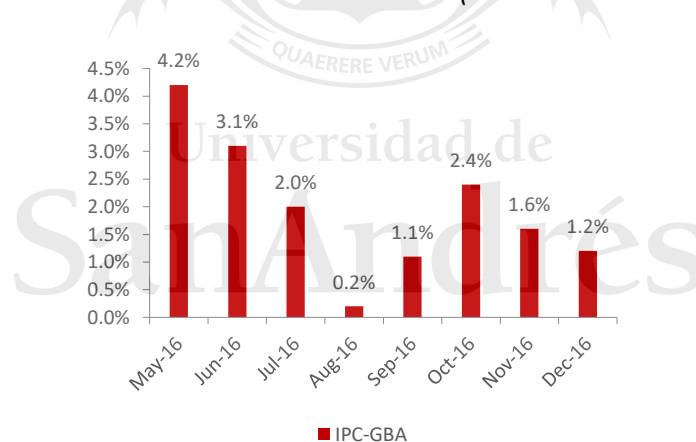
Universidad de
San Andrés

3.3. Informe de Política Monetaria- Enero 2017

Este es el informe que se publica luego del cierre del 2016, por lo que mediante los resultados analizados en él es posible obtener una imagen de lo que fue la macroeconomía durante ese año. Además, se puede verificar si se han alcanzado los objetivos propuestos o si estos han quedado insatisfechos.

Por empezar, de acuerdo con el IPOM de enero 2017, la inflación en el segundo semestre de 2016 fue “significativamente menor a la del semestre anterior” (BCRA, 2017, p.5). El Banco Central sostuvo que el IPC-GBA del INDEC tuvo un aumento promedio mensual de 1,4% en aquel período. Con respecto a la inflación núcleo, esta fue de 1,7% mensual en promedio para los meses del último trimestre. Estos datos se corroboran con los cálculos realizados por otras firmas privadas como, por ejemplo, la consultora Alberdi Partners, en donde la tasa de inflación registró una suba interanual del 39,36% en diciembre, y el promedio mensual del segundo semestre es de 1,43%. Por otro lado, el índice de inflación que publica el Congreso de la Nación se ubicó en 40,3% interanual y marcó, así, el índice más elevado de inflación desde el 2002 (Clarín, 2017).

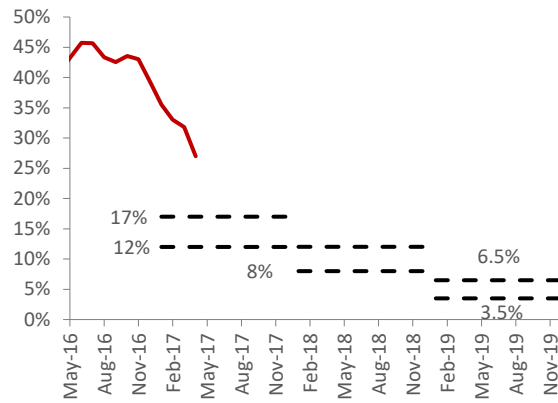
Gráfico 10. IPC GBA – Nivel General (variación % mensual)



Fuente: BCRA.

Con el inicio del año, el Banco Central encaró su meta de inflación para el 2017, que se ubica dentro de la banda de 12% a 17% para el nivel general de precios. Para alcanzar el cumplimiento de esta meta, la inflación tenía que caer fuertemente (ver gráfico 11). El problema es que la Argentina presenta un contexto muy difícil para bajar la inflación.

Gráfico 11. Inflación y metas del BCRA (variación % interanual)



Fuente: Alberdi Partners.

De acuerdo con Buscaglia (2017), bajar inflaciones moderadas no es fácil, debido a que suele implicar costos altos en materia de crecimiento. En su trabajo, el autor argumenta que en países donde existen inflaciones moderadas se generan mecanismos de indexación formales a informales que hacen más difícil lograr la desinflación, y se produce una inercia inflacionaria. Para demostrarlo, utiliza la siguiente ecuación tomada de Dornbusch y Fischer (1991):

$$\pi_t = \pi_{t-1} + \alpha(w_t - \pi_{t-1}) + (1 - \alpha)(e_t - \pi_{t-1}) + \psi \quad (1)$$

Esta ecuación establece que la inercia inflacionaria hará que la tasa de inflación de este año (π_t) sea igual a la del año pasado (π_{t-1}) a menos que los salarios (w_t) se ajusten a un nivel menor al de la inflación del año pasado y que el tipo de cambio (e_t) se deprecie en menor medida que la inflación pasada. Además, también puede ocurrir que haya shocks favorables (ψ) que favorezcan el proceso de desinflación.

Con respecto a la indexación de salarios, el gobierno había tenido un éxito considerable en impedir que esta sea igual a la inflación pasada (p. 3). Ante un escenario de inflación de más del 40% a fines del año 2016, indexar los salarios un 40% hubiera liquidado cualquier intento de desinflación, debido a que no se estaría dando ninguna señal de que la autoridad monetaria está determinada en bajar la inflación. En los hechos, según el BCRA los salarios del sector privado aumentaron aproximadamente un 33% en promedio durante el 2016, es decir, en menor medida que el aumento general de los precios (BCRA, 2017). En estos casos, la credibilidad de la autoridad monetaria juega un rol muy importante, ya que una meta ambiciosa como la del BCRA para el 2017 puede servir como un ancla nominal para hacer descender el nivel general de los precios, lo que contribuye a una mejor negociación en la indexación de salarios, si es que los agentes económicos confían en que ese ancla se puede alcanzar. De hecho,

algunas de los acuerdos salariales para el 2017 incorporaron mayores instancias de negociación y cláusulas que permiten ajustes en caso de que la inflación supere un umbral, lo cual demuestra que las metas del BCRA empezaron a ser incorporadas como una referencia (2017, p. 59).

En cuanto a la depreciación de la moneda, si esta es menor a la inflación pasada entonces los precios de los bienes transables internacionalmente crecerán menos, lo cual desacelerará el crecimiento de la inflación en t . En particular, la economía Argentina se encuentra “dolarizada”, en el sentido de que los agentes económicos realizan la toma de decisiones en base a esta moneda, y no en base al peso argentino. Por ejemplo, las personas generalmente ahorran en dólares, ya que la divisa es una mejor reserva del valor y brinda seguridad frente a la excesiva volatilidad del peso. Esto, a su vez, es una de las razones por las cuales la tasa de interés debe ser alta, ya que el gran costo de oportunidad de tener pesos requiere de grandes rendimientos para invertir en la moneda local y resguardarse frente al riesgo de la volatilidad. Asimismo, inclusive algunas transacciones y precios de ciertos bienes se cotizan en dólares, como las propiedades inmuebles o los automóviles, y las compras de artículos provenientes del exterior (que en su mayoría forman parte de la economía informal). Esta es una de las razones por las cuales en Argentina el traslado del tipo de cambio a los precios (*pass through*) es muy alto.

Por otro lado, la economía argentina no recibió shocks positivos que contribuyan al proceso de desinflación, sino todo lo contrario. El proceso de normalización de tarifas de los servicios regulados tuvo un gran impacto en la inflación del año 2016, agregando 10,3% al porcentaje total (Alberdi Partners). Como todavía quedaban más aumentos por venir, seguirían impactando directamente sobre la inflación general.

