



**UNIVERSIDAD
TORCUATO DI TELLA**

UNIVERSIDAD TORCUATO DI TELLA
DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA
MAESTRÍA EN ECONOMÍA APLICADA

Del cepo al FMI: política monetaria y cambiaria en Argentina
(diciembre 2015- diciembre 2019)

Alumno: Carolina Dominguez

Tutor: César M. Ciappa

Fecha: 22/06/2021

Del cepo al FMI: política monetaria y cambiaria en Argentina (diciembre 2015- diciembre 2019)

Resumen

A partir del siguiente trabajo se buscó analizar las políticas monetarias y cambiarias que se llevaron adelante durante la gestión presidencial de Mauricio Macri.

Se analizaron los motivos que llevaron a implementar el sistema de inflation targeting y cómo el país comienza a tener mayor flexibilidad cambiaria al pasar de un esquema de cepo cambiario a flotación libre.

Finalmente se analizan los motivos que hacen que la economía se desestabilice durante esos años de mandato y se abandone el esquema de metas y finalmente haya un retorno al cepo cambiario.

Palabras Clave: Política Monetaria; Política Cambiaria; Inflation Targeting; Macri

Contenido

I.	Introducción	4
II.	Revisión de la Literatura:.....	6
a.	Política monetaria: Metas de Inflación	6
b.	Política cambiaria: flotación	8
c.	Metas de Inflación y Flotación:	10
III.	Análisis del caso: Gestión durante el gobierno de Mauricio Macri	11
a.	La política monetaria durante la primera parte de la gestión: instrumentos y resultados preliminares	11
b.	Comienzan los problemas en la economía: el desequilibrio externo	13
c.	La posición fiscal y el impacto en las metas de inflación	15
d.	El fin de las políticas: modificación en las metas de inflación y disparada del tipo de cambio.....	17
e.	Fin del mandato: acuerdo con el FMI, cambios en la política monetaria y fiscal	20
IV.	Conclusiones:	22
	Bibliografía	23

I. Introducción

Con la llegada de Mauricio Macri a la presidencia de Argentina en diciembre de 2015, arribaba un nuevo plan económico cargado de optimismo. Los pronósticos auguraban un crecimiento de la economía del 3% anual y un descenso gradual de la inflación, que sería del 5% en 2019, año de finalización del mandato (Sturzenegger, 2019, pp. 339-411).

De acuerdo con Sturzenegger, el plan consistía en un ajuste gradual en el plano fiscal: se esperaba una corrección inicial de 2% del PBI, mayormente a través de la reducción de subsidios. Al mismo tiempo, el crecimiento acelerado permitiría absorber el principal componente del gasto público: las jubilaciones y pensiones. La desaceleración inflacionaria iba a aumentar el gasto en esta área como resultado de una indexación en reversa. En este sentido, el crecimiento era central para el equilibrio fiscal.

En el aspecto monetario, el equipo del Banco Central de la República Argentina (BCRA) optó por un régimen de metas de inflación: este esquema consiste en un objetivo pre-anunciado para la inflación. Sin embargo, la velocidad de desaceleración se veía restringida por el hecho de que, desde un principio, se acordó monetizar parte del déficit fiscal para reducir la necesidad de financiación. Es así que este régimen de metas de inflación debía ser tolerante con el dinero emitido y con cualquier cambio en la demanda de dinero (Sturzenegger, 2016).

Asimismo, en lo que atañe a la política cambiaria, se optó por tener un régimen de tipo de cambio flotante. Tanto la experiencia nacional como la internacional avalaban la flotación por su habilidad de suavizar los shocks externos y por su capacidad para disminuir la volatilidad en el producto (Sturzenegger, 2019).

En última instancia, se optó por una liberalización “gradual” de los controles de capitales (Sturzenegger, 2019). Tras una primera semana de transición, en la cual se buscó transmitir tranquilidad para un levantamiento ordenado de las restricciones, el 18 de diciembre de 2015 el mercado volvía a operar libremente por primera vez en años. El hecho de no levantarlos inmediatamente se debió a que, por un lado, existía cierta incertidumbre acerca de cómo la demanda de dinero reaccionaría, y, por el otro, por pagos de importaciones y distribución de dividendos pendientes. A esto se sumaban otros desafíos: las reservas netas internacionales eran negativas, la cuenta corriente era deficitaria y los exportadores aplazaban exportaciones esperando una depreciación de la moneda.

Expresados los principales lineamientos del plan económico y sus expectativas al inicio, el trabajo se centrará en el análisis de dos aspectos puntuales: la política monetaria y la cambiaria. Para ello, en primer lugar, se presentarán ambas políticas desarrolladas desde el lado teórico donde se buscará dar cuenta sobre los instrumentos monetarios y cambiarios utilizados durante esta etapa y qué es lo que la literatura existente indicaba que se debía hacer a la hora de aplicar estos modelos en los países en desarrollo.

En el segundo capítulo, analizaremos de qué manera se llevaron a cabo estas políticas, las distintas variables que incidieron en la aplicación de las mismas y las consecuencias obtenidas.

A través de este análisis, se intentará dotar de una mayor complejidad a los modelos teóricos y así lograr explicar el motivo por el cual no se cumplieron las expectativas mencionadas más arriba. Para esto se analizará el período del mandato de Macri, desde que llegó al poder en diciembre de 2015, hasta que finaliza su mandato en diciembre de 2019.

II. Revisión de la Literatura:

a. Política monetaria: Metas de Inflación

La restricción presupuestaria intertemporal (RPI) del gobierno obliga a que las políticas monetarias y las fiscales se encuentren íntimamente ligadas entre sí, afectándose mutuamente. De esta manera encontramos que hay dos regímenes principalmente que relacionan ambas políticas: el de dominancia monetaria y el de dominancia fiscal.

La dominancia monetaria se da en los casos en donde las autoridades fiscales ajustan el sendero futuro de sus ingresos y sus gastos para asegurar el cumplimiento de la RPI del gobierno, mientras que la política monetaria es libre de establecer el nivel nominal de dinero o la tasa de interés del país (Sargent, 1982).

La dominancia fiscal, en cambio, se da cuando la autoridad fiscal fija el sendero de gastos e impuestos de manera autónoma, sin tener en consideración el cumplimiento de la RPI por lo que la autoridad monetaria deberá ajustar la deuda y/o el señoreaje para asegurar que se cumple la restricción (Sargent & Wallace, 1981).

Sargent y Wallace, analizan los efectos que tiene la dominancia fiscal sobre las políticas de un gobierno y concluyen que, bajo un régimen de dominancia fiscal, donde la autoridad fiscal es quien determina el déficit que tendrá el gobierno lleva a que esto se financie mediante deuda y/o señoreaje. Eventualmente, si esto se prolonga en el tiempo debido a que en una economía monetarista donde la base monetaria está estrechamente relacionada con el nivel de precios, encontraremos que el resultado final será una mayor inflación.

Frente a una situación inflacionaria, muchos países en vías de desarrollo en los últimos años han recurrido al esquema de metas de inflación como sistema para paliar y sanear la economía. Algunas experiencias exitosas que se han dado en los últimos años son los casos de Chile e Israel.

