

Trabajo Final de Graduación

Maestría en Finanzas UTDT

Año Académico 2017

Alumno: Andrés Digregorio

*Hacia un régimen de Dominancia Monetaria:
Las Metas de Inflación*

***HACIA UN RÉGIMEN DE DOMINANCIA MONETARIA:
LAS METAS DE INFLACIÓN***

*“Nuestra tarea no habrá concluido hasta que la inflación
no haya definitivamente sucumbido en la Argentina,
pero estoy convencido que vamos por el buen camino...”*

Federico Sturzenegger,
Presidente del Banco Central de la República Argentina,
26 de abril de 2016.

ÍNDICE

RESUMEN.....	4
ABSTRACT.....	4
INTRODUCCIÓN.....	5
SECCION I: MARCO TEORICO	
I. El régimen de metas de inflación	7
SECCIÓN II: DESARROLLO	
I. Lecciones de la experiencia en Chile y Brasil	23
II. Tradicón Inflacionaria: Un recorrido por nuestra historia reciente.....	34
III. Las metas de inflación en la Argentina.....	56
CONCLUSIONES FINALES.....	79
BIBLIOGRAFIA.....	82

RESUMEN

Los regímenes de metas de inflación han sido adoptados por varios países desarrollados y emergentes como un esquema de política monetaria gracias a la evidencia empírica de su logro en alcanzar bajos niveles de inflación en el mediano y largo plazo. A meses de la implementación del régimen en la Argentina, surge un interrogante sobre el éxito de dicho marco en la coyuntura y las particularidades propias del país. El presente trabajo tiene por objeto analizar la viabilidad de su implementación exitosa, desde una perspectiva teórica y práctica.

ABSTRACT

Inflation target regimes have been adopted by several developed and emerging countries as a monetary policy scheme thanks to the empirical evidence of their success achieving low levels of inflation in a medium and long term. A few months after the implementation of the regime in Argentina, a question arises about the success of this framework in the conjuncture and the particularities of the country. The present work aims to analyze the viability of its successful implementation, from a theoretical and practical perspective.

INTRODUCCIÓN

En los últimos setenta años, la Argentina se ha caracterizado por una crónica inestabilidad macroeconómica. La dificultad que ha presentado el país en lograr dicha estabilidad ha desembocado en numerosas crisis de distintas características, restringiendo el crecimiento económico y tornando incontrolable a la inflación en más de una oportunidad, con su perjudicial impacto en el bienestar de la población en términos de distribución del ingreso.

El país no ha tenido éxito con los distintos planes de estabilización adoptados a lo largo del período. Ha buscado respuestas en políticas ortodoxas o neoliberales, como también en políticas heterodoxas o progresistas. Sin embargo, en ningún caso las soluciones propuestas fueron exitosas; como lo demuestran la crisis de principio de los ochenta y la crisis de 2001, en el primer caso, y el *Rodrigazo*, la hiperinflación de fines de los ochenta y la situación económica actual al cabo del gobierno *kirchnerista*, en el otro.

Siete décadas atravesadas por crisis macroeconómicas recurrentes dan cuenta de las dificultades que presentó el país en adoptar políticas económicas prudentes que favorezcan la estabilidad de mediano plazo. Las frecuentes crisis han ido deteriorando la estructura económica y financiera, haciendo que fueran cada vez más intensas y disruptivas para el funcionamiento de la economía. La diversidad ha sido grande. Ha habido crisis de balanza de pagos (*stop and go*), crisis macrofinancieras (recesión más crisis bancarias) y crisis monetarias con su corolario, la hiperinflación. Brevemente, podrían mencionarse algunas causas de este fenómeno recurrente: el atraso cambiario (por uso de tipo de cambio como ancla nominal) con sus consecuentes mega devaluaciones, el contexto internacional y la baja capacidad de respuesta de la economía argentina ante *shocks* externos, el persistente déficit fiscal y cuasifiscal, la emisión monetaria para financiar ese déficit, el elevado peso de la deuda pública, las pujas distributivas que buscan recomponer ingresos por medio de subas de precios y salarios, la falta de sectores productivos capaces de generar un ingreso mayor de dólares por medio del comercio con el exterior, entre otras. Todas ellas han afectado directamente la búsqueda de un mayor crecimiento económico y el logro de estabilidad de tipo de cambio e inflación.

Como puede desprenderse de lo hasta aquí expuesto, a lo largo de nuestra historia reciente la inflación ha sido un tema central y una verdadera pesadilla para la economía argentina. También lo ha sido para el resto de los países de la región y es por ello que, desde principios de los años noventa, muchos países, entre ellos varios emergentes, optaron por la implementación de un nuevo marco de política conocido como *metas de inflación*. Este régimen es una estrategia de política monetaria caracterizada por el anuncio de un objetivo inflacionario numérico de mediano plazo, otorgándole un alto grado de transparencia y responsabilidad a las proyecciones inflacionarias (Svensson, 2010). Durante los ochenta y noventa, el tipo de cambio solía ser utilizado como ancla nominal de la economía, pero producto de las recurrentes crisis que se presentaron, muchos países optaron por otras alternativas. Los tipos de cambio fijos, si bien lograron reducir el incremento del nivel de precios, no fueron suficientes para evitar la apreciación real, provocando serias dificultades en perdurar en el tiempo. Al mismo tiempo, marcos de política con mayores grados de libertad sobre el control de los agregados monetarios

concluyeron con elevadas tasas de inflación y muchos países se vieron expuestos a procesos hiperinflacionarios.

El esquema de metas de inflación fue introducido por primera vez en Nueva Zelanda en 1990 y ya son varios los países que operan bajo esta modalidad, entre industrializados y emergentes. América Latina no estuvo al margen de esta tendencia y el régimen fue adoptado en Chile (1990), Perú (1994), México (1999), Colombia (1999) y Brasil (1999). En la Argentina, el gobierno de Mauricio Macri ha heredado del kirchnerismo un país con elevados índices de inflación, en el cual primaba la dominancia fiscal y la política monetaria quedaba a merced del financiamiento al fisco vía emisión monetaria. Desde la asunción de Federico Sturzenegger a la presidencia del Banco Central de la República Argentina (BCRA) a fines de 2015, se han tomado distintas medidas tendientes a allanar el camino para la implementación de un régimen de metas de inflación: liberación del “cepo cambiario” (flotación cambiaria con baja intervención), limitar el financiamiento al tesoro, definición del instrumento de política monetaria (corredor de pasivos activos y pasivos y tasa de Lebac a 35 días de plazo), recuperar la confianza del público en torno a la reputación del BCRA y a la medición del índice de precios al consumidor y la publicación de comunicados e informes frecuentes de política monetaria compartiendo objetivos y planes respecto al desarrollo de la política monetaria, financiera, crediticia y cambiaria del país.

A meses de la implementación del régimen surge un interrogante ¿Están dadas las condiciones estructurales en la Argentina para que la adopción de la política encarrile la dinámica inflacionaria de mediano plazo en un sendero que permita un mayor crecimiento económico? Pareciera que la Argentina presenta algunas dificultades en la actualidad para alcanzar los objetivos propuestos. El presente trabajo tiene por finalidad abordar la problemáticas vigentes en la Argentina actual que ponen en duda la viabilidad de implementación del régimen de metas de inflación y el éxito del mismo.

Se expondrán las características del régimen de metas de inflación, el marco teórico que le da sustento, sus ventajas y desventajas respecto a otras alternativas y las dificultades para su adopción en países emergentes. Se realizará un recorrido por la problemática de la inflación en la Argentina en los últimos setenta años hasta la actualidad, analizándola desde una perspectiva tanto teórica (ortodoxia, monetarismo, heterodoxia, estructuralismo) como práctica (planes de estabilización adoptados). Por último, se estudiará la efectividad del régimen implementado en el caso chileno y brasilero y la viabilidad de implementación en la Argentina actual.

SECCIÓN I: MARCO TEÓRICO

I. EL RÉGIMEN DE METAS DE INFLACIÓN

Entre el final de la Segunda Guerra Mundial y el comienzo de los años setenta, el control de la inflación en los países desarrollados se consiguió de la mano del sistema de tipo de cambio fijo de *Bretton Woods*. A partir de la década del setenta, muchos países optaron por mantener el tipo de cambio fijo con una paridad respecto al dólar, debido a los bajos índices de inflación que dicha economía presentaba. Los tipos de cambio fijos, si bien lograron reducir el incremento del nivel de precios, no fueron suficientes para evitar la apreciación real, provocando serias dificultades en perdurar en el tiempo. La principal desventaja de este sistema es que dificulta la reacción del Banco Central ante fluctuaciones macroeconómicas y *shocks* externos. Asimismo, el creciente e inestable movimiento internacional de capitales en búsqueda de mayor rentabilidad, ha hecho que las condiciones necesarias para mantener el sistema sean más difíciles de conseguir, como lo demuestran las crisis de los años ochenta y noventa. Por otro lado, marcos de política con mayores grados de libertad sobre el control de los agregados monetarios concluyeron con elevadas tasas de inflación y muchos países se vieron expuestos a procesos hiperinflacionarios, llevando a la búsqueda de nuevas alternativas.

La década del noventa ha sido un período de innovación en lo que respecta a política monetaria. Este proceso innovativo surge en un marco caracterizado por una postura anti-inflacionaria más fuerte por parte de los bancos centrales, tanto en países desarrollados como en economías emergentes. A lo largo de esta década, en efecto, la necesidad de alcanzar estabilidad de precios (como objetivo primario de la política monetaria) se trasladó de las investigaciones académicas a la agenda de autoridades monetarias y políticas. El resultado más sobresaliente de este proceso ha sido la aparición de los regímenes de metas de inflación (*inflation targeting*) como sistema monetario. Dicho esquema fue introducido por primera vez en Nueva Zelanda en 1990 y ya son varios los países que operan bajo esta modalidad, entre industrializados y emergentes. América Latina no estuvo al margen de esta tendencia y el régimen fue adoptado en Chile (1990), Perú (1994), México (1999), Colombia (1999) y Brasil (1999).

Principales características

Este régimen es una estrategia de política monetaria caracterizada por el anuncio de un objetivo inflacionario numérico de mediano plazo, otorgándole un alto grado de transparencia y responsabilidad a las proyecciones inflacionarias (Svensson, 2010). Es un enfoque de política monetaria, cuyo pilar es el explícito compromiso público de controlar la inflación como objetivo primordial y en el énfasis puesto en la transparencia de la política y la correspondiente rendición de cuentas por parte de la autoridad monetaria. No consiste en una simple regla, sino en un marco para aplicar política monetaria, donde el objetivo principal de la autoridad monetaria es alcanzar y mantener una tasa de inflación reducida y estable. El ancla nominal utilizada es el anuncio público de una meta inflacionaria y el compromiso de cumplirla, lo cual da credibilidad y transparencia al sistema.

Este enfoque parte de la idea, sustentada en la teoría y la experiencia, de que los bancos centrales no pueden perseguir y alcanzar sistemáticamente múltiples objetivos nominales, como ser un bajo nivel de inflación y una determinada tasa de desempleo o fijar el tipo de cambio nominal, sino que por el contrario contarán para ello con un solo instrumento básico: la tasa de interés de política monetaria. También reconoce que a largo plazo la política monetaria puede influir en variables nominales pero no reales (*neutralidad del dinero*¹); que una alta inflación perjudica el crecimiento y una más equitativa distribución del ingreso y que las expectativas y la credibilidad inciden significativamente en la eficacia de la política monetaria.

El marco de metas de inflación presenta dos características que vale la pena destacar. Primero, en pos de lograr transparencia y credibilidad y anclar las expectativas de inflación, los bancos centrales comunican sus metas principalmente a través de informes de inflación o de política monetaria emitidos periódicamente, se realizan declaraciones públicas tras las reuniones de formulación de la política y se publican las minutas de tales reuniones, así como a través del testimonio que sus altos funcionarios deben presentar ante el poder legislativo. Segundo, los bancos centrales generalmente fijan las metas de inflación de manera flexible. En lugar de tratar de alcanzar la meta en todo momento, apuntan a lograrla a mediano plazo, por lo general en un horizonte de dos a tres años. Esto permite que la política encare otros objetivos a corto plazo, especialmente, suavizar las variaciones del producto. Tal flexibilidad es posible, no obstante, si las expectativas inflacionarias a mediano plazo permanecen bien ancladas, lo que depende del historial del banco central en cuanto a mantener controlada la inflación y la tradición inflacionaria del país, por lo que su práctica pareciera ser posible en países desarrollados y no en emergentes .

De acuerdo a Mishkin, existen cinco elementos que caracterizan a los regímenes de metas de inflación: 1) el anuncio público de un target numérico de inflación de mediano plazo; 2) un compromiso institucional con la estabilidad de precios como meta primaria, subordinando todos los demás; 3) una estrategia de integración de la información en la cual gran cantidad de variables son tenidas en cuenta para diseñar los instrumentos de política; 4) incremento de la transparencia de la política monetaria comunicando planes, objetivos y decisiones de esta al público y al mercado; y 5) aumento del *accountability* del Banco Central (Mishkin, 2004).

Según Masson, Savastano y Sharma (1998), los requisitos previos para que un país implemente una meta inflacionaria y logre su objetivo son:

- *Independencia del Banco Central*. Este objetivo se logra otorgándole libertad de orientar los instrumentos hacia objetivos nominales. El banco central debe gozar de independencia de instrumentos en momentos previos a la implementación del nuevo marco de política. Esto permite a la autoridad monetaria el control pleno de las herramientas que necesita para cumplir la meta.

¹ La neutralidad del dinero, postulado fundamental de la economía clásica, es la idea de que un cambio en la cantidad de dinero afecta sólo a las variables nominales de la economía, tales como precios, salarios y tipo de cambio, sin afectar a las variables reales como el empleo, el producto interno bruto real o el consumo, debido a que la economía se encuentra en su nivel de pleno empleo.

- *Abstención de fijar un nivel objetivo para otras variables nominales*: como salarios o tipo de cambio nominal, para no subordinar la política monetaria hacia ese otro fin. Otras metas, como evitar gran variación del tipo de cambio, pueden coexistir con el objetivo de inflación, siempre que quede en claro, que el segundo es el primordial. Sin embargo, de hacerlo se corre un gran riesgo de disminuir la credibilidad o transparencia del régimen. Este requisito es de carácter operativo del régimen, ya que técnicamente no es posible mantener ancladas dos variables nominales como el tipo de cambio y el nivel de precios al mismo tiempo. Si se mantiene como objetivo nominal el tipo de cambio, entonces los ajustes que se producen repercuten en el tipo de cambio real, ajustando vía inflación. Para mantener el tipo de cambio nominal anclado hay que estar dispuesto a emitir cuando sea necesario comprar divisas y esta emisión podría estar produciendo choques con los objetivos de expansión de la base monetaria bajo un esquema de metas de inflación.

- *Infraestructura técnica*: El banco central debe tener buena predicción de la inflación, capacidad de modelación del fenómeno y contar con amplia información.

- *Estructura económica*: Los precios deben ser desregulados y la economía no debe ser muy sensible a la variación del tipo de cambio (la dolarización debe ser mínima) y al precio de los *commodities*.

- *Un sistema financiero saludable*: En orden de minimizar potenciales conflictos con los objetivos de estabilización financiera y garantizar mecanismos de transmisión de la política monetaria eficientes, el sistema bancario debe ser saludable y el mercado de capitales profundo.

- *Ausencia de dominancia fiscal*². Si el banco central es utilizado para cubrir el déficit del gobierno o para comprar bonos emitidos por este que el público no desea, se verá imposibilitado de alcanzar el target preanunciado ya que no podrá mantener dos objetivos con un único instrumento de política. Si la autoridad monetaria tiene que financiar al gobierno central, perderá control sobre su propia hoja de balance, y no podrá ejercer el grado de influencia suficiente sobre la tasa de política elegida para que actúe como mecanismo de transmisión que afecte la tasa de inflación. De no cumplirse con estas condiciones, los desequilibrios fiscales generarán presiones inflacionarias y llevarán a que la política monetaria actúe en forma acomodaticia.

Si el banco central desea, con el fin de controlar la inflación, llevar adelante una política monetaria restrictiva ante un *shock* de demanda vía aumento de la tasa de interés, la carga de la deuda se incrementará e impactará directamente sobre las expectativas del mercado. Según la teoría convencional, un incremento de la tasa, con tipo de cambio flexible y perfecta movilidad de capitales, debería producir una apreciación de la moneda, lo que potenciaría el rol antiinflacionario de la misma. En oposición, bajo dominancia fiscal el mercado reaccionará ante la duda de la sostenibilidad de la deuda pública y las cuentas fiscales, produciéndose una depreciación de la moneda que puede conspirar contra el objetivo inflacionario.

² El concepto de dominancia fiscal, fue introducido por primera vez por Sargent y Wallace (1982), argumentando que bajo ésta, el Banco Central pierde habilidad para afectar sobre el nivel de precios.

Ventajas frente otras alternativas y críticas al modelo

El régimen de metas de inflación posee ciertas ventajas sobre otras opciones de ancla nominal como pueden ser las cambiarias o un régimen de agregados monetarios. Respecto al ancla cambiaria, las opciones son el *Currency Board* o *Crawling Peg*. La primera, elimina la posibilidad de contar con una política monetaria independiente, requiere de grandes esfuerzos fiscales para evitar la excesiva dependencia de los flujos externos y tiene pocas vías de escape ante *shocks* exógenos. La segunda, si bien limita la capacidad de hacer política monetaria, tiende a asegurar la estabilidad de precios mediante devaluaciones de la moneda preanunciadas. Por otro lado, los regímenes de agregados suelen ser dificultosos para las economías emergentes. El argumento central, se basa en que debido a la inestabilidad de la demanda de dinero en estos, las relaciones de crecimiento monetario e inflación no son del todo predecibles y claras. Una posibilidad sería optar por la discreción, sin tener ancla explícita, pero esto no parece apropiado para países con poca credibilidad, puesto que no lograría controlar las expectativas inflacionarias y, por lo tanto, la inflación.

Metas de inflación se presentó como una posible opción que presentaba ciertas ventajas. En este sentido, podemos decir que es fácil de entender por el público, es transparente y reduce la probabilidad de que el banco central caiga en una inconsistencia intertemporal. Además, a diferencia de las alternativas, no involucra metas intermedias como el tipo de cambio o los agregados (eventualmente, el pronóstico de la inflación en un horizonte es la meta intermedia de política). En resumen, el régimen tiene un número de beneficios que pueden enunciarse como sigue:

- Puede ayudar a construir credibilidad y anclar las expectativas cambiarias de forma rápida y durable, debido a la transparencia y facilidad de entendimiento para el público;
- Provee más flexibilidad. La meta es un objetivo de mediano plazo y desviaciones de corto en la meta se toleran sin bajar la credibilidad necesariamente. Así, reduce la variabilidad en la brecha de producto; y, por último,
- Conlleva un menor costo económico frente a errores de política monetaria. Los costos de producto, bajo otras alternativas como el tipo de cambio, pueden ser mayores, involucrando pérdida de reservas, alta inflación, crisis bancarias, financieras y *default* de deudas.

De todas maneras, el esquema no está exento de críticas. Dentro de las desventajas que dicho esquema presenta, pueden señalarse las siguientes (Mishkin, 2004):

- Ofrece poca discreción y retrasa el crecimiento. Para que el esquema funcione correctamente, el banco central debe mostrar su compromiso en bajar y estabilizar la inflación con acciones concretas, llevando a reacciones agresivas de política monetaria ante las presiones inflacionarias, afectando negativamente el producto.
- El régimen no puede anclar las expectativas debido a que ofrece mucha discreción. En oposición a quienes piensan que el esquema es muy restrictivo, se argumenta que este ofrece excesiva discrecionalidad sobre cómo y cuándo la inflación debe volver sobre la meta y por qué el objetivo inflacionario puede cambiar.

- Trae aparejado excesiva volatilidad del tipo de cambio. Como la estabilidad de precios es el objetivo primario, el tipo de cambio incrementará su volatilidad dado que el régimen es consistente con un tipo de cambio flexible.
- El sistema no funciona si no se cumplen los prerequisites necesarios mencionados anteriormente, siendo de difícil implementación para la mayoría de países emergentes.

Mecanismos de transmisión de la política monetaria

En lo que respecta al manejo de la política monetaria, la premisa del esquema de metas de inflación es que mediante una tasa de interés nominal de referencia de corto plazo, el Banco Central puede llevar adelante una política de administración de la demanda agregada, de modo tal que la inflación se ubique en un nivel (o dentro de un rango) preestablecido. De esta forma, la política monetaria consiste en la administración de la tasa de interés de corto plazo y no en la cantidad de dinero.

La manera en que se desarrollan los distintos efectos de un cambio en la tasa de política monetaria sobre las principales variables nominales de la economía son los siguientes:

- *Tasa de interés de corto plazo.* Es precisamente el instrumento utilizado en los regímenes de metas de inflación para llevar a cabo la política monetaria.
- *Tasas de interés de largo plazo.* El impacto sobre las tasas a más largo plazo de un cambio en la tasa de política puede ser en cualquier dirección, y dependerá en gran medida de la construcción de reputación y credibilidad de la autoridad monetaria.
- *El tipo de cambio.* Las variaciones en las tasas de interés también afectan al tipo de cambio. No obstante, el impacto preciso que tiene una modificación en la tasa de política sobre el tipo de cambio es incierto, debido a que dicho impacto dependerá de las expectativas existentes sobre las tasas de interés y la inflación interna y externa. Sin embargo, un aumento inesperado en la tasa de política normalmente conduce a una apreciación inmediata de la moneda local frente a la moneda extranjera. Sin embargo, los efectos de la política monetaria sobre el tipo de cambio pueden ser más limitados cuando existe una banda cambiaria y regulaciones a la cuenta capital.
- *Precios de los activos.* Los cambios en la tasa de política afectan los precios del mercado de valores tales como bonos y acciones. El precio de los bonos es inversamente proporcional a la tasa de interés de largo plazo, por lo cual un aumento en dichas tasas ocasiona una disminución en el precio de los bonos.
- *Expectativas.* Los cambios en la tasa de política pueden influir sobre las expectativas acerca del rumbo futuro de la actividad real, al afectar las decisiones de inversión y consumo en forma directa y, con ello, eventualmente, la inflación. La incertidumbre que plantea cualquier modificación en la tasa de política debido al rol decisivo de las expectativas aumenta la importancia de contar con un régimen de política monetaria que sea creíble y transparente.

A su vez, la literatura suele distinguir cuatro mecanismos de transmisión de la política monetaria sobre la demanda agregada, la cual está inversamente relacionada con la tasa de interés. Por un lado, se reconoce *el canal de tasa de interés* (un aumento del costo del

dinero producirá una caída de la inversión de las empresas y/o del gasto en bienes durables de las familias, afectando negativamente la demanda agregada), *el canal del tipo de cambio* (la entrada de capitales atraídos por altas tasas de interés generarán una apreciación de la moneda y el consiguiente deterioro de las exportaciones netas, el efecto contractivo sobre la demanda agregada podría ser compensado por un efecto riqueza positivo para quienes tengan pasivos en moneda extranjera), *el canal efecto riqueza* (las firmas verán reducido su valor de mercado en relación al costo de reposición de capital, lo cual afectará las decisiones de inversión) y *el canal del crédito* (la oferta de crédito privado podría verse racionada por un aumento de la tasa de interés).

Definición de la tasa de interés: la Regla de Taylor

La regla de Taylor (1993) relaciona la tasa de interés nominal que debería adoptar un Banco Central en relación a la desviación entre la inflación y su meta, el producto interno bruto y el producto potencial, la inflación y la tasa de interés real de equilibrio. De esta forma, la regla podría expresarse del siguiente modo:

$$i_n = \pi + \alpha (y - y^*) + \rho (\pi - \pi^*) + i_r$$

Donde,

i_n = *tasa nominal de política monetaria*

i_r = *tasa de interés real de equilibrio*

π = *inflación*

π^* = *meta de inflación*

y = *producto bruto interno*

y^* = *producto potencial*

α, ρ *coeficientes*

De acuerdo a la regla, la tasa de interés nominal debe responder a las divergencias de las tasas de inflación reales de la meta y del actual Producto Bruto Interno del producto potencial. Esto se traduce en que cuando la tasa de inflación se halla por encima de su meta ($\pi > \pi^*$), el producto actual tenderá a situarse por debajo de su nivel natural ($y < y^*$). En otras palabras, en el marco de la lógica de metas de inflación, una tasa de inflación que supere la meta llevará a las autoridades a contraer la demanda agregada mediante el aumento de la tasa de interés de política monetaria. De la misma manera, una tasa de inflación que se sitúe por debajo de su meta se traduce en que las autoridades monetarias expandirán la demanda agregada bajando las tasas de interés. De esta forma, la política monetaria adquiere la propiedad de ser contracíclica por diseño.

A su vez, la regla establece que el aumento de la inflación en un punto porcentual debe forzar al Banco Central a elevar la tasa de interés nominal en más de un punto porcentual (en concreto, en la suma de los coeficientes α y ρ de la ecuación anterior). Dado que la

tasa de interés real es (aproximadamente) la tasa de interés nominal menos la inflación³, implica que cuando la inflación sube, la tasa de interés real debe aumentar. La idea de que la tasa de interés real debe elevarse para enfriar la economía cuando aumenta la inflación (requiere que el tipo de interés nominal debe aumentar más que la inflación), se conoce como el *principio de Taylor*.

Un componente adicional y significativo que se desprende de la regla es la ausencia de un *trade-off* entre las brechas del producto y de la inflación, en la llamada *coincidencia divina* (Blanchard y Galí, 2005). De manera más específica, implica que tanto la estabilización de la inflación como del producto son objetivos deseables y que de hecho no hay conflicto entre ambos. La implicancia más obvia es que estabilizar la inflación alrededor de su meta es el objetivo jerárquico y principal de la política monetaria; éste es equivalente a estabilizar el producto en torno a su nivel natural. Significa que los bancos centrales deberían enfocarse solo en la inflación. Si tienen éxito en estabilizar la inflación, se generará automáticamente el nivel de actividad óptima. Dicho de otra manera, incluso si la inflación no importara y solo tuviera relieve el producto, de todas formas el banco central debería enfocarse en la inflación.

Sin embargo, lo anterior aplica exclusivamente para modelos de metas de inflación implementados en economías cerradas. De acuerdo al estudio realizado por Caldenty (2015), en el caso de una economía abierta y con tipo de cambio flexible, incorporando al modelo de metas de inflación la expectativa de devaluación por medio de la paridad descubierta de tasas de interés (más una prima por riesgo cambiario) y sometiendo al modelo a *shocks* exógenos sobre el tipo de cambio real, se obtienen resultados contradictorios e incoherentes, incluyendo entre los más importantes que la brecha del producto es a la vez positiva y negativa, que la tasa de interés real no impacta en la brecha de producto y que esta puede resultar inoperante como instrumento de estabilización de la demanda agregada, siendo reemplazado por el tipo de cambio como factor determinante, que ponen en duda sus propiedades centrales, incluyendo la contraciclicidad y la coincidencia divina, destacadas anteriormente en el caso del modelo para economías cerradas.

Este movimiento contradictorio ocurre porque en el caso del *shock* al tipo de cambio real, el canal de éste predomina sobre el de la tasa de interés. No obstante el aumento en términos nominales y reales de la tasa de interés, la brecha del producto se incrementa. El predominio del canal de tipo de cambio se observa aún con mayor claridad por el hecho que, una vez producido el *shock* cambiario, la brecha del producto se reduce debido a la apreciación del tipo de cambio y a pesar de la disminución de la tasa de interés, que debería generar el efecto opuesto. Más que la tasa de interés, el tipo de cambio aparece como el principal instrumento de estabilización de la demanda agregada. Devolver la coherencia a este modelo requiere minimizar la influencia que puede ejercer el sector externo y el tipo de cambio en la determinación del equilibrio (cuando se producen *shocks* exógenos al modelo).

Una forma de minimizar el impacto del tipo de cambio en la práctica dentro del esquema de metas de inflación, es a través de intervenciones en el mercado cambiario. Sin

³ La paridad de Fisher establece una aproximación entre la tasa de interés real, la tasa de interés nominal y la inflación, del modo que $i_r \cong i_n - \pi$.

embargo, aunque las intervenciones cambiarias son frecuentes en la práctica, como demuestra el caso de América Latina, tiene costos altos sobre la transparencia y credibilidad del régimen. Los países que han adoptado regímenes de metas de inflación suelen tener aversión a la flotación cambiaria e intervienen de manera frecuente en el mercado de cambios, tanto en períodos de apreciación como de depreciación, existiendo un sesgo mayor hacia la intervención en períodos de apreciación cambiaria. Dichas intervenciones no están exentas de dificultades ya que su aplicación efectiva exige un elevado grado de disponibilidad de divisas, sobre todo en un contexto de creciente apertura y globalización financiera, lo que restringe seriamente el uso de la política monetaria. De acuerdo a la lógica del esquema de metas de inflación, en ausencia de operaciones de esterilización, la acumulación de reservas internacionales se traduce en un aumento en la base monetaria y en la liquidez de la economía, lo que puede significar un riesgo para el logro de la meta inflacionaria. En el peor de los casos puede poner en peligro la estabilidad monetaria e incluso la estabilidad financiera. Para evitar estos riesgos, los bancos centrales tienden a esterilizar el efecto expansivo del aumento de las reservas internacionales por las compras de divisas en el mercado de cambios. Además, las políticas de esterilización pueden tener consecuencias cuasifiscales importantes por el diferencial de tasa de interés interna y externa, que es amplio en el caso de los países de América Latina.

En resumen, lo que se desprende de lo hasta aquí expuesto, es que un régimen basado en reglas monetarias, como una regla sobre la tasa de interés, es operativo siempre que se asemeje a una economía cerrada, lo que dista mucho del modelo de metas de inflación tradicional. Como se mencionó, la forma de lograr que la economía abierta se asemeje a una economía cerrada, es a través de intervenciones en el mercado de cambios para acotar la volatilidad del tipo de cambio, con la nocividad ya destacada que ello implica para la sostenibilidad del régimen de metas de inflación.

El argumento teórico detrás de los regímenes de metas de inflación

La escuela de pensamiento de los *nuevos clásicos* se consolidó durante la década de 1970, en un contexto de cuestionamiento al consenso *keynesiano* que había predominado en la macroeconomía durante las décadas de 1950 y 1960. Robert Lucas, Thomas Sargent y Neil Wallace fueron los precursores de esas críticas y de algunas nuevas hipótesis introducidas por dicha escuela, destacándose la aversión a las ideas de los keynesianos de intervención macroeconómica y la no concordancia con el proceso de formación de *expectativas adaptativas* de los agentes, postulada por Milton Friedman. Es decir, los nuevos clásicos rechazaban la idea de las *expectativas adaptativas*, tanto que en su lugar propusieron la hipótesis de las *expectativas racionales*. Por otra parte, incorporaron dos elementos cruciales del monetarismo: la hipótesis de la existencia de una *tasa natural de desempleo* y la concepción monetarista de que la inflación es un fenómeno esencialmente monetario.

Los regímenes de meta de inflación tienen su origen en la *teoría monetarista*, la cual sostiene que la política monetaria es el principal determinante de las variaciones de precios, al punto que es lo único que puede afectar en el largo plazo. Dicho postulado se basa en uno de los principios básicos de la teoría clásica conocido como *neutralidad del*

dinero, en la cual un cambio en la cantidad de dinero afecta sólo a las variables nominales de la economía, tales como precios, salarios y tipo de cambio, sin afectar a las variables reales⁴ como el empleo, el producto interno bruto real o el consumo, debido a que la economía se encuentra en su nivel de pleno empleo. En este sentido, el producto de largo plazo será independiente de las políticas de demanda, por lo que también está vigente la *Ley de Say*, que es un principio que indica que la oferta crea su propia demanda, por lo que no puede haber un exceso de demanda si no existe oferta, ya que es la propia oferta la que genera la demanda.

El supuesto de que la política monetaria afecta el nivel de precios, encuentra sus fundamentos en la *teoría cuantitativa del dinero* (en su versión monetarista), la cual postula:

$$MV = PY$$

Donde M es la oferta monetaria, V es la velocidad de circulación del dinero, P el nivel de precios y Y el producto real en su nivel potencial.

De la ecuación anterior, derivando respecto al paso del tiempo (∂t) se obtiene:

$$\pi = \frac{\frac{\partial P}{\partial t}}{P} = \frac{\frac{\partial M}{\partial t}}{M} + \frac{\frac{\partial V}{\partial t}}{V} - \frac{\frac{\partial Y}{\partial t}}{Y}$$

Donde $\pi = \frac{\frac{\partial P}{\partial t}}{P}$ es la inflación, $\frac{\frac{\partial M}{\partial t}}{M}$ es la tasa de crecimiento de la oferta monetaria, $\frac{\frac{\partial V}{\partial t}}{V}$ es la tasa de crecimiento de la velocidad de circulación del dinero y $\frac{\frac{\partial Y}{\partial t}}{Y}$ es la tasa de crecimiento del producto. Dados los supuestos de velocidad de circulación del dinero constante ($\frac{\frac{\partial V}{\partial t}}{V} = 0$) y el producto en su nivel natural o de pleno empleo ($\frac{\frac{\partial Y}{\partial t}}{Y} = 0$), se obtiene:

$$\pi = \frac{\frac{\partial M}{\partial t}}{M}$$

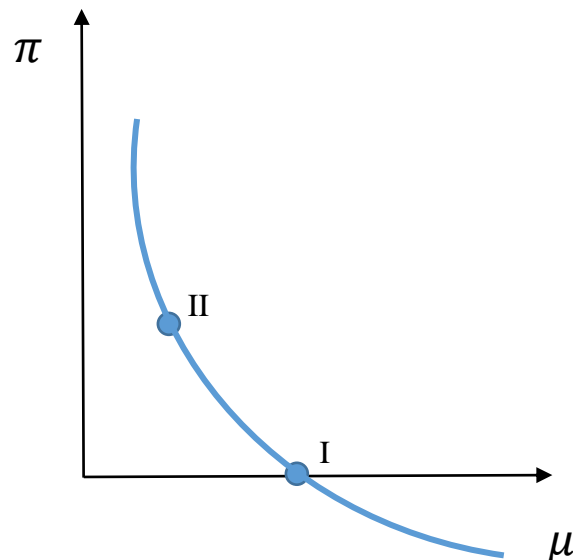
Es decir, la inflación está explicada por el crecimiento de la oferta monetaria. Como se ve, de acuerdo a esta teoría, un shock nominal tendrá impacto en variables nominales, sin afectar las variables reales de la economía (neutralidad del dinero explicada anteriormente, que en la teoría monetarista aplica sin lugar a dudas en el largo plazo).