Ante esta situación, el BCRA se encontraba en un desafío para lograr hacer descender la tasa de inflación a los niveles establecidos por la meta. Es por ello que, en el IPOM de enero 2017 nuevamente sostenían el sesgo antiinflacionario de su política monetaria, a través de las tasas de interés positivas. En particular, en este informe se introduce un cambio en la elección de tasa de política monetaria: a partir de enero, esta pasó a ser el centro del corredor de los pases a 7 días de plazo y no la tasa de interés de las Lebac a 35 días de plazo. El BCRA decidió elegir esta tasa con el objetivo de no interferir en el mercado a un día, porque es el que presenta la mayor actividad. El BCRA no es el único que utiliza el corredor de tasas de interés para su tasa de política monetaria. De hecho hay varios bancos centrales que utilizan este sistema, y lo hacen de manera muy variada, a 1 o 7 días y con amplitudes del corredor diferentes (ver Tabla 2).

Tabla 2. Corredor de tasas de interés en otros bancos

País	Piso	Techo	Tasa de Política	Ancho del Corredor	País	Piso	Techo	Tasa de Política	Ancho del Corredor
Prom. Avanzados				0.79	Prom. Emergentes				1.51
E.E.U.U (1)	0.75	1.25	0.5-0.75	0.5	Prom. Lationamérica				1.43
Eurozona	-0.4	0.25	0	0.65	Perú	3	4.8	4.25	1.8
Reino Unido	0	0.5	0.25	0.5	Chile	3.25	3.75	3.5	0.5
Canadá	0.25	0.75	0.5	0.5	Colombia	6.5	8.5	7.5	2
Suecia	-1.25	0.25	-0.5	1.5	Turquía	7.25	8.5	8	1.25
Australia	1.25	1.75	1.5	0.5	Indonesia	4.75	6.75	6.5	2
Corea	0.25	2.25	1.25	2	Polonia	0.5	2.5	1.5	2
Israel	0	0.2	0.1	0.2	Tailandia	1	2	1.5	1

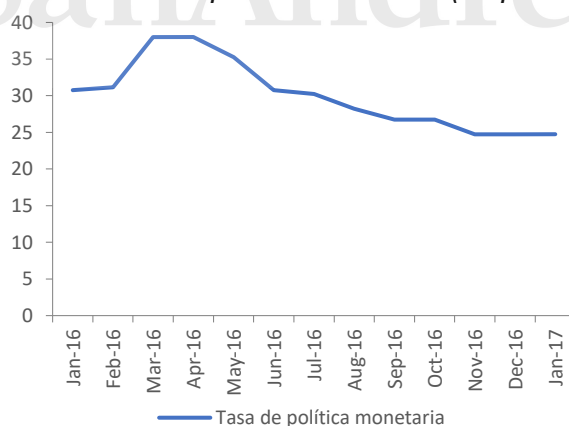
Nota: valores en porcentaje. Se resaltan en celeste los países cuya tasa de política es a un plazo a 7 días.

(1) El piso del corredor es la tasa a la que se remuneran los saldos depositados en la FED, mientras que el techo es la *discount window (primary credit)*.

Fuente: BCRA

En este período, la nueva tasa de interés fue de 24,75%, es decir, 13,25 p. p. menos que la tasa de marzo 2016 (38%). Esto va de la mano de una baja en las expectativas de inflación, ya que es uno de los indicadores que el BCRA monitorea para fijar la tasa. El banco central utiliza sus propias proyecciones, el Relevamiento de Expectativas del Mercado (REM) y la información extraída de los activos financieros en los mercados, así como también el monitoreo constante de información de precios de alta frecuencia. De este modo, con todas estas herramientas la institución fija una tasa de interés que sea lo suficientemente positiva como para bajar paulatinamente la tasa de inflación (ver gráfico 12).

Gráfico 12. Tasa de política monetaria (en porcentaje)



Fuente: BCRA y elaboración propia.

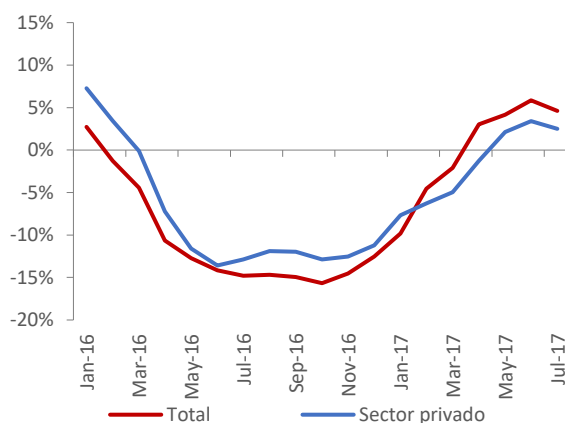
3.3.1. Mientras tanto, ¿Qué ocurría en el año 2016 con la política fiscal?

En julio de 2016, se aprobó la Ley de Sinceramiento Fiscal y Reparación Histórica que permitió que las personas, tanto físicas como jurídicas, pudieran declarar aquellos bienes que no se encontraban dentro del circuito formal de la economía. La particularidad de esta ley es que los bienes podían ser “blanqueados⁵” sin necesidad de explicar el origen de los fondos con los cuales habían sido adquiridos. Además, aquellos que decidieran hacerlo quedarían exentos del pago de los impuestos que hubieran correspondido con esos bienes. Desde el gobierno la definieron como “la posibilidad de declarar en la AFIP moneda nacional, moneda extranjera y otros bienes que tenés en el país o en el exterior y que no declaraste antes. Hacer esta declaración te beneficia porque quedás liberado de toda acción civil o penal por violación de la ley tributaria, entre otros beneficios” (Ministerio de Justicia y Derechos Humanos, 2016). La ley tendría como plazo límite para realizar el sinceramiento de capitales hasta el 31 de marzo de 2017, es decir, tres trimestres consecutivos donde las personas podían declarar sus bienes “en negro”. Este período de vigencia contenía tres tramos diferentes: a) hasta el 21 de noviembre de 2016 se podía exteriorizar tenencias de dinero en efectivo en pesos o en moneda extranjera en el país; b) hasta el 31 de diciembre del 2016, en donde vencía el plazo para exteriorizar el resto de los bienes pagando un impuesto especial con una alícuota del 10% y; c) el primer trimestre del 2017, donde la alícuota del impuesto especial es de 15% (BCRA, 2017).

El principal objetivo de esta ley fue recaudatorio, ya que en su lanzamiento, el gobierno esperaba recaudar alrededor de U\$S 20.000 millones. Por otra parte, también sería fundamental para el ingreso de divisas en el país, lo que contribuiría a reducir la presión sobre el tipo de cambio al aumentar la oferta. El programa fue sumamente exitoso, alcanzando una exteriorización record de U\$S 116.800 millones, lo que equivale al 21% del PBI (El Cronista, 2017). De ese total, un 20% se encontraba dentro del país, mientras que el 80% restante provino del exterior. Esta medida, a su vez, duplicó la base imponible que pasó a ser de U\$S 226.000 millones. El mayor impacto, pues, fue en la recaudación del fisco, que logró la recaudación de \$148.600 millones provenientes de las penalidades cobradas. A su vez, también aumentaron los depósitos en caja de ahorro, sobre todo en el primer tramo del programa de sinceramiento fiscal (ver gráfico 13).

⁵ La expresión “en blanco” forma parte del lenguaje coloquial para hacer referencia a los bienes que están declarados en la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP) y sobre los cuales se cobran impuestos. De la misma manera, “en negro” significa que los bienes están por fuera del circuito formal de la economía.

Gráfico 13. Depósitos en pesos (variación interanual, deflactado)



Fuente: BCRA y elaboración propia.