Para comprender esta solución Frankel, Smitt y Sturzenegger (Frankel, et al., 2008) utilizan el modelo considerando una ecuación de producto (y) y una ecuación de inflación (π), ambas dependientes de un shock de demanda (d), un shock de oferta (s) y de la política monetaria ($m - m^d$)

$$y = d + s + \beta (m - m^d)$$

$$\pi = m - \omega s + d$$

Se observa que el producto y la inflación responden de manera diferente a los shocks de oferta por lo que, dependiendo de la fuerza de los shocks de oferta, estabilizar la inflación puede suponer mayor volatilidad del producto. Para comparar las volatilidades entre metas de inflación y agregados monetarios, suponemos un target de inflación cero:

$$0 = m - \omega s + dv$$

$$m = \omega s - dv$$

Reemplazando en la ecuación de producto:

$$y = d + s + \beta(s\omega - dv)$$

$$y = d(1 - \beta v) + s(1 - \beta \omega)$$

Las volatilidades son entonces:

$$\sigma_{\pi}^2 = 0$$

$$\sigma_y^2 = \sigma_d^2(1 - \beta v)^2 + \sigma_s^2(1 - \beta \omega)^2$$

En cambio, utilizando una regla monetaria obtenemos:

$$m = 0$$

Que llevaría a distintas volatilidades de inflación

$$\sigma_{\pi}^2 = \sigma_d^2 \omega^2 + \sigma_s^2 v^2$$

$$\sigma_{\pi}^2 = \sigma_d^2 + \sigma_s^2$$

En conclusión, observamos que bajo un esquema de metas de inflación la volatilidad de la misma es cero, pero la volatilidad del producto es mayor que bajo control de agregados monetarios.

Mishkin (Mishkin, 2001) afirma que aumentar la transparencia y la accountability en un régimen de metas de inflación ayuda a la independencia en la toma de decisiones del Banco Central ya que:

- Las metas de inflación no son una regla rígida que seguir
- Nunca son iguales a cero, para evitar la pérdida de credibilidad
- Se complementa con las metas tradicionales de estabilización de la economía
- Ayuda a evitar los shocks internos y externos de la economía
- Cuando la inflación es alta, las metas de inflación pueden ser en etapas para lograr el objetivo final

A partir de la experiencia en distintos países donde se ha aplicado esta metodología, existen tres grandes lecciones a la hora de implementar metas de inflación: (a) la inestabilidad dada entre los agregados monetarios y las metas de inflación pueden resultar en problemas para conseguir los objetivos monetarios que tenga el país. (b) La clave para alcanzar los objetivos monetarios es un fuerte compromiso en la comunicación, ya que refuerza la transparencia y la independencia del Banco Central. (c) En la práctica las metas de inflación han resultado ser muy flexibles y no ha sido necesario ser estrictos para conseguir resultados positivos.

Mishkin, a su vez, enumera los elementos que debe tener un régimen de metas de inflación (Mishkin, 2004):

1. Anuncio público de metas a mediano plazo para inflación;
2. Un compromiso institucional con la estabilidad de precios como principal meta a largo plazo de la política monetaria y un compromiso para lograr la meta de inflación;
3. Un enfoque de información incluyente donde se usen muchas variables para tomar decisiones sobre política monetaria;
4. Creciente transparencia de la estrategia de política monetaria a través de la comunicación con el público y los mercados acerca de los planes y objetivos de los responsables de la política monetaria;
5. Responsabilidad creciente del Banco Central para lograr los objetivos inflacionarios.

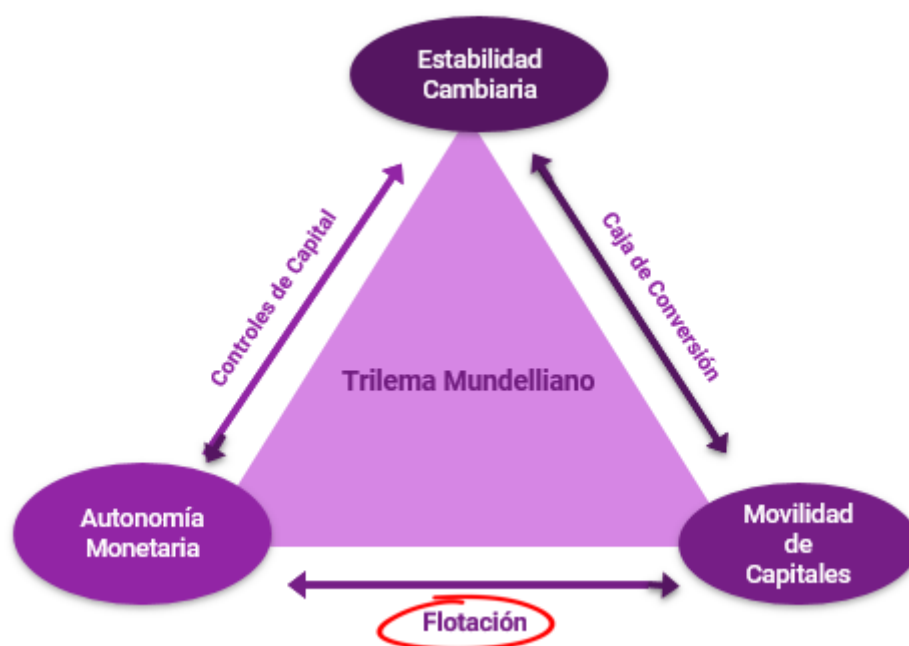
A esto se le añade una formalización gradual de las metas de inflación a lo largo del tiempo; un camino de desinflación con objetivos para distintos años; evitar la tentación de permitir un rango que permita volatilidad; y un ritmo de desinflación razonable.

b. Política cambiaria: flotación

Desarrollado por Robert Mundell y Marcus Flemming, el modelo del “trilema Mundelliano” establece que hay tres cuestiones primordiales que todo gobierno aspiraría tener: estabilidad cambiaria (al tipo de cambio real), una política monetaria autónoma y movilidad de capitales. En primera instancia, la estabilidad del tipo de cambio real impide distorsiones en las decisiones de inversión y posibles descalces ligados a la volatilidad, además de garantizar constancia en la competitividad de las exportaciones. A su vez, la autonomía monetaria permite morigerar los ciclos económicos: otorga la capacidad de subir la tasa de interés en momentos en que se está creciendo por encima del óptimo y la posibilidad de bajar la tasa cuando la economía está cayendo. Por último, la movilidad de capitales, en teoría, es positiva sobre todo en países emergentes, ya que permite financiar oportunidades de inversión gracias a la entrada de dinero proveniente del ahorro de economías desarrolladas (Mundell, 1963).

Ahora bien, según el régimen cambiario y el grado de libertad a la movilidad de capitales, cada gobierno sólo puede aspirar a dos de estos tres objetivos. De esta manera, un país puede fijar su tipo de cambio sin debilitar al banco central, pero sólo mediante un estricto control del mercado de capitales, como hizo Chile a inicios de los 90. Otra alternativa radica en liberar los flujos de capitales manteniendo la autonomía monetaria, aunque esto implica resignar la estabilidad cambiaria, tal como lo hizo Argentina a partir de diciembre de 2015. En última instancia, se puede apostar por una moneda estable y un libre movimiento de capitales, pero en este caso se renuncia a la autonomía monetaria para ajustar las tasas de

interés con objetivos antiinflacionarios o anticíclicos, opción que eligió Menem a partir de 1991.



Fuente: producción propia a partir del texto de J. Aizenman (Aizenman, 2018)

Desde principios de los años 2000 el consenso logrado en la academia bregaba por diferentes grados de flotación, en detrimento de la fijación en boga hacia mediados de los 90 (Fischer, 2001). Las numerosas crisis cambiarias en países emergentes posteriores al default ruso habían consagrado a las tasas variables como el estándar acordado, probablemente debido a su capacidad para suavizar los *shocks* externos. Al mismo tiempo, “se pensaba que la flotación generaría un mayor crecimiento y una menor volatilidad en la producción” (Sturzenegger, 2019).

Por otro lado, organismos como el FMI promovían el control de ingreso de capitales externos en los países con impuestos y el manejo de la tasa de interés de un país como medidas anti-inflacionarias, ya que, a mayor tasa de interés mayor atracción de capitales tendría el país para invertir y en el mediano plazo se daría una apreciación de la moneda (Fischer, 2001). Un ejemplo de esta política fue la implementada por Chile en el control de capitales.