En el corto plazo surgen interrogantes respecto al impacto de la política monetaria, y ello se debe a dos factores fundamentales: expectativas y credibilidad. Los regímenes de metas de inflación dan suma importancia al proceso de formación de expectativas respecto al sendero del nivel de precios y a la credibilidad por parte del público respecto al manejo que de la política monetaria hace el Banco Central. Ello encuentra sustento en que dichos factores provocarán distintos resultados e implicarán un impacto diferente de la política

⁴ La imposibilidad de la oferta monetaria en afectar variables reales, también es conocida en la literatura económica como *dicotomía clásica*.

monetaria en el corto plazo en la economía de acuerdo a las expectativas y credibilidad que gane la autoridad monetaria.

La teoría monetarista otorga a la política monetaria un rol preponderante, al encontrar que el manejo de la inflación en el corto plazo conlleva constantemente a un *trade-off* con el desempleo y/o el nivel de producto. Tal situación se enmarca en lo que se conoce como la *Curva de Phillips*, la cual establece una relación inversa entre la tasa de inflación y el nivel de desempleo, como puede verse en el siguiente gráfico:



Donde, π es la inflación y μ es el desempleo. En ese marco, una política monetaria expansiva sostenida generaría una baja de tasa de interés, un consecuente aumento de la inflación y un aumento en la actividad que harían caer el desempleo. Gráficamente, ello es un desplazamiento a lo largo de la Curva de Phillips del punto *I* al *II*.

La modelización de la oferta de trabajo en el modelo de la Curva de Phillips se expone en la *ecuación de Lipsey*, que estipula:

$$\omega_t = \omega_{t-1} [1 + \gamma(\mu_t - \mu_{t-1})]$$

Donde, ω_t es el salario actual, ω_{t-1} es el salario en el período anterior, μ_t es la tasa de desempleo actual y μ_{t-1} es el desempleo en el periodo inmediato anterior.

Lo que establece esta ecuación, es que los salarios ajustarán con cierto rezago respecto al período anterior, ante un aumento o disminución del nivel de desempleo en el tiempo. Dado que lo que negocian los trabajadores es el salario nominal, entra en vigencia el supuesto de *ilusión monetaria*.

El aporte de Milton Friedman (monetarista) a esta teoría fue, como se mencionó anteriormente, la incorporación de *expectativas adaptativas* en la determinación de la oferta de trabajo y el concepto de *tasa natural de desempleo* (en inglés, *Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment* o *NAIRU*). Según Friedman, la Curva de Phillips

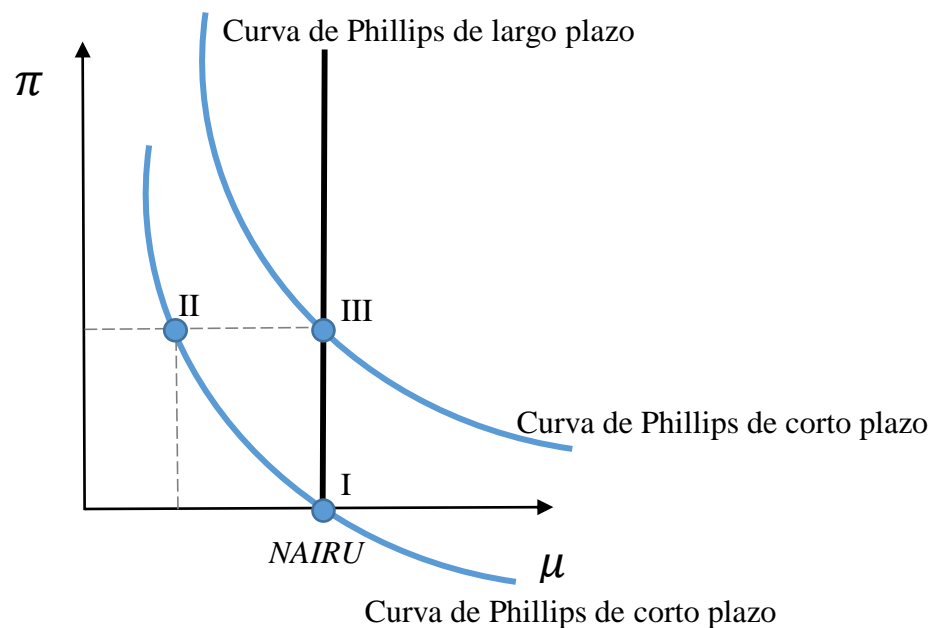
“tradicional” perdía representatividad ante episodios de *estanflación*, con elevada inflación y desocupación. Incorporando expectativas adaptativas, se obtiene:

$$\omega_t = \omega_{t-1} [1 + \pi^e_t + \gamma(\mu_t - \mu_{t-1})]$$

Donde,

$$\pi^e_t = \pi^e_{t-1} + \alpha(\pi_{t-1} - \pi^e_{t-1})$$

Como puede verse, la inflación esperada incluye un factor de corrección del de expectativas del periodo anterior ($\alpha(\pi_{t-1} - \pi^e_{t-1})$) más las expectativas de inflación futuras para el periodo corriente (poniendo fin al supuesto de ilusión monetaria). Este ajuste rezagado de los salarios (*backward looking*) es lo que permite que exista un *trade-off* entre inflación y desempleo, sólo en el corto plazo. La actividad económica fluctúa alrededor de un nivel de producto considerado de equilibrio (aquel correspondiente con la *NAIRU*) y cuando el producto corriente se ubica por encima de ese nivel potencial (o la tasa de desempleo es menor que la *NAIRU*) surgen tensiones inflacionarias. Gráficamente, es el paso del punto *I* al *II*, desplazándose sobre la curva.

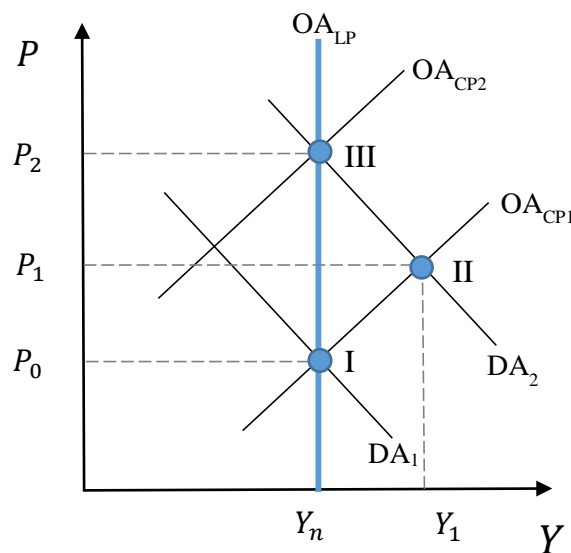


En el largo plazo, los salarios ajustarán adaptando expectativas de inflación y se llega un nuevo equilibrio pero con mayor inflación y con la tasa de desempleo retornando a su nivel natural (compatible con la *NAIRU*). De esta forma, el *trade-off* entre inflación y desempleo desaparece, la tasa de inflación se alinea con la tasa de interés y el producto es compatible con el potencial.

La incorporación de *expectativas racionales* al modelo por parte de Lucas, Sargent y Wallace, como se mencionó anteriormente, puso en duda la efectividad incluso en el corto plazo de la política monetaria para afectar variables reales. Por ejemplo, ante una política monetaria expansiva, los agentes lo anticiparían ya que conocen el modelo de predicción y forman sus expectativas en función del uso eficiente de la información disponible (*forward looking*). Por lo tanto, la inflación esperada por los agentes se anticipa a la

inflación efectiva del periodo, neutralizando aún en el corto plazo, los efectos de la política monetaria. De esta forma, vuelve a perder el rol protagónico como mecanismo de estabilización.

Por lo tanto, para que se cumpla la condición de neutralidad del dinero, los *shocks* sobre la demanda agregada deben ser anunciados y anticipados. Sin embargo, si el *shock* no es anunciado o es inesperado, el dinero puede tener efectos reales, violando la neutralidad, pero sólo en el corto plazo. Si los agentes esperan una inflación y forma expectativas, la autoridad monetaria puede generar una sorpresa monetaria y afectar temporalmente el nivel de empleo y de producto, dado que la economía retornará a su nivel de equilibrio de largo plazo, pero con un mayor nivel de precios. Gráficamente, es el paso del punto *I* al *II* y luego al *III*.



Sin embargo, la condición para que esos cambios anunciados y anticipados en la política monetaria no tengan efectos reales son dos: la primera, es que la autoridad encargada del manejo monetario posea credibilidad ante los agentes. La segunda, es que esos cambios anunciados sean efectivamente realizados y no se pretenda engañar a los agentes, es decir no debe existir sorpresas monetarias. La primera condición es bastante importante para la autoridad monetaria, ya que si posee credibilidad los agentes incorporaran los cambios anunciados en la oferta monetaria a sus expectativas reduciendo a cero los costos de la desinflación. En cuanto a la segunda condición, si la autoridad monetaria anuncia metas monetarias que realmente la autoridad va a cumplir, los agentes incorporan el anuncio a sus expectativas y el encargado de la política cumple su anuncio para evitar perder la credibilidad.

De lo anterior se puede deducir que la existencia de la posible incapacidad de la política monetaria previene a las autoridades monetarias de utilizar las sorpresas monetarias para generar impacto en el producto, debido a que si en un futuro se implementa un programa de estabilización de la inflación (como las metas de inflación), se puede incurrir en grandes costos sobre el producto. Así, la neutralidad desaparece en el corto plazo cuando la autoridad monetaria pretende explotar el *trade-off* entre inflación y desempleo y los agentes con expectativas racionales incorporan ese comportamiento en su conjunto de

información. En conclusión, un *shock* de oferta monetaria puede tener efectos diferentes que dependen de la credibilidad en la autoridad monetaria y de si lo ha sido anunciado o no. Queda claro entonces la importancia para los regímenes de meta de inflación de controlar la formación de expectativas, dado el impacto que tienen sobre la dinámica de precios.

Por lo anterior expuesto, la teoría monetarista sugiere realizar un seguimiento de reglas monetarias para evitar ese el problema e impedir que la política monetaria actúe como factor desestabilizador. Así mismo, en la implementación de metas de inflación será fundamental la delegación del control monetario a una institución independiente del control gubernamental, de forma de eliminar dudas respecto a su transparencia y credibilidad.

Dificultades para la adopción del régimen en países emergentes

Existen marcadas diferencias entre las economías de países emergentes y desarrollados. Sin lugar a dudas, las economías de los países desarrollados gozan de ciertas virtudes respecto al resto. Para mencionar algunas, las expectativas se hallan en proceso de estabilización general, el tipo de cambio tiene mayor estabilidad, el *pass-through* del tipo de cambio al nivel de precios es modesto, el Banco Central goza de credibilidad y ha construido una reputación, y la volatilidad del mercado cambiario no amenaza la estabilidad financiera. Por el contrario, las condiciones suelen ser menos virtuosas para los emergentes, por lo que no puede hacerse un análisis en profundidad del modelo de metas de inflación sin estudiar, aunque sea a grandes rasgos, las diferencias entre unos y otros, con el fin de determinar las diferencias existentes a la hora de implementar dicha política monetaria. Siguiendo a Taylor (2000): “*las condiciones de mercado en las economías emergentes pueden requerir modificaciones a la regla de política típica recomendada para economías con mercados financieros más desarrollados.*”

La mayor distinción entre estos países se presenta en la marcada debilidad de los marcos institucionales de los países emergentes. De acuerdo a Calvo (2000), quien se mantiene escéptico respecto al éxito de los regímenes de metas de inflación en países emergentes, otorgar discreción a los hacedores de política monetaria en un entorno de debilidad en las instituciones, puede desencadenar en pobres resultados macroeconómicos. Por el contrario, Mishkin (2004) considera las diferencias entre países desarrollados y emergentes e incorpora tres elementos fundamentales para alcanzar una implementación exitosa en esos países, como son el desarrollo de instituciones fiscales, financieras y monetarias. El autor destaca como principales diferencias entre desarrollados y emergentes la debilidad en las instituciones fiscales y financieras, la baja credibilidad por parte del público en la autoridad monetaria, la elevada dolarización de la economía (fundamentalmente de los préstamos dolarizados) y una alta vulnerabilidad a los flujos de capitales externos (principalmente a los eventos conocidos como *sudden stops*, en los cuales los capitales dejan de ingresar a emergentes).

Las características destacadas anteriormente para países emergentes son los desencadenantes de elevadas tasas de inflación y fuertes devaluaciones, lo que conduce a una persistente baja en la demanda de dinero doméstica. Es probable que la dolarización

de la economía se deba no solo a la experiencia inflacionaria, sino también a la necesidad de los Bancos Centrales de contar con divisas para que las industrias puedan ingresar al comercio internacional y a evitar grandes fluctuaciones del tipo de cambio. Este hecho, indujo a las autoridades monetarias a autorizar a los bancos a la conversión de la denominación de los depósitos a moneda extranjera, generando un exceso de dólares en el sistema financiero que evitaría una fuerte disparada del dólar ante una eventual corrida bancaria. Como contrapartida, el aumento de los depósitos en dólares habilita a los bancos a incrementar los préstamos en moneda extranjera, lo que aumenta el riesgo de crédito, insolvencia y morosidad de los deudores ante una eventual depreciación de la moneda local, hecho conocido en la literatura económica como *efecto hoja de balance*. Cuanto mayor sea la dolarización de la economía, mayor será el efecto hoja de balance, lo que lleva a que los países emergentes vivan lo que se llama un “temor a flotar” (“*fear of floating*”), que significa aversión a la libre volatilidad del tipo de cambio.

Como se mencionó anteriormente, otro fenómeno característico de estas economías son los *sudden stops*, los cuales suelen tener un fuerte impacto en la economía, en general ocasionados por “efecto contagio” en otro país emergente del mundo, pero que generan una fuerte fuga de capitales en busca de inversiones de menor riesgo (lo que se conoce en la jerga financiera como *flight-to-quality*). En ocasiones como esta, suele evidenciarse una fuerte caída en los activos de emergentes, una suba del riesgo país y afrontan serias dificultades para ingresar al mercado de capitales a tomar deuda. Una vez más, cuanto mayor sea la dolarización de la economía, mayor será el impacto de un *sudden stop*, aumentando la profundidad de la crisis.

Otra diferencia relevante se plantea en torno al grado de *pass-through* del tipo de cambio a la inflación doméstica. Las economías latinoamericanas son conocidas por su pasado inflacionario, viviendo incluso periodos de hiperinflación. En un régimen de flotación cambiaria, el tipo de cambio debe operar como el amortiguador de cualquier *shock* externo. En una economía con un alto grado de *pass-through*, las memorias del mal comportamiento en el pasado pueden hacer que la respuesta frente a un evento externo sea una tasa de inflación más alta.

El autor también destaca la importancia de la estabilidad fiscal como condición necesaria para controlar la inflación y, por lo tanto, para el éxito de las metas de inflación. De acuerdo a Sargent y Wallace (1982), los excesos fiscales ponen presión a la autoridad monetaria para que monetice el déficit fiscal, produciendo un rápido incremento de la base monetaria y de la inflación. Si el déficit fiscal es lo suficientemente grande, la política monetaria queda a merced del fisco, lo que los autores denominaron *dominancia fiscal*. En ese contexto, el régimen de metas de inflación corre serios riesgos, pudiendo implicar el abandono de la meta o una seria modificación de ella. Queda claro entonces que acabar con la dominancia fiscal es un prerequisite para el éxito del régimen, implicando un severo compromiso fiscal con la meta de inflación definida. Sin embargo, de ninguna manera la implementación de un régimen de metas inflación asegura una reforma y reducción fiscal.

Del mismo modo, se resalta la importancia de contar con un sistema financiero saludable para la adopción exitosa del régimen. Tener un sistema bancario débil es particularmente riesgoso, ya que, por ejemplo, una política monetaria contractiva que implique una suba

de tasa de interés podría poner en peligro al sistema financiero debiendo abandonar el régimen de metas. Al mismo tiempo, se incrementaría la fuga de capitales y las corridas bancarias, poniendo presión sobre el tipo de cambio con los efectos ya descritos que ello tiene. Como consecuencia, en caso de requerirse un rescate al sistema financiero por parte del Estado, lleva a un enorme aumento los pasivos del gobierno que deberán ser monetizados en el futuro, complicando el cumplimiento de la meta.

El déficit fiscal puede también poner en peligro al sistema financiero y bancario. En caso de que el déficit sea lo suficientemente grande, puede existir la necesidad del gobierno de confiscar los depósitos bancarios, como ha ocurrido en la Argentina en 2001 con la implementación del “*Corralito*”. La sospecha de que esto puede ocurrir, puede ocasionar una corrida bancaria, caída de los depósitos y una contracción de los préstamos al sector privado, generando una recesión económica. La insolvencia de los bancos genera una crisis sistémica, que como resultado trae aparejado el colapso de la moneda local, una profunda recesión económica y una fuerte inflación.

Mishkin sostiene que existen una serie reformas institucionales que los países emergentes pueden llevar a cabo para que conducir la política monetaria sea menos complicado evitar la inestabilidad del sistema financiero, como ser reforzar la regulación del sistema bancario, limitar los salvatajes del gobierno al sector financiero; reducir los incentivos a la dolarización de la economía y principalmente de los préstamos en moneda extranjera a los sectores no transables de la economía (los cuales sufrirían directamente ante una devaluación sobre el incremento de la nominalidad de sus pasivos); aumentar la apertura económica ya que, a mayor nivel apertura, menor será la devaluación requerida ante una crisis financiera que implique una fuga de capitales, suavizando el impacto sobre el nivel de actividad; asumir un compromiso institucional con la estabilidad de precios y, por último, garantizar la independencia del Banco Central.

Una mención aparte merece la elevada volatilidad del tipo de cambio que se presenta en economías emergentes, lo que las lleva a tener a las autoridades monetarias una seria preocupación respecto a su evolución y estabilidad. Debido a su historia reciente y a la baja credibilidad que existe en su capacidad de mantener bajo control a la inflación, es más probable que los países de mercados emergentes encuentren que las depreciaciones conducen a un aumento de la inflación como resultado del *pass-through* por importación de precios y una mayor demanda de exportaciones. Además, como se mencionó anteriormente, el aumento de la dolarización de la economía pone en alerta cualquier evento devaluatorio ya que pueden desencadenar una crisis financiera y económica.

Dado el potencial impacto devastador de la depreciación de la moneda en el sistema financiero y la posibilidad de que conduzca a una explosión de la inflación proporciona una razón para que los Bancos Centrales en países emergentes no persigan en forma transparente un objetivo respecto al tipo de cambio, incluso dentro de un régimen de metas de inflación. Con el fin de evitar fuertes depreciaciones de sus monedas, que puede destruir balances y desencadenar una crisis financiera, los bancos centrales de estos países pueden querer suavizar las fluctuaciones del tipo de cambio. Sin embargo, existe el peligro de que la política monetaria, dentro del régimen de metas de inflación, puede poner demasiado énfasis en limitar los movimientos de los tipos de cambio. Dicho efecto es, como ya se mencionó, lo que se conoce como “temor a flotar”.

Siguiendo a Mishkin (2004), el primer problema con poner un foco demasiado fuerte en la limitación de los movimientos del tipo de cambio es que se corre el riesgo de transformar el tipo de cambio en un ancla nominal que tiene prioridad sobre la meta de inflación. La búsqueda de dos objetivos nominales podría dar lugar a una situación donde se deba dar preferencia a un objetivo por sobre el otro, pero sin una clara señal de cómo se resolvería ese conflicto. Esto probablemente haría que la política monetaria sea menos transparente y obstaculice el logro de la meta de inflación.

El segundo problema en poner un foco demasiado fuerte en limitar las fluctuaciones del tipo de cambio radica en que el impacto sobre la moneda y el producto puede diferir completamente dependiendo del origen del *shock* que generó el movimiento. En función de ello, distinta será la forma en que deberá reaccionar la política monetaria. Si la moneda se deprecia debido a un efecto financiero, es probable que la inflación aumente y una respuesta adecuada para mantener la inflación bajo control es que las autoridades monetarias apliquen una política monetaria restrictiva elevando la tasa de interés. En los países emergentes con una elevada dolarización de la deuda, el endurecimiento de la política monetaria para evitar una fuerte depreciación puede ser incluso más necesario para evitar la inestabilidad financiera (por las razones antes mencionadas). Por otro lado, si la depreciación del tipo de cambio se produce debido a un *shock* real, el impacto es menos inflacionario, lo que justifica una respuesta de política monetaria diferente, pero incluso en este caso dependerá de la naturaleza del efecto. Un *shock* negativo en los términos de intercambio, que disminuye la demanda de exportaciones, reduce la demanda agregada y, por lo tanto, es probable que sea deflacionaria. En esta situación, la tasa de interés se debe reducir para contrarrestar la caída de la demanda agregada, y no aumentar.

En conclusión, para hacer frente a posibles problemas de inestabilidad financiera, pero mantener el enfoque en el control de la inflación, los Bancos Centrales podrían aumentar la transparencia de cualquier intervención en el mercado de cambios, dejando claro al público que el objetivo de la intervención es suavizar las "excesivas" fluctuaciones del tipo de cambio y evitar que sus efectos desestabilizadores impacten negativamente sobre los precios, y no impedir que el tipo de cambio alcance el nivel de equilibrio de mercado. Sin embargo, la continuidad y persistencia de las intervenciones, especialmente las no esterilizadas, probablemente sean menos transparentes y contraproducentes con el objetivo principal. En cambio, buscar suavizar las fluctuaciones del tipo de cambio a través de cambios en el instrumento de tasa de interés será más transparente e indica que el ancla nominal sigue siendo la meta de inflación y no el tipo de cambio.

Queda claro que el efecto del *pass-through* dependerá de la solidez y consolidación del modelo en esa economía. Después de un período sostenido de baja inflación logrado gracias al régimen de metas de inflación, el efecto del tipo de cambio en el proceso de formación de expectativas y prácticas de fijación de precios de la economía tenderá a disminuir. En este sentido, es probable que la fijación de metas de inflación ayude a limitar el traslado a precios del tipo de cambio a precios domésticos y a erradicar la idea de que un elevado *pass-through* es un limitante para el éxito de un régimen de metas de inflación.

SECCIÓN II: DESARROLLO

I. LECCIONES DE LA EXPERIENCIA EN CHILE Y BRASIL

Las metas de inflación en Chile

El Banco Central de Chile fue uno de los primeros en el mundo en adoptar una meta explícita y pública para la inflación anual en septiembre de 1990, aunque en sus primeros años el régimen implementado no cumplía con algunas de las características más relevantes que la literatura destaca para un esquema “tradicional”, debido a la presencia de un objetivo cambiario explícito que imposibilitaba la flotación de la moneda.

Su importante pasado inflacionario había llevado a una indexación en el mercado de bienes, financiero y de trabajo, como así también de los instrumentos de políticas, por lo que las alternativas eran limitadas. Una meta cambiaria no se mostraba como una opción posible debido a las fallidas experiencias durante las décadas del setenta y ochenta, producto de la vulnerabilidad a los *shocks* externos que la economía presentaba. Las metas de agregados tampoco parecían una salida viable motivo de la inestabilidad de la demanda de dinero que suele presentarse en países emergentes con mercados financieros en desarrollo.

Es importante enfatizar que el éxito del régimen de metas de inflación de Chile se ha basado en el desarrollo y empoderamiento de las instituciones requeridas. Debido en gran parte a las medidas adoptadas a raíz de la grave crisis bancaria de principios de los años ochenta (que costó más del 40% del PBI), Chile desarrolló regulaciones bancarias y prácticas de supervisión muy rigurosas. Como resultado, incluso durante la crisis del tequila de 1995, la crisis financiera mundial de 2008 y las actuales dificultades en América Latina, la solidez del sistema financiero chileno nunca ha sido cuestionada. Al mismo tiempo, son destacables también los controles a la entrada de capitales de corto plazo como otro factor de relativa estabilidad de la economía chilena en los años noventa.

Chile también ha trabajado en el desarrollo de instituciones monetarias fuertes. En 1989, se aprobó una nueva legislación que otorgó independencia a su Banco Central y estableció la estabilidad de precios como objetivo primario. De hecho, sólo endureció su régimen de metas de inflación con el tiempo, con el objetivo de inflación anunciado inicialmente siendo interpretado más como proyecto oficial de inflación que como blanco formal o “duro”. Sólo después de que el Banco Central ya tuviera algún éxito con la desinflación hacia 1994, las proyecciones de inflación se convirtieron en objetivos concretos, siendo el Banco Central responsable de cumplirlas.

Una de las características centrales de este esquema en Chile es que, a diferencia de otras experiencias, se destacó por su gradualidad en la implementación. El régimen chileno de metas de inflación incluyó una práctica que limitaba las fluctuaciones del tipo de cambio al tener un esquema de “bandas permitidas” (*Crawling Peg*) que estaba ligada a la inflación interna rezagada, dando cuenta del “temor a flotar” en la economía chilena, evento descrito previamente. Esta primera etapa, caracterizada por una “doble ancla” nominal, tuvo como motivación el control de las expectativas inflacionarias y la reducción

de los mecanismos de indexación imperantes reduciendo los costos de la convergencia a niveles bajos de inflación para fines de la década del noventa. Sin embargo, en lugar de flexibilizar la política monetaria frente a una caída de los términos de intercambio, el Banco Central subió bruscamente la tasa de interés e incluso generó una apreciación cambiaria. En retrospectiva, estas decisiones fueron un error: la inflación fue inferior a la meta y la economía entró en recesión por primera vez en la década de 1990. Debido a ello, el Banco Central fue objeto de fuertes críticas por primera vez desde que había adoptado el régimen, debilitando el apoyo a la independencia del Banco Central y la sostenibilidad del mismo. Hacia el año 2000, el Banco Central de Chile revisó su régimen de metas de inflación y redujo su enfoque sobre el tipo de cambio, pasando a una versión “dura” del régimen de metas de inflación con plena flotación cambiaria (conocido como *full-fledged inflation targeting*).

Para cumplir con sus objetivos inflacionarios, hasta 1995, la tasa de política monetaria era la tasa real de los pagarés del Banco Central chileno a 90 días de plazo. A partir de allí, la tasa interbancaria diaria operó como mecanismo de transmisión principal, con informes que anticipaban el accionar del banco.

Chile se encontraba entre los pocos países que adoptaron regímenes similares con tasas de inflación superiores al 26%. La idea principal era que el objetivo explícito inflacionario lograría reducir los mecanismos de indexación tan extendidos disminuyendo el costo de la estabilización. Como se muestra en el siguiente gráfico, hubo una reducción de la inflación desde niveles inicialmente altos hasta niveles bajos de aproximadamente el 3%, similares a los de los países industrializados. Durante la primera etapa, se observa una caída de la tasa de inflación anual a lo largo de todo el periodo. Debido al historial inflacionario del país, esta etapa sirvió para consolidar la credibilidad del régimen en su compromiso por la estabilidad de precios y le permitió con posterioridad inclinarse hacia una flexibilidad mayor.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central de Chile.

Los costos en términos de producto durante esta etapa de transición fueron inexistentes ya que durante gran parte de esta década, la economía chilena creció a tasas elevadas en niveles de pleno empleo, con algunos altibajos en 1999 producto de las crisis asiática y rusa, donde la economía entró formalmente en recesión y la tasa de inflación se ubicó por debajo de la meta. Estos resultados se explican por el accionar del Banco Central de Chile que con una política monetaria restrictiva incrementó la tasa de interés en 1998, combinado con una caída de los términos de intercambio y un menor flujo de capitales que produjo una caída del 1% del PBI en 1999. La tasa de desempleo alcanzó el 11% ese año, pero hacia el año 2000 la recesión estaba superada y los indicadores comenzaron a mejorar.

Como se mencionó anteriormente, a partir de 1999, el tipo de cambio se liberó y se adoptó un régimen de flotación cambiaria. La transición hacia un régimen “puro” había concluido y el Banco central anunció un objetivo fijo inflacionario para el año 2000 de 3,5% y para los periodos siguientes de 2% a 4 % a partir de 2001. La regla de política se orientó a la brecha entre inflación subyacente observada y la meta de inflación en el horizonte de política (24 meses).

Al parecer, la adopción de metas inflacionarias han contribuido a romper las expectativas de inflación (que a partir del año 2001 se encuentran de manera sistemática en torno al 3% anual), permitiendo la convergencia de Chile a niveles de inflación bajos y a reducir la influencia de la indexación, al mismo tiempo que la implementación de una meta fija por periodo indeterminado no incrementó la volatilidad en el producto. En líneas generales, la evidencia empírica muestra que la implementación de metas de inflación en Chile puede considerarse como una experiencia exitosa.

Desde el punto de vista fiscal, Chile se mostró con una posición saludable a lo largo de todo el periodo bajo análisis y hacen de este un país de excepción en comparación con el resto de la región. Previo a la implementación de las metas de inflación, la posición fiscal del gobierno era sólida y con el correr de los años se fue consolidando aún más. Durante el periodo de transición hacia el régimen “puro” si bien algunos indicadores empeoran, la situación se mantiene bajo control. A partir de 2001, como corolario de dicho proceso, la adopción de una regla fiscal específica sitúa a la política fiscal en una perspectiva de largo plazo.

La sólida situación fiscal previa a la implementación del régimen, permiten asegurar que la necesidad de financiamiento al fisco vía *impuesto inflacionario* era baja, por lo que Chile no se encontraba en dominancia fiscal. Dicha situación favoreció al rápido descenso de la inflación en los primeros años, consolidando la dominancia monetaria en el esquema macroeconómico chileno.

Chile implementa las metas de inflación con resultados fiscales que arrojaban un superávit de casi 2,5% del PBI. El motivo de ello es que en años previos había transitado por una etapa de estabilización a partir de la cual las cuentas públicas mejoraron considerablemente. Luego del gobierno de Salvador Allende, Chile comenzó una serie de reformas que se iniciarían en 1974. En este sentido, durante esta etapa, los controles de precios fueron eliminados, activos del sector público pasaron a manos privadas, el tipo de cambio fue devaluado iniciándose el esquema de *Crawling Peg*, y se iniciaron esfuerzos por hacer una política monetaria y fiscal contracíclica.

Desde 1974, se inició una reducción progresiva del gasto público seguido de incrementos en las tarifas de empresas públicas. Posteriormente, se emprendería una reforma del sistema de pensiones y seguridad social hacia un régimen de capitalización financiado por el estado en su transición, lo que implicaría inicialmente un aumento del déficit público producto de una pérdida importante de los recursos que ello significaba. Asimismo, producto de la recesión de principios de los ochenta, los ingresos se vieron erosionados y los gastos sociales se vieron incrementados. A partir de 1984 a 1986 un ajuste fiscal con reducción del gasto se llevaría a cabo al mismo tiempo que se ayudaba al sector financiero vía créditos del Banco Central a tasas subsidiadas.

El período previo a la implementación de metas de inflación se caracterizó por la estabilidad, con tasas de inflación muy inferiores a las presentadas en periodos anteriores (aunque elevadas) y un sector público consolidado, alcanzando superávit de 4% del PBI, como ilustra el siguiente gráfico.



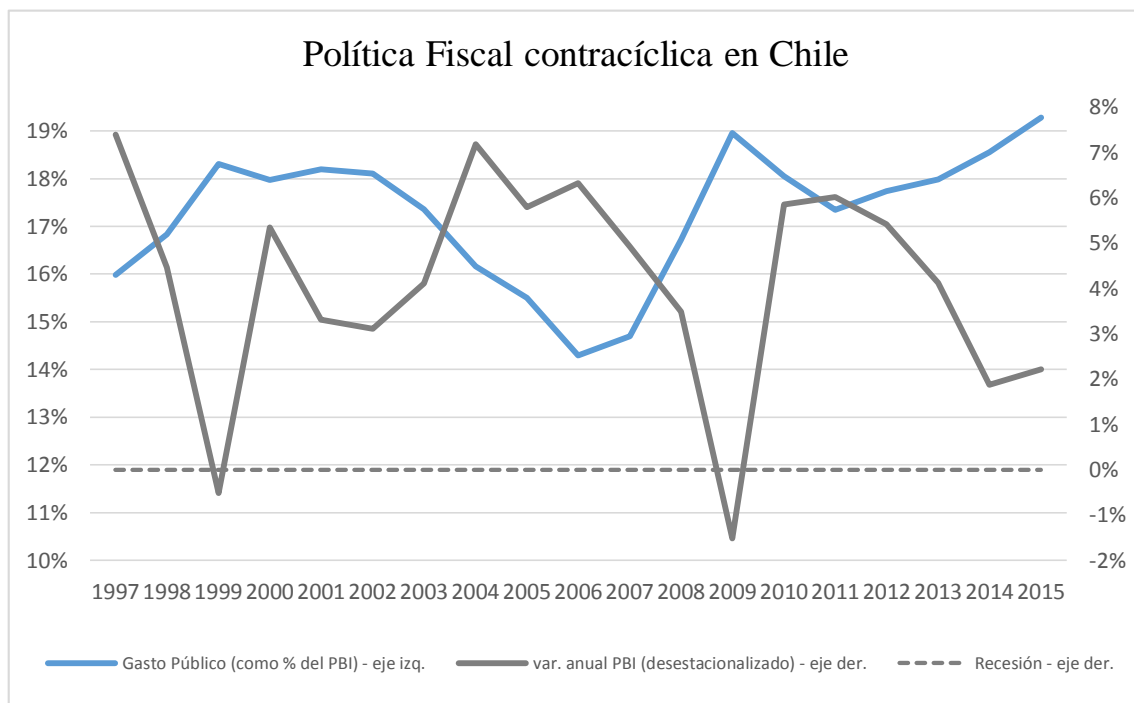
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central y la Dirección de Presupuestos de Chile.

A comienzos de la década de los noventa, durante el desarrollo de las metas de inflación, se insistió sobre el marco básico de los años previos y algunas reformas tributarias fueron realizadas. En este sentido, se aumentó la tasa del impuesto al valor agregado del 16% al 18% y se incrementó el impuesto a los ingresos personales. En ese período, los niveles de superávit se mantienen, aunque la tendencia a arrojar valores positivos solo se ve interrumpida en 1999 en un contexto de recesión.

Con el objetivo de restaurar la posición fiscal y el compromiso por políticas fiscales fuertes, las autoridades anuncian una regla de superávit estructural de 1% del PBI en el año 2000, que operaría a partir de 2001. El balance estructural del sector público, refleja el balance presupuestario que se produciría si el producto evolucionara de acuerdo a su tendencia y el precio del cobre fuera el de mediano plazo; es decir, es un balance ajustado

por el efecto cíclico de la actividad económica y del precio del cobre, con el fin de evaluar correctamente la situación fiscal del país aislandola de dichos efectos. Es importante destacar la importancia que tiene la fluctuación del precio del cobre en los ingresos fiscales del país, dado que Chile es el principal productor de este recurso en el mundo. Así, el balance estructural refleja el balance presupuestario que hubiese existido si la economía estuviera en su trayectoria de mediano plazo, aislando los factores estructurales. Por su carácter público y anunciado, esta regla provee de un ancla de credibilidad a la política fiscal, proveyendo de información a los agentes económicos que reconocen cual será la reacción de la política fiscal ante cambios en el entorno macroeconómico. Esto incrementa la credibilidad de la política fiscal, evitando aumentos en las tasas de interés de largo plazo o riesgo país, lo que agregaría elementos recesivos a la economía. Es importante destacar que una regla como la aquí expuesta tiene como objetivo principal evitar la prociclicidad de la política fiscal que primó en la década del noventa.