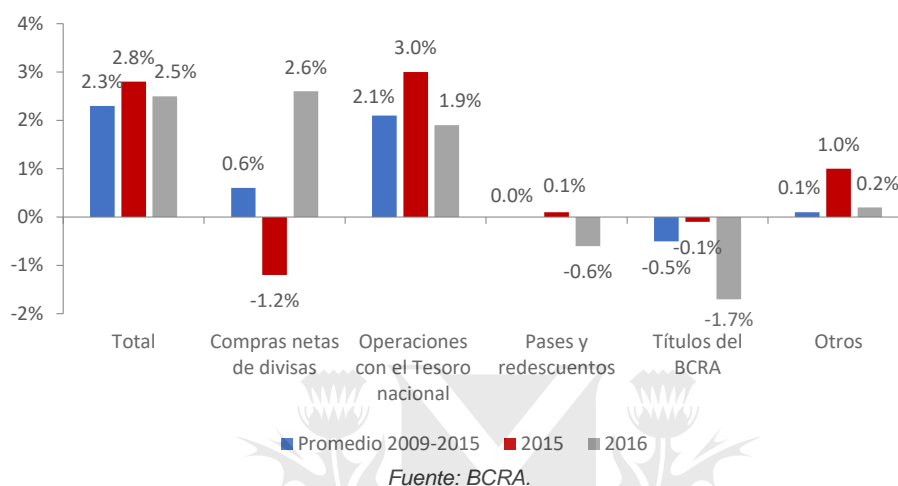
Por otra parte, el 2016 marcó el inicio de la reducción de los Adelantos Transitorios al Tesoro Nacional. Con el objetivo de poner fin a la dominancia fiscal, para así poder alcanzar las metas de inflación, el BCRA puso como límite el monto de \$160.000 millones de transferencias de recursos para ese año, y \$150.000 millones para el 2017. Como mencionamos anteriormente, el hecho de que hayan sido reducidas es un avance en materia de la coordinación entre la política fiscal y la monetaria. Sin embargo, es claro que para un mejor funcionamiento de la política monetaria, el BCRA no debería financiar en absoluto al gobierno. En primer lugar, porque representa una emisión de dinero que no es contrarrestada con una mayor demanda y, en segundo lugar, porque compromete a la independencia y, por ende, la credibilidad del banco central. De acuerdo con Mankiw (2014), el financiamiento del Tesoro con fondos del BCRA no es normal en casi ningún país, por varias razones:

En primer lugar, la mayoría de los gobiernos puede financiar los déficits vendiendo deuda y no necesitan recurrir al señoreaje. En segundo lugar, los bancos centrales suelen tener bastante independencia para oponerse a las presiones políticas para adoptar una política monetaria más expansiva. En tercer lugar, y lo que es más importante, las autoridades económicas saben que la inflación es una mala solución para resolver los problemas fiscales (p.761).

Por último, en el IPOM de enero 2017 se hace mención a la relación entre la política monetaria y el balance del BCRA, y sobre cómo fue evolucionando la variación de la base monetaria y de los activos y pasivos del banco central. Según este apartado, la flotación del tipo de cambio y las tasas de interés reales positivas promovieron la demanda de activos financieros locales lo cual, a su vez, permitió que el BCRA interviniera ocasionalmente en el mercado de cambios y recomponer el nivel de reservas internacionales. Este mecanismo, junto con la posibilidad de acceder nuevamente al

mercado de deuda, dieron como resultado la sustitución del financiamiento monetario del déficit fiscal por financiamiento no monetario, es decir, títulos públicos. Esta fue una de las razones que hicieron posible la reducción de la participación de los adelantos y transferencias en los factores de variación de la base monetaria (BCRA, 2017).

Gráfico 14. Evolución mensual de los factores de expansión de la base monetaria



Como puede verse en el gráfico 14, las operaciones con el Tesoro Nacional se han reducido, pero presentan casi el mismo nivel de expansión que el promedio entre el año 2009 y el 2015, lo que sugiere que todavía el nivel se encontraba muy alto. Además, se puede observar que las compras netas de divisas durante el 2016 se expandieron en un 2,6%, lo cual refleja las intervenciones del BCRA en el mercado cambiario. Estas compras de divisas generaban como contrapartida una inyección de liquidez en el mercado, que debía ser absorbida por pasivos no monetarios del BCRA, es decir, por los títulos como las Lebac. Según la entidad monetaria, esto no representaba un riesgo para su balance por dos motivos. El primero es que estos pasivos emitidos tenían de respaldo a las reservas internacionales y el segundo, que las reservas proveían de un rendimiento al BCRA, ya que pagaban una tasa de interés y además estaban sujetas a la evolución del tipo de cambio nominal. De este modo, se podía compensar el costo financiero de los pasivos no monetarios que se utilizan para esterilizar la compra de divisas.

Sin embargo, aunque el BCRA afirmaba que no existían riesgos que comprometan al balance, este mecanismo de esterilización se traduce en la generación de un elevado déficit cuasi-fiscal. Esto se debe a que no solamente se emiten pasivos no monetarios por la compra de divisas, sino que también hay que contabilizar aquellos que fueron

emitidos para compensar el exceso de oferta de dinero heredado del gobierno anterior y aquellos que se emiten para financiar al gobierno. En consecuencia, “el stock de Lebac+ pases pasivos aumentó de ARS 292 miles de millones el 8 de diciembre de 2015 a ARS 869 miles de millones a finales de marzo de 2017” (Buscaglia, 2017, p. 4). Este stock generaba un déficit cuasi-fiscal de 2,3% del PBI por año.

Además, a pesar de la compra de divisas al gobierno, para fines de 2016 el nivel de reservas continuaba siendo demasiado bajo: las reservas netas, es decir, las que son propias, se encontraban en U\$S 12,6 miles de millones (Buscaglia, 2017, p.11). Comparando con otros países de la región, podemos notar que esa cantidad de reservas era excesivamente baja (ver Tabla 3). Esto era preocupante debido a que las reservas tienen una gran importancia, ya que son un seguro de liquidez internacional que sirve para absorber o suavizar *shocks* externos en su balanza de pagos. De esta forma, al tener reservas se respalda la confianza en la política monetaria y cambiaria, ya que se verifica la posibilidad del país de poder afrontar sus obligaciones externas (BCRA, 2017).

Tabla 3. Reservas internacionales de la región (Diciembre 2016, U\$S mn)

	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	Perú
Reservas Internacionales	38,772	365,016	54,266	46,683	61,746
Reservas interancionales netas	12,582			46,675	61,686
RI/PBI	2.40%	20.30%	21.90%	16.50%	32.30%

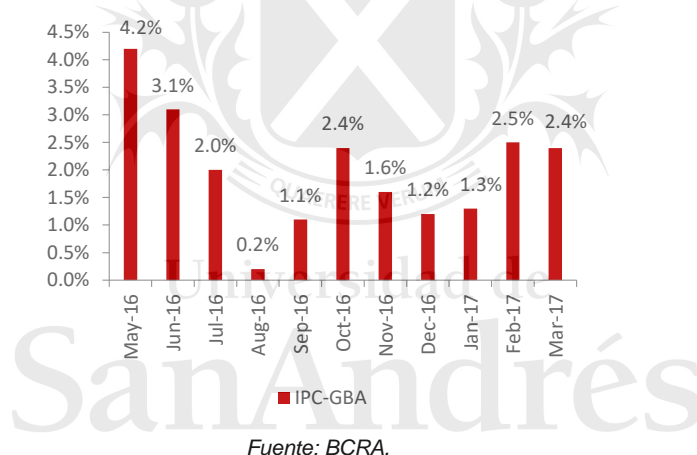
Fuente: Alberdi Partners.