En el modelo mundelliano presentado, se definió al tipo de cambio como aquel precio que determina la relación entre nuestros bienes y servicios y los del extranjero. Actualmente, esta es la lupa principal con la que se mira a la política cambiaria en los países desarrollados y en varios de Latinoamérica. Los gobiernos buscan controlar su balanza comercial (y su cuenta corriente) a través de la competitividad de sus exportaciones y el precio de sus importaciones, determinados en gran medida por el tipo de cambio. En este caso, el dólar es entendido como precio relativo. (Levy Yeyati, 2008) Este tipo de cambio que establecen los países, muchas veces tienen como consecuencia un alto pass-through desde el tipo de cambio a los precios, debido a la inestabilidad cambiaria o falta de credibilidad en las

políticas del gobierno. Esta situación también suele darse en países que tienen metas de inflación (Calvo & Reinhart, 2002)

Sin embargo, y sobre todo en Argentina, existen dos acepciones más a la hora de pensar el tipo de cambio (Levy Yeyati, 2008). En economías inflacionarias, para ajustar precios futuros, los agentes observan el comportamiento del dólar. Esto es central para entender la estrecha relación entre política antiinflacionaria y cambiaria: un salto en el tipo de cambio no sólo va a implicar una suba de precios del componente importado, sino que su principal impacto inflacionario estará dado por la utilización del dólar como unidad de cuenta. El traslado a precios es sumamente importante para evaluar los posibles efectos inflacionarios de la volatilidad en el comportamiento del tipo de cambio.

Al mismo tiempo, también en Argentina (y otros países emergentes), el dólar funciona como reserva de valor y activo de inversión (Levy Yeyati, 2008). La dolarización de la cartera depende del diferencial de tasas de interés entre monedas y del riesgo cambiario. Esta consideración del tipo de cambio es trascendental a la hora de interpretar las crisis financieras en economías en desarrollo. Las fugas hacia el dólar y la salida abrupta de capitales están en gran parte mediadas tanto por la política monetaria como por la cambiaria y su riesgo.

En contextos de alta inflación, baja credibilidad e impactos limitados de los anuncios de política monetaria donde las expectativas de inflación (e incluso los precios nominales) tienden a ajustarse con la vista puesta en las fluctuaciones del tipo de cambio, es el tipo de cambio lo que se utiliza a menudo para anclarse a la inflación y coordinar las expectativas. De hecho, en las economías de alta inflación, no es inusual indexar los precios parcialmente al tipo de cambio (por lo general, frente al dólar estadounidense); cuando esto sucede, un ancla del tipo de cambio permite una rápida indexación hacia atrás por inflación, y permite la indexación hacia adelante a la trayectoria del tipo de cambio anunciada (Canavan & Tommasi, 1997)

c. Metas de Inflación y Flotación:

El análisis de la política monetaria no puede desligarse en absoluto de su relación con la política cambiaria. Los cambios recientes en la composición de las deudas de los países y las políticas cambiarias han llevado a las economías en desarrollo a utilizar la tasa de inflación en lugar del tipo de cambio como la principal meta de política, lo que ha llevado a algunos a destacar la combinación de tipos de cambio flotantes y metas de inflación como un nuevo paradigma, posiblemente más resistente que las políticas de cambio (Rose, 2006), (International Monetary Fund, 2009)

Las metas de inflación se pueden dar de diferentes formas. La más “suave” es comprometiéndose legalmente a reducir la inflación como objetivo primario de política monetaria. En segundo lugar, encontramos una estrategia que se comunica para poder anticipar políticas de decisión que el gobierno realizará. Por último, y de manera más “dura” una accountability directa del directorio del banco central para que se cumplan las metas de inflación definidas (Yeyati, Mayo 2019).

Un régimen de metas de inflación generalmente implica definir una variable de intervención, usualmente la tasa de interés dada por el banco central. Esta tasa se define y se discute en reuniones periódicas, que luego es puesto a disposición del público. (Yeyati, Mayo 2019). De esta manera los gobiernos logran cumplir con los distintos parámetros que plantea Mishkin, en donde la comunicación y la transparencia son claves para llegar a un resultado efectivo en estas políticas.

En el próximo capítulo, la complejización en la concepción del tipo de cambio permitirá evaluar las diferentes consecuencias de su volatilidad. En las siguientes páginas, se observarán sus impactos en la competitividad (y en la balanza comercial), pero también en la inflación y en la estabilidad financiera de Argentina durante el período 2015-2019.

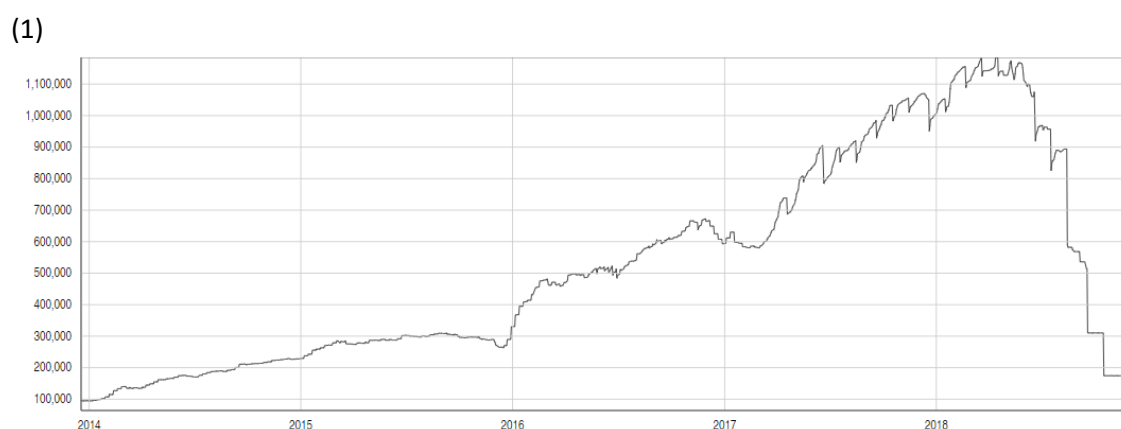
III. Análisis del caso: Gestión durante el gobierno de Mauricio Macri

a. La política monetaria durante la primera parte de la gestión: instrumentos y resultados preliminares

A comienzo de 2016 existía un consenso generalizado (tanto por parte del gobierno como de los analistas financieros) acerca de los beneficios del uso de las Lebac:

- Permitían establecer una tasa de interés de referencia que favorecía el cumplimiento de las metas de inflación.
- Permitían esterilizar la base monetaria, lo cual era necesario debido a que el BCRA compraba los dólares que el Tesoro conseguía a través de deuda.
- Constituía un instrumento de ahorro en moneda doméstica.

El siguiente gráfico (1) muestra la evolución del monto en pesos de colocación de deuda en Lebac:



Fuente: BCRA

El BCRA anunció sus intenciones de implementar un régimen de metas de inflación en mayo del 2016, con un target de inflación entre 12-17% para 2017, 8-12% para 2018 y 4-6% para 2019 (Sturzenegger, 2019). En julio de 2016, el informe de Relevamiento de Expectativas de Mercado arroja una inflación esperada para diciembre de 2017 del 19% (BCRA, junio 2016), otorgando un aumento de la credibilidad en las medidas del gobierno.

El lanzamiento oficial del régimen de metas de inflación se hizo en septiembre del 2016, comenzando a regir en 2017. Asimismo, se anunciaba un cambio en el instrumento de política monetaria, que ahora pasaba a ser la tasa de pases a 7 días, en lugar de la tasa de Lebacs a 35 (BCRA, septiembre 2016). Un mes después, la reducción de la inflación permitió que el BCRA coloque bonos en pesos a cinco, siete y diez años a tasas nominales anuales del 18,2%, 16% y 15,5% respectivamente (Sturzenegger, 2019). El éxito inicial de estas políticas estuvo dado en parte por la coordinación entre expectativas y medidas llevadas a cabo. Además, la falta de indexación de contratos redujo el problema de inercia inflacionaria.