De esta forma, la política fiscal es contracíclica por definición ya que los ingresos fluctuarán con la actividad económica y la expansión del gasto será más suave siguiendo la evolución de la capacidad productiva de la economía, reduciendo la probabilidad de tener que realizar un ajuste fiscal violento en un futuro, tal como muestra el siguiente gráfico.

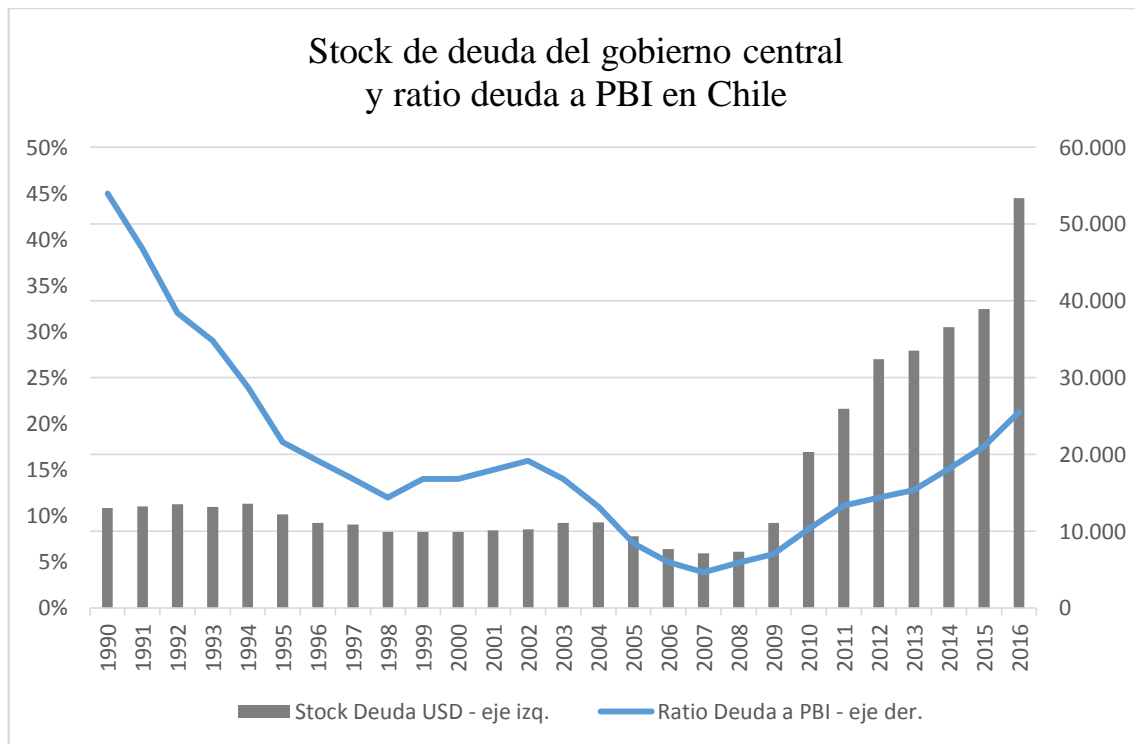


Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central y la Dirección de Presupuestos de Chile.

En términos estrictos, la política de balance estructural permitió fortalecer una tendencia a mitigar los efectos de la volatilidad del precio del cobre con la creación del Fondo de Estabilización del Cobre en 1985, cuyo objetivo era ahorrar los ingresos considerados transitorios provenientes del recurso en cuestión, otorgando libre disponibilidad para gastar aquellos considerados permanentes en base a un criterio establecido (esta medida

explica en parte los resultados fiscales positivos durante buena parte de las década del noventa).

Con respecto a la evolución de la deuda pública, los superávits fiscales desde fines de la década del ochenta y principios de los noventa, permitieron reducir la deuda del gobierno central desde niveles relativamente elevados a valores en torno al 5% del PBI sobre el final de la década de 2000, e incrementando en los últimos años debido a la desaceleración del crecimiento del producto. Esta tendencia, como se observa en el gráfico siguiente sólo es interrumpida con la desaceleración de la economía a partir de 1999 y de la crisis financiera mundial de 2008. El motivo de esta dinámica se explica por una combinación de factores macroeconómicos y fiscales, con una favorable evolución del precio del cobre a principios de los noventa y una tasa de crecimiento del producto por encima de su nivel tendencial que generaron las condiciones para la obtención de recursos que permitirán reducir la relación deuda-producto elevada heredada desde los ochenta. La tendencia se revierte a fines del año 1998 producto de que la crisis asiática representó una caída de los términos de intercambio y afectó negativamente el nivel de actividad. De todas maneras, el efecto de las peores condiciones macroeconómicas se vio reducido a partir del año 2000 por la vigencia de la nueva regla fiscal antes detallada, que redujo el crecimiento del gasto público. El siguiente gráfico permite ver la evolución del stock de deuda pública y del ratio de deuda a PBI de Chile en el período analizado.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central de Chile.

En resumen, previo a la implementación del régimen en 1991, Chile presentaba una posición sólida en materia fiscal con un superávit elevado. En cuanto a la deuda pública, los niveles en relación al PBI eran elevados, aunque estaba en marcado descenso producto de la política fiscal llevada adelante. Luego de la implementación de las metas, todas estas posiciones se ven consolidadas. La posición fiscal continuó con su tendencia en líneas

generales aunque los niveles de superávit se vieron reducidos en la década del 90 por una combinación de factores dentro de los cuales están los *shocks* externos sufridos y cierta prociclicidad del gasto público. Para remediar estas situaciones, la implementación de una regla fiscal de balance estructural fue la vía de escape elegida. Asimismo, los niveles de deuda pública llegan a niveles mínimos en relación al producto, mostrando una tendencia creciente en los últimos años desde la crisis de 2008 debido a la desaceleración en el crecimiento económico. Sobre lo expuesto, podemos decir que un régimen de dominancia monetaria primó con anterioridad al lanzamiento del régimen, con una consolidación del mismo luego de la implementación de las metas, lo que sumado a una alta transparencia y credibilidad sobre las instituciones financieras y monetarias permitió encausar a la inflación en niveles bajos en torno a las metas predefinidas.

Las metas de inflación en Brasil

Brasil implementó metas de inflación poco después de que el real colapsara en enero de 1999. El presidente del banco central, en cuanto realizó el anuncio, elevó la tasa de interés de política interbancaria 600 puntos básicos hasta alcanzar 45%. A mediados de año, el Presidente de Brasil emitió un decreto por el que se instrumentó el marco de metas de inflación, el cual incluía todas las características de un régimen “completo”: 1) el anuncio de metas de inflación plurianuales; 2) asignar al Consejo Monetario Nacional la responsabilidad de fijar los objetivos de inflación y los rangos de tolerancia sobre la base de una propuesta del Ministro de Hacienda; 3) dar al Banco Central de Brasil la plena responsabilidad de implementar las políticas necesarias para alcanzar los objetivos de inflación; 4) establecer procedimientos para aumentar la rendición de cuentas del Banco Central (específicamente, el presidente del Banco Central tendría que emitir una carta abierta al Ministro de Hacienda explicando las causas de la desviación, las medidas que se tomarían para eliminarla y el tiempo que tomaría para volver a ubicarla dentro del rango de tolerancia) y 5) tomar acciones para mejorar la transparencia de la política monetaria (publicando informes trimestrales acerca de la evolución de la inflación).

La adopción de metas de inflación por parte de Brasil no fue precedida por el desarrollo de reformas fiscales, financieras y monetarias que se mencionaron anteriormente como prerequisites. En primer lugar, la devaluación del real en 1999 puede atribuirse a la incapacidad del gobierno brasileño para poner en orden sus cuentas fiscales, lo que llevó a la moratoria en el pago de la deuda de algunos estados brasileiros. En ese sentido, se tomaron medidas para mejorar su situación fiscal acudiendo a un programa de financiamiento con el Fondo Monetario Internacional, pero todavía existían dudas sobre la durabilidad de dicha reforma. Por el contrario, sí es destacable la solidez de su sistema bancario al inicio del régimen, debido a que ya había sufrido una importante reestructuración tras la crisis bancaria de mediados de los noventa. No obstante, la independencia del Banco Central y el compromiso con la estabilidad de precios no eran del todo claros, por lo que fue necesario, como se mencionó anteriormente, un decreto presidencial y la confianza en el presidente del Banco Central.

Para sorpresa de muchos, la estrategia de metas de inflación parecía funcionar. Las metas iniciales se fijaron en 8% para 1999, 6% para 2000 y 4% para 2001, con un margen de tolerancia de 2%. Hubo un traslado a precios notablemente bajo con respecto a la

magnitud de la depreciación del real, la contracción del producto estaba contenida, no se le recortó el financiamiento externo y no hubo una corrida bancaria. En marzo de 1999, los precios de los activos comenzaron a recuperarse tras la crisis, el real empezaba a apreciarse y el Banco Central encontró espacio para bajar las tasas de interés bastante agresivamente (desde el máximo del 45% a menos del 20% en un período de siete meses). La inflación y el tipo de cambio se mantuvieron moderados hasta octubre, cuando la tasa de inflación mensual aumentó al 1,2% (el mayor incremento mensual desde junio de 1996), y el tipo de cambio cruzó levemente la por entonces "crítica" zona de los R \$ 2,00 por dólar. Como consecuencia, la inflación en 1999 alcanzó el 8,9% y se ubicó por encima del objetivo del 8% para el año pero dentro del rango de tolerancia del 2%. Durante el año 2000, la inflación siguió cayendo y cerró el año justo sobre la meta del 6%. Sin embargo, en 2001 la tasa de inflación superó el objetivo de inflación del 4% e incluso estuvo por encima del rango de tolerancia del 2%, llegando a un 7,7%.

La debilidad de algunos aspectos del marco institucional para la política fiscal y monetaria volvió a atormentar el régimen de metas de inflación en Brasil. En el período previo a las elecciones presidenciales de 2002, se temía que el candidato Lula Da Silva debilitara las instituciones fiscales y monetarias. Lula había hecho declaraciones que parecían indicar que una vez que se encontrara en el cargo estimularía a la política fiscal de forma expansiva y no tomaría medidas para evitar un posible incumplimiento de la deuda externa brasileña. También indicó que no mantendría en el cargo al por entonces presidente del Banco Central, por lo que el compromiso de Lula con la independencia de la autoridad monetaria, la estabilidad de precios y el régimen de metas de inflación estaba lejos de ser claro. Una vez electo presidente, la falta de confianza en Lula repercutió en los mercados, llevando a una fuerte depreciación del real y a un fuerte repunte de la inflación al 12,5%, que superó considerablemente la meta de inflación de 3,5% para 2002. El impacto de las elecciones brasileñas ilustra que la debilidad fiscal y monetaria pueden ser graves problemas para un régimen de metas de inflación.

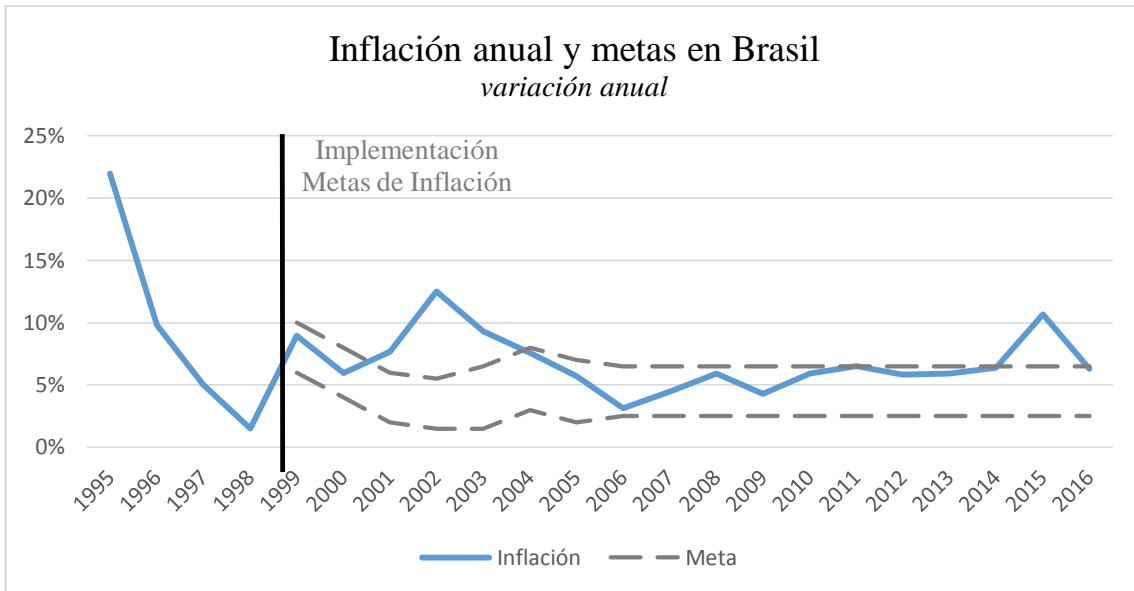
Sin embargo, la respuesta del gobierno brasileño y del banco central al desvío de la inflación por sobre las metas, ilustra que la fijación de metas de inflación puede ayudar a mantener la inflación bajo control y ocupar un rol preponderante en el proceso de formación de expectativas, frente a grandes *shocks* como lo fue la devaluación del real de 2002. Como se señaló anteriormente, bajo el decreto presidencial que dio origen a la fijación de metas de inflación, el Banco Central de Brasil debía presentar una carta abierta al Ministerio de Hacienda explicando las causas del incumplimiento de la meta y qué medidas se tomarían para volver a encarrilar la tasa de inflación. Dada la magnitud del desvío, su credibilidad estaba en juego. Ante tal situación, el Banco Central tuvo un desempeño excepcional, explicando cómo modificaría sus objetivos de inflación y el rumbo de la inflación en los próximos meses. En primer lugar, explicó por qué se produjo la devaluación del tipo de cambio e hizo estimaciones explícitas del tamaño del shock, su persistencia y la magnitud del traslado a precios. Estimó que el impacto sobre los precios regulados era del 1,7% y que la inflación inercial sería del 2,8%. Con estas estimaciones, se procedió a anunciar la corrección sobre el objetivo fijado anteriormente, ajustando la meta para el año 2003 al 8.5% ($4\% + 1.7\% + 2.8\%$). El objetivo ajustado se anunció entonces en la carta abierta enviada al Ministro de Finanzas, en el que se explicaba que la búsqueda del objetivo "no ajustado" anterior del 4%, podría implicar una pérdida de producción demasiado alta. Concretamente, se especificaba que de alcanzarse una

inflación del 6,5% en 2003, el impacto sobre el producto sería de una disminución del 1,6% del PBI, mientras que alcanzar el objetivo “no ajustado” del 4% provocaría un mayor descenso del PBI del 7,3%.

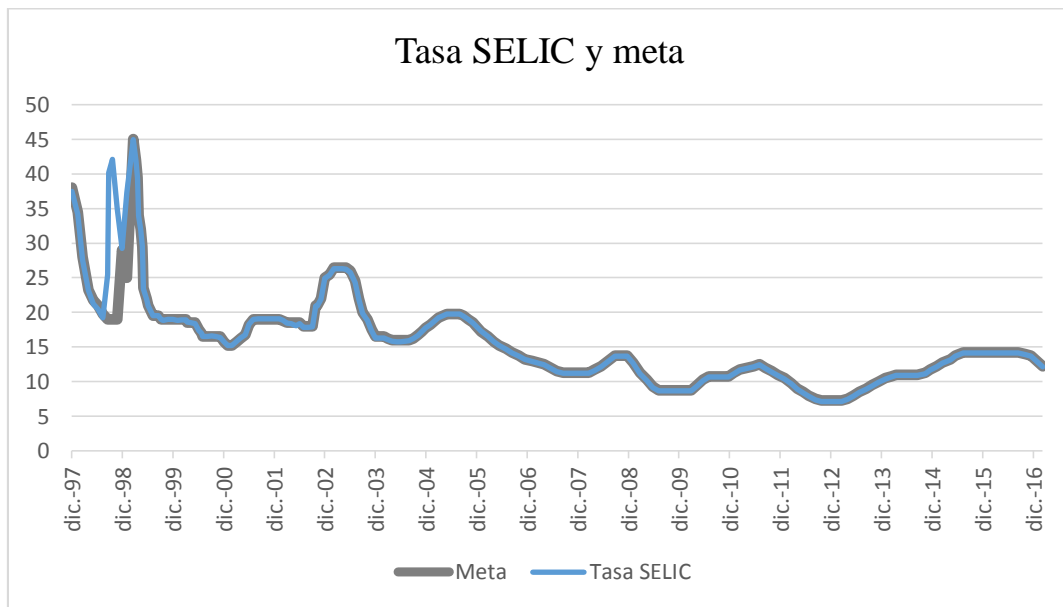
El procedimiento seguido por el Banco Central del Brasil ante el *shock* macroeconómico recibido que implicó un desvío de las metas inflacionarias, fue un verdadero éxito. En primer lugar, el procedimiento tuvo un alto grado de transparencia, tanto en justificar por qué se perdió el objetivo inicial de inflación, como también por cómo el Banco Central estaba respondiendo al shock y planeaba volver a su meta de inflación a más largo plazo. Este grado de transparencia fue fundamental en minimizar la pérdida de credibilidad sobre la meta perdida y la necesidad de ajustar nuevamente la meta de inflación a corto plazo. En segundo lugar, el Banco Central reconoció que no ajustar la meta de inflación no era creíble porque el mercado y el público en general reconocían claramente que la inflación superaría el objetivo inicial. Por lo tanto, ajustar el objetivo era absolutamente necesario para mantener la credibilidad sobre el Banco Central. Por último, el Banco Central demostró que no sólo se preocupa por controlar la inflación, sino que también tiene en cuenta el impacto sobre el nivel de actividad, al argumentar que la búsqueda de la meta predefinida implicaría importantes pérdidas sobre la producción.

El resultado de este accionar fue muy favorable sobre el nivel de inflación en adelante. Después del repunte inicial, la tasa de inflación y las tasas de interés bajaron rápidamente. Desde su nivel de 12,5% en 2002, la tasa de inflación cayó al 9,3% a finales de 2003, que estaba dentro del margen de tolerancia para la meta de inflación ajustada del 8,5%. A partir de allí, Brasil mostró un sólido cumplimiento de las metas de inflación por casi una década, siempre ubicándose dentro de las bandas de tolerancia aceptadas. La tasa de interés interbancaria (SELIC) también ha caído desde 26.5% en junio de 2003 a 16.3% en febrero 2004, con algunas oscilaciones pero relativamente estable en el tiempo y siempre comportándose como la meta prefijada, como ilustran los siguientes gráficos.

La excepción al cumplimiento de la meta se da en los últimos años, en los que los desequilibrios fiscales vuelven a tener un rol preponderante. El elevado peso la deuda pública (cerca al 50% del PBI), como muestran los gráficos, llevaron a que durante todo el período bajo análisis el superávit primario se vuelva deficitario al incorporar los intereses de la deuda. La dificultad para en el cumplimiento de la meta ilustra que la dominancia monetaria no es condición suficiente para el éxito del régimen de metas de inflación si el déficit fiscal es persistente.



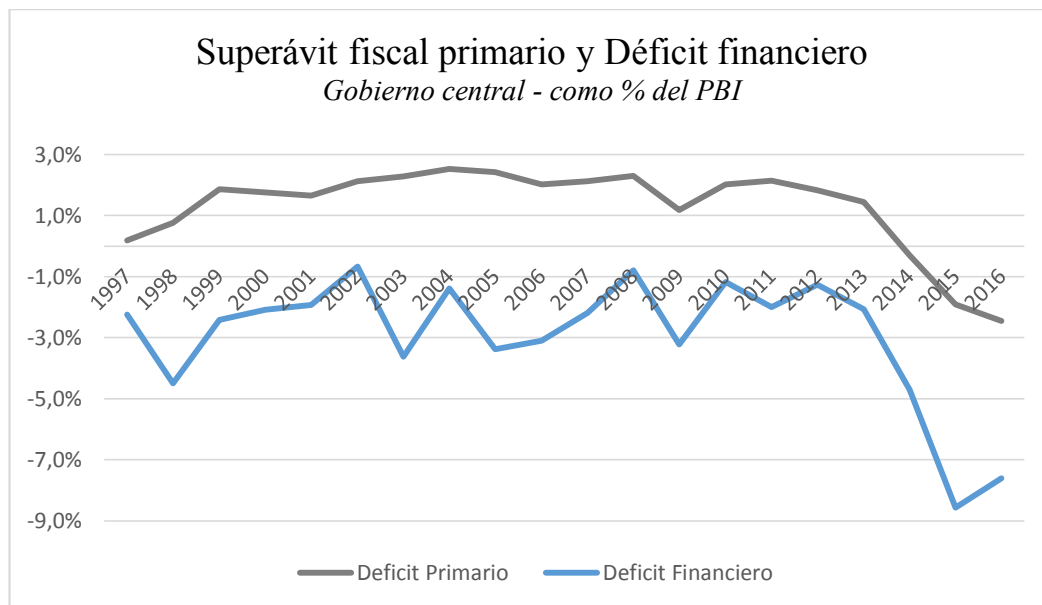
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central de Brasil.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central de Brasil.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central de Brasil.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Tesoro Nacional de Brasil.

SECCIÓN II: DESARROLLO**II. TRADICIÓN INFLACIONARIA: UN RECORRIDO POR
NUESTRA HISTORIA RECIENTE⁵*****La restricción externa: los ciclos de stop and go***

Entre fines del siglo XIX y principios del XX, la economía argentina se centraba en la exportación de productos agropecuarios y la importación de manufacturas europeas, ubicándola en el selecto grupo de países ricos de la época. En ese período, las crisis económicas solo se daban como resultado de *shocks* externos que afectaban el comercio internacional o los flujos de capital. En la primera mitad del siglo XX, la Primera Guerra Mundial y la Crisis de los años 30 fueron ejemplos de ello. En ambos casos, la fuerte contracción del comercio internacional afectó las exportaciones y dificultó la importación de bienes manufacturados, lo que contrajo el nivel de actividad. Estos hechos, revelaron los problemas de una economía fuertemente dependiente del comercio internacional y dejaron en evidencia la fuerte vulnerabilidad externa que caracterizaba al país por aquel entonces.

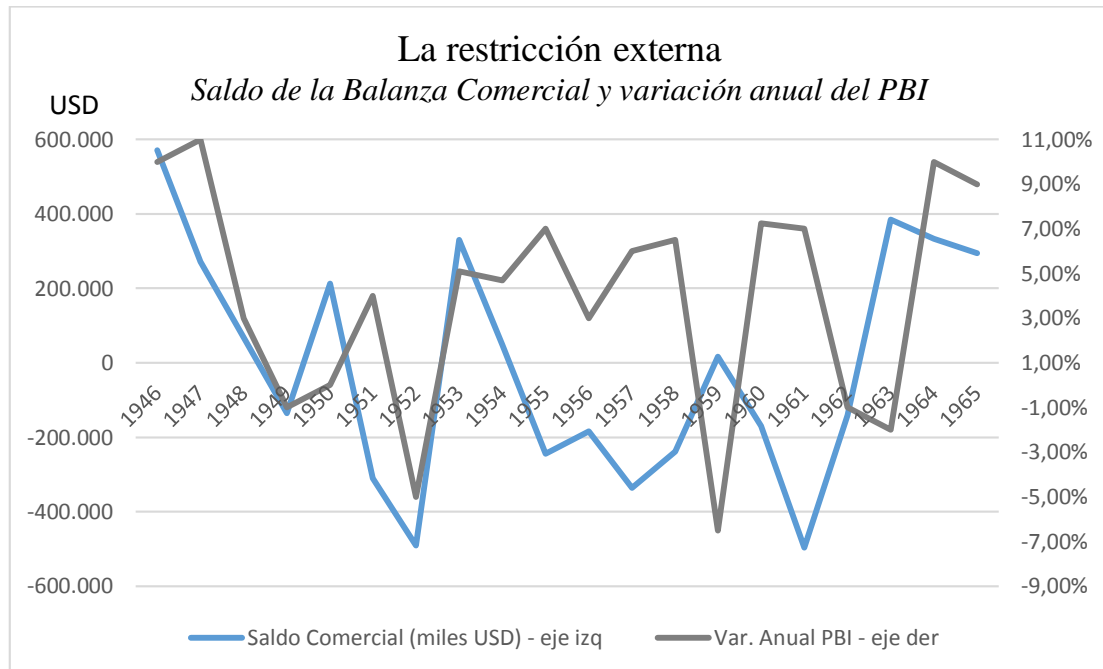
Luego de los años 30, los países europeos se volvieron más proteccionistas, reduciendo el comercio internacional y obligando a las economías de América Latina a “mirar hacia adentro”. En ese contexto, no hubo más alternativa que pasar del sector agropecuario al industrial y de los mercados europeos a los internos: se dio inicio al período conocido como *Industrialización por Sustitución de Importaciones* (ISI), en el que la industria comenzó a abastecer al mercado interno y superó al agro como el sector más dinámico del país.

Sin embargo, la vulnerabilidad externa a los *shocks* internacionales fue reemplazada por restricción externa, dado que gran parte de las industrias que se desarrollaron en el país dependían de insumos y capitales importados y, dado que no eran industrias de exportación, dependían de las divisas que generaba el agro para realizar esas compras al exterior. Entonces, la actividad empezó a estar fuertemente relacionada al resultado que arrojaba la balanza comercial. Mientras las exportaciones superaban a las importaciones, entraban divisas al país que podrían utilizarse para la industria. En el caso contrario, las divisas escaseaban y la actividad se estancaba. Como se ve, el nivel de reservas internacionales (restricción externa) se volvió un determinante de los ciclos económicos y dio origen al período que se conoció como *stop and go*.

En nuestro país, este período de crisis de balanza de pagos que sufrió en forma recurrente se ubica entre el año 1946 y 1976. En general, en este tipo de fenómeno el principal problema es una inconsistencia entre un tipo de cambio fijo, por un lado, y una política monetaria y fiscal expansiva por el otro. El tipo de cambio fijo no puede mantenerse indefinidamente con una elevada inflación y si los precios y los salarios suben permanentemente, se genera una inconsistencia con un final anunciado: una devaluación.

⁵ La información contenida en esta sección se basa en Ferrer, A. (2013), Kiguel, M. (2015) y Rapoport, M. (2008).

Las crisis cambiarias (como también se las conoce a las que caracterizaron este período) surgían durante los años de expansión (o del *go*), en los que había un exceso de gasto público y un alto nivel de actividad estimulada por la emisión monetaria. Con la economía en expansión subían los precios y los salarios, se encarecía el país en dólares y se perdía competitividad, con lo que aumentaban las importaciones y se deterioraba el saldo de la balanza comercial del balance de pagos, con la consecuente caída de reservas internacionales. En algún momento, las reservas alcanzaban niveles mínimos que ya no permitían el normal pago de las importaciones y los créditos externos, lo cual generalmente desencadenaba en un ataque especulativo sobre el nivel de tipo de cambio, lo que llevaba a que la devaluación fuera inevitable.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC).

La respuesta de política económica para contrarrestar la sobre-expansión y el recalentamiento de la economía, la pérdida de competitividad y la caída de reservas internacionales, representa lo que comúnmente se conoce como “ajuste”. Consiste, por un lado, en devaluar para mejorar la competitividad con un tipo de cambio más alto y, por el otro, reducir el déficit fiscal mediante una combinación de descenso del gasto público y de aumento de la presión tributaria para bajar la demanda y buscar controlar la inflación y disminuir las importaciones. También, generalmente, estas medidas iban acompañadas de subas de tasas de interés para contener la demanda agregada y para incentivar la entrada de capitales y dólares, ya que mejoraba el rendimiento de los activos en pesos (lo que se conoce como *carry trade*). De esta forma, se lograba poner un freno a la expansión. Los ajustes eran recesivos, porque la política económica justamente buscaba frenar el nivel de gasto público, mientras que la devaluación ayudaba a bajar los costos en dólares, aunque también impactaba negativamente sobre los salarios medidos en dólares. Sin embargo, también ayudaba al sector exportador y, en ese sentido, favorecía a la reactivación de la industria y de las economías regionales, aunque con impacto en el mediano plazo; en el corto plazo no alcanzaba para compensar el impacto recesivo de las políticas monetarias y fiscales contractivas.

Cada vez que el país comenzaba a crecer, lo golpeaba una nueva secuencia de recesión, seguida de devaluación y de ajuste. Con una economía que oscilaba cada tres años en promedio entre recesión y expansión, se tornaba cada vez más complejo lograr el extraordinario crecimiento previo a la Crisis del 30. Durante los casi veinte años del periodo del *stop and go*, el desarrollo económico argentino permaneció prácticamente estancado y creció muy por debajo del de sus pares de la región.

Vale la pena remarcar que durante este período se empezaron a gestar una combinación de hechos que se repetirían a lo largo de toda nuestra historia reciente, formando parte de lo que parecieran ser características estructurales de la macroeconomía argentina: inflación, devaluaciones, préstamos con organismos multilaterales e inestabilidad política.

El primer y segundo gobierno de Perón

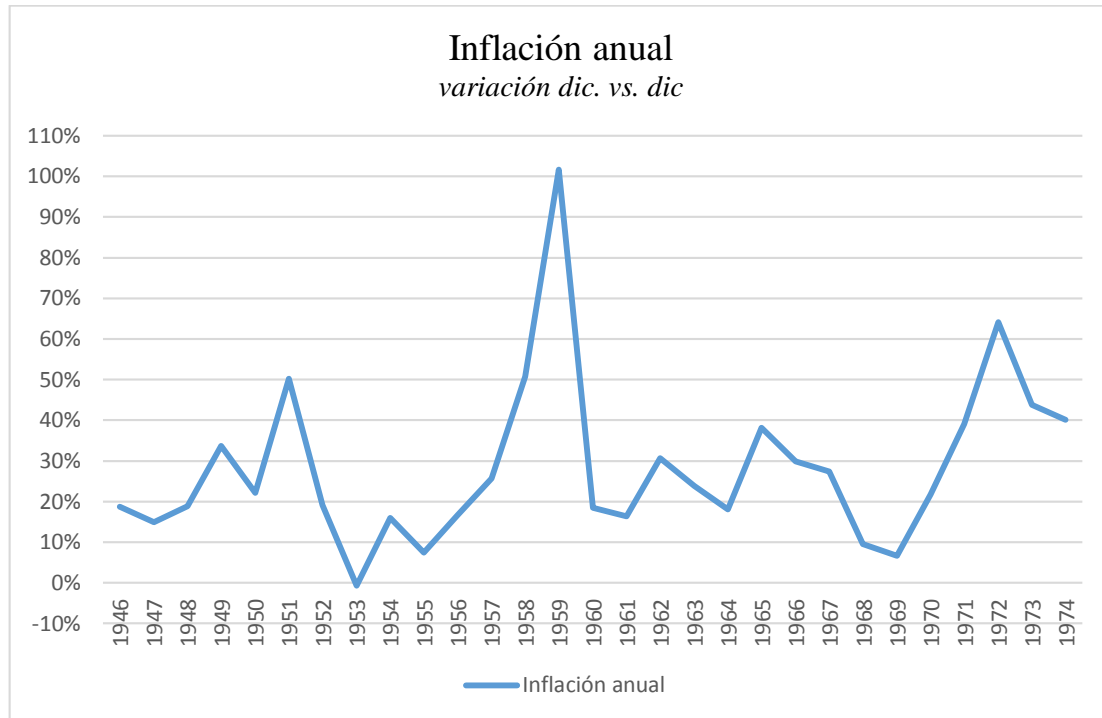
En 1946 Juan Domingo Perón asume la presidencia, y desde sus inicios su política económica (*Primer Plan Quinquenal*) apuntó a una rápida distribución del ingreso en favor de los trabajadores y de los empresarios industriales: utilizando una fuerte expansión monetaria y fiscal, se le otorgó poder a los sindicatos para que negociaran salarios reales más altos, se aplicaron políticas heterodoxas de control de precios y congelamiento de tarifas públicas y una política en favor de créditos para el consumo. Por otro lado, en el frente internacional, el gobierno apostó a la industria local y al mercado interno y relegando al campo, argumentando que la crisis que se vivía en el mundo tras la Segunda Guerra Mundial haría muy lenta la recomposición del comercio internacional. Por tal motivo, se adoptaron medidas como la nacionalización del comercio internacional y la protección de la industria nacional mediante restricciones a las importaciones.

Sin embargo, el *Plan Marshall* puso fin a la crisis europea y se empezaron a sentir a nivel local las consecuencias de las decisiones contrarias al nuevo panorama internacional: caída de exportaciones y una mala cosecha arrojaron un déficit comercial, caída del Producto Bruto Interno (PBI), aumento de la inflación del 30% y salarios reales que cayeron. Como consecuencia, hubo menos divisas disponibles para financiar el gasto, mantener el tipo de cambio y suministrar las importaciones necesarias para alimentar la industria.

La caída de los salarios reales y el estancamiento del sector industrial y del agro llevaron a un fuerte clima de conflictividad social, lo que obligó al gobierno peronista a anunciar en 1952 un plan de ajuste conocido como *Plan de Emergencia Económica*, poniendo fin al ciclo expansivo y dando inicio a un duro período de austeridad. Los principales objetivos del plan eran reducir la inflación y resolver el déficit comercial. Para el primero, se implementó una reducción del gasto público y se endureció la política monetaria. Para el segundo, se alentaron las exportaciones y el gobierno mantuvo el monopolio del comercio exterior. De esta forma, con las medidas adoptadas, se daba un golpe de timón en el modelo económico adoptado por el peronismo desde que asumió en 1946.

A pesar del duro costo social, el plan fue exitoso y la recuperación se dio en forma rápida. La inflación cayó de casi 50% en 1951 a casi 0% en 1953, los salarios volvieron a crecer

y a estimular la producción interna y se logró revertir el déficit de balanza de pagos, con superávit en los años 1953 y 1954.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC).

La Revolución Libertadora

El *Segundo Plan Quinquenal* que inició en 1953 durante el segundo gobierno de Perón, debió ser interrumpido en 1955 por el golpe militar de la autoproclamada *Revolución Libertadora*. Ésta consideraba responsable al peronismo del mal manejo económico y lo mantuvo proscripto. Sin embargo, muy pocos fueron los cambios en materia económica que el gobierno de turno llevó a cabo en los dos años y medio que estuvo en el poder. La tensión social que se vivía por ese entonces impidió que el gobierno de facto pudiera realizar un fuerte ajuste económico (devaluación y unificación cambiaria) y, por el contrario, se mantuvo la emisión monetaria y como consecuencia la inflación retornó a los dos dígitos (26% en 1957) y el déficit comercial iba en aumento con importaciones creciendo más rápido que las exportaciones, lo que debió ser financiado con préstamos de corto plazo del Fondo Monetario Internacional (FMI) y otros organismos internacionales.