En resumen, el año 2016 fue un año de cambios para la política monetaria del BCRA y para el gobierno. Está claro que comenzaron a tomar medidas en pos del descenso de la inflación y la mejora de la salud de la economía del país. Entre ellas, se encontraron la liberalización de los controles de capitales, la fijación de metas de inflación, el límite al financiamiento del Tesoro Nacional, el aumento del nivel de reservas, entre otros. A pesar de estos esfuerzos, a principios de 2017 las expectativas de inflación seguían por encima de la meta para ese año y para 2018, lo cual indica la falta de credibilidad de la capacidad del BCRA para hacer descender la inflación.

3.4. Informe de Política Monetaria- Abril 2017

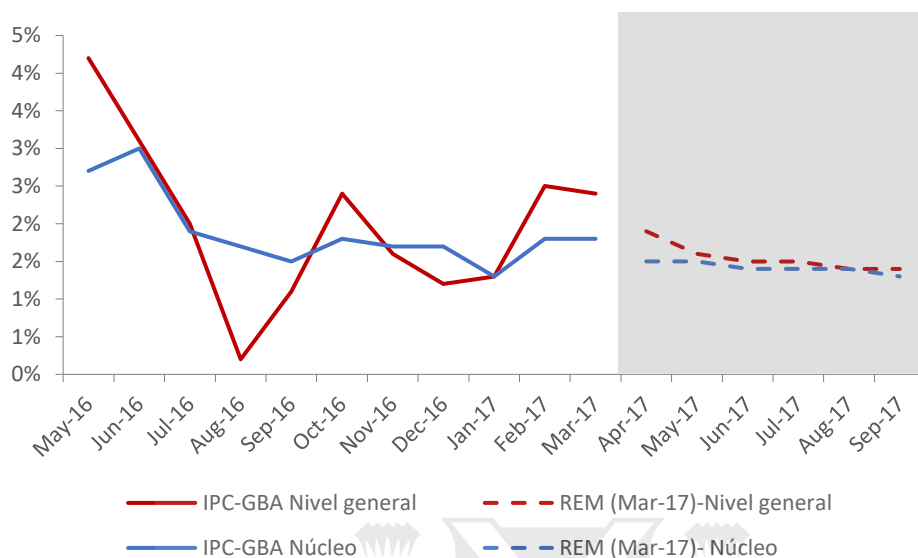
Este informe comienza con la comparación de la inflación registrada en el primer trimestre del 2016 y la del primer trimestre del 2017. La segunda fue significativamente menor que la primera (2,3% y 3,5% respectivamente), pero superior a la registrada en el último trimestre de 2016, que fue de 1,7%. Podemos observar que la inflación continuaba en descenso, aunque el promedio mensual de la inflación núcleo fue exactamente el mismo en ambos períodos (1,7% mensual), lo que indica que los precios regulados y estacionales eran los que aceleraban la tasa del nivel general de inflación. El aumento de precios regulados era esperado, debido a la continuación de la normalización de las tarifas de los servicios públicos. Sin embargo, el nivel de inflación general fue mayor al esperado por la autoridad monetaria, ya que registró un nivel de 2% promedio mensual (ver gráfico 15). Además, las expectativas de inflación (18,8% en abril 2017) continuaban por encima de la meta para ese año (12%-17%).

Gráfico 15. IPC GBA – Nivel General (variación % mensual)



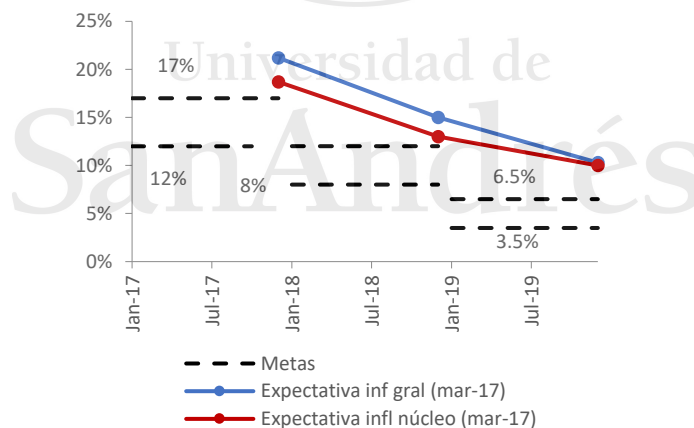
La inflación en otros distritos también registró una suba, que se debió principalmente al alza en los precios regulados. El BCRA tiene un indicador, el IPC Nacional Ponderado (IPC-NP) que se construye a partir de los índices de precios el consumidor de la Ciudad de Buenos Aires, San Luis y Córdoba. Este índice registró una suba de 2.3% promedio mensual en el primer trimestre del 2017. Para ese entonces, la inflación estaba siendo mayor a lo que el BCRA esperaba y todavía quedaban otros aumentos de precios regulados por venir. Afortunadamente, las expectativas del REM mostraban una desaceleración para los meses siguientes, contemplando menores aumentos de tarifas a partir de julio del 2017 (ver gráfico 16). Sin embargo, a pesar de esta desaceleración esperada, las expectativas del nivel general del IPC y de la inflación núcleo continuaban por encima de las metas del BCRA (ver gráfico 17).

Gráfico 16. Relevamiento de Expectativas del Mercado (variación % mensual)



Fuente: BCRA.

Gráfico 17. Expectativas y metas de inflación (variación % interanual)



Fuente: BCRA.

Con el objetivo de continuar con el descenso de la inflación y ante este escenario de una mayor inflación de la que esperaban, en el mes de publicación de este informe el BCRA decidió subir la tasa de política monetaria a 26,25%, 150 puntos básicos más que la anterior. Aquí, el interrogante que surge es por qué no habían subido la tasa anteriormente, si ya a fines de 2016 las expectativas de inflación seguían siendo superiores a la meta y aun así el BCRA decidió bajarla a 24,75%. Por el contrario, esta suba de 150 puntos se dio en un contexto donde hubo una evolución mixta de las

expectativas del REM (subieron las de 2017 y 2018, pero bajaron las expectativas a un año), por lo que la suba sorprendió al mercado y a los que observan la política monetaria. De hecho, desde la autoridad monetaria sostienen que la tasa de política monetaria es determinada por el Consejo de Política Monetaria en base a la trayectoria de la inflación esperada, de manera que sea lo suficientemente positiva como para reducir la inflación (2017, p.44). Por lo tanto, si ese es el criterio elegido para la determinación de la tasa, entonces el BCRA no fue consistente con su metodología de acción.



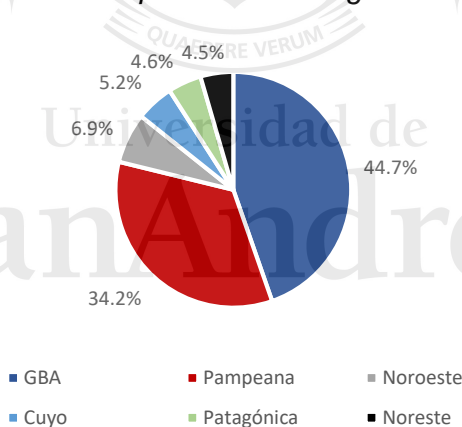
Universidad de
San Andrés

3.5. Informe de Política Monetaria – Julio 2017

Este informe, publicado en julio del 2017, se sitúa luego del primer semestre transcurrido bajo el régimen de metas de inflación. En esta edición, nuevamente nos encontramos con un cambio en la política monetaria, más precisamente, en el índice utilizado para fijar la meta de inflación.