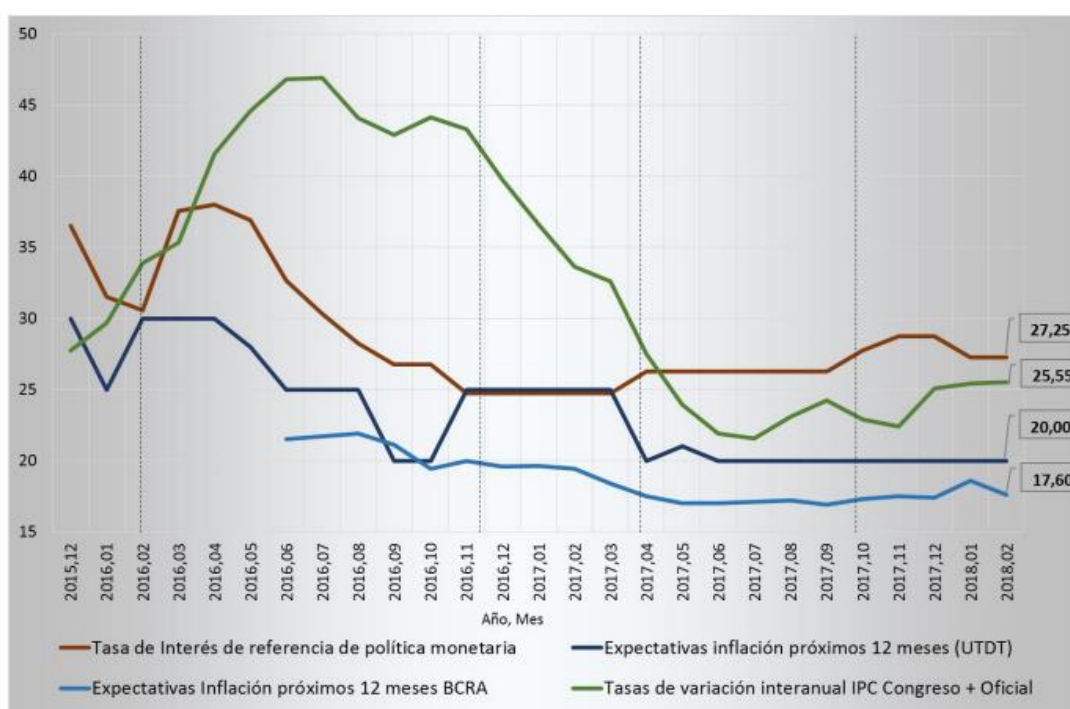
En el siguiente gráfico (2), se visualizan las distintas acciones de política monetaria llevadas a cabo por el BCRA en ese primer año. Al principio, en febrero de 2016, se elevó la tasa de interés de referencia en 8 puntos porcentuales, llevándola del 30% a un 38%. Esta suba buscaba combatir el nivel de precios con tendencia al alza, que ya alcanzaba una tasa de inflación interanual por encima del 40%.

Desde junio de 2016 el BCRA comienza a relajar la política monetaria y comienza a bajar la tasa de interés, de acuerdo a las expectativas descendentes respecto a la inflación (UTDT, 2016). Para fines de 2016, la tasa de política monetaria se redujo de 38% a 24.75%, acompañando la caída en la tasa de inflación interanual, que se mantenía en torno al 30% (la inflación anual de 2016 cerró en 40%).

En 2017, la inflación interanual cayó cerca de doce puntos porcentuales. A inicios de 2018, el BCRA explicó que la desinflación no fue tan rápida como la deseada debido a una “política monetaria que fue relajada entre octubre de 2016 y marzo de 2017, como respuesta a la menor inflación observada en la segunda mitad de 2016” (BCRA, 2018). Asimismo, se tiene en cuenta el efecto del aumento de los precios administrados y la persistencia de inflación pasada en los contratos laborales.

Como puede observarse en el siguiente gráfico, desde abril de 2017, las expectativas de inflación vuelven a caer y se mantienen en un 20%. Las tasas de inflación disminuyen hasta encontrarse con las expectativas llegando a un mínimo del 21,6% en julio de aquel año. Hacia agosto y septiembre, hubo dos nuevos aumentos en la inflación y se superó el 25% interanual en diciembre. Como consecuencia de este rebrote inflacionario, la política monetaria volvió a aumentar su sesgo contractivo, a través de la suba de la tasa de política monetaria y la operatoria en el mercado secundario de LEBAC. En este contexto, con una inflación más baja que en años anteriores, pero aún sin cumplir con las expectativas, se llega a finales de 2017.

(2)



Fuente: BCRA (BCRA, 2018)

b. Comienzan los problemas en la economía: el desequilibrio externo

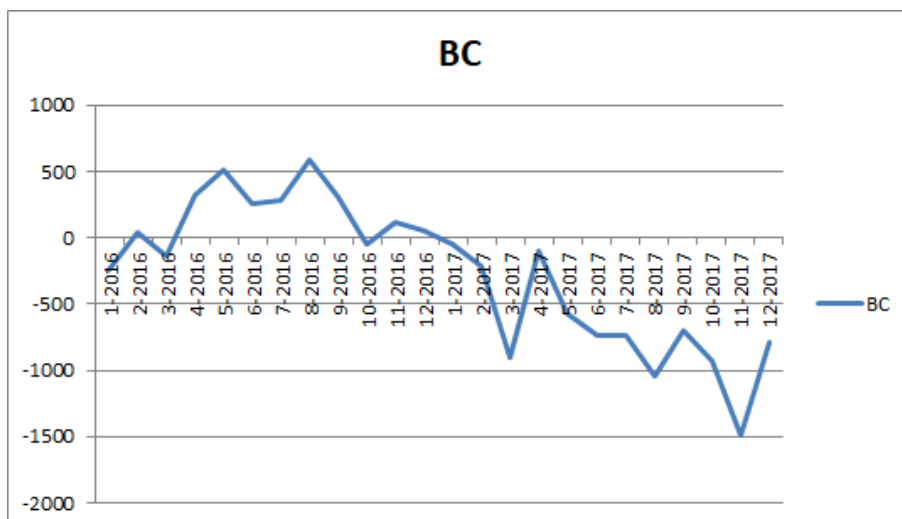
La política monetaria descrita en el apartado anterior tiene como contrapartida otro problema recurrente para Argentina: los desequilibrios externos. Como se ha mencionado previamente, el tipo de cambio es -entre otras cosas- un *proxy* de la competitividad de los productos domésticos frente a los extranjeros. La balanza comercial es el registro de exportaciones e importaciones de un país en un determinado período; para esto, se multiplican los volúmenes físicos de exportaciones e importaciones por sus respectivos precios:

$$BC = P_x X - P_m M$$

A su vez, las exportaciones dependen del tipo de cambio real y del ingreso externo, y las importaciones dependen del tipo de cambio real y del ingreso local.