El gobierno de Frondizi

En 1958 Arturo Frondizi gana las elecciones por la Unión Cívica Radical Intransigente y asume la presidencia de la nación. Su principal aporte en materia económica era el intentar poner fin a la restricción externa con un plan enmarcado dentro de la corriente de pensamiento llamado desarrollismo, que buscaba la sustitución de importaciones pero con la creación de la industria pesada con eslabonamiento hacia atrás. Es decir, una industria pesada que se alimentara con energía, insumos y máquinas de producción local. Para

lograrlo, el Estado tendría que estimular ciertas industrias estratégicas para ahorrar divisas y alentar al campo para que aumentara su disponibilidad.

Entre los problemas que enfrentó el gobierno para la implementación del plan se destacan la necesidad de contar con grandes cantidades de capital extranjero para el desarrollo de la industria (lo que era contrario a la bandera nacional-popular del partido al que representaba), el bajo nivel de reservas internacionales, el déficit comercial y la inflación superior al 25%. A pesar de ello, al inicio de su mandato la economía evidenció un fuerte crecimiento del 6%, traccionado por una suba del 60% de los salarios, de oferta de créditos a la industria y del gasto público. La expansión económica se financió con emisión monetaria del 40% y, como siempre, sus consecuencias dijeron presente en forma temprana. El déficit fiscal alcanzó el 8% del PBI en 1958 y en el año siguiente la inflación superó el 100%. El crecimiento económico impulsó las importaciones y presionó sobre el déficit comercial, lo que llevó nuevamente a restringir las importaciones.

Para 1959, ese nivel de crecimiento se tornaba insostenible, lo que llevó al gobierno a implementar un plan de ajuste ortodoxo conocido como *Plan de Estabilización*. El diagnóstico que llevaba a dicha implementación era que Argentina se encontraba gastando por encima de sus posibilidades, generando un déficit fiscal y comercial que desalentaba la inversión y, dado que la expansión económica era financiada con emisión, generaba inflación, deuda y agotaba las reservas internacionales. En ese marco, el plan tenía como objetivo reducir el nivel de gasto público, la devaluación del peso y unificación del tipo de cambio, se sinceraron las tarifas de servicios públicos y la reducción de subsidios al sector privado y se produjo una contracción monetaria a través de aumentos de encajes bancarios para contener la inflación. Como resultado de estas medidas de ajuste, el PBI cayó 6% en 1959, el peso sufrió una devaluación del 50%.

El ajuste fue efectivo, y para fines de 1959 comenzó la recuperación económica, el tipo de cambio se apreció levemente, la inversión extranjera empezó a llegar incentivada por el aumento de la confianza y la inflación bajó. Para generar mayor confianza, se instauró un tipo de cambio fijo. En 1960 y 1961, la economía creció por encima del 8% por año y el déficit fiscal cayó al 2,3% en 1960. Sin embargo, una mala cosecha en 1961 provocó un nuevo estancamiento de la economía en 1962 y caída en 1963. Además, se evidenció una fuerte fuga de capitales externos debido a la inestabilidad económica y política, hubo un aumento de salarios que dieron lugar a un repunte de la inflación y de las importaciones, impactando nuevamente sobre la balanza comercial y el nivel de reservas internacionales. Todo ello, dio cuenta de las dificultades que afrontó el desarrollismo de Frondizi en resolver el problema de la restricción externa que imperó durante los años del *stop and go*.

En 1962, un nuevo golpe militar destituye a Frondizi y la Corte Suprema designa a José María Guido como Presidente de la Nación. Como era de esperarse, el programa económico de Guido era de corte liberal y ortodoxo. Sus principales medidas para reducir el déficit fiscal y contener la inflación fueron la libre flotación del tipo de cambio (lo que provocó una devaluación) y se puso un freno a la expansión monetaria con una política fuertemente contractiva (sin resultados sobre el nivel de inflación). En 1963 se evidenció una recesión, junto con un desempleo del 9% y una caída de la producción industrial y de

los salarios reales. El presidente hizo un llamado a elecciones presidenciales que proclamó ganador a Arturo Illia en 1963.

El gobierno de Illia

En el plano económico, el gobierno de Illia priorizó la reactivación de la economía por sobre la estabilización y el balance fiscal. Tomó medidas de corte keynesiano destinadas a reactivar la demanda y el empleo, otorgó créditos a industrias que generaban empleo y ahorraban divisas usando pocos insumos importados y generó un aumento de salarios que empezaron a crecer por encima de la inflación en 1964. La reactivación económica fue muy exitosa: el PBI creció a una tasa promedio del 5% durante su presidencia, la inflación se mantuvo entre el 20% y 40% y el déficit fiscal cayó del 6% en 1963 al 1,7% en 1967. Por otro lado, para atacar el problema de la restricción externa, la novedad en materia económica fue una implementación en relación al tipo de cambio, proponiendo un sistema de micro-devaluaciones programadas acordes al nivel de inflación que gradualmente ajustarían el tipo de cambio al valor de las monedas extranjeras. Dicho sistema se conoce como *crawling peg*, y ha sido exitoso en arrojar saldos superavitarios de balanza comercial durante todo su mandato, ya que otorgaba cierta estabilidad del poder de compra de la divisa y volvía predecible los ingresos para los exportadores, dándole incentivos al agro para volver a invertir y aumentar la producción. De esta forma, se pudo escapar a los cuellos de botella que imponía la restricción externa con su impacto en el nivel de actividad y poner fin a los ciclos de *stop and go*.

La Revolución Argentina

Factores sociales más que económicos derrocaron al gobierno radical de Illia en 1966, tomando el poder la llamada *Revolución Argentina*. El programa económico, enmarcado en el *Plan Krieger Vasena* (en honor a su ministro de economía), estaba orientado a beneficiar al empresariado extranjero, en lugar del sector ganadero como solían hacerlo anteriores experiencias del mismo origen ideológico. Su política económica difirió en varios aspectos principales de las tradicionales políticas liberales de ajuste apoyadas en devaluaciones masivas, la transferencia de ingresos al agro, la restricción del gasto público y la oferta monetaria y la caída de salarios reales. La estabilidad cambiaria dio incentivos a aumentar las exportaciones, se verificó un ingreso de capitales al país por las elevadas tasas de interés, se bajó la inflación del casi 30% en 1967 al 7% en 1969 gracias a la suspensión de los convenios colectivos de trabajo y de aumentos de salarios y al congelamiento de tarifas y hacia ese año el producto crecía al 8% gracias a la expansión de la inversión pública. Sin embargo, la alta conflictividad social de la época con hechos como el *Cordobazo*, daban cuenta del descontento social a pesar de que las reservas internacionales hubieran aumentado, el crecimiento del producto y la contención de precios.

Para 1970 se empezaban a pagar los costos de beneficiar únicamente al sector industrial y financiero, con una baja en la inversión del ciclo ganadero, que redujo la oferta de carne disparando su precio, con el peso que ella tiene sobre el nivel general de precios. Con un tipo de cambio anclado y suba de precios, la pérdida de competitividad reflejó una balanza

comercial deficitaria, sumado a la liberalización de importaciones, al estancamiento de exportaciones y la fuga de capitales que potenciaron este fenómeno dejando en evidencia una vez los límites que impone la restricción externa, llevando a una nueva crisis de balanza de pagos. Para mediados de ese año, las Fuerzas Armadas resolvieron el relevo del general Onganía por el general Levingston.

Durante la gestión del nuevo presidente, frente a la crisis del sector externo se produjo una devaluación de la moneda y se trató de compensar sus efectos sobre el nivel de precios mediante la reducción de los recargos de importación y se elevaron las retenciones a las exportaciones. Al mismo tiempo, se desarrolló una política monetaria restrictiva para evitar la presión sobre el tipo de cambio, crecientemente comprometido por el deterioro del balance de pagos y las expectativas de recesión económica. Los salarios sufrieron nuevos recortes y se mantuvo un alto nivel de conflictividad social. Bajo el efecto de disminución de las exportaciones y la debilidad de la inversión y el consumo privado, el nivel de actividad productiva disminuyó su tasa de crecimiento. A su vez, la tasa de inflación dio un salto drástico alcanzando un nivel de 22% hacia fin de 1970. Para el final de 1972, terminado el período de facto de la Revolución Argentina al mando del general Lannusse, la tasa de inflación anual rondaba aproximadamente el 65%.

Tercer gobierno de Perón

La tensión social obligó al gobierno militar a llamar a elecciones, aunque manteniendo la prohibición a Perón a presentarse como candidato. Héctor Cámpora ganó las elecciones en 1973 por el partido Justicialista, a la espera del regreso de Perón a la Argentina y de unas nuevas elecciones presidenciales ese mismo año que darían comienzo a su tercer mandato veinte años más tarde. Ya en el poder, su política económica buscaba, al igual que años atrás, mejorar la distribución del ingreso a través de fuertes aumentos en los salarios nominales, como también favorecer el consumo y el desarrollo de la industria nacional y del mercado interno, recurriendo a políticas proteccionistas con la sustitución de importaciones y créditos subsidiados para el desarrollo de la industria nacional. Una vez más, el populismo económico buscaba el crecimiento económico de corto plazo con una receta conocida: política monetaria y fiscal expansiva, tipo de cambio fijo y atrasado, tarifas de servicios congeladas y controles de precios. Sin embargo, la Argentina y el mundo ya no eran lo que fueron cuando el general Perón llegó al poder por primera vez en 1946. El triunfo de 1973 coincide con la primera crisis internacional del petróleo, el abandono de las paridades fijas establecidas por *Bretton Woods*, el fin del *período dorado* de la economía mundial y la progresiva sustitución del paradigma keynesiano y del *Estado de bienestar* por el enfoque *neoliberal*.

En un primer momento, el fuerte impulso que recibió la demanda agregada se tradujo en un proceso de alto crecimiento económico con baja inflación (gracias a los controles de precios y tipo de cambio estable) y con un nivel de reservas estable (gracias a las buenas cosechas y los altos precios internacionales de las exportaciones argentinas). Sin embargo, como era de esperarse, los desequilibrios macroeconómicos no tardaron en llegar: en 1975 el déficit fiscal creció hasta el 12,9% del PBI, la emisión monetaria creció al 140% anual (y ya no era efectiva para aumentar la producción, sino que generaba inflación) y el aumento de los salarios reales llevó la capacidad de compra de los

trabajadores por encima de su productividad. Al cabo de un tiempo, comenzaron a escasear las reservas internacionales, lo que forzó al Banco Central a administrarlas a discreción, surgiendo el mercado paralelo de dólares con una amplia brecha respecto a su cotización oficial. Como sucedía en el período del *stop and go*, el ciclo económico expansivo se vio una vez más restringido por la restricción externa.

Tras la muerte del general Perón, asumió la presidencia su esposa y vicepresidente María Estela “Isabelita” Martínez de Perón. Su ministro de economía, Celestino Rodrigo, implementó un plan económico en 1975 conocido como *Rodrigazo*. Dicho plan era de carácter ortodoxo tradicional, el cual buscaba poner fin a la caída de reservas internacionales y reducir el déficit fiscal para el cual ya no se contaba con financiamiento. El paquete de ajustes incluía una devaluación del 100% del tipo de cambio, un impuesto sobre el tipo de cambio para viajes al exterior, un fuerte ajuste de tarifas de nafta, electricidad, gas, transporte y una suba de tasas de interés. Al mismo tiempo, proponía poner un techo a los salarios suspendiendo las paritarias y dictando la conciliación obligatoria para aumentos de sueldo. La combinación de devaluación más suba de tarifas para reducir el déficit fiscal, resultó en un fuerte aumento de precios y una gran caída del salario real. La Argentina vivió lo que hasta aquel entonces era su tasa de inflación más alta de la historia: 350% anual. El fuerte impacto del ajuste sobre el salario real provocó que los trabajadores, quienes habían sido los principales aliados y beneficiarios de los gobiernos peronistas, se volvieron en contra de las medidas de ajuste.

El Proceso de Reorganización Nacional

La muerte de Perón y la poca legitimidad política y respaldo social de “Isabelita”, sumado a la recesión económica y el clima de violencia que se vivía en aquel entonces, fueron la combinación que desencadenó en la toma del poder por la fuerza por parte de la dictadura militar el 24 de marzo de 1976. El *Proceso de Reorganización Nacional*, como se autodenominó, enfrentó una economía en crisis, con problemas de balanza de pagos, con tipos de cambio múltiples y controles cambiarios que generaban importantes distorsiones en la determinación de los precios, una inflación que rondaba el 350% anual y un pobre desempeño del nivel de actividad. En ese contexto, la política económica del gobierno militar aplicó un giro desde la heterodoxia hacia el neoliberalismo, corriente surgida en las ideas desarrolladas por Milton Friedman y la Universidad de Chicago y que estaba tomando fuerza en los países de la región con las dictaduras en Chile en 1973 y Uruguay en 1974. Los ejes principales de su política se enfocaban en la estabilización de los equilibrios fiscales, monetarios y externos, en contraste con el mal manejo de las cuentas fiscales, la expansión monetaria y el estrangulamiento externo del populismo; la apertura comercial, en contraposición con el proteccionismo y la sustitución de importaciones; la liberalización financiera, opuesta a la represión financiera con controles de tasas de interés y direccionamiento del crédito a la industria; la promoción de la integración a los mercados financieros internacionales, para aumentar la oferta de crédito para la inversión; un movimiento hacia una economía de mercado, con un rol protagónico del sector privado en las decisiones de inversión y en la que se fomentara la inversión extranjera.

Durante los dos primeros años del gobierno militar, se superó la crisis externa con un superávit de cuenta corriente que permitió recomponer el stock de reservas y se unificó

el tipo de cambio. A su vez, se redujo el déficit fiscal de más de 10% del PBI en 1975 a solo 3,5% en 1977 y se logró contener (en parte) a la inflación pasando de 345% en 1975 a 160% en 1977. Como contrapartida de estos aparentes logros, se contrajo el nivel de actividad y se evidenció una caída de los salarios reales.

Al poco tiempo, la estabilidad de precios se volvió un verdadero desafío: la inercia inflacionaria y el rol de la indexación de precios y salarios y de las expectativas de inflación a futuro impactaban de lleno sobre la dinámica inflacionaria tornándola incontrolable. Si bien se produjo una reducción de la emisión monetaria y unas suba de tasas de interés (como lo indicaba el “manual de buenas prácticas neoliberales”), no fue suficiente para contener su inercia, dejando en evidencia que en países con tasas de inflación elevadas y una larga historia inflacionaria la reducción de la emisión puede no ser un antídoto suficiente para tal fin. En búsqueda de una nueva alternativa, el gobierno definió al tipo de cambio como ancla nominal, fijando un esquema de evolución del tipo de cambio con tasas de devaluación decrecientes hacia adelante en la conocida “tablita” de Martínez de Hoz. Dicha idea se basa en la teoría conocida como enfoque monetario del balance de pagos, cuyo principal supuesto es que al fijar el tipo de cambio se producirá una convergencia entre los precios de los bienes y servicios internacionales y los domésticos, apuntando también a afectar las expectativas de inflación y a quebrar la inercia inflacionaria. Al mismo tiempo, la cantidad de dinero y el gasto se ajustaban por los resultados del balance de pagos: un exceso de liquidez y gasto se reflejaba en un déficit del balance comercial y viceversa, con lo cual se restablecía el equilibrio de precios y de los pagos internacionales. Como resultado, si bien se logró un leve descenso de la tasa de inflación, siempre se ubicó por encima de la tasa de devaluación anual, provocando un fuerte atraso cambiario.

Otra reforma importante en materia económica fue la liberalización financiera, lo que implicó dejar al libre juego de mercado la determinación de las tasas de interés que se ubicaron por encima de la inflación y una apertura de la cuenta capital del balance de pagos, dando lugar a la entrada de capitales especulativos y de corto plazo en busca de rendimientos en dólares elevados (*carry trade*), sin restricciones a su salida ante una posible devaluación de la moneda doméstica con el impacto que ello tiene sobre el nivel de reservas internacionales. La obsesión con mantener a raja tabla el cronograma de devaluaciones y mantener un peso sobrevaluado, llevaron a romper con la paridad de tasas de interés.

Cabe destacar también el incremento de la deuda externa, que se triplicó entre 1976 y 1980, pasando de 9.700 a aproximadamente 27.000 millones de dólares. Este hecho no fue menor y marcó un claro limitante a utilizar una suba del tipo de cambio como instrumento para corregir los desajustes macroeconómicos. La diferencia fundamental con los ya descritos ciclos de *stop and go* donde una devaluación corregía el problema de la restricción externa, aquí agravaba la situación ya que aumentaba el stock de la deuda externa medida en pesos, comprometiendo la solvencia del país y pudiendo forzar a un default o reestructuración de la deuda. En la jerga económica, es lo que se conoce como *efecto hoja de balance*.

Para principios de 1981, el aumento del déficit fiscal cercano al 5,5% del PBI, la deuda externa que crecía hasta 37.700 millones de dólares y las dudas que ponía sobre la

solvencia, la inflación que no cedía, la caída de reservas internacionales, el estancamiento económico reflejado en la caída del producto a una tasa anual del 19% y el fuerte atraso cambiario obligaron al gobierno a una devaluación del 10% que era superior a lo programado, poniendo fin al esquema prefijado por la “tablita”. Dicha decisión agravó aún más la situación, llevando a los especuladores a desarmar posiciones de *carry* en pesos y a acelerar la fuga de capitales que terminó en una nueva crisis de balanza de pagos y en un nuevo espiral inflacionario. Al mismo tiempo, la suba de tasas de interés de Estados Unidos como resultado de una política antiinflacionaria del presidente de la Reserva Federal Paul Volcker aceleró el proceso de reversión de capitales desde los países emergentes hacia los industrializados.

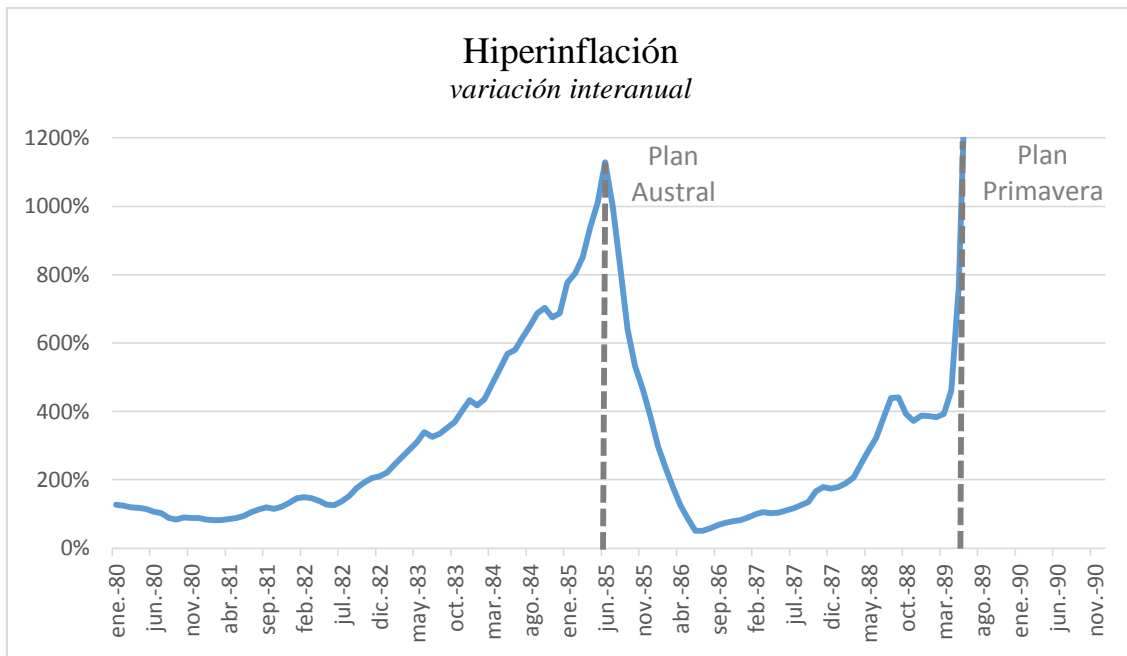
Hacia 1982 el ratio deuda externa a PBI era de 55% y amenazaba a la economía entera. La Guerra de Malvinas implicaba un aumento del gasto público y de la emisión monetaria que ponía en jaque la solvencia fiscal. El sector privado también vivía serios problemas financieros y su resolución era fundamental para el desarrollo económico nacional. Por tal motivo, se llevó a cabo un plan de rescate para reducir el peso de la deuda privada que consistía en una reestructuración de las deudas a largo plazo a una tasa de interés subsidiada, lo que implicaba una licuación del valor de las deudas y un salvataje para gran parte del sector privado y, al mismo tiempo, un costo fiscal altísimo. Dado que los acreedores de dicha deuda era en gran parte los bancos, Domingo Cavallo, presidente del Banco Central, les otorgó préstamos a tasa real negativa a modo de compensación y para evitar un colapso del sistema financiero nacional. Como si fuera poco, en el plano internacional el *default* de la deuda en México en 1982 complicó el refinanciamiento de la deuda y el acceso al crédito externo.

En resumen, las políticas económicas adoptadas durante la dictadura fueron un verdadero fracaso. Paradójicamente, el gobierno militar que había dado un golpe de Estado con la intención de restablecer los desequilibrios macroeconómicos, dejaba al país inmerso en una profunda crisis. Tras todos los esfuerzos realizados para intentar contener la inflación, ésta superó el 200% en 1982 y llegó a 430% en 1983. El déficit fiscal y cuasi-fiscal representaban hacia el fin del gobierno el 15% del PBI, reflejando que el gobierno no dio muestras de ser muy austero. Los términos de intercambio de los productos agropecuarios exportados por la Argentina estaban cayendo. Las reservas internacionales se utilizaron para financiar la fuga de capitales y el déficit en cuenta corriente, llevando su stock a 3.200 millones de dólares. La estatización de la deuda privada para amortiguar los problemas del sector privado implicó un crecimiento del endeudamiento público externo del 31%, llegando a representar casi el 60% del PBI. El tamaño de la deuda pública hizo que el país fuera vulnerable a los flujos de capitales externos y, como se mencionó anteriormente, el aumento de tasas de interés internacional, la falta de solvencia fiscal y el *default* de la deuda mexicana complicaron el costo, el acceso al crédito externo a emergentes y el refinanciamiento. La imposibilidad de utilizar una suba de tipo de cambio para descomprimir la situación externa por el ya mencionado *efecto hoja de balance*, llevaron al país a utilizar reservas para el pago de la deuda. Finalmente, la Argentina tuvo que declarar el *default* y vivió lo que hasta ese momento fue la crisis económica y financiera más fuerte de su historia.

La Hiperinflación

La crisis económico-financiera de 1982, la falta de divisas, la inflación, el alto nivel de pobreza y desempleo, sumado a la derrota en la Guerra de Malvinas y al *default* de la deuda externa fueron los hechos que pusieron fin al gobierno militar y decretaron la vuelta a la democracia. Por primera vez, un candidato del radicalismo, en elecciones sin proscripciones, derrotó al peronismo. El gobierno de Raúl Alfonsín desplegó los mismos principios que sustentaron la gestión del presidente Illia, de inspiración keynesiana e influidos por las ideas del desarrollo y el *estructuralismo* elaborados por la CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) de Raúl Prebisch. El gobierno consideraba que las clásicas medidas de austeridad monetaria y fiscal no eran efectivas para restablecer la estabilidad de precios y ayudar a equilibrar las cuentas externas y el crecimiento. De esta forma, en lugar de buscar medidas para reducir los desequilibrios macroeconómicos básicos, el nuevo gobierno optó por mantener la política monetaria y fiscal expansiva, al igual que durante la dictadura. Como resultado, el déficit fiscal se mantuvo cercano al 8% del PBI y era financiado con emisión, por lo que la cantidad de dinero crecía en forma constante. Agravando aún más la situación, las fuertes demandas salariales de sindicatos peronistas generaron un nuevo espiral de precios y salarios que exacerbó las presiones inflacionarias: hacia 1984 la inflación fue cercana al 700%. Para intentar contenerla, se lanzó a mediados de 1985 el *Plan Austral* que introdujo una nueva moneda (el austral) equivalente a mil pesos, congeló el tipo de cambio a la paridad de 0,8 australes por dólar y aplicó una política fiscal destinada a reducir el déficit y una política monetaria que también buscaba estabilizar el desequilibrio monetario. A diferencia de los planes de estabilización anteriores, se trataba de un ajuste que combinaba elementos ortodoxos (como la reducción del déficit fiscal) que permitieran poner fin a la emisión monetaria con elementos heterodoxos (controles de precios) que impactaran en la determinación de los precios y salarios, lo que sumado a la fijación del tipo de cambio ayudarían a bajar las expectativas de inflación.

Al principio, la inflación mostró una rápida baja, generando un optimismo respecto al plan adoptado. Sin embargo, la estabilidad de precios fue efímera y la inflación retomó su tendencia ascendente. Nuevamente, se recurrió a un leve endurecimiento de la política fiscal y monetaria, sumado a los controles de precios. En 1988 se lanzó el *Plan Primavera* y, al igual que su antecesor, su efectividad en controlar la escalada de precios fue corta. Hacia marzo de 1989 la inflación había llegado al 17% mensual y en mayo fue de aproximadamente 80% mensual, dando inicio a la hiperinflación. Dada la magnitud del proceso inflacionario y el impacto que tuvo sobre el nivel de actividad, la tasa de desempleo y los niveles de pobreza, puede afirmarse que fue una de las crisis económicas más duras que vivió la Argentina, provocando la tristemente recordada *década perdida de los años ochenta*. No hubo un único evento responsable de desencadenar la hiperinflación, sino que pareciera ser una consecuencia de la continuación de la crisis de la deuda de 1982, la falta de solución a los problemas de la deuda externa, la incapacidad de administrar las cuentas fiscales, las dificultades para manejar la puja distributiva y el abuso en la utilización de los controles de precios (que si bien pueden ser efectivos en cortar la inercia y formar expectativas, no son suficientes para erradicarla en un país con una larga historia inflacionaria como la nuestra).



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC).

La Convertibilidad

La hiperinflación de 1989 y la compleja situación económica y social que se vivía por aquel entonces, obligaron al gobierno radical a anticipar el traspaso de mando a Carlos Saúl Menem, quien fue electo en elecciones democráticas ese mismo año. Hacia fin de año, la situación fiscal se agravaba y la emisión monetaria continuaba su ritmo ascendente, debido a que el Banco Central había asumido deudas con los bancos y el único recurso era la emisión. Como respuesta a esta situación, se lanzó el *Plan Bonex*, que consistió en una reprogramación forzosa de la deuda del Banco Central y de los depósitos bancarios a cambio de bonos (que se operaban en el mercado secundario a un 30% de su valor nominal, perdiendo los depositantes en el valor de sus ahorros). Sin embargo, la medida que buscaba detener la emisión monetaria y su consecuente inflación generó pánico financiero, una corrida hacia el dólar y un nuevo brote inflacionario, poniendo en jaque al flamante gobierno de turno.

La solución pareció encontrarse hacia 1991 con la adopción del *Plan de Convertibilidad*. Dicho plan se basaba en el enfoque de corte neoliberal, al igual que el gobierno de facto de 1976, que buscaba una vuelta a una economía de mercado con una menor intervención estatal y con estabilidad de precios, para encarrilar la economía en el sendero del crecimiento. El programa económico se basaba en los pilares de lo que se conoce como el *Consenso de Washington*: apertura económica, privatización de las empresas públicas, la reforma del Estado, la desregulación de los mercados y, en particular, de la actividad financiera. A diferencia de los anteriores planes de estabilización, esta vez la inflación no daría tregua si no se atacaban los *fundamentals* macroeconómicos, por lo que era urgente reducir la emisión monetaria y el déficit fiscal. Dentro del régimen monetario de la Convertibilidad, hubo tres pilares orientados hacia ese fin y en tratar de garantizar la estabilidad de precios: la paridad cambiaria entre peso y el dólar establecida por ley, lo que implicaba que para devaluar se requiera de una nueva ley del congreso, dándole credibilidad y respaldo a la política de tipo de cambio fijo; se limitó el financiamiento por

parte del Banco Central al Tesoro, pudiendo sólo emitir para comprar divisas y respaldando la base monetaria con reservas internacionales; y por último, se le dio independencia al Banco Central tanto del poder ejecutivo como del ministerio de economía, para evitar presiones respecto al manejo de la política monetaria. Dichas medidas, sumadas a una fuerte reducción del déficit fiscal y la emisión monetaria, dieron como resultado el éxito esperado: una década de estabilidad de precios, incluso con una inflación anual cercana al 0% en algunos años. Entre las causas principales del logro del objetivo del plan para contener la hiperinflación, además de las medidas ya mencionadas, puede destacarse la baja demanda de dinero de pesos versus el apetito por la compra de dólares en la coyuntura hiperinflacionaria, llevando a un alto nivel de dolarización de la economía, en el que progresivamente los depósitos y préstamos del sistema financiero y los contratos entre particulares se fueron denominando en dólares, hasta que dos terceras partes de todo el sistema financiero quedó denominado en moneda extranjera. Ante este contexto, la fijación del tipo de cambio es el principal ancla nominal de la economía, siendo determinante a la hora de remarcar precios en el mercado doméstico. Cuanto mayor era la dolarización de la economía, más fácil era lograr la estabilización de precios con un esquema de tipo de cambio fijo.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC).

Por otro lado, el Plan de Convertibilidad llevó a cabo un gran número de reformas económicas tendientes a darle mayor dinamismo a la inversión, al crecimiento y a estimular el ahorro de largo plazo. Las medidas consistían en una marcada apertura al comercio internacional, con el objetivo de generar más competencia y aumentar la productividad de la industria local y abaratar el costo de insumos y de bienes de capital importados. Además, se eliminaron las barreras a las importaciones y se bajaron sus impuestos y se suprimieron las retenciones a las exportaciones, con el fin de estimular su producción, generar más divisas y disciplinar los precios internos de los bienes transables. Por otro lado, en 1992 la Argentina ingresó al *Plan Brady*, el cual consistió en un programa para reestructurar la deuda contraída por los países en desarrollo con bancos comerciales. Dicha reprogramación se sustentaba en el hecho de que existía un exceso de deuda en las economías de los países en desarrollo que mermaba la posibilidad de inversión, por lo que la reducción en el saldo adeudado (extensión de los plazos junto con

periodos de gracia) debería generar un cierto nivel de inversión productiva que se traduciría luego en un incremento de la capacidad de pago, no sin antes exigir al país deudor la aplicación de las medidas comprendidas en el ya citado Consenso de Washington. El plan de conversión de deuda externa en todo Latinoamérica y la baja de la tasas de interés en los mercados internacionales reiniciaron la corriente de capitales de corto plazo hacia América Latina y otros mercados emergentes. Al mismo tiempo, la reforma del Estado y las privatizaciones de empresas públicas atraieron la inversión extranjera directa y mejoraron la situación fiscal.

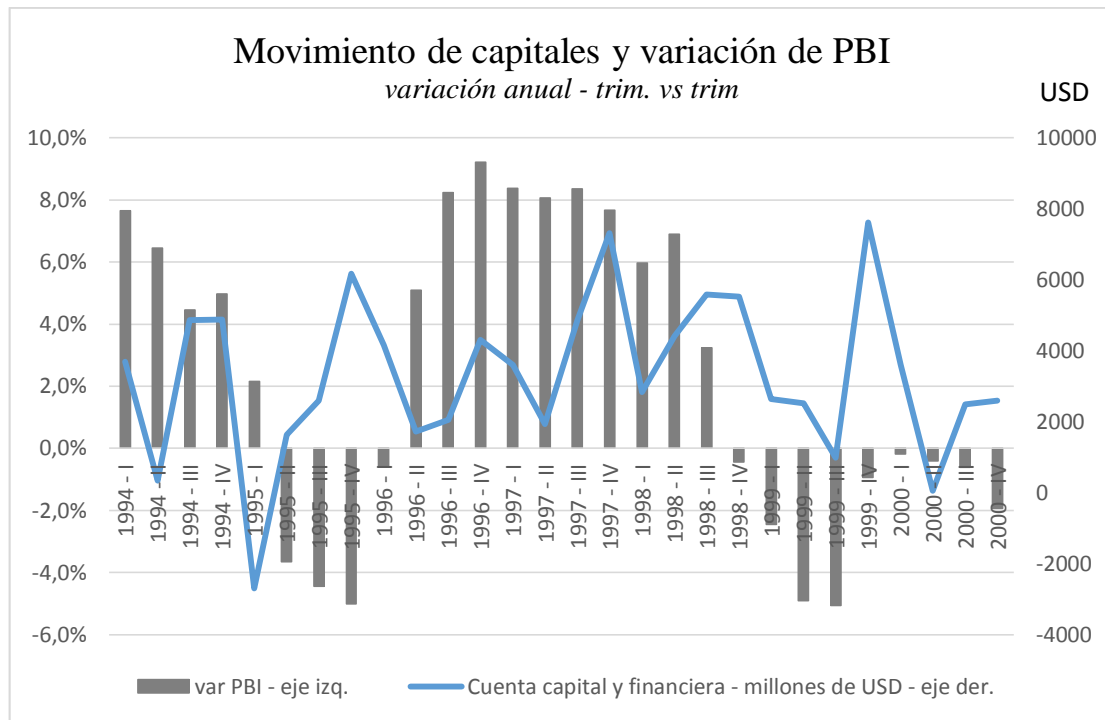
Como resultado de las medidas adoptadas, los primeros años de la Convertibilidad arrojaron indicadores económicos muy favorables: bajó la inflación, hubo un fuerte crecimiento económico, mejoraron las cuentas externas por la entrada de capitales y hubo un aumento en nivel de reservas internacionales, el país salió del *default* y pudo volver al mercado de capitales tras una década, bajó el desempleo y la pobreza.