Cuando se estableció el régimen de *inflation targeting*, el BCRA decidió que la evaluación de las metas se haría de acuerdo al índice de precios al consumidor que tuviera la cobertura geográfica más amplia que publicara el INDEC. De esta manera, cuando en julio de 2017 se dio a conocer el Índice de Precios al Consumidor Nacional (IPC), este pasó a ser el indicador de referencia para fijar las metas inflacionarias. De acuerdo con el IPC, la variación de precios del primer semestre fue de 11,8%, muy similar a la registrada por el IPC-GBA, que fue de 12% (BCRA, 2017). Para la elaboración del IPC, se toman datos de 320.000 precios de 40 aglomerados urbanos en 6 regiones: Gran Buenos Aires, Cuyo, Noreste, Noroeste, Pampeana y Patagonia (INDEC, 2018). En el gráfico 18, puede verse la participación de cada región en el indicador nacional.

Gráfico 18. Participación de las regiones en el IPC

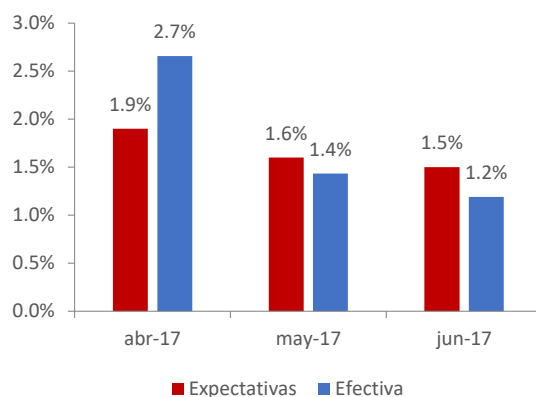


Fuente: INDEC.

Como podemos observar, a mitad de año ya se había alcanzado el piso de la meta inflacionaria para todo el año. Esto indica que la inflación había sido subestimada por parte de la autoridad monetaria, ya que, a pesar de que todavía podían situarse dentro del rango, desde un principio las expectativas fueron mucho mayores y la meta, entonces, un tanto ambiciosa. En el REM de marzo 2017, las expectativas de inflación para abril, mayo y junio eran de 1,9%, 1,6% y 1,5%, respectivamente. Sin embargo, en el gráfico 19 podemos observar que la inflación en abril sorprendió al alza y registró

2,6%, mientras que en mayo y julio se mantuvieron por debajo de las expectativas: 1,43% y 1,19%, respectivamente.

Gráfico 19. IPC-GBA (variación % mensual)

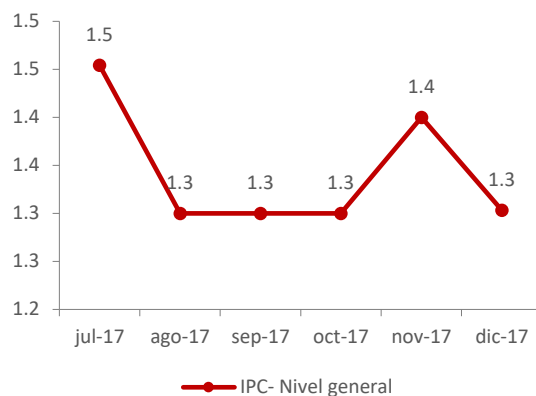


Fuente: BCRA y elaboración propia.

No obstante, el BCRA había conseguido un descenso significativo y sistemático de la inflación desde que comenzaron las metas. Según el BCRA, la inflación nacional interanual, que se ubicaba en 36,6% en diciembre de 2016 (aunque de acuerdo con las consultoras privadas, esta fue de un 39,36%), había logrado descender a 21,7% en junio de 2017. Para construir esta cifra, el BCRA combinó el IPC-GBA hasta diciembre de 2016 con el IPC desde enero del 2017. Esa tasa de inflación, afirma el IPOM, fue la menor desde el año 2009 (2017, p.5).

Con respecto a la tasa de política monetaria, el BCRA la mantuvo constante en 26,25% y así continuó con el sesgo antiinflacionario. Mientras tanto, las expectativas del REM continuaban por encima de la meta. Para 2017, los analistas pronosticaban una inflación del 21,6%, mientras que para el 2018, la inflación esperada era de 15,4%. Por otra parte, las expectativas de inflación mensual se encontraban en promedio, en 1,3% (ver gráfico 20).

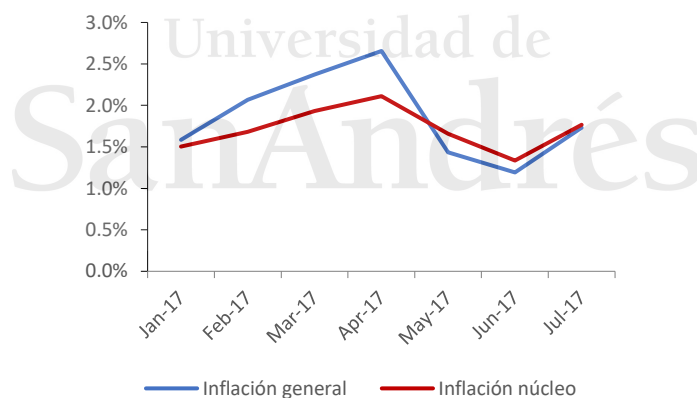
Gráfico 20. Relevamiento de expectativas del mercado Jun 2017 (variación % mensual)



Fuente: BCRA y elaboración propia.

Asimismo, la inflación núcleo del segundo trimestre se ubicó por encima de la trayectoria que el BCRA había establecido para el sendero de desinflación presentado en el IPOM de enero de 2017. Como fue mencionado anteriormente, la persistencia de la inercia inflacionaria en la inflación núcleo se relaciona con la falta de credibilidad de la meta inflacionaria. Entonces, en meses en los que hay aumentos de precios regulados, la inflación núcleo (que excluye precios regulados y estacionales) sube demasiado (ver gráfico 21).

Gráfico 21. Inflación general y núcleo (variación % mensual)



Fuente: BCRA.

De acuerdo con la consultora Alberdi Partners (2017), los *shocks* a la inflación en Argentina tienen una persistencia de alrededor de 32%. Llamamos persistencia al componente de autocorrelación de un *shock* inflacionario. De este modo, una vez que se identifican los *shocks* separando el componente tendencial de la serie de inflación, se computa cuánto de ese *shock* es arrastrado al siguiente período (p.5). Es decir, si ocurre un *shock* inflacionario, por ejemplo un aumento de un 1% en los precios de la

tarifa del gas, los precios aumentarían un 0.32% en el siguiente período. Si bien esta persistencia de la inflación se redujo significativamente con la introducción de las metas, todavía continuaba siendo alta.