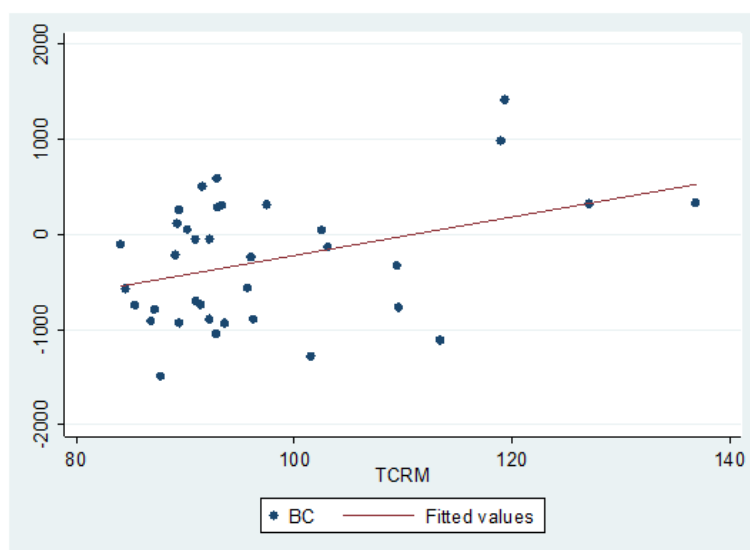
$$BC = P_x X(TCRM, Y_f) - P_m M(TCRM, Y)$$

Durante 2017, el tipo de cambio real tendió a la apreciación, produciendo así un deterioro de la balanza comercial:



Fuente: Producción propia en base a los datos del BCRA

Observamos a su vez que existió una relación positiva durante el período entre tipo de cambio real y saldo de la balanza comercial:



Fuente: Producción propia en base a datos del BCRA

En conclusión, si bien el alza del instrumento de política monetaria resultó eficaz en el proceso de desinflación, la apreciación del peso tuvo como costo una cuenta corriente deficitaria. Este *trade off* entre estabilidad cambiaria y política monetaria antiinflacionaria anunciado en el trilema mundelliano estaba empezando a cumplirse: la renuncia a la estabilidad cambiaria permitía combatir a la inflación con política monetaria, pero apreciaba el TCR y debilitaba la competitividad de las exportaciones.

c. La posición fiscal y el impacto en las metas de inflación

Tal como indica Agénor y Pereira Da Silva, uno de los pilares de las metas de inflación es contar con una posición fiscal fuerte (Agénor & Pereira Da Silva, 2019). Al asumir el gobierno, el equipo económico de Mauricio Macri opta por la vía “gradualista” en el plano fiscal. Es decir, sería el crecimiento económico el que impulsase la recaudación, evitando así efectuar un gran ajuste (con el consecuente costo político que tendría esta solución).

Sin embargo, distintas situaciones externas y acciones del propio gobierno deterioraron aún más las cuentas fiscales ocasionando un mayor déficit primario. En primer lugar, días antes de asumir la nueva gestión, la Corte Suprema de Justicia de la Nación declaró la inconstitucionalidad de la detracción del 15% de la masa de impuestos coparticipables con destino al financiamiento de la ANSES -fijada por un acuerdo federal de 1992-. Esta resolución tuvo un impacto del 1.2% del PBI (Sturzenegger, 2019).

A su vez, el fallo de la Corte Suprema de Justicia a favor de tres provincias, Santa Fe, San Luis y Córdoba, sobre la disputa sobre los impuestos de coparticipación (que después el gobierno hizo extensivo a otras provincias), terminó resultando en un impacto negativo de 1.6% del PBI durante los años 2016-2018.

Al mismo tiempo, una de las primeras medidas del nuevo gobierno fue la eliminación de retenciones a las exportaciones, lo cual, si bien mejoró la competitividad de la economía, también causó una baja en la recaudación fiscal: un impacto del 2.2% del PBI.

Otro efecto negativo para la cuestión fiscal, morigerado en parte con el proyecto de moratoria para el blanqueo de capitales, fue el impulso del gobierno a una Reparación Histórica a los jubilados, que compensaba la falta de movilidad de las jubilaciones hasta la Ley de Movilidad Jubilatoria de 2008 (antecedente Fallo Badaro). Esta compensación tuvo un impacto del 1.4% del PBI.

La mencionada fórmula de Movilidad Jubilatoria de 2008 contenía una fórmula que ligaba la variación de los recursos tributarios y el índice general de salarios. un método de cálculo que no resultaba transparente. En diciembre de 2017, impulsado por el gobierno, se sanciona una nueva fórmula de movilidad que consistía en un 70% por la variación del Índice de Precios al Consumidor y un 30% por la variación del Coeficiente de Variación Salarial.

Esta nueva fórmula representaba un grave problema ya que contenía un riesgo fiscal para el gobierno. Al acelerarse la inflación, el costo fiscal se reducía, y por lo que, al contrario de esto, al bajar la inflación rápidamente, los costos fiscales aumentaban. Esto terminó generando presiones políticas hacia el BCRA para que la baja en la inflación no fuera tan pronunciada.

Un último golpe a la cuestión fiscal lo constituyó la reforma tributaria de 2017. Si bien simplificó impuestos y eliminó distorsiones, también generó una caída en la recaudación que se sumó a la actualización del impuesto a las ganancias para las personas físicas (Sturzenegger, 2019).

Todos estos sucesos agravaron la situación fiscal, si se tuvo algunos gestos de querer sanear sus cuentas por medio de algunas reducciones en los subsidios a los servicios. Sin embargo, lejos de

funcionar como elementos que fortalecieron la posición fiscal del gobierno y la eficiencia de las metas de inflación (inflation targeting), estas políticas tuvieron una consecuencia negativa para la política monetaria ya que, en vez de reducir el déficit, se hizo todo lo contrario, incrementándolo.

Parte del déficit fiscal bajó significativamente por la eliminación de subsidios y la consiguiente suba de tarifas impulsadas a principios de 2016. Federico Sturzenegger, desde la presidencia del BCRA, argumentaba (con un modelo de equilibrio general) que estas medidas no iban a tener un impacto inflacionario:

Llevemos este evento al plano del equilibrio general. Allí el análisis requiere preguntarse algo más. En el ejercicio mental que proponemos, hay un precio que sube. Pero por otro lado incorporamos al análisis la restricción presupuestaria que enfrenta la familia. Esa restricción presupuestaria se basa en que las familias tienen un cierto ingreso nominal, que no cambiamos, (tampoco se cambió en el análisis de equilibrio parcial), y ese es el ingreso que las familias tienen para gastar en todos los bienes. Entonces cuando un precio sube, es claro que la restricción presupuestaria implica que se puede gastar menos en los otros bienes, y que el precio de estos bienes debería bajar. El resultado final, si asumimos que la demanda por saldos reales no cambia, es que los precios finales, en promedio quedan constantes. En este caso, contestaría, el economista que piensa en equilibrio general, los efectos de las tarifas sobre los precios sería nulo (Sturzenegger, 2016)

Sin embargo, las subas de 375% en el agua, 300% en el gas, 100% en el transporte y de hasta 700% en la electricidad para algunos usuarios (marzo), tuvieron un significativo impacto inflacionario. Como se vio en la sección anterior, la inflación fue de 40% en el 2016, y las principales subas se registraron precisamente en vivienda, servicios básicos y transporte. Es importante remarcar que, en alimentos y bebidas se vio un alza del 33%, como consecuencia del aumento en los costos, no en la demanda. Aunque el consumo haya bajado por una caída en los ingresos (causado por la suba de tarifas), el precio de los bienes incluye un costo mucho más alto en su producción, ya que los servicios ajustados también afectan a la cadena productiva. Además, cambios tan grandes, repentinos y que afectan a tantos productos, actuaron como una señal para los diferentes agentes de la economía, los cuales ajustaron precios futuros (salarios, entre otros) observando estos aumentos (Di Tella, 2019).

En conclusión, tanto la débil situación fiscal como los erróneos razonamientos en torno al ajuste de tarifas conspiraron contra el éxito de la política antiinflacionaria. La posición fiscal fuerte necesaria para el funcionamiento de las metas de inflación estuvo lejos de alcanzarse tanto antes como durante el tiempo en el cual este instrumento fue implementado. Al mismo tiempo, una de las políticas que buscó fortalecer la cuestión fiscal (quita de subsidios y subas de tarifas) terminó siendo inesperadamente perjudicial en la lucha contra la inflación durante el año 2016. El gobierno, en vez de corregir la situación, termina postergando la solución a la situación fiscal, incluso durante el año 2018, realizando un ajuste sustancial recién durante el año 2019 (Sturzenegger, 2019).