Hacia 1994 un evento internacional puso en evidencia lo que sería el “talón de Aquiles” del modelo, el llamado *efecto Tequila*, que consistió en un ataque especulativo contra el peso mejicano, tornando insostenible su régimen de tipo de cambio fijo llevando a la economía de ese país a una crisis de balanza de pagos y quedando al borde de un *default*. La fuerte caída de reservas internacionales obligó al gobierno mejicano a devaluar su moneda poniendo fin a la paridad cambiaria y poniendo en duda la efectividad de los regímenes de tipo de cambio fijo en el resto de los países emergentes, incluido la Argentina. En nuestro país, el efecto fue una fuerte fuga de capitales que erosionó las reservas internacionales y aumentó el riesgo país. La crisis financiera en la que se encontró el país provocó el cierre de bancos (los cuales se vieron afectados porque la caída de los precios de los títulos públicos nacionales ante la suba del riesgo país impactó negativamente sobre sus activos tornándolos insolventes) y una caída de los depósitos bancarios cercana al 20%. A pesar de ello y dadas las características propias de la Ley de Convertibilidad, el BCRA perdía su función de actuar como prestamista de última instancia ante una crisis del sistema financiero y bancario ya que no contaba con las reservas internacionales para otorgar liquidez a los bancos. La corrida bancaria y su consecuente caída de los depósitos empezaron a afectar el nivel de reservas, ya que el sistema se basaba en respaldar los pesos con reservas. Por lo tanto, la fuga de capitales y la corrida bancaria en conjunto potenciaron la caída de reservas, poniendo en duda la continuidad de la Convertibilidad, el sostenimiento de la paridad cambiaria y dejando en evidencia que debilidad del modelo eran los depósitos bancarios.

El salvataje provino de un mega-paquete financiero de 12.000 millones de dólares, equivalentes a la totalidad de salida de depósitos, con apoyo de instituciones multilaterales lideradas por el Fondo Monetario Internacional (FMI). Además, para reconstruir la confianza en los bancos, se creó un seguro de depósitos para darle tranquilidad a los ahorristas y solvencia al sistema financiero. De esta forma, la Convertibilidad sobrevivía a la crisis del Tequila, aumentando el respaldo al régimen cambiario. Hacia fin de 1995, los depósitos retornaron a sus niveles previos a la crisis y la actividad, que ese año cayó 2,8%, en 1996 se recuperó creciendo 5,5% y 8,1% en 1997. Por aquellos años, el éxito del caso argentino en sobrellevar el efecto Tequila sin que implicara una severa crisis económica, era tomado como un ejemplo de análisis por los miembros del FMI para apoyar la teoría económica que defendía el régimen de tipo de

cambio fijo y el respaldo de la base monetaria con reservas internacionales como un elemento que podía imponer la disciplina fiscal. A partir de aquel momento, los países aumentaron las medidas tendientes a limitar cada vez más la posibilidad de devaluación: aumentaron la dolarización de la economía, se facilitó la conversión de pesos a dólares y se permitió a las entidades financieras aumentar el porcentaje de dólares para cumplir con los requisitos de liquidez que imponían las regulaciones del Banco Central. La principal idea era transmitir tranquilidad acerca de que se iba a preferir dolarizar la economía ante una nueva crisis financiera y una crisis cambiaria a devaluar la moneda, dándole previsibilidad al régimen cambiario.

La batalla ganada a la crisis mexicana fue fundamental para lograr la reelección del presidente Menem en 1995 y para sostener el apoyo del electorado al modelo económico vigente. Sin embargo, una vez más la coyuntura internacional complicaría la continuidad del régimen. Las crisis que vivieron varios países asiáticos en 1997, Rusia en 1998 y Brasil en 1999 llevaron a ataques especulativos sobre los tipos de cambio fijo, a lo que intentaron ponerle un freno sin éxito con subas de tasas de interés y el uso de reservas internacionales, sin otra alternativa más que dejar flotar el tipo de cambio. Las dudas y las expectativas respecto al futuro de la Convertibilidad fueron creciendo y no se sabía si podría mantenerse por mucho tiempo el tipo de cambio fijo. En 1998 y 1999 la economía empezó a enfriarse y entró en recesión, producto de los vaivenes en la cuenta capital y financiera ante la fuga de capitales por el aumento del riesgo en los países emergentes. Esta relación entre movimientos de capitales y nivel de actividad caracterizó a todo el período de la Convertibilidad, debido a que la entrada y salida de capitales impactaban rápidamente sobre las reservas internacionales, los depósitos bancarios y, por lo tanto, en el crédito al sector privado. Ello refleja el alto grado de dependencia del modelo a los mercados financieros internacionales como fuente de financiamiento y estabilidad financiera. La devaluación del real brasilero complicaba la situación por la pérdida de competitividad que ello implicaba para la industria local. Un segundo problema fue que para 1999 la Reserva Federal *hawkish* de Alan Greenspan dio inicio a una política monetaria contractiva, por lo que la tasa a nivel internacional subió, generando una reversión de los flujos de capitales desde los países emergentes de mayor riesgo hacia los industrializados, un fortalecimiento del dólar frente al resto de las monedas (aumentando la pérdida de competitividad del peso) y generando una caída del precio de los *commodities* (petróleo, cobre y soja).



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC).

La crisis de 2001

Las elecciones presidenciales de 1999 dieron triunfador al candidato de la Alianza Fernando de la Rúa por sobre Eduardo Duhalde, mostrando una vez más el respaldo popular a la continuidad de la Convertibilidad. Sin embargo, la situación internacional con tasas de interés en alza se traducían localmente como una suba del riesgo país, complicando el acceso al financiamiento. Una vez más, al igual que tras el efecto Tequila, los organismos multilaterales de crédito, en particular el FMI y el Banco Mundial, serían el “salvavidas” que evitaría el naufragio, al menos en el corto plazo. El plan llevado a cabo por el ministro de economía José Luis Machinea se conoció como *Blindaje* y consistió en un paquete financiero de 12.000 millones de dólares cuyo destino sería aumentar las reservas internacionales para afrontar las necesidades financieras y los vencimientos de deuda de 2001 y poder sostener la Convertibilidad. A los pocos meses, una crisis en Turquía volvía a poner presión sobre la paridad cambiaria ya que el país no mostraba signos de recuperación económica: la actividad seguía deprimida, las cuentas fiscales y financieras continuaban deteriorándose, lo que evidenciaba que la Argentina no lograría cumplir con las metas de gasto público y déficit fiscal comprometidas con el FMI, con lo cual peligraban los futuros desembolsos para afrontar las obligaciones financieras. Los rumores de *default* se reiniciaron y con ello una fuerte corrida bancaria con la consecuente salida de depósitos. En ese contexto, se produce la renuncia del ministro Machinea y su reemplazo por Ricardo López Murphy en 2001, partidario de la ortodoxia económica y convocado con el fin de acabar con el déficit fiscal y sostener la Convertibilidad. Su impopular paquete de medidas incluía la reducción del gasto público, quita de salarios y jubilaciones y recorte para áreas como salud y educación. El descontento popular y en el seno del partido de la Alianza por las medidas anunciadas llevaron a que tan solo quince días después de asumir como ministro, López Murphy

debiera presentar su renuncia y ser reemplazado por quien fuera el creador del modelo, Domingo Cavallo.

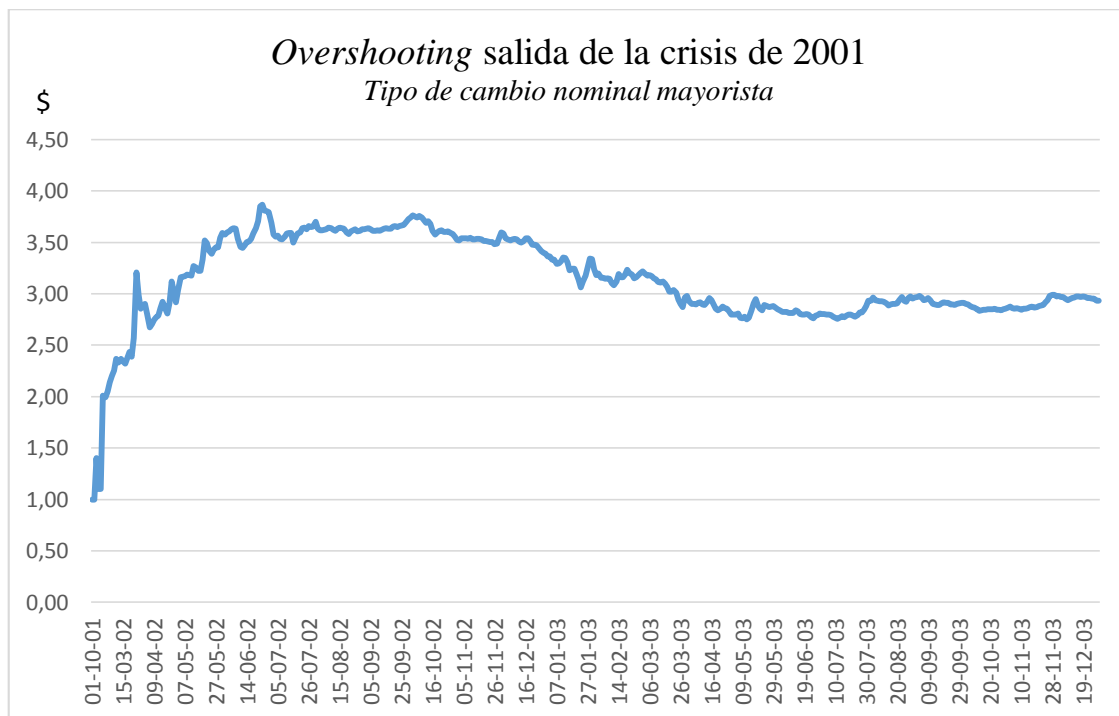
Esta vez, el objetivo de Cavallo sería intentar reanimar un paciente en terapia intensiva: restablecer la estabilidad financiera, intentando postergar una devaluación que parecía inevitable en un mundo en el que empezaba a creerse que no eran viables los regímenes de tipo de cambio fijo ante las crisis vividas en varios países emergentes. Los mercados no convalidaron la llegada del nuevo ministro, por lo que la fuga de capitales se incrementó y comenzó una persistente caída en el nivel de reservas, llevándola a número aproximado sólo 15.000 millones de dólares, insuficientes para hacer frente a los pagos de servicios de la deuda o respaldar los depósitos bancarios. En un intento desesperado, se intentó salir de la paridad uno a uno contra el dólar, proponiendo una canasta convertible de monedas (dólar, euro, yen y real) para fijar el tipo de cambio nominal, pero dadas las tasas de cambio de aquel entonces, implicaba una fuerte devaluación del peso. La iniciativa no prosperó y sembró más dudas respecto a la continuidad del tipo de cambio fijo. A mediados de 2001, el gobierno estructuró un nuevo canje de deuda, conocido como *Megacanje*, el cual buscaba extender los plazos de los vencimientos de los bonos para reducir las necesidades financieras de los próximos años y para preservar las reservas internacionales. Sin embargo, esta operación fue muy cuestionada, ya que nuevamente se recurría a una solución de corto plazo en lugar de atacar los desequilibrios fiscales. En ese sentido, se alcanzó un nuevo acuerdo con el FMI en el que el gobierno nacional y las provincias se comprometían a una fuerte reducción del déficit fiscal. Al mismo tiempo, se logró la sanción de la Ley de Equilibrio Fiscal, también conocida como *Ley "Déficit Cero"*, aunque sin obtener la credibilidad necesaria para sostener por mucho tiempo más el régimen ni revertir la situación.

Hacia fin de 2001, el ritmo de la crisis lo marcaban la falta de reservas, la caída en los depósitos bancarios y el riesgo país, que por aquellos días rondaba los 2.000 puntos básicos ante la percepción de que sería inviable un nuevo acuerdo con el FMI para conseguir más financiamiento. Una nueva corrida bancaria obligó al gobierno a implementar el "*Corralito*", que buscaba limitar la cantidad de dinero en efectivo que podía extraerse de los bancos e impidiendo los giros de fondos al exterior. En la práctica, el "*corralito*" significaba el fin de la Convertibilidad ya que se perdería la confianza en el sistema financiero y bancario, los ahorristas no accederían a los dólares depositados en sus cuentas y se reduciría fuertemente el dinero en efectivo en circulación (equivalente a una política monetaria ultrarrestrictiva), único medio de pago en la actividad informal que era uno de los más grandes de la economía, profundizando la recesión a una velocidad altísima. Como desenlace, en diciembre de 2001 se vivió la recesión económica más profunda de la historia la Argentina: el PBI *per cápita* descendió 22%, la tasa de desempleo abierta se ubicó en 21,5%, el nivel de pobreza cercano al 50% y la indigencia en 25%. El caos económico y financiero y su consecuente impacto en el bienestar de la población llevó a un alto grado de descontento y tensión social que se vivió con huelgas y saqueos a lo largo de todo el país, hechos que generaron una gran inestabilidad política. Tras la renuncia del ministro de Economía Domingo Cavallo y del presidente Fernando de la Rúa el 21 de diciembre de 2001, se sucedieron tres presidentes en el curso de tres semanas, se declaró el *default* de la deuda externa, se produjo una devaluación del peso hasta \$1,40 por dólar y una pesificación asimétrica para los depósitos denominados en dólares tomando ese tipo de cambio y se mantuvo la paridad de uno a uno para las deudas,

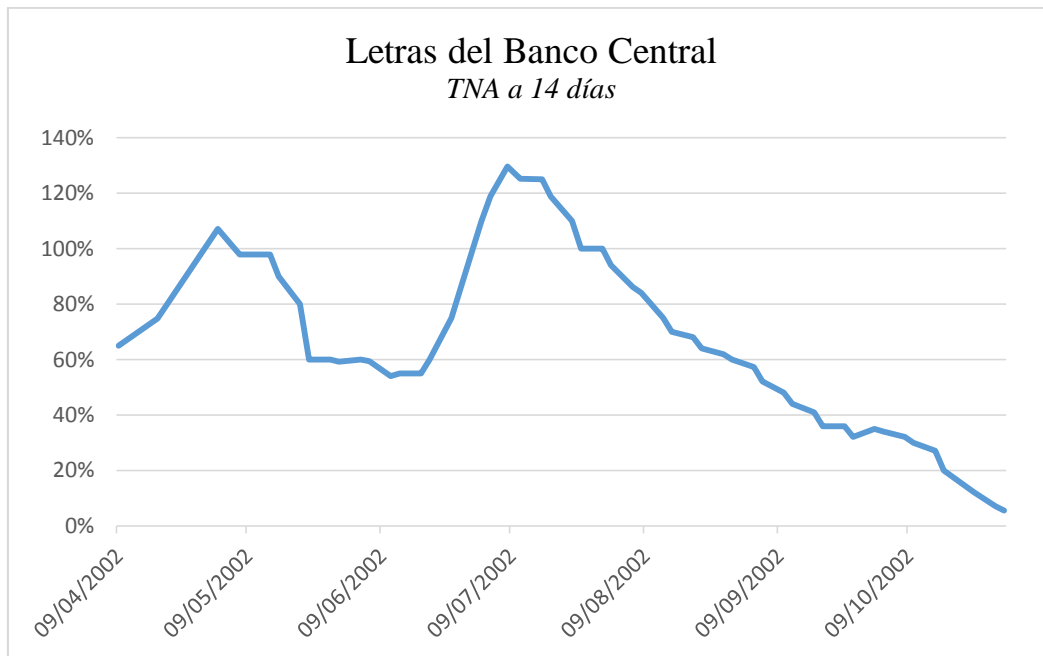
lo que generó una fuerte transferencia de riqueza desde ahorristas y acreedores hacia los deudores. Por primera vez, la devaluación no se tradujo en un aumento de la inflación debido a la profundidad de la recesión, que impidió el traslado a precios (*pass-through*).

La era Kirchnerista

La salida de la crisis de 2001 estuvo a cargo del presidente Eduardo Duhalde, aplicando una devaluación de la moneda, la pesificación asimétrica de los depósitos y créditos y el congelamiento de las tarifas de los servicios públicos. La crisis financiera y bancaria seguían latentes, por la incertidumbre que generaba la pesificación, el *default* de la deuda, la caída en el nivel de actividad y la devaluación que alcanzó una cotización minorista de \$4 por dólar, en los inicios del año 2002. En ese contexto, como instrumento de política monetaria se crean las Letras del Banco Central (Lebacs) y se produce una fuerte suba de la tasa de interés (superior al 100%), que permitió frenar la suba del tipo de cambio y devolver la confianza en el peso para aumentar su demanda. Al poco tiempo, comenzó a darse un descenso del tipo de cambio y se empezó a apreciar, a tal punto que fue necesaria la intervención del Banco Central para sostener su cotización poniéndole un piso, lo que permitió aumentar el nivel de reservas.



Fuente: Elaboración propia en base a comunicación "A" 3500 del Banco Central de la República Argentina.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central de la República Argentina.

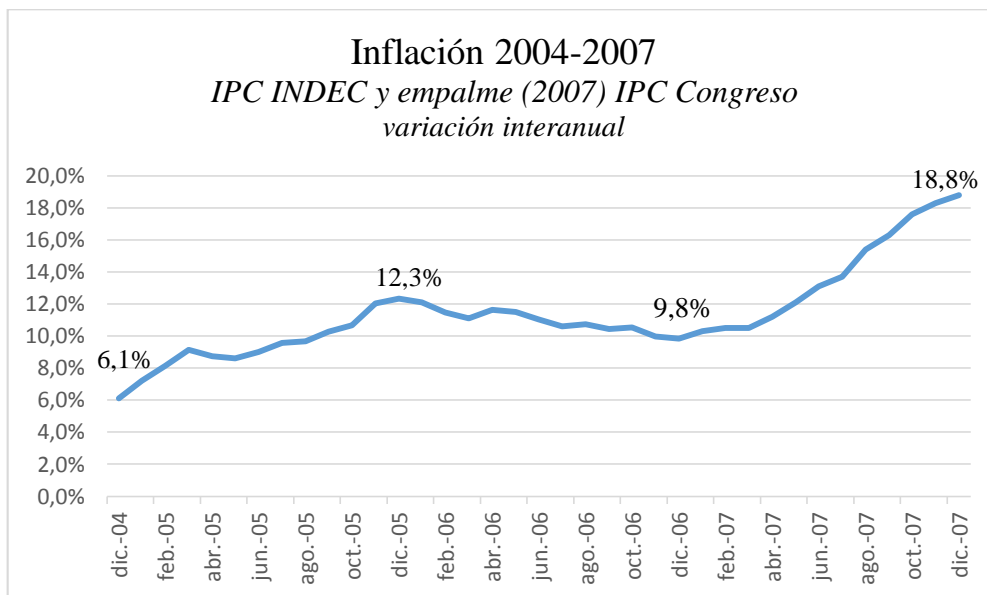
A los pocos meses, se empezaron a notar signos de reactivación económica producto de la competitividad que le devolvía al peso la devaluación y la sensación de que la situación financiera, cambiaria y bancaria comenzaba a estabilizarse. A pesar del rebote económico, una manifestación popular en contra de las medidas del gobierno en la que murieron dos manifestantes obligó al presidente a realizar un llamado a elecciones.

Las elecciones del año 2003 dieron por triunfador a Néstor Kirchner en segunda vuelta. Durante su mandato, que duró hasta 2007, la economía se recuperó. La tasa promedio de crecimiento del producto rondó el 9% anual, empujado por el rebote tras la fuerte recesión, el contexto económico (suba de *commodities*, soja y petróleo), una política expansiva de gasto público y las tasa de interés bajas. Los factores explicativos del aumento de la actividad fueron el consumo privado (como consecuencia de la reinserción laboral y aumento del empleo), las exportaciones (por suba de tipo de cambio y precio de materias primas) y la inversión. Se logró nuevamente una reactivación en varias áreas, como el agro, la industria, la construcción, el comercio y la banca. Como resultado, se logró una baja en la tasa de desempleo y de pobreza.

Esta etapa de crecimiento se basó en tres pilares: el superávit fiscal y de la cuenta corriente de la balanza de pagos (lo que se conoce como *superávits gemelos*) y el tipo de cambio real alto y competitivo. En primer lugar, el superávit fiscal se logró gracias a la recuperación económica que aumentó la recaudación (por retenciones a las exportaciones y el impuesto a los débitos y créditos bancarios) y por la reestructuración de la deuda pública en *default* que permitió reducir el ratio deuda a PBI y la carga de intereses de la deuda, a pesar del aumento del gasto público (motor de la economía kirchnerista). En segundo lugar, el superávit de la balanza de pagos se logró gracias al tipo de cambio real alto, al aumento del precio de los *commodities* y a la reversión de capitales hacia el país. Esta situación generó un fuerte incremento del nivel de reservas internacionales. Por último, el mantenimiento de un tipo de cambio real alto durante todo el primer mandato

fue fundamental, y se contrapuso con el tipo de cambio real atrasado de la Convertibilidad.

Sin embargo, a pesar de este panorama alentador, empezaba a emerger un problema que sería el “talón de Aquiles” de la era kirchnerista: la inflación, que llegó al 12,3% en 2005 y al 18,8% en 2007. En un primer momento, fue aceptada y entendida como un síntoma de crecimiento económico. Con el correr del tiempo, se buscaron medidas heterodoxas para combatirla y hasta ocultarla, como ocurrió luego del canje de deuda en la reestructuración de 2005 por bonos atados al índice CER, lo que motivó a distorsionar su medición. Con ese fin, hacia fines de 2007 se tomó una decisión que tendría un fuerte impacto negativo en la credibilidad y transparencia de las instituciones del Estado, con consecuencias incluso en actualidad: la intervención del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC) y la manipulación de las cifras económicas oficiales. Técnicamente, esta decisión volvía a poner a la Argentina en *default* a un año de su reestructuración, ya que la subestimación de la inflación y del crecimiento del producto (para los bonos atados a PBI) implicaba un menor pago a los acreedores, pero también la restricción al acceso de mercado de capitales internacional por la desconfianza que ello generaba.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC) e Índice de Precios del Congreso de la Nación.

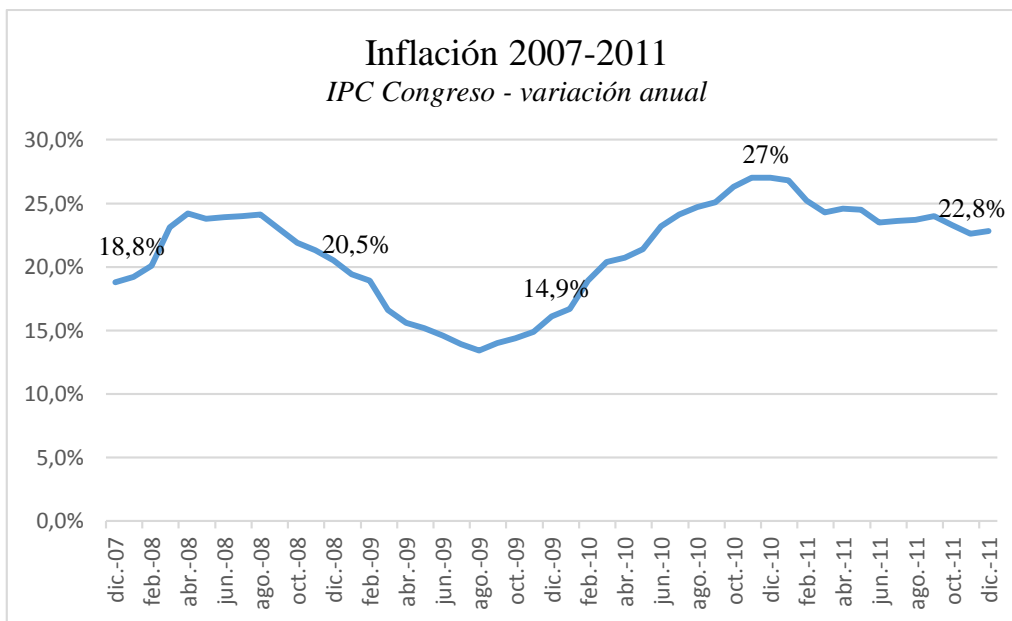
El hecho de no contar con financiamiento externo, fue reemplazado durante la presidencia de Néstor con un constante incremento de reservas internacionales producto de mantener un tipo de cambio real alto, lo que disminuía la dependencia del mercado internacional de crédito. Al mismo tiempo, el superávit fiscal le permitía también contar con cierta libertad en ese sentido. Durante su mandato, se mantuvieron estrictos controles del gasto público y se tomó la decisión de congelar los precios de los servicios públicos, por lo que las empresas reguladas empezaron a depender de los subsidios del Estado para funcionar. También se recurrió al intervencionismo para frenar los aumentos de precios.

En el año 2008, al sumir Cristina Fernández de Kirchner a la presidencia, el crecimiento económico se vio restringido por un lado, por el impacto del conflicto con el campo ante

la intención de aplicar retenciones móviles conforme aumentara el precio de la soja y, por otro lado, y la crisis financiera internacional. Ambos efectos complicaron la evolución de las reservas internacionales debido a que se frenaron las exportaciones de productos agropecuarios (en el mes de mayor ingreso de divisas), se produjo una salida de capitales y subió la tasa de interés. En ese contexto, y ante la necesidad de conseguir financiamiento, el gobierno nacionalizó el sistema de jubilaciones y pensiones que hasta ese momento administraban los Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP). La respuesta a esta medida fue una nueva fuga de capitales, mayor presión sobre el tipo de cambio y un aumento del riesgo país.

Al año siguiente, como resultado de la crisis financiera internacional, la Argentina sufrió la primera recesión de la era kirchnerista. Sin embargo, debido a que se contaba con buenos *fundamentals* macroeconómicos (superávits gemelos, alto nivel de reservas internacionales y bajo nivel de deuda), la recesión fue transitoria y no se transformó una profunda crisis, como solía suceder. Hacia fines de 2009, la economía brasilera se estabilizó, aumentó el precio de la soja, volvieron a entrar capitales al país y se recuperó el nivel de reservas (lo que eliminó la especulación acerca de una devaluación).

Sin embargo, una vez más la inflación decía presente. Ante la caída al 15% anual en 2009 producto de la recesión, se disparó en 2010 llegando al 27% anual. A pesar de ello, el gobierno parecía no tener intenciones de atacar el problema de raíz, sin estar dispuesto a subir las tasas de interés, ni disminuir el ritmo de crecimiento de la cantidad de dinero, ni tomar medidas para que se redujera el consumo. Por el contrario, se seguía negando con los números del INDEC y se profundizaba la utilización de mecanismo heterodoxos como los controles y acuerdos de precios. Como principal problema de esta decisión, se destaca el hecho de que el tipo de cambio real comenzaba a apreciarse, perdiendo de esta forma el principal aliado del gobierno de Néstor desde el inicio.



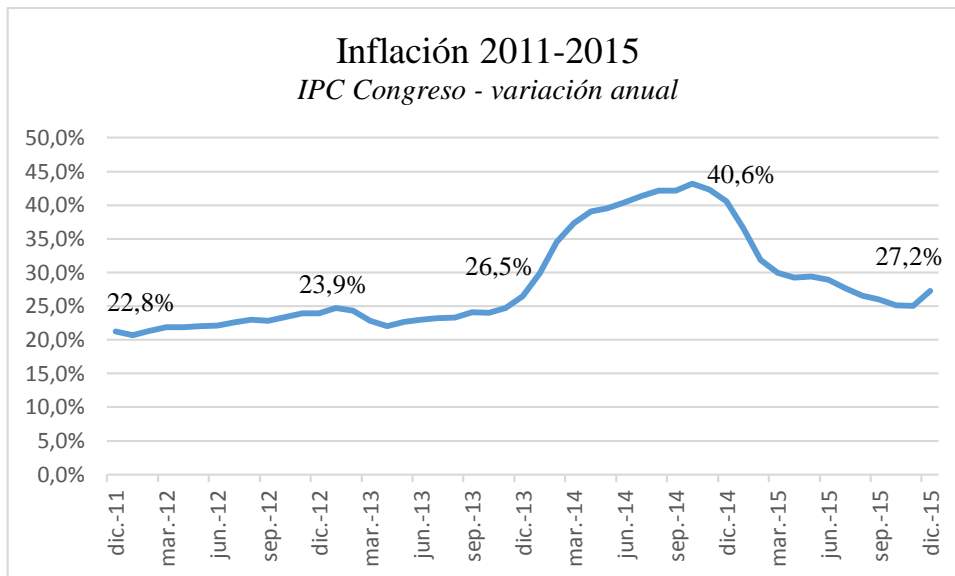
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Índice de Precios del Congreso de la Nación.

En el año 2011 empezaron a aparecer los desequilibrios macroeconómicos. Los superávits se transformaron en *déficits gemelos* (fiscal y de cuenta corriente), se incrementó la salida

de capitales, la situación con los *holdouts* de la deuda se complicaba cada vez más, la economía comenzaba a estancarse, el sector privado ya no creaba puestos de trabajo, se profundizaba el atraso cambiario y la inflación se encontraba próxima al 25% anual. Debido a la proximidad de las elecciones, el gobierno se negaba a aplicar una devaluación que permitiera revertir la situación y recomponer las reservas internacionales.

En las elecciones de 2011 Cristina Kirchner consigue la reelección y un fuerte apoyo popular a las medidas económicas que se venían adoptando. Sin embargo, el atraso cambiario debía ser resuelto con urgencia. Para ello, podía devaluar y subir las tasas de interés para mantener el atractivo sobre la moneda doméstica y una vez lograda la competitividad, mantener una flotación administrada del tipo de cambio que acompañara la evolución de los precios. Como era de esperarse, se eligió de todas formas por la continuidad de la política cambiaria vigente, no devaluar e introducir controles de cambios (el “cepo” cambiario), llevando a una demanda excesiva de dólares en el mercado paralelo o *blue*. Como consecuencia, al tiempo comenzaron a bajar las reservas, se incrementó el apetito por el dólar, empezaron a bajar las exportaciones y crecían las importaciones y se agrandó la brecha entre el dólar oficial y el paralelo, la actividad se estancó y aumentaron los déficits gemelos.

Para proteger el nivel de reservas, se restringieron las importaciones, pero dado que la industria requiere de insumos y maquinaria para su producción, el nivel de actividad cayó. Como consecuencia del sostenimiento de la política cambiaria restrictiva sobre el comercio exterior para defender el nivel de reservas y evitar la depreciación del tipo de cambio, sumado a la política de desendeudamiento que implicaba el pago de los vencimientos de la deuda con reservas, se obtuvo como resultado una recesión para el año 2014. Hacia fin de ese año, la economía caía 2,5% y se registraba un aumento de la inflación superior al 40%.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Índice de Precios del Congreso de la Nación.

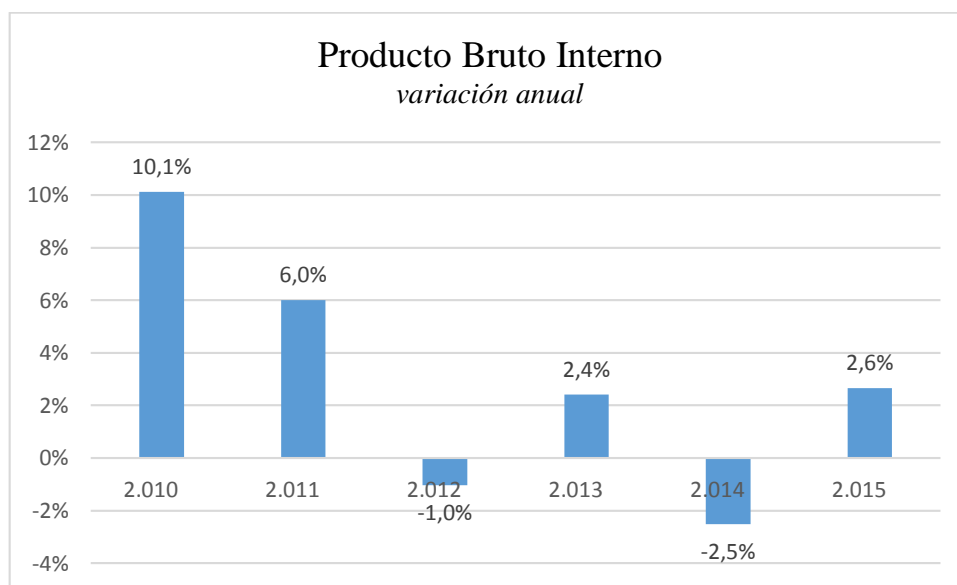
SECCIÓN II: DESARROLLO

III. LAS METAS DE INFLACIÓN EN LA ARGENTINA

El gobierno de Macri

En noviembre de 2015, el gobierno de Cambiemos de Mauricio Macri gana las elecciones presidenciales en segunda vuelta de forma ajustada frente a su rival del Frente Para la Victoria, Daniel Scioli, con un 51,4% de los votos. La nueva conformación en el Congreso Nacional, de acuerdo a las elecciones, otorgó al gobierno electo 91 bancas en diputados y 15 en senadores, insuficientes para lograr *quorum* propio en las cámaras. Frente a tal adversidad en el plano político y la acotada diferencia en el resultado de las elecciones presidenciales que ponen en duda el respaldo popular al partido electo, el gobierno debía administrar una “pesada herencia” en términos económicos, entre los que se encontraban algunos problemas que debían ser resueltos con suma urgencia.

Macri heredaba un país que perdió una gran oportunidad con un contexto internacional de tasas de interés bajas, subas del precio de los *commodities* y expansión de la economía China, que de haberse administrado con mayor prudencia y menor vehemencia los superávits gemelos al inicio del kirchnerismo, hubiera permitido un periodo sostenido de crecimiento con tasas de inflación bajas y controladas. Recibe un país en el que se deterioró la provisión de servicios públicos, cayó la producción de petróleo y llevó a que el país deba importarlo, se aisló de los mercados financieros internacionales, se aumentó el gasto público llevando a déficits fiscales elevados, se estancó el nivel de actividad y se perdió la capacidad de generar empleo en el sector privado (sólo creciendo gracias al empleo público), se introdujeron mecanismos heterodoxos de control de precios y de cambios, se distorsionó la medición de estadísticas económicas oficiales y se reinstaló a la inflación como un problema que luego de la Convertibilidad parecía estar erradicado.

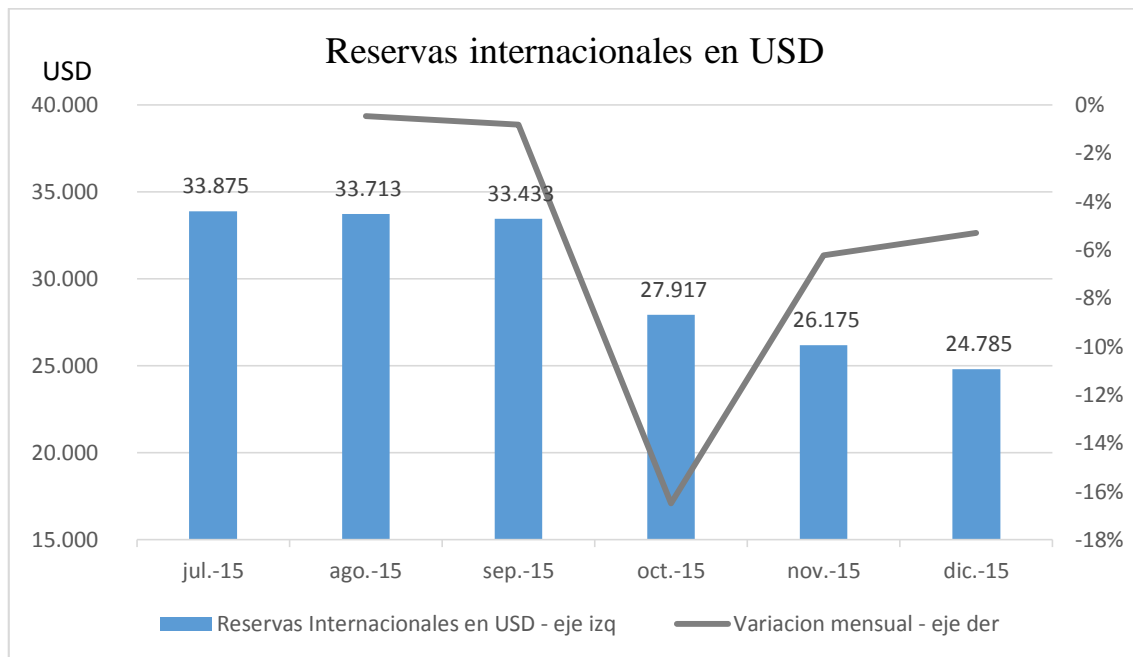


Fuente: Elaboración propia en base a datos del Ministerio de Hacienda y Finanzas.