Por este motivo, a mitad del 2017 el BCRA se hallaba ante un escenario complicado, ya que para alcanzar la meta de 17% se requeriría mantener el peso muy fuerte, es decir, que la moneda local estuviera sobrevaluada. Esto se debe a que otro de los objetivos del Banco Central es mantener el empleo estable, por lo que llevar la inflación a 17% con una política monetaria muy contractiva (*i.e.* altas tasas de interés) tendría consecuencias negativas en la actividad. De este modo, la única herramienta de transmisión de política monetaria que quedaría disponible, es el tipo de cambio actuando como ancla nominal, y no la tasa de interés. (2017, p. 6). El problema es que eso implicaría un alto costo económico (por tener el peso sobrevaluado), así como también político (muchos sectores abogan por un peso más débil). A su vez, errar la meta de inflación dañaría la credibilidad de la autoridad monetaria y es por eso que sostenemos que el BCRA se encontraba en una encrucijada. En respuesta a esta situación, en el IPOM de julio 2017 el BCRA reconoce el desafío, y sostiene que seguirán manteniendo el sesgo antiinflacionario para alcanzar la meta. Es decir, a pesar que los pronósticos eran muy desfavorables, la autoridad monetaria decidió continuar con su política monetaria de la misma manera que lo venía haciendo antes.

Universidad de
San Andrés

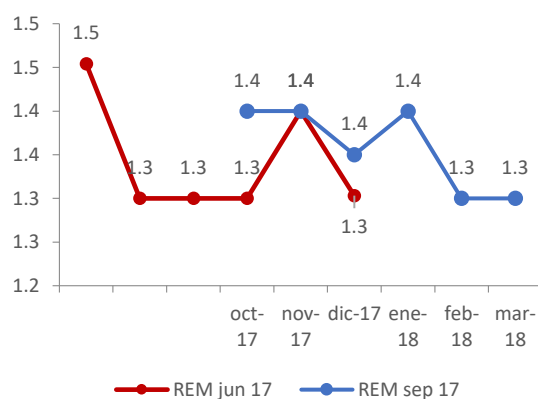
3.6. Informe de Política Monetaria- Octubre 2017

Este informe describe la evolución de la inflación y de otras variables de interés del tercer trimestre del 2017. En este caso, nuevamente encontramos un descenso marginal de la inflación con respecto al trimestre anterior. El promedio mensual durante ese período fue de 1,7%, mientras que en el segundo trimestre era de 1.8%. Además, en el mes de septiembre la variación interanual fue casi la mitad de la registrada en el mismo mes del año anterior, ubicándose en 22,7%. Sin embargo, las expectativas para el 2017 continuaban siendo mayores a las metas fijadas por el BCRA, ya que indicaban un nivel de 22% para el 2017, 15,8% para 2018 y 11% para 2019. Tres meses después del informe anterior, los analistas del REM habían aumentado sus pronósticos con respecto a la edición del mes de junio, donde esperaban una inflación del 21,6% y del 15,4%. Es decir, a pesar de los esfuerzos del BCRA por hacer converger las expectativas hacia las metas de inflación, todavía estas continuaban siendo mayores.

Asimismo, la entidad monetaria reconoció en este informe la marcada persistencia de la inflación núcleo, que hasta entonces no había mencionado como relevante. Esta aumentó en un 1,6% promedio mensual durante el tercer trimestre. Durante aquel período, la normalización de las tarifas de los precios regulados continuó, y llevaba acumulado en el año un aumento de 23,2%.

Por lo tanto, en este informe el BCRA sostuvo que ante este escenario se tomaron dos medidas de acción. La primera de ellas, fue la suba de la tasa de interés real ex ante. Esta se construye con las expectativas de inflación y la tasa nominal: cuando las primeras son menores, entonces la tasa de interés real ex ante subirá. En este caso, no queda claro cuáles expectativas son las que se tienen en cuenta, ya que los niveles de inflación esperados del REM de septiembre 2017 no disminuyeron con respecto a las de junio 2017, sino que aumentaron (ver gráfico 22).

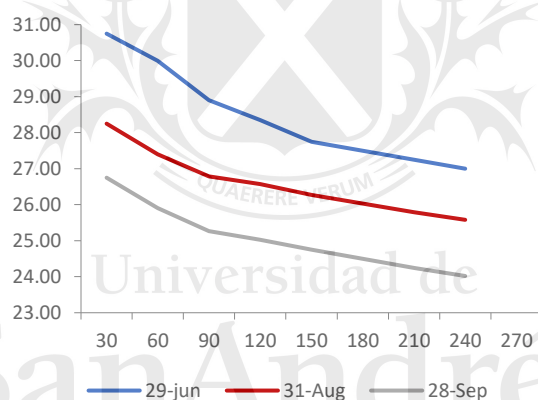
Gráfico 22. Expectativas de inflación (variación % mensual)



Fuente: BCRA.

En segundo lugar, el informe sostiene que el mayor sesgo antinflacionario también se debe a una reducción en la liquidez de la economía. Esto se debe a las ventas de Lebacs que contribuyeron en la disminución de la liquidez, y se ve reflejado en los cambios en la pendiente de la curva de rendimientos del instrumento. Estos cambios se producen a partir de las tasas de corte determinadas en las licitaciones y mediante la actividad de la entidad monetaria en el mercado secundario. “Esto implicó un aumento de 1,7 p.p. en los papeles de vencimiento más corto y de 3,6 p.p. en los de vencimiento más largo entre fines de junio y fines de septiembre” (BCRA, 2017, p. 48). En consecuencia, hubo un alargamiento en el plazo promedio del stock de pasivos (de 43 a 75 días en promedio), por lo que se facilitó la administración de la hoja de balance del BCRA, a la vez que se redujo la incertidumbre (ver gráfico 23).

Gráfico 23. Curva de rendimientos de Lebacs



Fuente: BCRA.

Como puede notarse, las estrategias utilizadas para bajar la inflación continuaban siendo las mismas, pero los resultados seguían distando de los objetivos del BCRA. Además, el stock de Lebacs continuaba aumentando: a fines de septiembre de 2017, el stock de Lebacs en entidades financieras era de \$354.945 millones. De este modo, la desinflación se llevaba a cabo a un altísimo costo y a un ritmo menor al deseado.

La tasa de política monetaria, por su parte, se ubicaba en 26.25% anual desde el mes de abril, y ante el escenario de reducción gradual de la inflación, el BCRA no realizó cambios en ella.

3.7. Informe de Política Monetaria – Enero 2018

Finalizado el año 2017, el Banco Central realiza un análisis de lo alcanzado a lo largo del año y de la eficacia de su política monetaria.

Para comenzar, desde la entidad monetaria comunicaron que durante el año 2017, la inflación bajó y la economía creció (aproximadamente 3%). El descenso de la inflación fue significativo, de 12 puntos porcentuales, a pesar de que se hayan actualizado precios regulados. Sin embargo, no fue el suficiente para alcanzar las metas que el BCRA había establecido. Como mencionamos al principio de este trabajo, una meta de inflación de 17% a 12% era demasiado ambiciosa dadas las condiciones en las cuales se implementó el esquema de metas de inflación. Según el IPOM de enero 2018, uno de los factores que hizo que la inflación se desviara de su meta fue haber relajado la política monetaria entre octubre de 2016 y marzo de 2017, lo que resultó en una política menos contractiva que lo requerido. En segundo lugar, el aumento de los precios regulados se ubicó por encima de lo esperado por el BCRA (38,7% interanual). Finalmente, la inflación pasada tuvo cierta persistencia en los contratos laborales, lo que indica que la indexación todavía seguía presente en el pensamiento de los agentes económicos a la hora de tomar decisiones.