Esto lleva a que la política económica se encuentre en una situación de dominancia fiscal, contraria a la política de metas de inflación, como consecuencia de la tendencia creciente de

déficit fiscal y el financiamiento a partir del señoreaje del BCRA, que colaboró a aumentar la base monetaria y consiguiente desajuste de cuentas.

La falta de ajuste en las cuentas fiscales, y que no hubo un gran crecimiento en el producto de esos años, llevó a un gran deterioro en las cuentas del gobierno, resultando esto en el punto más débil de la gestión (Sturzenegger, 2019).

d. El fin de las políticas: modificación en las metas de inflación y disparada del tipo de cambio

Tal como se observó en la sección de resultados preliminares, las turbulencias del 2016 fueron dejadas atrás y la política monetaria -con sus problemas- comenzaba a rendir sus frutos a mediados del 2017.

La rápida reducción de la inflación representaba un desafío para las cuentas fiscales debido al nivel de gasto que se realizaba. Para ese entonces, el Tesoro comenzó a presionar para modificar las metas de inflación desacelerándolas y queriendo acrecentar el tiempo previamente pautado, ya que las políticas fiscales se encontraban atrasadas en relación con el ajuste que se debía de realizar. Además de esto, el Banco Central había realizado un ajuste en la política monetaria para asegurarse el cumplimiento de las metas, ya que éstas eran el pilar de la política antiinflacionaria. Sin embargo, esta política fue vista desde la jefatura de gabinete como demasiado estricta y restrictiva (Sturzenegger, 2019).

Hacia fines del 2017, desde el Ministerio de Finanzas comenzaron a evaluar si era posible financiar el déficit fiscal y se comenzó a requerir al BCRA que los plazos de las LEBACS fueran menores. Con esto, le pedían revertir la política que había llevado adelante el banco, en donde lo que se había logrado era extender el plazo de los bonos para reducir el riesgo que incurría el rollover (con una tasa a largo plazo y más alta).

Hacia fines del 2017, la mayoría de las voces dentro del gobierno querían realizar cambios en el plan original en que se había embarcado el Banco Central: el Tesoro quería ralentizar la baja de la inflación por motivos fiscales, el Ministerio de Finanzas quería recortar los plazos de los Lebacks, ya que veía en las letras del BCRA un riesgo a largo plazo, y otros miembros del gabinete querían bajar las tasas de interés, por lo que las políticas establecidas por el equipo de Sturzenegger se veían ciertamente amenazadas (Sturzenegger, 2019).

Como consecuencia de las distintas visiones dentro del gobierno, y la amenaza del presidente de echar al presidente del Banco Central de no acatar estos cambios solicitados por parte del equipo económico que lo asesoraba, el 28 de diciembre de 2017 en conferencia de prensa se comunicó una serie de cambios que se llevarían adelante desde el BCRA.

En primer lugar, se anunció que se buscaría una mayor inflación, realizando un cambio en las metas aumentando 5 puntos el objetivo del año siguiente (en vez de 10% pasar a tener 15%). En segundo lugar, se acortarían los tiempos de las Lebacks (pasarían a 5 meses máximo), reduciendo

de esta manera a un 30% de base monetaria. Por último, en un intento de mantener la credibilidad, se anunció una reducción de las transferencias que se harían al tesoro para el año 2019 y 2020 (Sturzenegger, 2019).

Si bien la primera reacción del mercado no fue positiva, dos semanas luego de este anuncio sus percepciones empeoraron. El Banco Central, como consecuencia de las presiones del gobierno, llevó a cabo una reducción de la Tasa de Interés de 75bps (de 28,75% a 28%), que en un primer momento fueron percibidas como moderadas, pero dos semanas después de esta acción nuevamente se redujo la tasa de interés en 75bps sin ninguna justificación razonable. Estos movimientos fueron percibidos como un cambio de rumbo institucional en las políticas que se llevaban adelante. (Sturzenegger, 2019)

Esta acción significó un shock permanente negativo sobre la política monetaria (por credibilidad) (Cachanosky & Ferrelli Mazza, 2021), mostrando que la independencia del Banco Central no era tal, que el compromiso sobre las metas de inflación era laxo y que no se podían mantener en el largo plazo las metas inicialmente planteadas, puntos claves para el correcto desarrollo de la política, de acuerdo a lo que Mishkin plantea.

Como consecuencia de estas acciones el peso se depreció y se dio una suba considerable del precio del dólar. Al final del mes la tasa de acceso al crédito para el país se había cuadruplicado y las expectativas de inflación de los privados para 2018 pasaron de 17,4% a 19,4% (la mayor calculada hasta ese momento desde el inicio de la gestión). Al mismo tiempo, y por más que no se realizaron nuevos cambios en las tasas de interés, la inflación core no dejó de crecer, demostrando que la pérdida de credibilidad había resultado en un shock duradero para el gobierno. El siguiente gráfico da cuenta de la persistente devaluación:

(3)



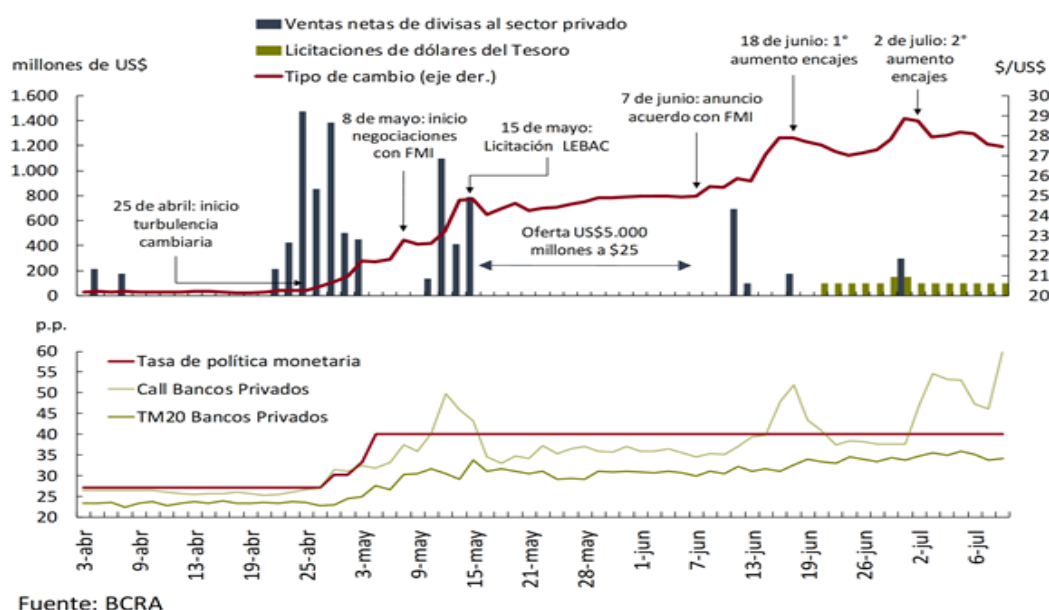
Esta pérdida en el valor del peso no puede dejar de interpretarse teniendo en cuenta la definición triple de tipo de cambio anteriormente planteada. Los saltos nominales en el dólar se tradujeron en una espiral inflacionaria por su carácter de unidad de cuenta, lo que resultó en un golpe de gracia para las metas de inflación. Al mismo tiempo, el Banco Central, buscando contener las subas de precios y contrarrestar la caída en la emisión de Lebac, comenzó a vender dólares. Este movimiento fue percibido como una debilidad sistémica y provocó tanto una salida creciente de capitales como una fuga significativa de los agentes hacia el dólar (Sturzenegger, 2019).