La continuidad de las medidas adoptadas por el kirchnerismo en la década anterior no parecían ser una alternativa posible dado el origen ideológico del gobierno, e incluso, por

ser un compromiso de campaña el generar un cambio en el rumbo del país. Sin embargo, existen dos formas de encarar el cambio: de manera abrupta (*shock*) o gradual. Entre las medidas que implicaban un *shock* a la economía, se encuentran la corrección de precios relativos (tipo de cambio y tarifas de servicios regulados, principalmente), la convergencia fiscal, la normalización financiera, una rápida baja de la inflación, la unificación cambiaria y eliminación del “cepo” y salir del *default* de la deuda soberana. Por otro lado, un escenario de *gradualismo* consistía en una devaluación y corrección de tarifas paulatina, un moderado ajuste fiscal, sostener una alta inflación, mantener el desdoblamiento cambiario, continuar con regulaciones a las importaciones y extender el “cepo” al dólar.

Dada la magnitud de la situación macroeconómica, el gradualismo parecía económicamente inviable. En cuanto a la política cambiaria, se buscaría la unificación del tipo de cambio con una depreciación inicial de la moneda adoptando luego un esquema de flotación administrada entre bandas, la apertura del “cepo” eliminando las declaraciones juradas anticipadas de importaciones (DJAI) y habilitando las compras para dólar ahorro. Como se mencionó anteriormente, el control de cambios impuesto por el gobierno kirchnerista dejaba de ser un mecanismo idóneo para evitar la apreciación real de la moneda. El nivel de reservas internacionales comenzaba a erosionarse producto de la venta que debía realizar el Banco Central para contener su valor sin alteraciones, ante el aumento del apetito por el dólar ahorro por la brecha existente entre su cotización oficial y su valor en el mercado paralelo (que superaba el 50%), la venta por dólar turismo y la merma en liquidaciones de divisas de los cerealeros debido al atraso cambiario. Además, el pago del Boden 15 hacia octubre de 2015 y, luego de las elecciones, la mayor demanda ya que se anticipaba una salida del “cepo” y una presunta devaluación, aceleraron la caída.

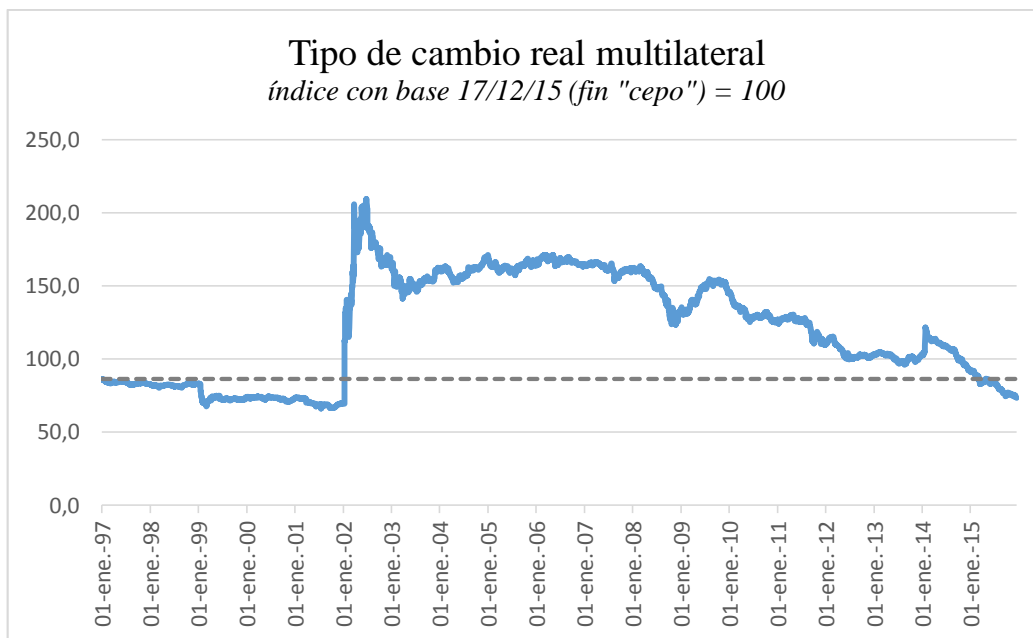


Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central de la República Argentina.

En relación a esto último, como primera medida de gobierno hacia fines de 2015, para poner fin a la caída de reservas, el gobierno aplicó una reducción de cinco puntos para las

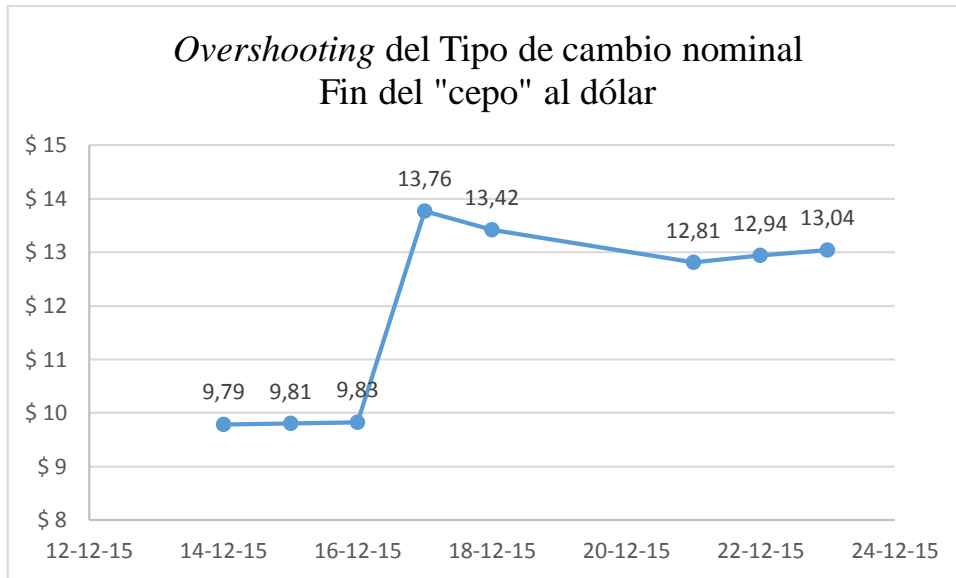
retenciones a la soja y una eliminación total para las cargas tributarias que pesaban sobre el trigo (desde el 23%), el maíz (desde el 20%), la exportación de carne y los productos de las economías regionales. En el anuncio de la medida, se informó que para evitar la carga sobre las cuentas fiscales se compensaría con aumentos en el impuesto a las ganancias.

Como se mencionó, el fuerte atraso cambiario de los últimos años del kirchnerismo producto de mantener anclado el tipo de cambio y de la fuerte suba de la inflación año tras año, llevaron a niveles de competitividad inferiores a los que regían sobre el cierre de la Convertibilidad. Su principal consecuencia fue un fuerte déficit de cuenta corriente que le impidió crecer a la economía y erosionó el nivel de reservas.



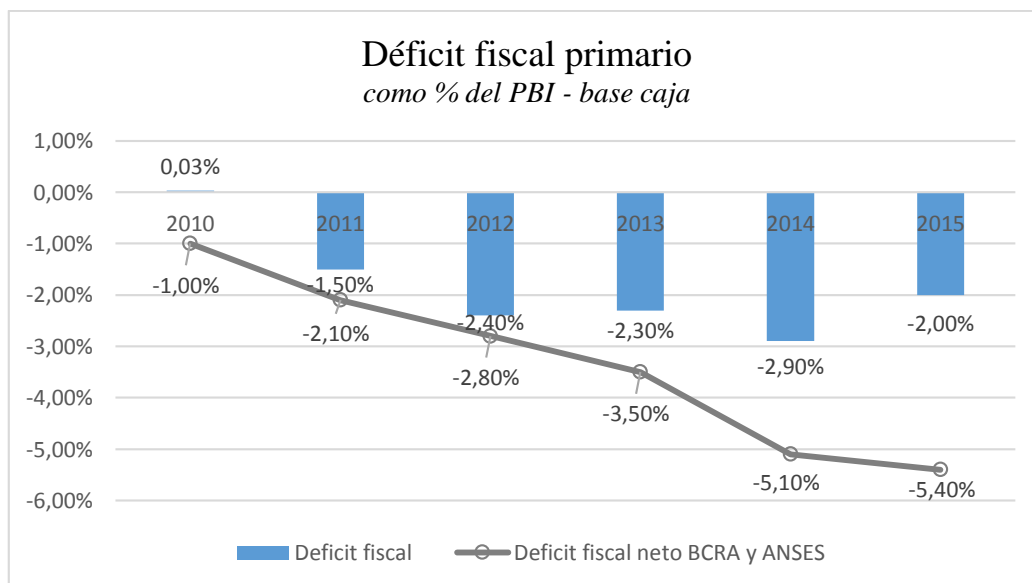
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central de la República Argentina.

En ese contexto, a cuatro años de su adopción, se produjo el tan esperado fin del “cepo”, la flexibilización de las importaciones y la unificación del tipo de cambio con una disparada inicial del 40% hasta tocar los \$13,76 por dólar (*overshooting*), mostrando luego signos de estabilidad con valores en la zona de \$13, como muestra el siguiente gráfico. La medida fue posible gracias al adelantamiento de 10.000 millones de dólares, por parte de bancos extranjeros, empresarios y cerealeros que tenían previstos para inversión. Estos últimos, asumieron un compromiso de liquidar 400 millones de dólares por día en el transcurso de las siguientes tres semanas, representando un ingreso total de 6.000 millones de dólares en ese plazo. Dado que había un bajo nivel de endeudamiento en dólares, la devaluación no puso en peligro la solvencia de los agentes de la economía, como ocurrió en otros episodios de nuestra historia, sin que implicara una ruptura en la cadena de pagos y desencadenara una profunda recesión económica y financiera.



Fuente: Elaboración propia en base a comunicación "A" 3500 del Banco Central de la República Argentina.

Otro de los puntos salientes, es el elevado déficit fiscal que recibe el macrismo al iniciar su mandato, el cual era de aproximadamente 2% del PBI, el cual se agrava si se netean las transferencias de utilidades del Banco Central y la ANSES, alcanzando ese valor un 5%. Principalmente, esta fue una característica de la última presidencia de Cristina Kirchner, en la cual se recurría al financiamiento del déficit fiscal vía emisión monetaria (por medio de transferencias de utilidades, letras intransferibles y adelantos transitorios), incurriendo en un esquema de dominancia fiscal. Este hecho es destacable, ya que deja en evidencia la creencia del anterior gobierno respecto a las causas que originan la inflación. Se negaba a la inflación como un fenómeno monetario y, por el contrario, se lo consideraba producto de pujas distributivas en las que el sector empresarial buscaba incrementar su ganancia a costa de erosionar el poder adquisitivo de la población.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Ministerio de Hacienda y Finanzas.

Una de las prioridades en relación al déficit fiscal, era la corrección de tarifas de los servicios regulados, los cuales se encontraban subsidiados y representaban un gran esfuerzo en términos de gasto para el Estado. A inicios de 2015, habiéndose declarado la emergencia eléctrica, el ministro de Energía y Minería anunció aumentos en la tarifa de luz, que luego se replicaron con fuerte subas en otros servicios públicos (colectivos, trenes, agua y gas). El impacto aproximado de dicha medida en la inflación fue de 6%.

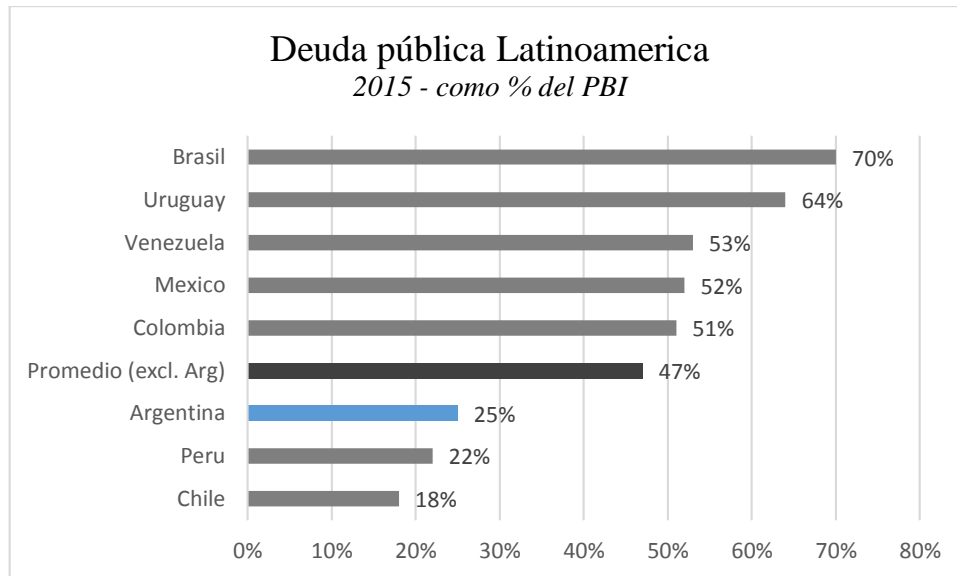
A su vez, y como es habitual en los gobiernos ortodoxos, “achicar” el estado es una de sus premisas principales, y más aún cuando la herencia en materia fiscal era de un gran déficit. En ese sentido, el presidente ordenó por decreto la revisión de los contratos en la administración pública, mientras que la vicepresidenta Gabriela Michetti despidió a más de 2.000 empleados del Senado contratados en la gestión anterior, medida que fue replicada en otras áreas del Estado.

Por otro lado, contra todos los pronósticos, en un contexto de alta inflación y suba de tarifas, el presidente Macri lanzó un paquete de medidas sociales. Se anunció la extensión de la Asignación Universal por Hijo para los monotributistas, la devolución del IVA a los que perciben menores haberes, un plan para conservar los puestos de trabajo y el aumento de las jubilaciones. A su vez, el gobierno cambió el mínimo no imponible del impuesto a las ganancias llevándolo a \$30.000 brutos y se ampliaron las asignaciones familiares. También cabe destacar la aprobación de la ley de “reparación histórica” de jubilados, que consistía en reconocer a los jubilados que tuvieran juicios contra el Estado en curso, diferentes sumas de dinero y un aumento del haber mínimo. Al mismo tiempo, a días del inicio del ciclo lectivo de 2016, se logró un acuerdo en la paritaria docente en que los gremios aceptaron un aumento salarial del 35%.

Ante el ya mencionado problema de restricción externa por el acelerado descenso en el nivel de reservas internacionales, producto del atraso cambiario y del “cepo”, el gobierno necesitaba recomponer dicho *stock*. Con ese fin, se anuncia un nuevo blanqueo de capitales en el país, que permitiría también aumentar la recaudación y disminuir el déficit fiscal, ya que contaría con un esquema de penalidades dependiendo del monto “blanqueado”.

En relación a la necesidad de reservas y al abultado déficit fiscal (que ya no sería financiado con emisión monetaria), el gobierno debía recuperar el acceso al financiamiento en los mercados internacionales de crédito. Para ello, era necesario resolver el *default* de la deuda, por lo que se enviaría un proyecto de ley al Congreso de la Nación. Tras realizar varios cambios propuestos por la oposición, el Gobierno logró la aprobación en el Congreso del proyecto de derogación de las leyes “cerrojo” y “pago soberano” y la autorización para tomar deuda para pagar a los “fondos buitres”. De esta forma, los dos grandes problemas de Cambiemos al comienzo de su mandato (governabilidad y acceso al mercado de capitales) se despejaron con la aprobación del acuerdo y la salida del *default*, ya que la victoria se logró con apoyo de un sector de la oposición, en un Congreso en el que no cuenta con mayoría el oficialismo (lo que significaba que la necesidad de financiamiento de los gobernadores se imponía sobre el kirchnerismo más duro). La salida de Argentina del *default* después de 14 años, implicó que el Estado pague 9.352 millones de dólares a los acreedores que no entraron en los canjes de deuda de 2005 y 2010. Como muestra el siguiente gráfico, el ratio de deuda a

PBI de la Argentina es bajo (25%) en comparación a sus pares de la región gracias a la política de desendeudamiento llevada a cabo por los Kirchner, lo que se presenta como una oportunidad para acceder a nuevas fuentes de financiamiento del déficit en el corto plazo. En un contexto internacional de tasas de interés bajas, la entrada de capitales especulativos en busca de elevadas tasas de rendimiento, era prácticamente un hecho.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Fondo Monetario Internacional.

Por último, era necesario implementar un programa monetario creíble que permita desacelerar el crecimiento de la base monetaria (de aproximadamente el 40% interanual en 2015) y de la inflación, recuperar la independencia de los instrumentos de política (como son la tasa de interés y los encajes) y lograr una reducción del financiamiento monetario del déficit fiscal. Estas necesidades, son las que dieron origen al régimen de metas de inflación en la Argentina.

Metas de inflación en la Argentina actual

Desde la asunción de Federico Sturzenegger a la presidencia del Banco Central de la República Argentina (BCRA) a fines de 2015, se han tomado distintas medidas tendientes a realizar correcciones de desequilibrios y allanar el camino para la implementación formal de un régimen de metas de inflación: la introducción de la Lebac a 35 días de plazo, la unificación cambiaria (fin del “cepo”), liberación de tasas activas y pasivas, la eliminación de restricciones a la salida de capitales por parte de residentes, la adopción de la tasa de interés como instrumento central de política monetaria y la publicación periódica de acuerdo a un cronograma predefinido de informes de política monetaria.

En lo formal, la nueva gestión al mando del Banco Central se apegaría a los objetivos de la política monetaria, que son el promover la estabilidad monetaria (o sea, inducir a una baja sistemática y sostenible de la inflación llevándola en cuatro años al 5% anual), la estabilidad financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social. Los instrumentos de política monetaria en el inicio serían el corredor de pasivos pasivos y

activos y la tasa de interés de Lebac a 35 días de plazo (en un principio, con periodicidad semanal).

La definición del nivel de la tasa de interés nominal de política monetaria se realiza buscando influir sobre la dinámica inflacionaria y las expectativas de los agentes siguiendo la ya mencionada *Regla de Taylor*, siendo la cantidad de dinero una variable endógena del modelo. Se consideran, por un lado, las desviaciones del producto de su nivel potencial y de la inflación con respecto a su meta y, por otro lado, la determinación de una tasa de interés real positiva (que ha sido definida en torno al 4% anual por las autoridades del Banco Central). A través de colocaciones o retiros de Lebacs que realiza a través de licitaciones periódicas se fija su nivel de tasa de interés. Cuando el banco central absorbe todo el dinero que le ofrecen hasta la tasa de corte de la licitación, contrae la cantidad de dinero y orienta al conjunto de tasas de interés de la economía en dicha dirección. En caso de una suba de tasas, el mayor costo de financiamiento desincentiva el canal del crédito o, de manera similar, la mayor retribución que reciben los depósitos a plazo, actúa como un incentivo a postergar decisiones de consumo. Cuanto más sensibles sean los precios al comportamiento de la demanda, más rápido operará el canal de transmisión de la política monetaria.

Una cuestión crucial para el funcionamiento del esquema es el modo en que empresarios y trabajadores forman precios y salarios. Por ejemplo, los trabajadores pueden demandar en las paritarias anuales aumentos salariales que compensen las pérdidas de salario real del año anterior. A su vez, los empresarios pueden fijar pautas de aumentos de precios que compensen los aumentos de sus costos salariales y del tipo de cambio sobre sus insumos, procurando mantener un margen de ganancia. El esquema de metas de inflación presupone que los precios y salarios de la economía se fijan tomando como referencia la inflación futura, ya que todos creerán que la inflación va a ubicarse en un nivel cercano a la meta que estableció el Banco Central y esto facilitará que la economía converja rápidamente al rango de tasas de inflación buscado. Como queda claro, la efectividad de este esquema requiere que los precios se fijen mirando al futuro y que las metas fijadas por el banco central sean creíbles, es decir que la reputación del banco central es un aspecto fundamental para su éxito, tal como se mencionó a lo largo del presente trabajo.

En relación a la búsqueda de credibilidad y transparencia, vale la pena destacar que se tomó como premisa recuperar el control del INDEC y proveer a la sociedad de estadísticas confiables y transparentes con respecto a la evolución del nivel de precios (e incluso de pobreza e indigencia). De la ganancia en credibilidad que obtenga la autoridad monetaria depende la formación de expectativas que hacen los agentes no sólo respecto al cumplimiento de la meta de inflación, sino de la evolución del nivel general de toda la economía.

Por el lado del régimen cambiario, se establece un tipo de cambio flexible, con intervenciones ocasionales y se destaca que la flotación cambiaria permite aislar los efectos de la volatilidad del tipo de cambio en el comportamiento de los precios domésticos. A su vez, se destaca que limitar el traslado a precios del tipo de cambio es crucial para que el tipo de cambio real cumpla su rol estabilizador ante distintos impactos. En caso de que el Banco Central tuviese por objetivo mantener el tipo de cambio en un contexto de exceso de oferta de divisas, ello daría lugar a una expansión monetaria para

comprar moneda extranjera y de esa manera evitar la apreciación del tipo de cambio, o, por el contrario, a una contracción de la cantidad de dinero como contrapartida de la venta de moneda extranjera para evitar la depreciación en una situación de exceso de demanda de moneda extranjera. En ese sentido, el Banco Central establece que intervendría en el mercado de cambios para administrar el perfil de su hoja de balance y prevenir fluctuaciones injustificadas. De esta forma, el Banco Central adopta el régimen de metas de inflación no en su versión más “pura”. Como se desarrolló a lo largo del trabajo, esto puede traer complicaciones respecto a la credibilidad y transparencia de la autoridad monetaria, ya que operar con dos objetivos nominales (inflación y tipo de cambio) es confuso para el público y atenta contra el objetivo de construcción de una moneda fuerte en una economía emergente como la nuestra, donde la demanda de dinero es inestable y el apetito por el dólar se encuentra siempre latente producto de nuestra historia reciente. Además, es un síntoma del “temor a flotar” característico de las economías emergentes. El Banco Central también aclara que contará con la posibilidad de comprar un excedente de dólares en el mercado de cambios ante una apreciación brusca del tipo de cambio (que en la literatura se conoce como “temor a apreciar” o *enfermedad holandesa*).

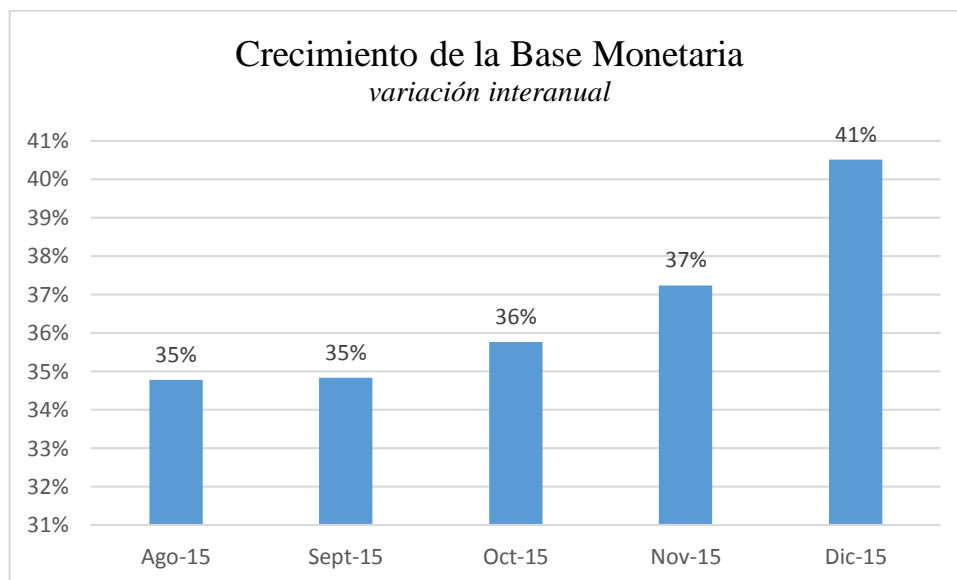
Otra condición básica es que el Banco Central pueda decidir con independencia y sin condicionamientos la política monetaria, sin las presiones que podrían provenir de otros objetivos, como el financiamiento del déficit fiscal. Con respecto a este punto, se estableció un límite para el año 2016 por todo concepto de las transferencias del Banco Central al Tesoro de \$160.000 millones. Con esto, se pone un límite a la dominancia fiscal que reinó durante la última etapa del gobierno kirchnerista. Formalmente, era el fin de la subordinación de la política monetaria a las necesidades fiscales.

No es posible abordar los detalles de la estrategia de política monetaria bajo el régimen sin antes hacer mención de los factores que dan origen a la inflación en la Argentina. Por un lado, existen factores estructurales como el atraso cambiario y tarifario (*teoría estructuralista*), que ante la necesidad de realizar una corrección de precios relativos, genera un aumento del nivel general de precios. Por otro lado, existe un componente *inercial* de inflación, que surge por el hecho de contar los salarios con un rezago por expectativas adaptativas de inflación pasada en las negociaciones paritarias. En tercer lugar, se pueden mencionar los *efectos de segunda ronda*, que implica un traslado a precios ante el aumento de los costos (hecho que es más factible en una economía proteccionista sin competencia ante el ingreso de productos del exterior). Por último, se destaca el financiamiento monetario del déficit fiscal (*teoría monetarista*), que termina convalidando la inercia de precios y salarios.

En la búsqueda de anclar expectativas, el Banco Central construye reputación con el tramo corto de la curva y por medio de las comunicaciones formales y publicaciones de informes del Banco Central para buscar desvincular los movimientos de precios de la inflación pasada, la corrección de tarifas y la suba del dólar. Una vez alcanzado, le permitiría coordinar expectativas y ganar credibilidad en el tramo largo de la curva. En la práctica, esto es lograr estirar los vencimientos de Lebac para evitar un efecto “bola de nieve” en cada licitación primaria y evitar deteriorar el balance cuasifiscal del Banco Central.

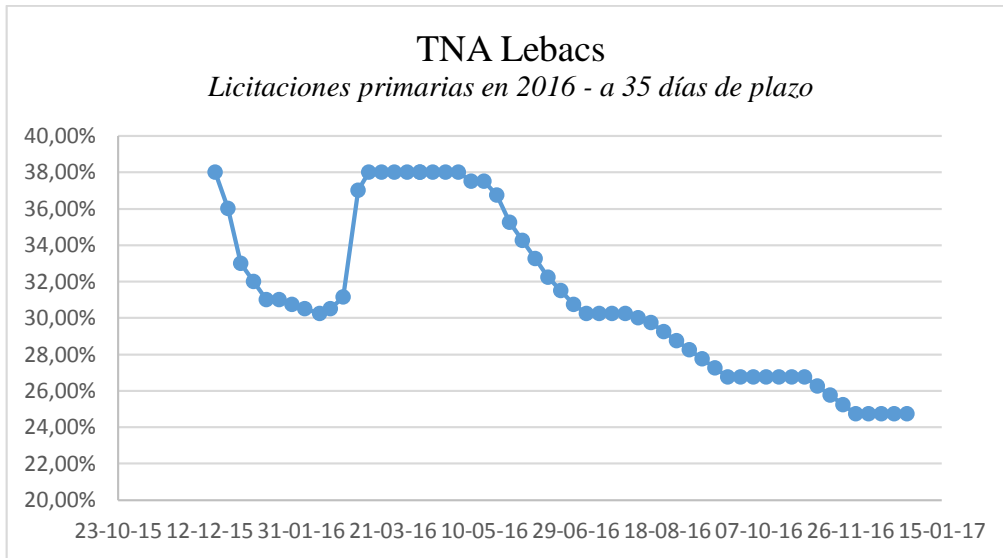
Sin embargo, la decisión de mantener las tasas altas en el tramo corto enfrenta constantemente un *trade-off* con el nivel de actividad y el financiamiento al sector público y privado. La política monetaria contractiva castiga a la actividad e inversión, y viceversa. Al mismo tiempo, con una demanda de dinero inestable, la baja de tasas podría traducirse en una corrida al dólar y que se dispare la inflación. El sesgo contractivo le permitía, ante la inicial disparada del dólar post-“cepo”, mantener ancladas las expectativas e incentivar la entrada de capitales en búsqueda de *carry trades*. Más importante aún, mantener las tasas altas en el tramo corto le permite conseguir la reputación necesaria para encarar la ardua tarea de construir una moneda nacional.

Desde inicios de 2016 se mantuvo un sesgo contractivo para la política monetaria, con tasas de interés para la Lebac a 35 días del 38%. Esta decisión se tomaba en un contexto de salida del “cepo”, con un crecimiento heredado de la base monetaria para fin de 2015 del 41% anual y una inflación cercana al 27% anual.



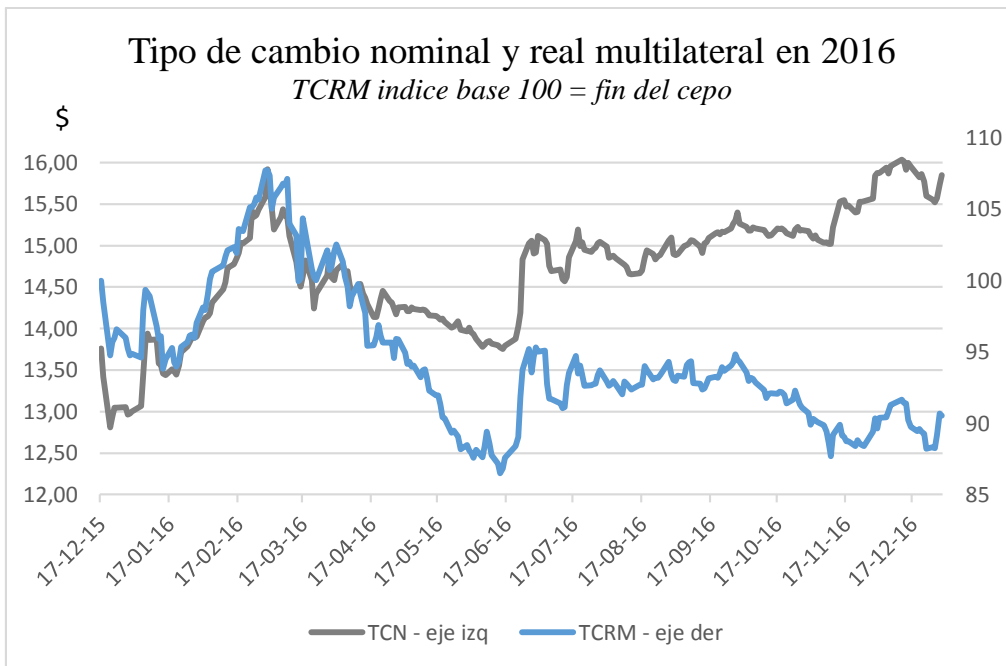
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central de la República Argentina.

Sin embargo, rápidamente se tomó la decisión de bajar las tasas y se produjo una disparada del dólar, dejando en evidencia la inestabilidad de la demanda de dinero y la presión y potencia que el movimiento de tasas tiene en las expectativas de devaluación e inflación. Pudo haber sido un exceso de confianza o de ansiedad, pero el mensaje del mercado fue claro respecto a la prudencia que se debía mantener en la tendencia bajista de tasas. Para marzo de 2016, la Lebac a 35 días de plazo volvía a cotizar en 38%.



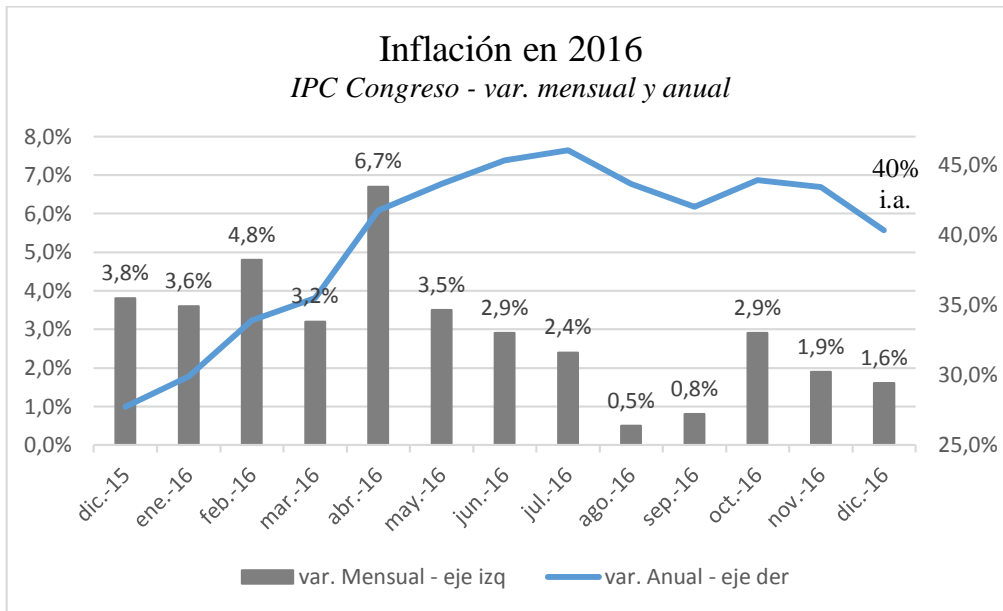
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central de la República Argentina.

Durante dos meses, las tasas se mantuvieron sin alteraciones. A partir del mes de Mayo, el Banco Central comenzó un ciclo de baja de tasas que no terminaría hasta finalizar el año, salvo algunas interrupciones. Coincidentemente, este proceso se dio junto con un fuerte ingreso de capitales al país producto de la salida del *default*, las corporaciones y los gobiernos sub-soberanos tomando deuda en el exterior y la liquidación de divisas del agro. Como resultado, el tipo de cambio nominal comenzó a apreciarse por un exceso de oferta, situación que llevó a una fuerte pérdida de competitividad comercial producto del atraso cambiario. La cuenta capital y financiera fue el motor durante todo 2016 de la balanza de pagos, motivo por el cual el nivel de reservas internacionales dejó de ser un tema preocupante.