Por este motivo, la tasa de inflación quedó por encima de la fijada por la meta, y el 2017 finalizó con una inflación interanual de 24.8%, muchísimo más baja que la tasa de 39.36% alcanzada en el año 2016, pero no lo suficiente como para alcanzar la meta. Además, la inflación núcleo se ubicó en 21,1% interanual (la menor variación desde el año 2009) y con un promedio mensual de 1,4%, mucho mejor que el trimestre anterior. Fue dentro de este contexto donde el BCRA tomó la decisión de realizar un cambio en las metas, con el fin de reimpulsar la economía y, asimismo, para ser consistentes con el ritmo de desinflación del segundo semestre del 2017. De este modo, la meta del 5% fue pospuesta para el 2020, en vez del 2019, y se fijaron metas intermedias de 15% para 2018 y 10% en 2019. Es decir, la meta para el año 2018 que originalmente se encontraba entre el 8% y el 10% fue aumentada al 15%. Este fue un punto muy controversial de la política monetaria del BCRA, ya que el cambio fue interpretado por el mercado como una presión política del gobierno hacia el BCRA para que relajara el carácter contractivo de la política y bajara las tasas de interés. Desde el diario El Cronista, afirmaban que “la tribuna económica se dividió entre los que creen que el Ejecutivo avanzó sobre la independencia del BCRA (...) y los que dicen que el Gobierno es quien define la pauta y el BCRA tiene autonomía para decidir cómo la va a cumplir” (29 de diciembre de 2017). Mientras tanto, desde el gobierno afirmaban que la

independencia del BCRA no había sido comprometida, ya que es el ejecutivo quien pone las metas.

Por otra parte, la política monetaria del BCRA durante el último trimestre de 2017 había sido contractiva también. La tasa de política monetaria fue subida a 27,75% en octubre y luego, 28,75% en noviembre, con el objetivo de llevar la tasa de inflación al nivel deseado. A pesar de los aumentos de la tasa, la inflación igual se había desviado de las metas fijadas. En consecuencia, lo más natural hubiese sido que el sesgo contractivo de la política monetaria continuara, con tasas de interés altas y con la mira puesta en el nuevo objetivo, la meta del año 2018. Por el contrario, la entidad monetaria relajó su política monetaria al cambiar las metas y esto vino acompañado de una nueva reducción de la tasa en 75 p.p. en enero. Nuevamente, el BCRA confundía a todos con su función de reacción, y la poca consistencia en su política monetaria. Por un lado, en la institución afirmaban que la desinflación debía continuar y hacerlo con la misma política antinflacionaria, pero por el otro, establecían medidas que no contribuían a que eso sucediera. Por lo tanto, enviaban señales muy confusas al mercado, lo cual hacía que la confianza en la institución disminuyera.

No obstante, como aspecto positivo de la política monetaria se puede destacar una nueva reducción en los Adelantos Transitorios al Tesoro Nacional. Para 2018 seguiría siendo la establecida (\$140.000 millones), para 2019, se reducirían a \$70.000 millones y de ahí en más, sería un nivel relacionado con el aumento de la demanda de dinero asociado al crecimiento real de la economía. Todo esto se debe a que desde el Ministerio de Hacienda y Finanzas habían establecido una meta fiscal para 2018 de 3.2%, para 2019 y 2,2% en 2019, con lo cual había que acompañar ese esfuerzo fiscal⁶.

Por otro lado, el BCRA implementó a principios del 2018 las Letras de Liquidez (Leliq), que son instrumentos denominados en pesos con vencimiento a siete días de plazo que solo pueden ser adquiridas por entidades financieras. También, estas pueden ser utilizadas como colaterales en operaciones de pases. Es decir, los bancos tienen un papel que puede ser transado en el mercado secundario y que su tasa de interés está relacionada con el corredor de tasas de política monetaria. Además, durante el 2017 el nivel de reservas internacionales brutas aumentó sustancialmente llegando a los u\$s 55.055 millones a fines de diciembre (ver gráfico 24).

Gráfico 24. Reservas internacionales brutas (miles de millones de dólares)

⁶ En mayo del 2018, las metas fiscales se recalibrarían para lograr un mayor ajuste. Estas serían de 2,7% para el 2018, 1,3% para 2019 y equilibrio fiscal en 2020.



Fuente: BCRA.

Por lo tanto, podemos notar que el BCRA continuaba tomando medidas que contribuyeran a la desinflación y que la meta, a pesar de haberla aumentado, tiene como objetivo continuar con la desinflación gradual de la economía. Sin embargo, creemos que algunas decisiones tomadas fueron inconsistentes con este sendero. No es posible afirmar todavía, si ellas se debieron a errores en los cálculos de sus expectativas o a la falta de comprensión de las señales del mercado. Lo que sí es posible observar es que, en un contexto inflacionario como el de Argentina, con un déficit fiscal elevado y un tipo de cambio muy volátil, haber relajado las metas de inflación no fue una medida sensata si el objetivo era la desinflación.

Universidad de
San Andrés

Conclusión

A lo largo de este trabajo se ha intentado explicar el funcionamiento del esquema de metas de inflación en la Argentina y los resultados que ha obtenidos hasta principios del 2018.

Como pudo verse a lo largo de la investigación, el Banco Central cometió muchos aciertos, pero también algunos errores en la conducción de su política monetaria. Para comenzar, las metas inflacionarias fueron muy ambiciosas desde el momento en el que se fijaron. Esto se vio reflejado en el cambio de metas que ocurrió a fines del 2017, debido a que era imposible cumplir con las establecidas para los años siguientes. Esta relajación de la política monetaria, sin embargo, no fue aceptada por los mercados, que comenzaron a dudar de la credibilidad del BCRA y de su capacidad para lograr el descenso de la inflación. Después de todo, el BCRA no hubiera sido la primera institución monetaria en errar una meta al principio del esquema, por lo que no hubiera sido tan dañino para su imagen como sí lo fue haber cambiado de objetivos.

Por otra parte, hay que reconocer que los esfuerzos del BCRA lograron una reducción significativa de la inflación, así como también supieron aumentar el nivel de reservas y reducir la expansión de la base monetaria y la emisión espuria. Además, es importante destacar que la política monetaria ha sido acompañada de una política fiscal contractiva que busca reducir el elevado déficit primario heredado. Este aspecto es fundamental, ya que la ortodoxia fiscal es igual de importante que la política monetaria para alcanzar el objetivo de inflación deseado.

Asimismo, es destacable que, a diferencia de otros procesos de desinflación ocurridos en el país, en esta oportunidad la reducción de la inflación se estaba logrando sin atrasar tarifas, con precios y tipo de cambio libres, con expansión del crédito, con crecimiento de la economía y sin una apreciación real sostenida del peso (BCRA, 2018).

No obstante, el BCRA cometió ciertos errores que se tradujeron en una desaceleración del proceso inflacionario y en la desconfianza de los mercados hacia la institución. Por ejemplo, cuando subestimaron la inflación y redujeron la tasa de interés de política monetaria mientras que las expectativas de inflación seguían por encima de las metas. También, interviniendo en el mercado de cambios cuando el régimen debía ser de flotación. Siguiendo la definición de Levy-Yeyati y Sturzenegger (2005), el BCRA tenía *de jure* un régimen cambiario flexible, pero el régimen *de facto* era de flotación sucia. Es decir, legalmente decían que el tipo de cambio fluctuaba libremente, cuando en realidad, intervenían en el mercado para mantener un nivel determinado.