Nuevamente, este comportamiento no puede interpretarse si no se tiene en cuenta que el dólar, en Argentina, es un activo financiero. La inestabilidad financiera resultante de la volatilidad cambiaria da cuenta de la estrecha relación entre ambas políticas. A su vez, la disociación entre lo que la teoría plantea y la realidad en este contexto fue gigante: subas en el TCR aumentan el producto, por lo que el Banco Central debe subir las tasas para equilibrar la subida; aquí, la devaluación tuvo un significativo impacto recesivo y las tasas de interés estaban altas.

Como medida de contención durante el mes de octubre de 2018 se termina imponiendo un sistema de bandas (específicamente un techo), entre las cuales se dejaría fluctuar el valor de cambio del dólar, y sólo intervendría el BCRA de llegar a la banda superior. Esta decisión implicó el abandono de la flotación elegida en la llegada al gobierno y el cambio a un sistema de tipo de cambio con anclaje.

Esta medida funcionó durante un corto tiempo, pero frente a las críticas sociales por temor a que no hubiese reservas suficientes para afrontar la situación y rumores de que el BCRA dejaría de contener las escaladas del dólar, la política implementada fracasó y el gobierno terminó quedándose sin herramientas. Para contener la situación turbulenta en la cual se encontraba, decide recurrir al FMI como solución. El siguiente gráfico (4) resume las diferentes acciones monetarias frente a las turbulencias financieras y los aumentos inflacionarios.

(4): Intervenciones cambiarias, tipo de cambio y tasas de interés



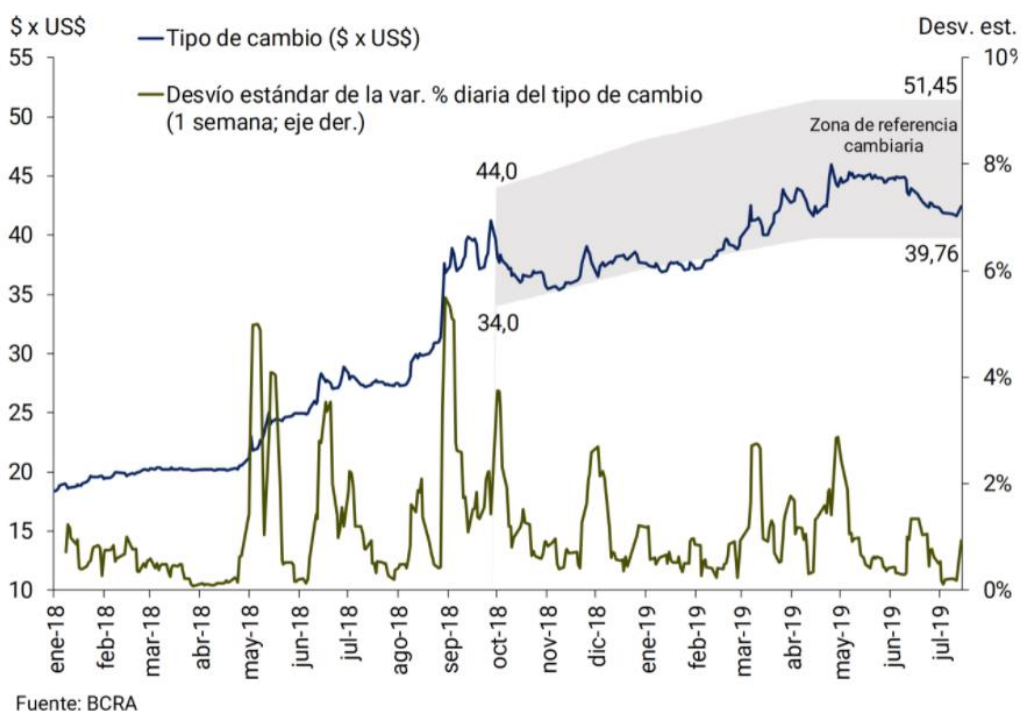
e. Fin del mandato: acuerdo con el FMI, cambios en la política monetaria y fiscal

A partir del acuerdo con el FMI, se estableció un tímido ajuste en el déficit fiscal, estableciendo que para 2018 el déficit esperado sería de 2.7% del PBI y luego de 1.3% en 2019, para recién alcanzar el equilibrio fiscal en el año 2020 (Sturzenegger, 2019).

El BCRA a partir de este nuevo acuerdo, como se mencionó anteriormente, se rigió por una flotación entre bandas en donde sólo intervendría cuando fuera estrictamente necesario. Pero en junio de 2018 se da un salto en el valor del dólar y el Poder Ejecutivo decide remover al presidente del BCRA (Sturzenegger, 2019), nuevamente demostrando la no independencia del banco central en la política monetaria del gobierno.

Las siguientes políticas monetarias que se llevaron adelante fue la suba de la tasa de interés, y consiguientemente la suba del tipo de cambio que se dio en esos meses, que llevó a un shock inflacionario.

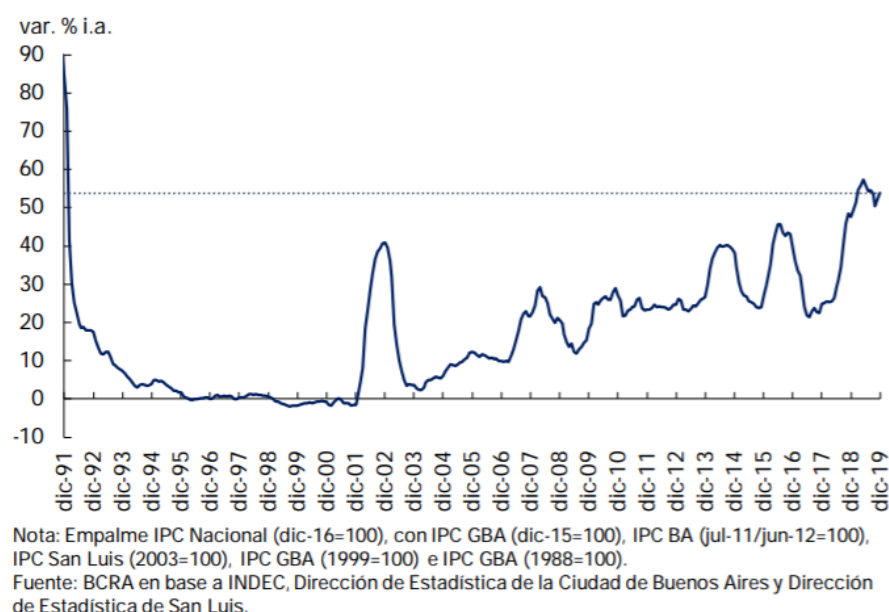
Como consecuencia de que el tipo de cambio no se estabilizó, se recurrió a un sistema de flotación administrada, de bandas en donde el BCRA establecía un mínimo y un máximo en donde dejaría flotar al tipo de cambio. Como consecuencia de la poca disponibilidad de divisas, se estableció un nuevo “cepo” en donde se limitó la compra de divisa a las personas físicas a partir de octubre.



Fuente: (BCRA, 2019)

A partir de abril de 2018, en un contexto de desregulación cambiaria, sucedió que los agentes económicos se desprendieron masivamente de activos domésticos para adquirir activos externos y el acceso al financiamiento voluntario en los mercados externos se vio severamente limitado. A partir de entonces se sucedieron reiterados episodios de estrés cambiario que aceleraron continuamente la tasa de inflación. Las fuertes alzas del tipo de cambio se trasladaron parcialmente a los precios, dando lugar a un tipo de cambio real más elevado. (BCRA, 2020). Durante 2019, la inflación volvió a acelerarse, dándose una nueva devaluación fuerte de peso en agosto, cerrando el ciclo económico de la gestión de Mauricio Macri con una de las inflaciones anuales más altas de la historia.