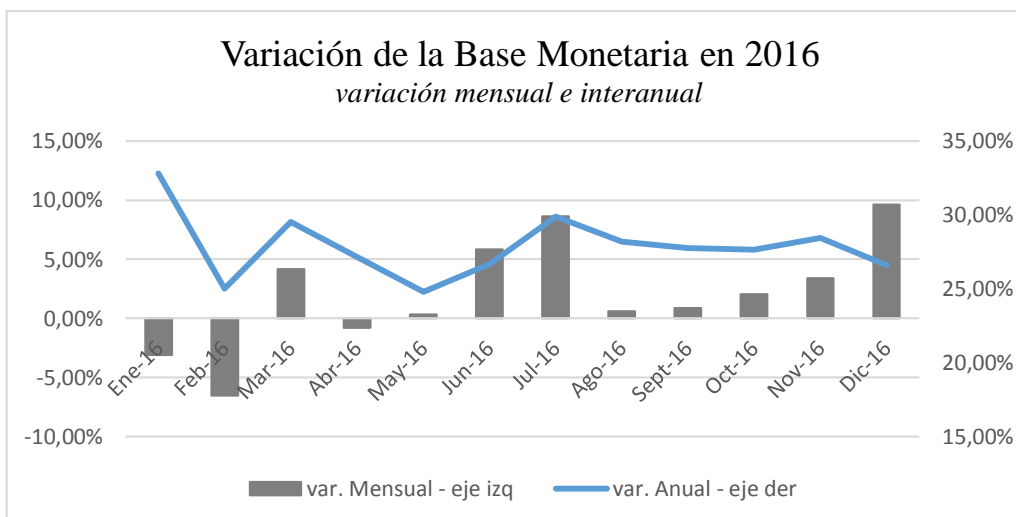
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central de la República Argentina.

En cuanto a la inflación, la corrección de precios relativos liderada por la suba de tarifas de bienes y servicios regulados dijo presente, y en abril de 2016 se ubicó cerca del 7% mensual. Paradójicamente, la necesidad de ajuste de tarifas haría que la suba de la inflación fuera inevitable y casi necesaria para lograr una baja y estable inflación de mediano plazo. A partir de ese mes, la inflación anual comenzó un ciclo de crecimiento sostenido hasta mitad de año, ubicándose en Julio en 46%. Sobre fin de año, aunque con tendencia bajista, el 2016 cerró el año con una elevada inflación del 40%, muy por encima de la meta “no formal” fijada por el Banco Central para ese año de 25%. En un escenario como el descrito, con elevada inflación y con desempleo creciente producto de la caída del nivel de actividad, la Curva de Phillips deja de ser representativa.



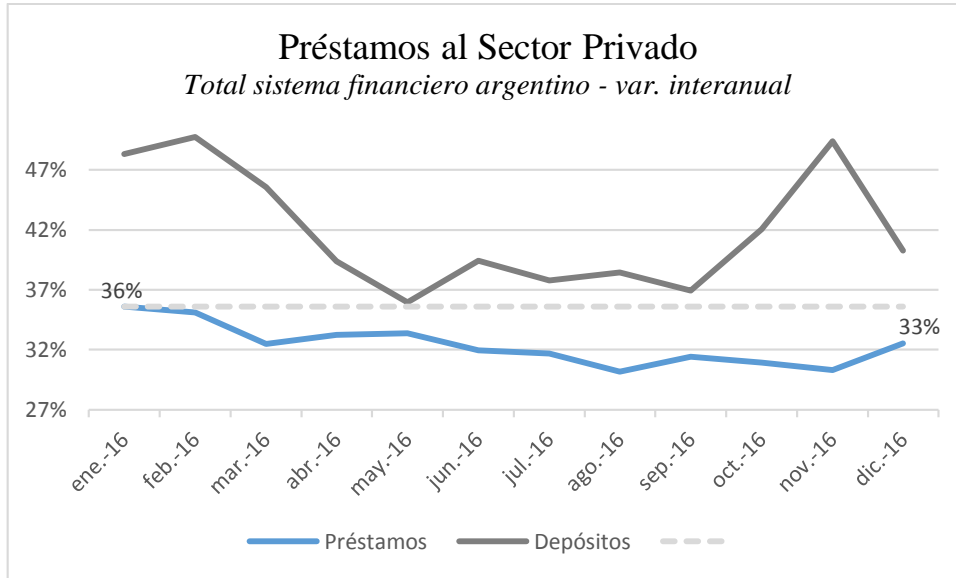
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Índice de Precios del Congreso de la Nación.

Producto del desarme de Lebac a partir de la baja de tasas en el mes de Mayo, la Base Monetaria comienza a crecer nuevamente, con un pico en Julio del 30%, pero finalizando el año con una variación interanual del 27%.



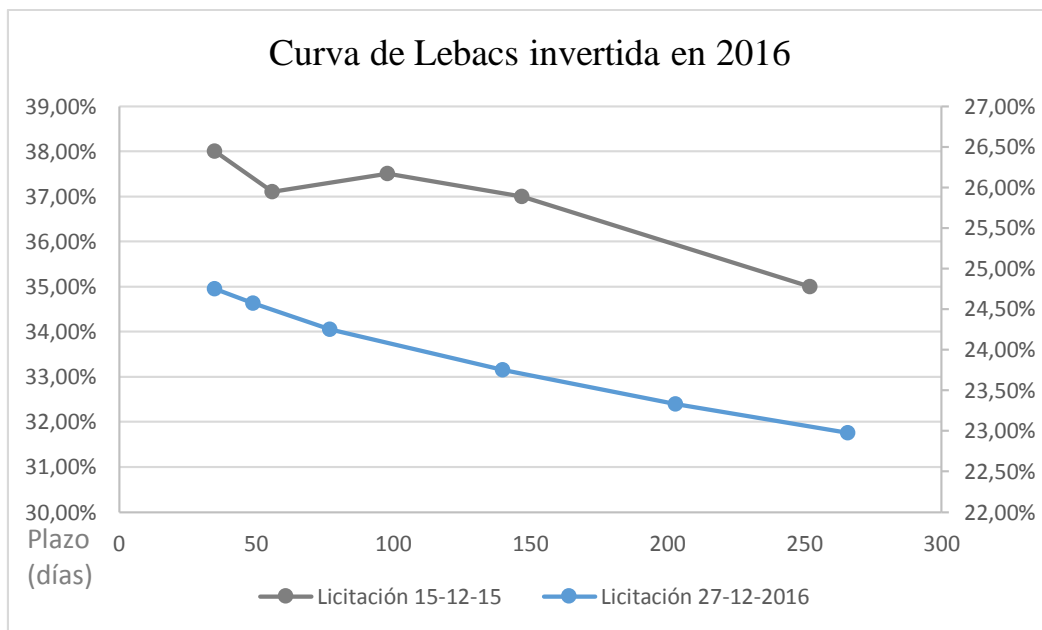
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central de la República Argentina

El *trade-off* entre crecimiento económico con impulso del crédito al sector privado y suba de tasas para contraer la base monetaria y reducir la inflación, se hizo sentir. Si bien el canal de crédito es pequeño y el impacto sobre el nivel de actividad es acotado, hacia fin de año se evidenció una suba del 33% interanual del crédito al sector privado, ubicándose por debajo de la inflación anual.



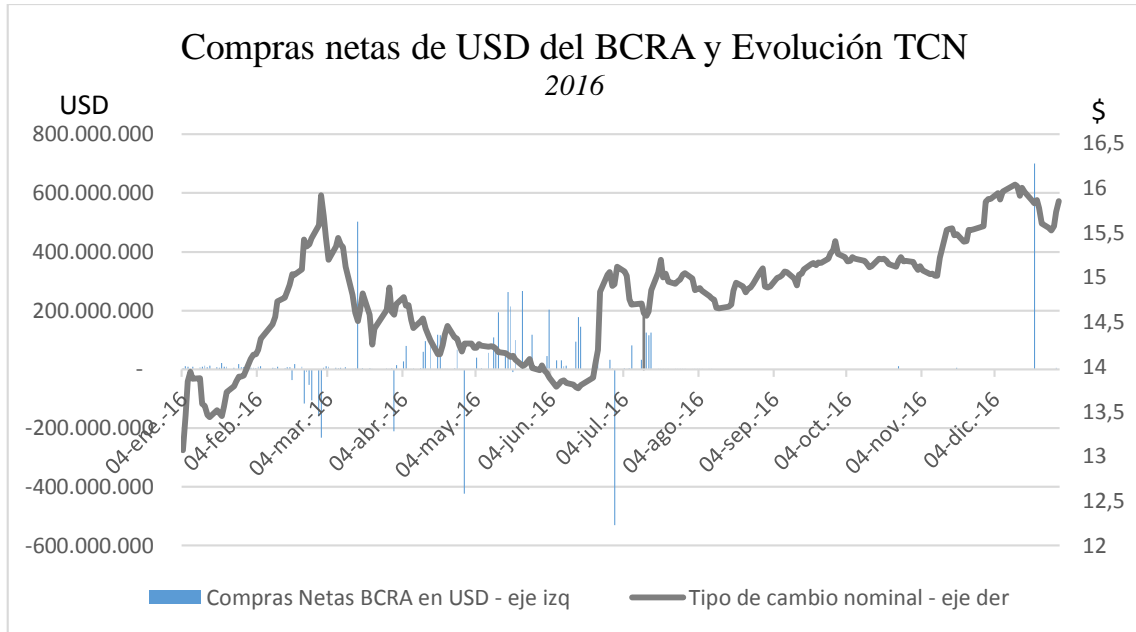
Fuente: Elaboración propia en base al Informe Mensual sobre Bancos del Banco Central de la República Argentina.

Como se mencionó anteriormente, el responsable de esta situación fue la pendiente de la curva de Lebac, que se mantuvo invertida y fuertemente empinada durante todo el 2016.



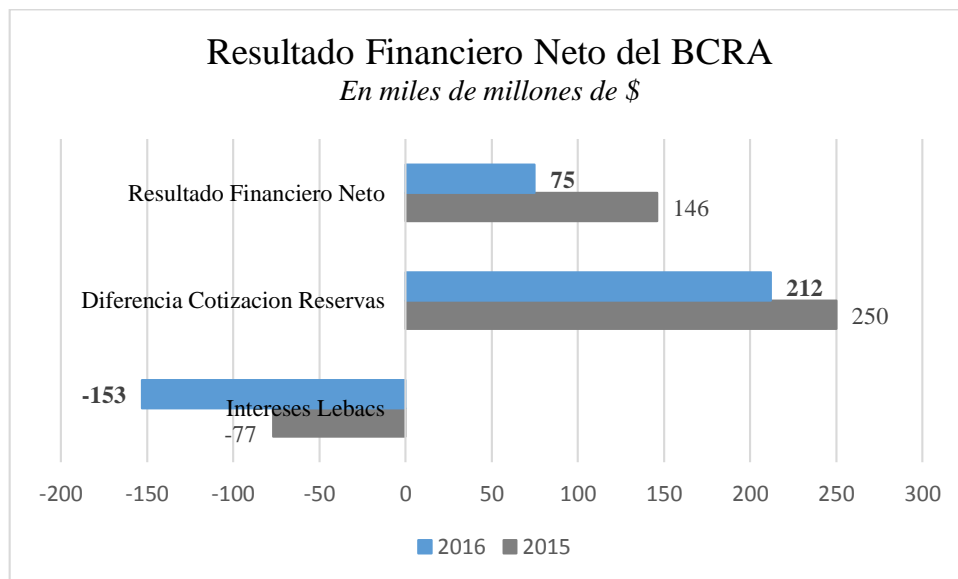
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central de la República Argentina.

En el mercado cambiario, el Banco Central no pudo evitar la apreciación real del tipo de cambio producto del ingreso de capitales al país, a pesar de su intento por devolverle competitividad hacia mitad de año por medio de compras de divisas (momento en que se registra la mayor apreciación del tipo de cambio desde la salida del “cepo”). Sólo en la segunda mitad de año se logra recuperar competitividad producto de dos eventos en el plano internacional: el *Brexit* y la victoria de Donald Trump en las elecciones presidenciales de los Estados Unidos.



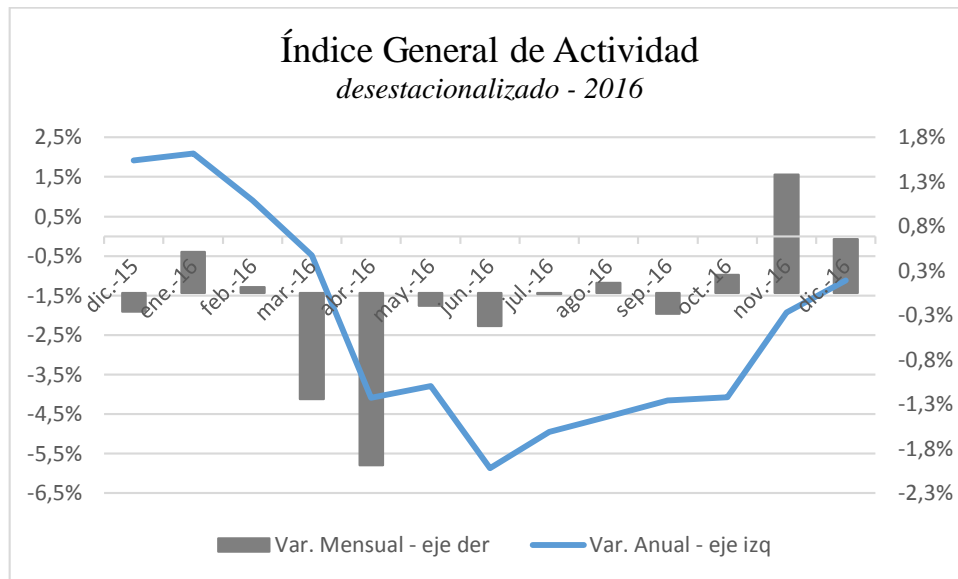
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central de la República Argentina.

Producto del elevado stock de Lebac y de las altas tasas de interés que se mantuvieron durante todo 2016 para contraer la Base Monetaria, el resultado financiero neto del Banco Central presentó una fuerte caída, de prácticamente el 50% del año anterior.



Fuente: Elaboración propia en base a la publicación de Estados Contables al 31 de Diciembre de 2016 del Banco Central de la República Argentina.

Como consecuencia de toda esta conjunción de eventos, la actividad económica se deprimió en 2016 y registró una caída interanual del 1%, de acuerdo al Índice General de Actividad.

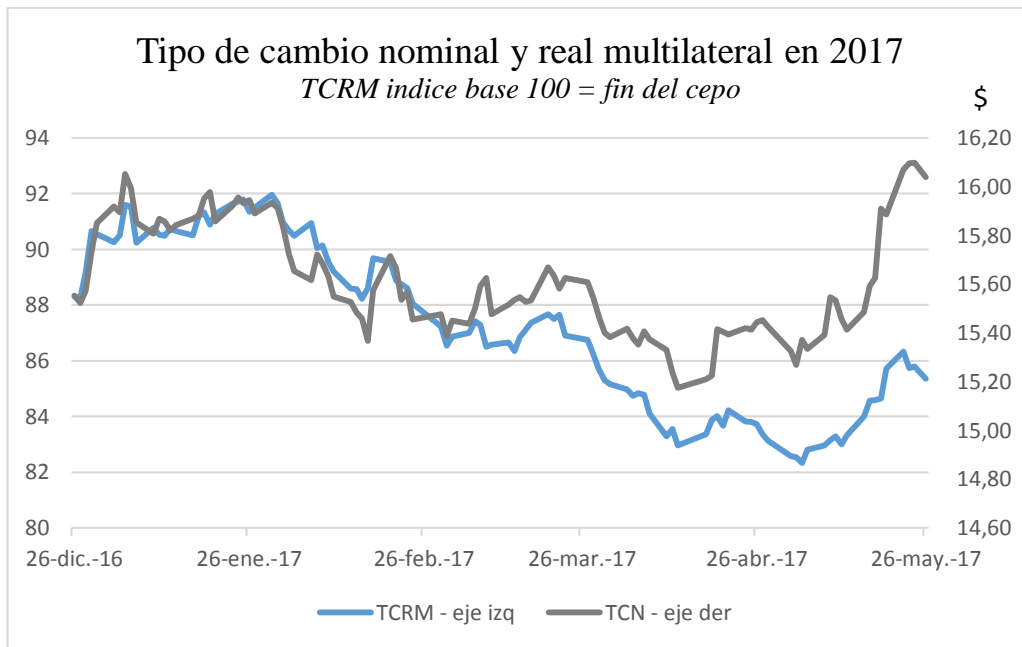


Fuente: Elaboración propia en base a datos de la consultora Orlando J. Ferreres y Asociados S.A.

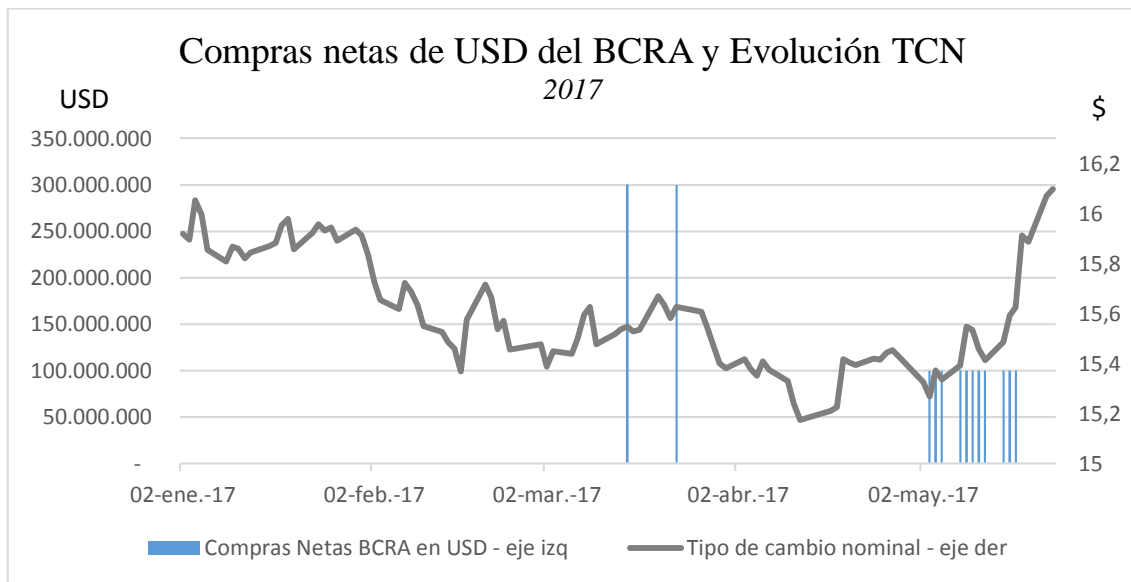
A inicios del año 2017, el nivel de actividad evidenció una recuperación liderada por el consumo privado impulsado por una recuperación del salario real y del salario en dólares y el gasto público ante una política fiscal más laxa producto de la proximidad a las elecciones de medio término. Sin embargo, sigue sin verse la reactivación de la inversión extranjera directa como era esperada.

Por el lado de la política fiscal, se establece una pausa en la consolidación fiscal ya que las elecciones de medio término en Octubre (y las PASO en Agosto) impulsan cierto sesgo más heterodoxo que el planteado al inicio de la gestión de Cambiemos. La restricción política determina un enfoque más gradual en lo fiscal, con presencia de políticas impulsoras de la demanda. El crecimiento del gasto público (indexando con respecto a la inflación pasada) es superior a los ingresos (que indexan con la inflación presente). El éxito del blanqueo y la quita de subsidios financian el gradualismo, lo que pone en serio cuestionamiento la decisión real del gobierno de buscar una consolidación en materia fiscal. A favor, el ratio de deuda a PBI se mantiene en niveles bajos (beneficio heredado de la política de desendeudamiento del kirchnerismo), abriendo un camino para un posible financiamiento del déficit fiscal en el mercado de capitales.

En lo que respecta a la política cambiaria, los flujos financieros alcanzan para financiar una cuenta corriente que se deteriora en un contexto de recuperación y normalización de la economía. Esto incluso le permite al Banco Central lograr cierta recomposición del stock de reservas y le permite también ponerle un piso a la cotización de la divisa. El tipo de cambio real se mantiene estable pero con tendencia decreciente, como ilustran los siguientes gráficos.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central de la República Argentina.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central de la República Argentina.

La política de ingresos se manifiesta con una recuperación del salario real (por el inicio del proceso de desinflación) y del salario en dólares (por la apreciación del tipo de cambio). A su vez, se evidencia un recorte moderado de la tasa de desempleo, aunque todavía en niveles elevados.

Por último, en relación a la política monetaria, el Banco Central establece las metas formales de inflación para los siguientes tres años, mantiene el objetivo de tasas de interés reales positivas (del 4%). Se define a la tasa del centro del corredor de países a 7 días como tasa de política monetaria, aunque el mayor canal de absorción de la base monetaria continúan siendo las Lebacs (cuyas licitaciones primarias pasaron a ser mensuales en lugar de semanales, como solían serlo).

Llegado este punto, surgen los siguientes interrogantes que dan origen a la investigación desarrollada en el presente trabajo ¿Están dadas las condiciones estructurales en la Argentina para que la adopción del régimen de metas de inflación encarrile la dinámica inflacionaria de mediano plazo en un sendero que permita un mayor crecimiento económico? ¿Cuáles son los obstáculos que debe sortear hoy el Banco Central para consolidar el proceso de desinflación? En este contexto, ¿es la tasa de interés un instrumento de política monetaria idóneo para lograr reducir la inflación?

En primer lugar, tal como se mencionó a lo largo del trabajo, la implementación del régimen en economías emergentes suele caracterizarse por entornos de elevada debilidad institucional, baja credibilidad por parte del público en la autoridad monetaria, elevada dolarización de la economía, una alta vulnerabilidad a los flujos de capitales externos y un elevado *pass-through*. El elevado nivel de dolarización de la economía (que podría generar un efecto hoja de balance, sobre los pasivos de las empresas afectando su solvencia) y el alto traslado a precios que una devaluación tiene en estas economías, lleva a que las autoridades monetarias busquen constantemente intervenir en el mercado de cambios buscando suavizar su volatilidad (“temor a flotar”), atentando contra el beneficio de contar con un tipo de cambio flexible que actué como amortiguador ante *shocks* externos. El hecho de poner un foco demasiado fuerte en la limitación de los movimientos del tipo de cambio es que se corre el riesgo de transformar el tipo de cambio en un ancla nominal que tenga prioridad por sobre la meta de inflación. La búsqueda de dos objetivos nominales podría dar lugar a una situación donde se deba dar preferencia a un objetivo por sobre el otro, pero sin una clara señal de cómo se resolvería ese conflicto. Esto hace que la política monetaria sea menos transparente y obstaculice el logro de la meta de inflación, tal como se vio en la experiencia chilena al adoptar un esquema de metas de inflación con flotación administrada.

En segundo lugar, nuestro país cuenta con una fuerte tradición inflacionaria, como se vio a lo largo del presente trabajo. Siempre está “latente” el riesgo de devaluación, la inflación y la falta de confianza y credibilidad en las instituciones. Dicha situación lleva a que la construcción de reputación por parte de la autoridad monetaria no se da de la noche a la mañana, menos aún a meses de implementación formal del régimen. Se requiere de tiempo y de anotar algunos logros que permitan alinear las expectativas del público con las de las autoridades a cargo. Las expectativas son adaptativas, y traen un fuerte componente de rezago de nuestra historia reciente. Dado el rol preponderante que para el éxito de metas de inflación las expectativas tienen, el Banco Central enfrenta la ardua tarea de buscar anclar las expectativas de los agentes con las metas predefinidas.

En tercer lugar, el gradualismo del Ministerio de Hacienda que mantiene un elevado déficit fiscal, dificulta el cumplimiento de la meta de inflación, si bien para el año 2017 se estableció un límite máximo de transferencias al Tesoro (por adelantos transitorios y transferencias de utilidades) de \$150.000 millones, lo que obliga a sostener una política contractiva que esterilice el excedente de pesos en circulación, provocando un aumento del costo del crédito, *crowding-out* al sector público y privado y contracción económica. Ello demuestra que el financiamiento monetario del déficit, si bien es bajo, es persistente. La importancia de eliminar la dominancia fiscal, tal como lo demostró la experiencia de metas de inflación en Brasil, es otorgar independencia plena a la política monetaria para alcanzar su objetivo. El grueso del ajuste fiscal opera por la vía del recorte de subsidios

ayudado por los ingresos extraordinarios que generó el blanqueo de capitales. Sin embargo, los gastos ajustan con inflación pasada (mayor) y la recaudación con inflación presente (menor). Como puede verse en la siguiente tabla, los ingresos fiscales tributarios (sin considerar al blanqueo) crecen en el acumulado a Abril de 2017 al 27% interanual, mientras que los gastos lo hacen al 36%.

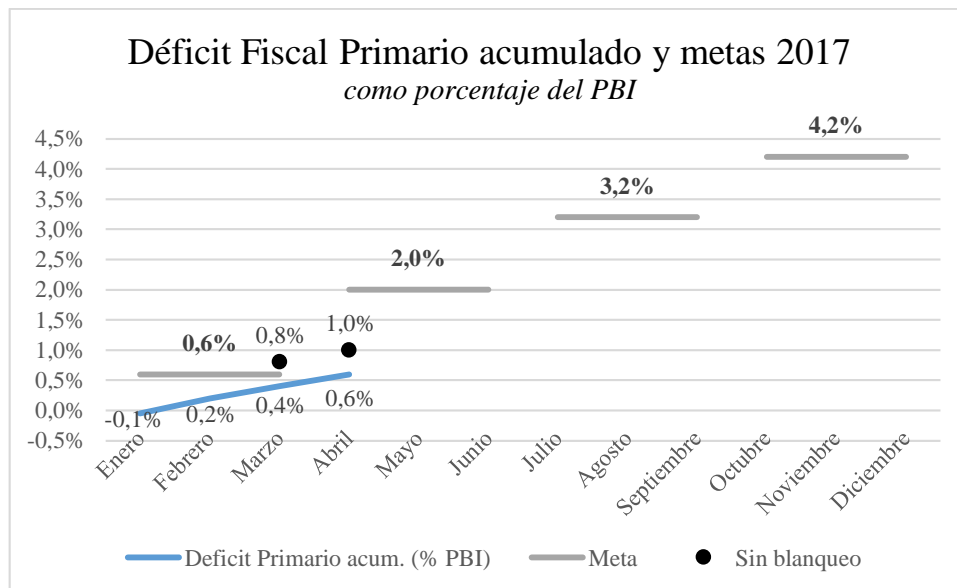
Resultado Fiscal 2017

en miles de millones de \$

	Ene-Abr	var i.a. %
Ingresos Totales	627	40%
<i>Tributarios</i>	540	27%
<i>Blanqueo</i>	41	0%
<i>Otros</i>	47	86%
Gastos Primarios	687	36%
Resultado Primario	-60	6%
<i>Intereses Netos</i>	-60	140%
Resultado Financiero	-120	47%

Fuente: Elaboración propia en base al Informe mensual de ingresos y gastos del sector público nacional no financiero, Ministerio de Hacienda de la República Argentina.

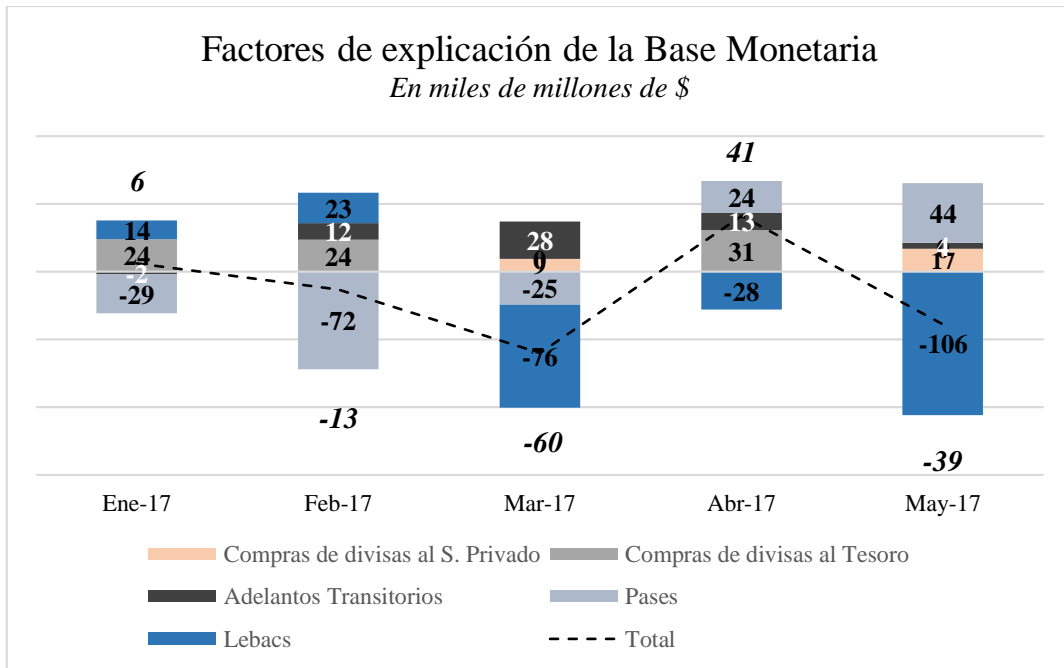
Si bien se registra un cumplimiento de la meta fiscal para el primer trimestre del año del resultado primario acumulado, pareciera que el objetivo fue poco exigente al notarse que se hubiera tratado de un incumplimiento de no haber sido por los ingresos extraordinarios del blanqueo de capitales.



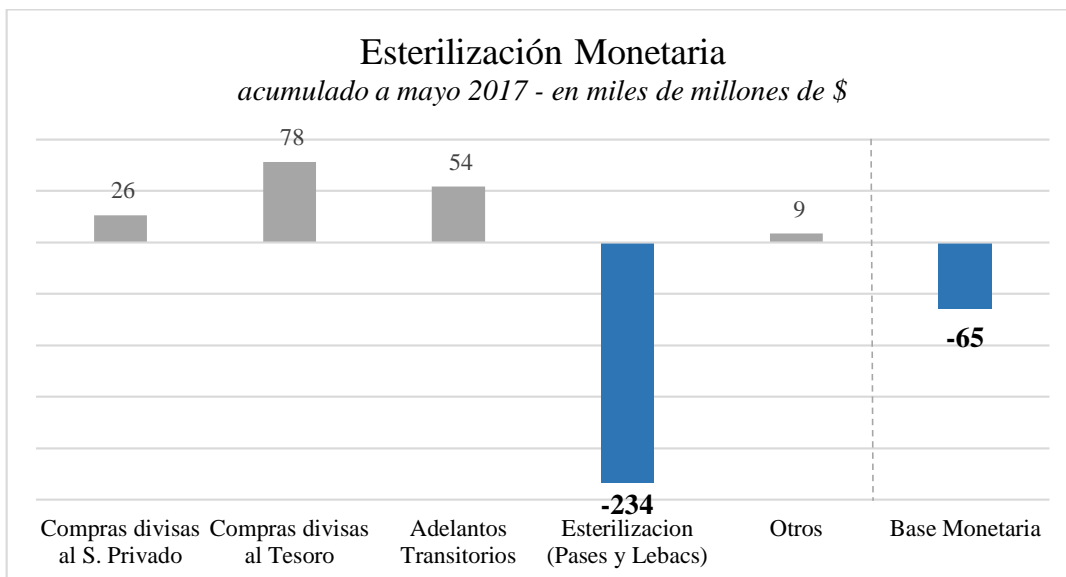
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Ministerio de Hacienda.

Cuarto, el fuerte ingreso de capitales al país en busca de altos rendimientos, empresas y gobiernos sub-soberanos tomando deuda en el exterior y el incremento de liquidación de divisas del agro, llevaron a una apreciación del tipo de cambio y a un fuerte atraso

cambiario que complica la competitividad externa. Ello motiva al Banco Central a ponerle un piso a la cotización del dólar y realizar compras de divisas en el mercado de cambios como directa al Tesoro, lo que genera emisión monetaria y que, sumado a los adelantos transitorios para financiar el déficit fiscal, lo obliga a mantener el sesgo contractivo de la política monetaria para esterilizar esa expansión de dinero, con el impacto ya sabido que ello tiene sobre el nivel de actividad, como deprime la inversiones en economía real y como genera un efecto *crowding-out* no sólo sobre el sector privado no financiero, sino también sobre el propio Tesoro en busca de financiamiento del déficit fiscal.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central de la República Argentina.



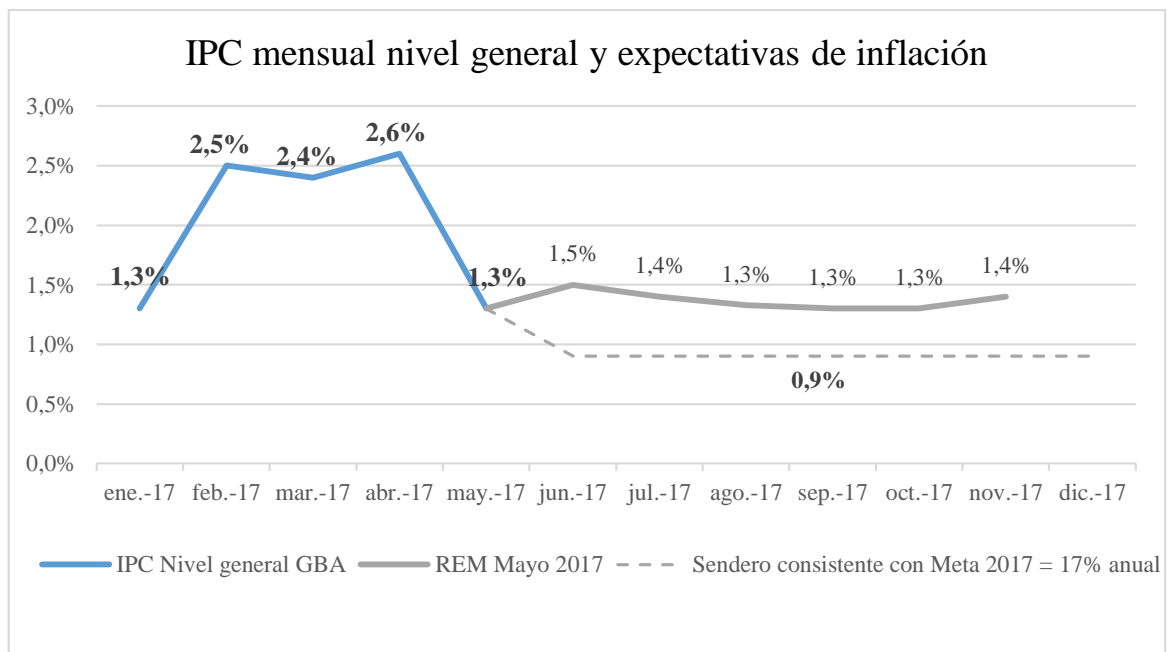
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central de la República Argentina.