Además, al momento de la implementación de las metas de inflación, la situación fiscal en Argentina recién estaba empezando a ordenarse, fijando las primeras metas para la reducción del déficit fiscal y tomando medidas para lograr la reducción del gasto público. Sin embargo, todavía quedaban temas a resolver como los déficits provinciales y los porcentajes correspondientes de coparticipación de cada una, al igual que una eventual reforma tributaria en el futuro. Por ende, tratar de hacer converger la inflación hacia un 5% en tres años sin una situación fiscal saludable, era un desafío demasiado alto.

Por lo tanto, podemos concluir que el régimen de *inflation targeting* del BCRA hasta ahora ha tenido resultados dispares. Es cierto que el Banco Central logró hacer descender la inflación, pero esta se mantuvo alejada de las metas en los dos primeros años del esquema. Creemos que algunas decisiones de política monetaria no tuvieron en cuenta algunos aspectos característicos de la economía argentina como, por ejemplo, la situación fiscal o el alto grado de *pass through* por ser una economía dolarizada, entre otros.

De esta manera, de cara a los años que quedan por delante del proceso de desinflación, es posible plantear ciertos cuestionamientos. Por ejemplo, la reducción de liquidez del mercado esterilizada mediante la colocación de Lebacs puede llegar a traer consecuencias financieras severas para la Argentina, que nos hacen depender de que las condiciones externas sean favorables. Esto es así ya que la eliminación del financiamiento del déficit con emisión implica que este sea financiado por endeudamiento externo. Por lo tanto, el país se vuelve más vulnerable a *shocks* externos que disminuyan los incentivos a invertir en economías emergentes.

Por otra parte, las altas tasas de interés deben comenzar a bajar en algún momento si es que no se quiere entrar en recesión debido al congelamiento de las inversiones. Para ello, la credibilidad del Banco Central será fundamental para poder empezar a reducir las tasas sin perjudicar el proceso de desinflación.

En conclusión, todavía queda mucho por hacer para los responsables de la política monetaria de Argentina. Pareciera ser que el objetivo se está cumpliendo lentamente, pero el desafío continúa latente.

Bibliografía

Alberdi Partners.

Banco Central de la República Argentina. (2016). *Informe de Política Monetaria, Mayo de 2016*. Buenos Aires, Argentina: Subgerencia General de Investigaciones Económicas.

Banco Central de la República Argentina. (2016). *Informe de Política Monetaria, Julio de 2016*. Buenos Aires, Argentina: Subgerencia General de Investigaciones Económicas.

Banco Central de la República Argentina. (2016). *Informe de Política Monetaria, Octubre de 2016*. Buenos Aires, Argentina: Subgerencia General de Investigaciones Económicas.

Banco Central de la República Argentina. (2017). *Informe de Política Monetaria, Enero de 2017*. Buenos Aires, Argentina: Subgerencia General de Investigaciones Económicas.

Banco Central de la República Argentina. (2017). *Informe de Política Monetaria, Julio de 2017*. Buenos Aires, Argentina: Subgerencia General de Investigaciones Económicas.

Banco Central de la República Argentina. (2017). *Informe de Política Monetaria, Octubre de 2017*. Buenos Aires, Argentina: Subgerencia General de Investigaciones Económicas.

Banco Central de la República Argentina. (2018). *Informe de Política Monetaria, Enero de 2018*. Buenos Aires, Argentina: Subgerencia General de Investigaciones Económicas.

Banco Central de la República Argentina. (2012). Objetivos y planes respecto del desarrollo de la política monetaria, financiera, crediticia y cambiaria para el año 2013. Recuperado de: http://www.bcra.gov.ar/Institucional/Objetivos_y_Planes.asp

Bernanke, B. S., Laubach, T., Mishkin, F. S., & Posen, A. S. (2018). *Inflation targeting: lessons from the international experience*. Nueva Jersey, Estados Unidos: Princeton University Press.

Buscaglia, M. (2017). *Una estrategia alternativa para bajar la inflación en la Argentina*. Buenos Aires, Argentina: Alberdi Partners.

Buscaglia, M. y Filippini, F. (2017). *Formerly known as the 17% inflation target*. Buenos Aires, Argentina: Alberdi Partners.

Cottani, J. y Oliveros-Rosen, E. (noviembre, 2016). Economic Research: Inflation Targeting in Latin America: What Have We Learned? *Ratings Direct*.

Dornbusch, R. y Fischer, S. (1991). *Moderate inflation*. World Bank Working Paper.

Ferreres, O. J. (24 de junio de 2015). La inflación en cada presidencia. *La Nación*. Recuperado 15 de junio de 2018 de <https://www.lanacion.com.ar/1804509-la-inflacion-en-cada-presidencia>

Heymann, D. y Leijonhufvud, A. (1995). *High Inflation*. Oxford, England: Oxford University Press.

Iglesia, M. (5 de abril de 2017). Blanqueo record: entraron u\$s 116.800 millones, más del 20% del PBI. *El Cronista*. Recuperado el 25 de junio de 2018 de: <https://www.cronista.com/economiapolitica/Blanqueo-record-entraron-us-116.800-millones-mas-de-20-del-PBI-20170405-0061.html>

INDEC. (2018). *¿Qué es el Índice de Precios al Consumidor?* Buenos Aires, Argentina. Recuperado de: https://www.indec.gob.ar/ftp/cuadros/economia/ipc_nacional_que_es_06_18.pdf

La inflación del Congreso cerró 2016 con una suba anual de 40,3%. (10 de enero de 2017). *Clarín*. Recuperado el 20 de mayo de 2018 de https://www.clarin.com/economia/ipc-congresocerro-2016-suba-40_0_S1j9NiMII.html

Levy-Yeyati, E., y Sturzenegger, F. (2005). Classifying exchange rate regimes: Deeds vs. words. *European economic review*, 49(6), 1603-1635.

Mankiw, N. G. (2013). La inflación, sus causas, sus efectos y sus costes sociales. (Trad. M. E. Rabasco). En Antoni Bosch (Ed.), *Macroeconomía 8ª edición*.

Mathus Ruiz, R. (23 de abril de 2016). El Gobierno les pagó US\$ 9300 millones a los fondos buitres y dejó atrás el default. *La Nación*. Recuperado el 23 de junio de 2018 de <https://www.lanacion.com.ar/1892068-el-gobierno-les-pago-us-9300-millones-a-los-fondos-buitre-y-dejo-atras-el-default>

Mishkin, F. S. (2007). *Monetary policy strategy*. Cambridge, Estados Unidos: Mit press.

Ministerio de Hacienda. (2018). Gasto Público Consolidado. Recuperado de: https://www.economia.gob.ar/peconomica/docs/2016-12-04_Presentacion_GPC.pdf

Ministerio de Justicia y Derechos Humanos. (2016). Sinceramiento fiscal. Recuperado de: <http://www.derechofacil.gob.ar/leysimple/sinceramiento-fiscal/>

Rodrik, D. (1996). Understanding Economic Policy Reform. *Journal of Economic Literature*, 34 (1), 9-41.

Schmidt-Hebbel, K. y Morande, F. (2000). Monetary Policy and Inflation Targeting in Chile. *Inflation Targeting in Practice: Strategic and Operational Issues and Application to Emerging Market Economies*. Washington D.C., Estados Unidos: IMF.

Spaltro, S. (29 de diciembre de 2017). El gobierno cambió las metas de inflación para impulsar la economía. *El Cronista*. Recuperado el 15 de julio de 2018 de: <https://www.cronista.com/economiapolitica/El-Gobierno-cambio-las-metas-de-inflacion-para-impulsar-la-economia-20171229-0010.html>



Universidad de
San Andrés