Gráfico 5.7 | IPC BA. IPC Nivel General. Inflación interanual (1991-2019)



Fuente: (BCRA, 2020)

Frente a esta situación, el BCRA tomó una serie de medidas para complementar la reducción de la tasa de interés para intentar reducir la tasa de inflación creciente que se daba.

Como consecuencia de las elecciones primarias, donde el gobierno resultó perdedor, comenzó a observarse una mayor incertidumbre financiera que se vio reflejada también en una caída de los depósitos bancarios en moneda extranjera. Desde el 9 de agosto hasta fines de dicho mes, los depósitos en moneda extranjera del sector privado se contrajeron 18%, unos US\$5.872 millones. Esta dinámica comenzó a presionar sobre las reservas internacionales a través del uso de los encajes que las entidades financieras tienen depositados en el Banco Central para cubrir los retiros de fondos de sus clientes. (BCRA, 2019)

IV. Conclusiones:

El período analizado es un claro ejemplo de cómo la teoría plasma lo que se debía de hacer y los desvíos terminan generando un caos económico.

El gobierno comenzó con un alto nivel de confianza, estableciendo como política monetaria rectora de su gestión las metas de inflación que consistía en un plan a largo plazo, y donde todo el gobierno se debía plegar a esta política para lograr el éxito.

Sin embargo, desde el inicio tanto el Tesoro y la política (debido a que los ajustes son políticas no amigables con la población) no se plegaron a esta estrategia, culminando en una situación de dominancia fiscal sobre la monetaria que frustró el éxito de la política.

Por un lado, al BCRA emitir Lebacs como forma de monetización de la deuda, se dependía de que el éxito de la política de metas de inflación estuviese atada a un superávit del Tesoro o de un aumento en la demanda de dinero. El gobierno, como decisión política en cambio, optó por reducir gradualmente el alto nivel de gasto del Tesoro. (Cachanosky & Ferrelli Mazza, 2021)

Este gradualismo fiscal resultó insuficiente para la economía, pero excesivo para la política que frente al descontento social y la posibilidad de perder las elecciones de medio término, sacrificó las políticas monetarias poniendo en riesgo la economía.

Finalmente, resulta irónico que el partido que llegó al poder con la idea mejorar la economía y modificar lo que la anterior gestión estaba llevando a cabo (cepo cambiario, altas tasas de interés, inflación) termina volviendo sobre sí mismo, volviendo a foja cero e incluso dejando una situación más compleja que la vivida en el 2015.

Hacia fines de 2019 encontramos una economía argentina que tiene alta inflación, un rígido control cambiario y un gran déficit fiscal, demostrando un fracaso en la gestión.

Bibliografía

- Agénor, P. & Pereira Da Silva, L., 2019. Integrated inflation targeting-Another perspective from the developing world. *Bank for International Settlements*.
- Aizenman, J., 2018. A modern reincarnation of Mundell-Fleming's trilemma. *Economic Modelling*, Volumen 81, pp. 444-454.
- BCRA, 2018. *Informe Monetario Mensual de Relevamiento de Expectativas del Mercado*, enero, s.l.: s.n.
- BCRA, 2019. *Informe de Política Monetaria - Julio*, s.l.: s.n.
- BCRA, 2019. *Informe de Política Monetaria - Octubre*, s.l.: s.n.
- BCRA, 2020. *Informe de Política Monetaria - Febrero*, s.l.: s.n.
- BCRA, junio 2016. *Informe Monetario Mensual - Relevamiento de Expectativas del Mercado*, Buenos Aires: s.n.
- BCRA, R. d. E. d. M., septiembre 2016. "Informe Monetario Mensual" en, *BCRA, septiembre de 2016.*, Buenos Aires: s.n.
- Cachanosky, N. & Ferrelli Mazza, J., 2021. Why did inflation targeting fail in Argentina?. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Volumen 80, p. 102–116.
- Calvo, G. & Reinhart, C., 2002. Fear of Floating. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(2), pp. 379-408.
- Canavan, C. & Tommasi, M., 1997. On the credibility of alternative exchange rate regimes. *Journal of Development Economics*, 54(1), p. 101–122.
- Di Tella, R., 2019. Comentarios sobre 'La macroeconomía de Macri' de Federico Sturzenegger. *Harvard University*.
- Fischer, S., 2001. Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), pp. 3-24.
- Frankel, J., Smitt, B. & Sturzenegger, F., 2008. Fiscal and monetary policy in a commodity-based economy. *Economics of transition*, 16(4), pp. 679-713.
- International Monetary Fund, 2009. *The Role of the Exchange Rate in Inflation-Targeting Emerging Economies*. Washington DC: International Monetary Fund.
- Levy Yeyati, E., 2008. *Los equilibrios del dólar*. [En línea] Available at: <https://focoeconomico.org/2018/10/29/los-equilibrios-del-dolar/>
- Levy Yeyati, E., 2010. What drives reserve accumulation (and at what cost)?. *VOX CEPR Policy Portal*, Volumen September .
- Levy Yeyati, E., 2012. ¿De qué hablamos cuando hablamos de dolarización en Argentina? Apuntes económicos para la batalla cultural. *Foco Económico. Un Blog Latinoamericano de Economía y Política*, Volumen Junio .

- Levy Yeyati, E., April 2004. Financial Dollarization: Evaluating the Consequences, Preliminary draft.
- Levy Yeyati, E. & Gomez, J., 2019. The Cost of Holding Foreign Exchange Reserves. *CID at Harvard University*, Volumen May.
- Mishkin, F. S., 2001. From Monetary Targeting to Inflation Targeting: Lessons from Industrialized Countries. *The World Bank - Financial Sector Strategy and Policy Department.*, Issue 2684.
- Mishkin, F. S. a. H. P., 2013. The Phillips curve: Dead or alive. *VOX CEPR Policy Portal*, Volumen April.
- Mishkin, F., 2004. *The economics of money, banking, and financial markets*. Boston: Pearson.
- Mundell, R. A., 1963. Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates. *The Canadian Journal of Economics and Political Science*, 29(4), pp. 475-485.
- Reichlin, L. & Baldwin, R., 2013. Is inflation targeting dead? Central banking after the Crisis. *VOX CEPR Policy Portal*, Volumen Abril.
- Rose, A., 2006. A stable international monetary system emerges: Bretton Woods, reversed. *CEPR Discussion Paper*, Issue 5854.
- Sargent, T. J., 1982. Beyond demand and supply curves in macroeconomics. *The American Economic Review*, 72 (2), pp. 382-389.
- Sargent, T. & Wallace, N., 1981. Some unpleasant monetarist arithmetic. *Federal reserve bank of minneapolis quarterly review*, 5(3), pp. 1-17.
- Sturzenegger, F., 2016. *Discurso del Presidente del Banco Central de la República Argentina*. Buenos Aires, s.n.
- Sturzenegger, F., 2016. *Disertación del Presidente del Banco Central de la República Argentina, Dr. Federico Sturzenegger, como expositor invitado a la sesión ordinaria de la Academia Nacional de Ciencias Económicas, marzo de 2016..* s.l., s.n.
- Sturzenegger, F., 2019. Macri's Macro: The Meandering Road to Stability and Growth. *Brookings Papers on Economic Activity*, Volumen FALL 2019, pp. 339-411.
- UTDT, C. d. I. e. F., 2016. *Encuesta de Expectativas de Inflación junio-diciembre* , Buenos Aires: s.n.
- Yeyati, E. L., Mayo 2019. Exchange Rate Policies and Economic Development. *OXFORD RESEARCH ENCYCLOPEDIA, ECONOMICS AND FINANCE*.