Cabe mencionar también las pujas distributivas existentes, con asalariados que buscan acordar paritarias con inflación pasada (*inflación inercial*) y no futura. El conflicto salarial docente de principio de año resta imagen positiva del gobierno, lo que complica

su situación de cara a las próximas elecciones. Es por ello que los regímenes de metas de inflación suelen enfatizar la necesidad de una desregulación del mercado de trabajo, ya que de existir rigideces que defiendan al trabajo frente al capital, la política de desinflación puede ser inefectiva dejando en evidencia la impotencia de la autoridad monetaria y forzándolo a tomar políticas recurrentemente contractivas.

Por otro lado, realizando un ejercicio de sostenibilidad de la deuda pública, se ve que el ratio de deuda a PBI es bajo, por lo que financiar el déficit fiscal vía deuda podría ser un camino ante un escenario de tasas de interés internacionales bajas. Sin embargo, se corre el riesgo de que la entrada de dólares por emisión de deuda genere una fuerte apreciación de la moneda que lleve a intervenciones en el mercado de cambios por parte del Banco Central. Ante el bajo nivel de deuda, la Reserva Federal que mantiene su gradualismo en la suba de tasas y el comienzo de algunos signos de reactivación económica, pareciera que la sostenibilidad de la deuda pública, al menos en el corto plazo, no sería una preocupación.

En lo que respecta a la política monetaria, la tasa de interés como instrumento encuentra serias dificultades para lograr encarrilar a la inflación, ante la necesidad de compra de dólares para ponerle un piso a su cotización en un contexto de fuerte apreciación cambiaria que exige una tasa elevada para esterilizar la consecuente emisión monetaria, los efectos de segunda ronda por aumento de costos que empujan al alza a la inflación núcleo y el financiamiento del déficit por parte del Banco Central (*inflación monetarista*) por los adelantos transitorios y transferencias de utilidades al Tesoro antes mencionadas. La tasa de interés requerida ante este escenario, pasa a ser muy elevada. Habiendo acumulado hasta Mayo un 10,1% de inflación, para alcanzar la meta del 17% acumulada en 2017 se requiere una inflación promedio mensual para los siguientes ocho meses de 0,9%, hecho que parece inviable en este contexto.



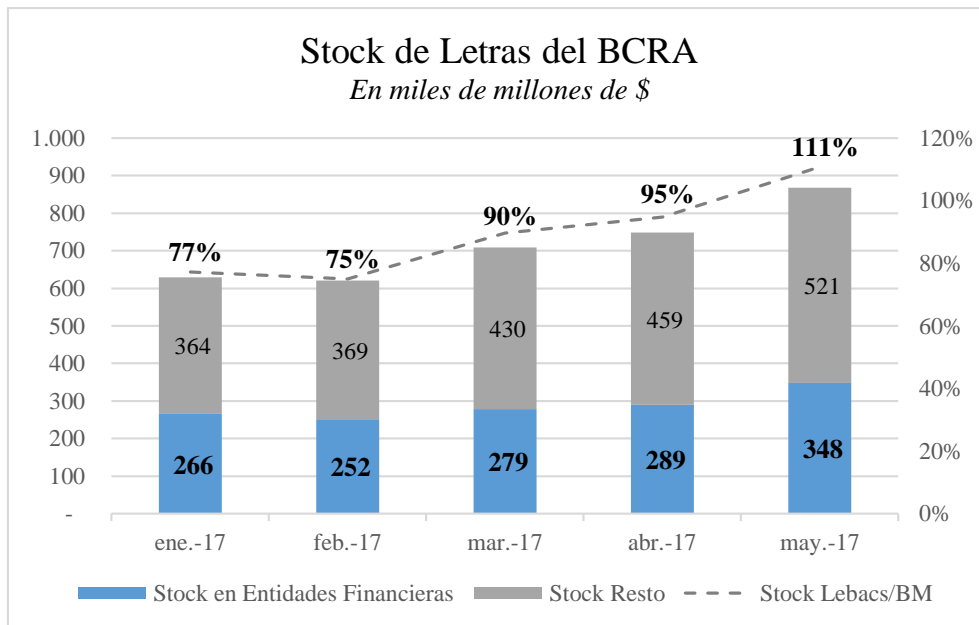
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos.

También afronta obstáculos en relación a la *inflación estructural* (inflación de costos). La necesidad de realizar una corrección de tarifas para reducir subsidios no sólo empujó al

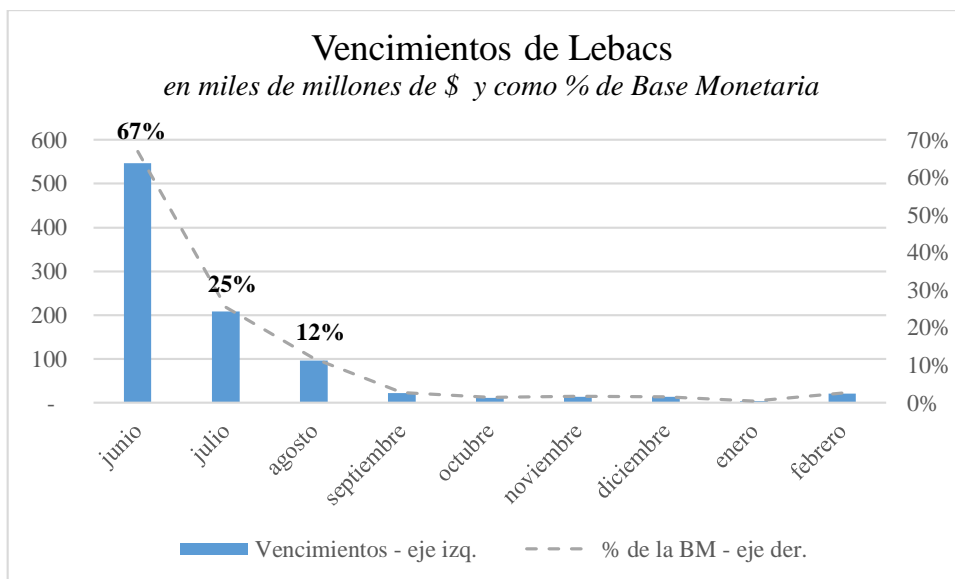
alza al nivel general de la inflación, sino también a la inflación núcleo por los efectos de segunda ronda al incorporar ese aumento de costos en los precios. A favor, la elevada política de tasas genera una apreciación de tipo de cambio que permite mantenerlo anclado (e incluso con tendencia decreciente) ayudando a reducir el traslado a precios de una devaluación e incluso a mejorar los salarios en dólares, permitiéndole al gobierno una mejor posición en la negociación paritaria de salarios. El aumento de costos lleva, sin embargo, a que los empresarios busquen aumentar su margen de ganancia, lo que aumenta los efectos de segunda ronda incrementando los precios. Este hecho se ve potenciado por el bajo grado de apertura comercial (proteccionismo) que presenta la economía en la actualidad, restringiendo la competencia por precio de productos provenientes del exterior, habilitando a los productores locales a remarcar precios a su voluntad. Por este motivo, la tasa de interés pierde potencia como instrumento de política monetaria para anclar el proceso de formación de expectativas de los agentes. Si la política es creíble y logra el Banco Central consolidar su reputación, permitirá que los agentes dejen de formar sus expectativas de precios con un alto componente inercial y con rezago ajustando respecto al pasado, para pasar a formar expectativas mirando hacia adelante. Como se ve, la puja distributiva de ingresos ocupa un rol preponderante en la dinámica de formación de precios en la Argentina, por lo que es primordial ganar credibilidad y reputación para la autoridad monetaria y de esta forma, lograr mejorar las expectativas de los agentes. En resumen, la tasa de interés como instrumento de política monetaria opera en un doble sentido intentando atacar los dos focos que dan origen a la inflación: por un lado, la inflación monetarista vía esterilización con venta de Lebac's por la expansión monetaria generada por la compra de divisas (en el mercado único y libre de cambios a través de bancos públicos y compras directas al Tesoro) y adelantos transitorios y transferencias de utilidades al Tesoro por parte del Banco Central y, por otro lado, la inflación estructuralista (o de costos) vía apreciación cambiaria y el proceso de formación de expectativas de los agentes (en paritarias y la búsqueda de ganancias que permitan recomponer su poder adquisitivo). Será fundamental la credibilidad y reputación que la autoridad monetaria gane para lograr anclar la formación de expectativas de inflación de los agentes.

A su vez, por las elevadas tasas de Lebac's y Pases Pasivos en torno al 25,5% ante el escenario de apreciación cambiaria, comienzan a verse señales de un aumento del déficit cuasifiscal. El ratio de “(Lebac's + Pases pasivos) / Reservas” supera el 130% y lleva a que comience a erosionarse el balance cuasifiscal por las elevadas tasas de interés de Lebac's y Pases. Ello requeriría de una baja de tasas o una devaluación para mejorar el balance del Banco Central, pero atentaría contra el objetivo de bajar la inflación y ubicarla dentro del rango objetivo. La esterilización monetaria realizada por medio de Lebac's llevó a que hacia el mes de Mayo el stock de letras en circulación supera la base monetaria. La estrategia de mantener las tasas elevadas para “secar la plaza” tras las intervenciones en el mercado de cambios que generan expansión monetaria, contener los efectos de segunda ronda por corrección de tarifas y poner un freno a la inflación inercial, llevan a que exista un atractivo mayor en el tramo corto de la curva sobre el que el Banco Central construye su reputación, concentrando el 90% de los vencimientos en los plazos más cortos (desplazando incluso inversiones de economía real). Así, el Banco Central afronta una “bola de nieve” de vencimientos en cada licitación primaria de Lebac's, de aproximadamente el 65% de la base monetaria en cada oportunidad. Existe de esta forma

un riesgo de *roll-over* en cada licitación, ya que, en caso de no producirse una renovación, se aumentan las expectativas de devaluación por la inestabilidad de la demanda de dinero y de una posible expansión monetaria. Por lo que ante esta situación, una estrategia para mitigar el riesgo sería generar incentivos a estirar vencimientos, aplanando la curva de Lebacks aumentando las tasas de interés de los tramos más largos. Una vez ganada la reputación en el tramo corto que ancle las expectativas de inflación, que permita estirar vencimientos gracias a la credibilidad obtenida, y una vez pasado el efecto de la corrección tarifaria, dará margen a la autoridad monetaria para acompañar con una baja de tasa en el tramo corto, devolviendo a la curva de tasas de interés su “forma tradicional” (dejando de estar invertida), aliviando el elevado costo cuasifiscal que la estrategia actual conlleva.



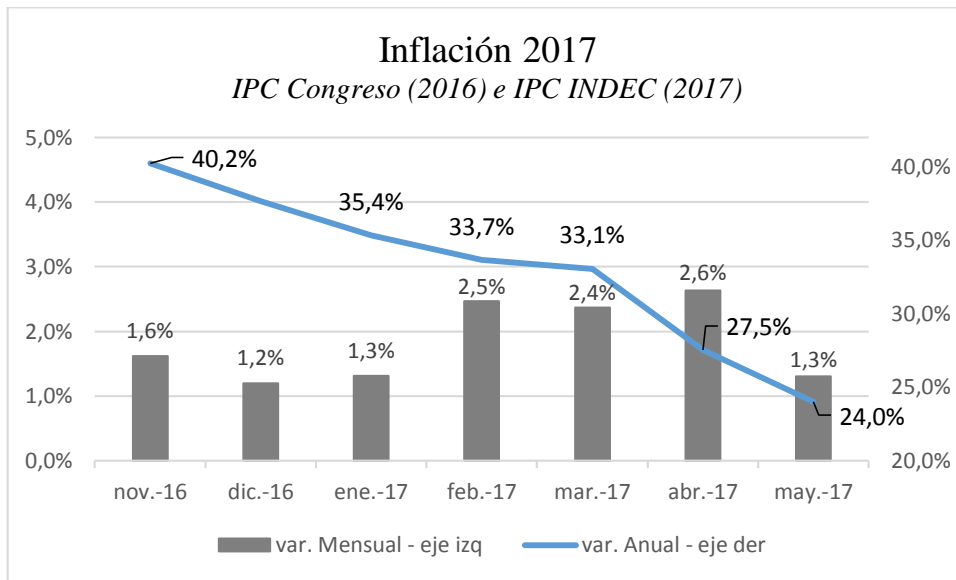
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central de la República Argentina.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central de la República

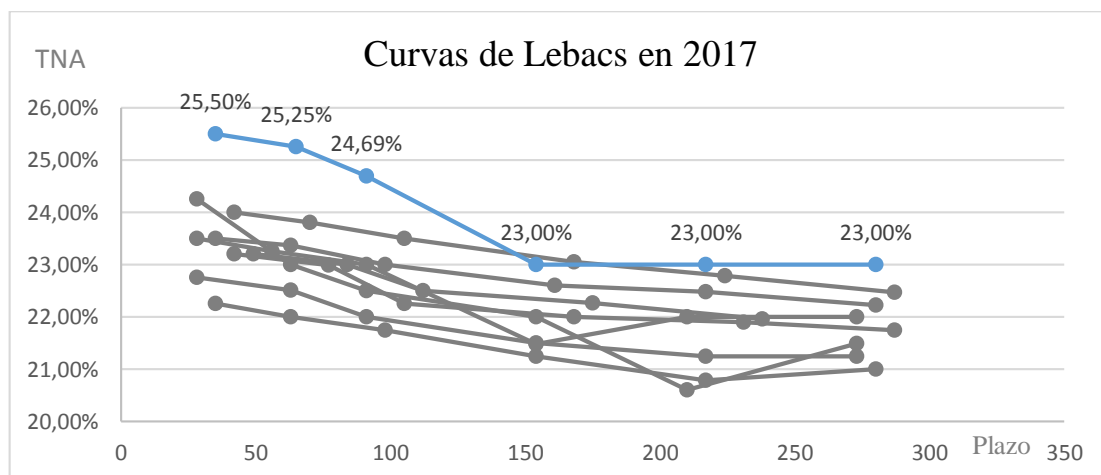
Las elecciones de medio término que llevan a la búsqueda de apreciación cambiaria para mejorar el salario en dólares y por ende el consumo privado y aumento del gasto público (“keynesianismo”), se presentan también como una dificultad en la convergencia a la meta de inflación. Sin embargo, la polarización social, los recuerdos de una Argentina al borde de una nueva crisis a la salida del gobierno kirchnerista y un peronismo dividido sin un liderazgo claro, parecieran quitar algo de peso al problema.

Como puede verse, continúa la convergencia de la inflación a inicios de 2017, aunque el ritmo de convergencia sería algo menor al planteado inicialmente debido a las paritarias que recomponen poder adquisitivo y el efecto de tarifas. El Banco Central sube las tasas de Lebac en el mercado secundario para esterilizar las transferencias monetarias al Tesoro y la compra de dólares para ponerle un piso al tipo de cambio.



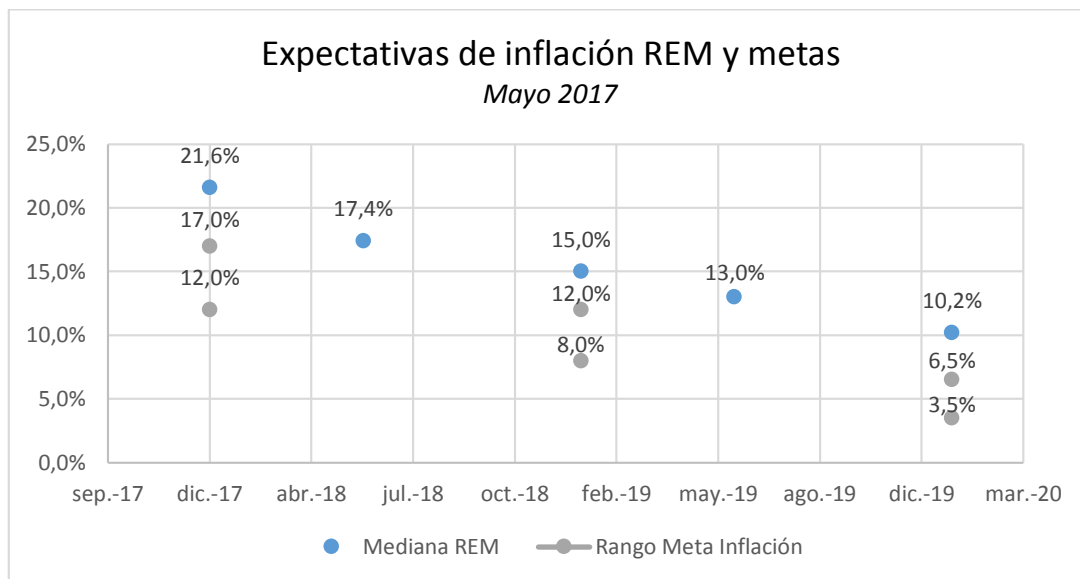
Fuente: Elaboración propia en base al Índice de Precios Congreso e INDEC.

Como se mencionó anteriormente, el Banco Central dio inicio en 2017 a la búsqueda de generar atractivo en el tramo largo de la curva, aplanándola y generando un movimiento alcista de tasas en toda la curva, buscando estirar los vencimientos de Letras.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central de la República Argentina.

Como resultado de los desequilibrios fiscales aún presentes, el gradualismo optado por el gobierno para resolver esta situación, el alto grado de proteccionismo comercial que potencian los efectos de segunda ronda ante correcciones en precios relativos, la proximidad a las elecciones de medio término que llevan a que el gobierno adopte una posición más laxa respecto al desarrollo económico e incentive el gasto, la inercia inflacionaria y la tradición inflacionaria, llevan a que a pesar del esfuerzo realizado en este tiempo por el Banco Central, el mercado aún no convalide a la inflación en el rango establecido para fines de 2017, ubicándose en 21,6% de acuerdo al relevamiento realizado en Mayo. La encuesta pareciera entrever que se podría alcanzar la meta de 2017 hacia Mayo de 2018. Lo que ello demuestra es que existiendo desequilibrios fiscales persistentes, la dominancia monetaria es insuficiente para el éxito del régimen. En ese caso, el cumplimiento de la meta sería cada vez más engorroso y se incurriría en costos económicos elevados. En la medida en que el Banco Central vaya reforzando su independencia del financiamiento monetario del déficit fiscal, su compromiso inflacionario y gane credibilidad, el esfuerzo de tasa de interés requerido para alinear las expectativas hacia la meta, romper con la inercia y moderar los efectos de segunda ronda de la corrección de precios relativos (dólar o tarifas) será menor.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central de la República Argentina y al Relevamiento de Expectativas del Mercado (Mayo 2017).

CONCLUSIONES FINALES

Como se desprende del desarrollo del presente trabajo, la inflación es un fenómeno que ha estado presente a lo largo de toda nuestra historia reciente. Hemos padecido una inflación crónica desde los inicios de los ciclos de marchas y contramarchas del *stop and go* y sus características crisis de balanzas de pagos, hasta las políticas neoliberales del Proceso de Reorganización Nacional. Incluso, tenemos el triste honor de estar dentro del selecto grupo de países que vivió una hiperinflación. Han fallado en su intento por poner fin a la inflación tanto los programas de estabilización ortodoxos o neoliberales con sus políticas de ajuste, como las políticas “progresistas” heterodoxas con sus métodos para ejercer controles de precios y de cambios. Incluso, ha fallado el kirchnerismo en su intento por esconderla, manipulando las cifras oficiales. Sólo la caja de conversión de la Convertibilidad pareciera poder atribuirse el logro de haber erradicado la inflación por un largo período. Sin embargo, el costo de su baja capacidad de respuesta a los *shocks* externos y a la fuga de capitales y depósitos, nos sumergió en la crisis más profunda de la historia argentina, por lo que rendirle algún homenaje es cuestionable. Lo que aquí se describió, es lo que en este trabajo apodamos como “tradicción inflacionaria”.

Pareciera que la Argentina recorre la historia en forma pendular, pasando de la ortodoxia a la heterodoxia sin escalas, hasta el momento en que el descontento popular se hace notar (o las fuerzas armadas lo disponen) pero los desequilibrios económicos son de tal magnitud que se los enfrenta tarde, y se espera encontrar la solución “milagrosa” en la vereda de enfrente. La falta de consenso respecto a algunas consecuencias de decisiones en el plano económico, pueden ser un factor que expliquen esta situación. Por ejemplo, existen quienes consideran que los déficits fiscales hay que financiarlos y que si se lo hace con emisión monetaria, se genera inflación y puede provocar un atraso cambiario tal que desemboque en una crisis de balanza de pagos. Por otro lado, hay quienes utilizan el atraso cambiario para conseguir logros en el corto plazo (como mejora en el consumo y el nivel de actividad transitorios e incluso ganar elecciones), sin importar los costos pagados en el largo. Por último, existen quienes consideran a la inflación como un fenómeno estructural y que nada tiene ver con un fenómeno monetario.

Este fenómeno que nos caracteriza hace que la economía argentina sea particular, que siempre este “latente” el riesgo de devaluación, la inflación y la falta de confianza y credibilidad en las instituciones, por nombrar sólo algunas. Esa construcción de reputación no se da de la noche a la mañana en un país como éste. Se requiere de tiempo y de anotar algunos logros que permitan alinear las expectativas del público con las de las autoridades a cargo. Las expectativas son adaptativas, y traen un fuerte componente de rezago de nuestra historia reciente.

En ese contexto, se implementa el régimen de metas de inflación en la Argentina actual. Dicho esquema ha sido exitoso en varios países desde su adopción en encarrilar la inflación en un sendero bajo y estable, como se vio en el desarrollo del trabajo, tanto en países desarrollados como emergentes. Las experiencias de los casos explicitados aquí, permiten tomar algunas enseñanzas. En primer lugar, en el caso chileno se destaca la importancia de contar con ausencia de dominancia fiscal tanto antes como después de la adopción del régimen. Incluso, es destacable la política contracíclica de gastos que se

llevó a cabo, que le permitió tener un superávit fiscal en casi todo el período (a excepción de los años de crisis internacionales). Por último, cabe remarcar que durante un período, Chile mantuvo metas de inflación con administración de tipo de cambio, momento en el que afrontó serias dificultades para el cumplimiento de la meta, por el ya mencionado conflicto de contar con dos variables nominales fijadas a la vez. Por último, el caso brasilero es el típico caso que ilustra que la dominancia monetaria por sí sola no es condición suficiente para el éxito del régimen de metas de inflación.

En la actualidad, la Argentina afronta serias dificultades para alcanzar la metas inflacionarias establecidas, como ser una política monetaria fuertemente contractiva con un alto impacto sobre el nivel de actividad; las elecciones de medio término que exigen un mayor repunte de la economía (que fue recesivo en 2016), el consumo y el nivel de empleo para terminar de consolidar el apoyo al gobierno; las altas tasas de interés que impiden una reactivación del canal del crédito al sector privado no financiero; la falta de inversión extranjera directa; la corrección de precios relativos sobre las tarifas de servicios regulados (con el impacto que ello tiene sobre la dinámica de formación de precios en efectos de segunda ronda); las paritarias salariales que intentan acordar aumentos por encima del techo del objetivo de inflación anual; el elevado déficit fiscal y el “gradualismo” del ministerio de Hacienda; la falta de una demanda de dinero estable en el tiempo por la debilidad de la moneda doméstica y la exposición de la inflación a la volatilidad del tipo de cambio (*pass-through*).

A su vez, cabe mencionar también las dificultades para el éxito del régimen en las particularidades propias de una economía emergente, con elevada debilidad institucional y una alta vulnerabilidad a los flujos de capitales externos que lo llevan a tener una mayor aversión a la flotación cambiaria. También impactan negativamente la tradición inflacionaria ya mencionada que nuestro país presenta, aumentando la *inercia inflacionaria* por su peso en el proceso de formación de expectativas de los agentes; la fuerte apreciación del tipo de cambio ante una política monetaria de tasas altas (que incentiva la llegada de dólares financieros en búsqueda de *carry trades*), la entrada de dólares por deuda tomada en el exterior por parte de corporaciones y gobiernos sub-soberanos y liquidación de dólares del agro, llevan a que el Banco Central deba intervenir en el mercado cambiario a ponerle un piso a la cotización del dólar, generando una consecuente expansión monetaria que debe ser esterilizada (requiriendo para ello de una tasa de interés más elevada); las persistentes transferencias monetarias al Tesoro por parte del Banco Central para financiar el déficit (*inflación monetarista*), que requieren también de una esterilización monetaria más agresiva; la *inflación estructural* (o de costos) que es potenciada por efectos de segunda ronda en aumento ante un elevado proteccionismo comercial que habilita a empresarios a aumentar precios sin competencia de precios del exterior; la pérdida de potencia de la tasa de interés como mecanismo para encarrilar la inflación ante los eventos descriptos; y por último, la ardua tarea que se le presenta al Banco Central en ganar reputación y credibilidad que le permita anclar las expectativas de los agentes respecto a la inflación futura, lo que en la práctica sería lograr estirar vencimientos de Lebac's generando atractivo en el tramo largo de la curva y una baja paulatina de tasas de interés, que le permita al mismo tiempo “derretir la bola de nieve” de vencimientos, reduciendo el riesgo de *roll-over* y con ello amortiguar el impacto sobre el déficit cuasifiscal.

En conclusión, podemos afirmar que existiendo desequilibrios fiscales persistentes, la dominancia monetaria es insuficiente para el éxito del régimen. En ese caso, el cumplimiento de la meta sería cada vez más engorroso y se incurriría en costos económicos elevados.

Por toda esta conjunción de eventos, las expectativas de los especialistas en macroeconomía (que arroja el Relevamiento de Expectativas de Mercado) predicen un incumplimiento de las metas de inflación. Sin embargo, si bien en términos estrictos no alcanzar la meta sería una derrota para el Banco Central y para el régimen, que la inflación finalice el año en torno al 21% anual, luego de un 2016 con inflación del 40%, no sería despreciable, y mucho menos alcanzar una inflación de un dígito en los próximos años. Lo cierto es que sí sería un golpe en el corto plazo a la credibilidad y reputación de la autoridad monetaria, pero que podría ser revertido acudiendo a las “buenas prácticas” existentes para estos casos, justificando el desvío de la meta y llevando a cabo un plan de acción para revertirlo. No sería la primera vez en la historia argentina que se incumple un objetivo. No sería la primera vez ni tampoco será la última...

BIBLIOGRAFÍA

Amato, J.D. & Gerlach, S. (2001): "Inflation Targeting in Emerging Market and Transition Economies: Lessons After a Decade", CEPR Discussion Papers 3074.

Arestis, P. & De Paula, L.F. & Ferrari-Filho, F (2008): "Inflation Targeting in Brazil", The Levy Economics Institute of Bard College. Working Paper 544.

Banco Central de la República Argentina (2017): "Informe de Política Monetaria", Abril 2017, Banco Central de la República Argentina.

Banco Central de la República Argentina (2017): "Informe Mensual sobre Bancos", Banco Central de la República Argentina.

Banco Central de la República Argentina (2017): "Informe Mensual sobre Entidades Financieras", Banco Central de la República Argentina.

Banco Central de la República Argentina (2017): "Informe Monetario Mensual", Mayo 2017, Banco Central de la República Argentina.

Banco Central de la República Argentina (2016): "Régimen de Metas de Inflación en la Argentina", Septiembre 2016, Banco Central de la República Argentina.

Banco Central de la República Argentina (2017): "Relevamiento de Expectativas de Mercado", Mayo 2017, Banco Central de la República Argentina.

Banco Central de Chile (2010): "Deuda Pública Bruta del Gobierno Central", Informe Trimestral a Junio de 2010, Banco Central de Chile.

Barbosa-Filho, N. (2008): "Inflation Targeting in Brazil: 1999-2006", International Review of Applied Economics, 1465-3486, Volume 22, Issue 2, 2008.

Batino, N. y Laxton, D. (2005): "Under What Conditions Can Inflation Targeting Be Adopted? The Experience of Emerging Markets", Banco central de Chile. Working Paper 406.

Bernanke, B. & Mishkin, F. (1997): "Inflation Targeting: A new Framework for Monetary Policy?", Journal of Economic Perspectives.

Blanchard, O. (2004): "Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Brazil", NBER Working Paper 10389.

Budnevich, L. & Le Fort, G. (1997): "La política fiscal y el Ciclo Económico en el Chile de los Noventa", Documentos de Trabajo del Banco Central N° 20.

Calvo, G. & Mendoza, E. (2000): "Capital-Market Crises and Economic Collapse in Emerging Markets: An Informational-Frictions Approach," mimeo, Duke University and University of Maryland.

Caldenty, E. (2015) "La incoherencia de la estabilidad: el caso de los modelos de metas de inflación en economías abiertas y sus consecuencias", publicado en Bárcena, Prado,

Abeles (2015): "Estructura productiva y política macroeconómica: enfoques heterodoxos desde América Latina", Capítulo III, Santiago de Chile, 2015.

Calderon, C. & Schmidt-Hebbel, K. (2003): "Macroeconomic Policies and Performance in Latin America", Banco Central de Chile.

Caputo, R. & F. Liendo (2005): "Monetary Policy, Exchange Rate and Inflation Inertia in Chile: A Structural Approach." Mimeo, Banco Central de Chile.

Céspedes L.F. y C. Soto (2005): "Credibility and Inflation Targeting Implementation in an Emerging Market: The Case of Chile." International Finance.

Céspedes, L. & Valdés, R. (2006): "Autonomía de Bancos Centrales: La Experiencia Chilena", Revista Económica del Banco Central de Chile, Vol 9, No 1.

Corbo, V. & Schmidt-Hebbel, K. (2001): "Inflation Targeting in Latin America", Central Bank of Chile Working Paper 105.

Crispi, J. & Vega, A. (2003): "Sostenibilidad y Regla Fiscal: Análisis e Indicadores para Chile", Estudios de Finanzas Públicas, diciembre.

De Gregorio, J. (2009): "El Crecimiento en Chile y el Cobre" Banco Central de Chile, septiembre 2009.

Favero, C. & Giavazzi, F. (2004): "Inflation Targeting and Debt: Lessons from Brazil", NBER Working Paper 10390.

Ferrer, A. (2015): "La economía argentina: desde sus orígenes hasta principios del siglo xxi", 4ª ed. 3ra reimp, Buenos Aires, Fondo de Cultura Económica.

Freedman, C. & Otker-Robe, I. (2010): "Important Elements for Inflation Targeting for Emerging Economies", IMF Working Paper 10/113.

Furiase, F. y Vauthier, M. (2015): Notas de clase de "Teoría y Coyuntura Macroeconómica Aplicada", dictada en la Universidad Torcuato Di Tella.

Furiase, F. y Vauthier, M. (2017): "El instrumento de la tasa de interés frente a la inflación de costos y la monetarista", publicado en diario BAE el 21 de Mayo de 2017, www.diariobae.com.ar

Furiase, F. y Vauthier, M. (2017): "Argentina frente a la mejor situación financiera en años", publicado en diario Clarín el 14 de Mayo de 2017, www.clarin.com

Giambiagi, F. & Ronci, M. (2004): "Fiscal Policy and Debt Sustainability: Cardoso's Brazil, 1995-2002", IMF Working Paper 156.

Gonçalves, L. (2005): "La Ley de Responsabilidad Fiscal en Brasil: Antecedentes, Estructura, Objetivos y Resultados", Asesoría Económica. Ministerio de Planeamiento, Presupuesto y Gestión.

Helder Ferreira, M. (2009): "Output-Inflation and Unemployment-Inflation Trade-Offs Under Inflation Targeting: Evidence from Brazil", Journal of Economics Studies.

Kiguel, M. (2015): "Las crisis económicas argentinas", 1a. Ed., Sudamericana.

- Landerretche, O, Morandé, F, Schmidt-Hebbel, K. (1999): “Inflation Targets and Stabilization in Chile”, Banco Central de Chile. Working Paper 55.
- Larraín, F. (2010): “Actualización del Balance Estructural”, Ministerio de Hacienda, agosto.
- Marcel, M. (2006): “Cinco Años de Balance Estructural en Chile: Una Evaluación”, 18 Seminario Regional de Política Fiscal. CEPAL, Naciones Unidas.
- Marcel, M., M. Tokman, R. Valdés y P. Benavides (2001): “Balance Estructural del Gobierno Central: Metodología y Estimaciones para Chile 1987-2000”, Estudios de Finanzas Públicas N°1. Dirección de Presupuestos, septiembre.
- Marshall J: “Fiscal Rule and Central Bank Issues in Chile”, BIS Papers No 20.
- Melo, M. Pereira, C. y Souza, S. (2010): “The Political Economy of Fiscal Reform in Brazil. The Rationale for the Suboptimal Equilibrium”, IDB Working Papers Series N117.
- Mishkin, F. & Schmidt-Hebbel, K. (2001): “One Decade of Inflation Targeting in the World: What Do We Know and What Do We Need to Know?”, NBER Working Paper 8397.
- Mishkin, F. (2000): “Inflation Targeting in Emerging Market Countries”, NBER Working Papers 7618.
- Mishkin, F.S. (2004): “Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries?”, NBER Working Paper 10646.
- Morandé, F. & Schmidt-Hebbel, K. (2000): “Esquemas Monetarios Alternativos: Una Evaluación Favorable del Peso Chileno”, Revista Económica del Banco Central de Chile, Vol 3, No 1.
- Morandé, F. & Schmidt-Hebbel, K. (2001): “Política Monetaria y Metas de Inflación en Chile”, Banco Central de Chile, Documento de Trabajo No 13.
- Morandé, F. (2001): “A decade of inflation targeting in Chile: Developments, Lessons and Challenges”, Banco central de Chile. Working Paper 115.
- Nishijima, S. (2005): “Government Debt and Inflation Targeting in Brazil”, RIEB Discussion Paper Series N167.
- Rapoport, M. (2008): "Historia económica, política y social de la Argentina, 1880-2003, Ed. 2008, Emecé, Buenos Aires.
- Sargent, T. y Wallace, N. (1982): “Some Unpleasant Monetarist Arithmetic”, Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review.
- Schmidt-Hebbel, K. y Werner, A. (2002): “Inflation Targeting in Brazil, Chile and Mexico: Performance, Credibility, and The Exchange Rate”, Banco Central de Chile. Working Paper 171.
- Svensson, Lars E.O (2010): “Inflation targeting”, Handbook IT 1004. Tex.

Taylor, J. B. (2000): “Uso de Reglas de Política Monetaria en Economías de Mercado Emergente”, Noviembre 2000.