


NOTAS DE ECONOMÍA N°10

LAS METAS DE INFLACIÓN EN ACCIÓN

 itegaweb.org | germanabdala.com.ar

 /itegaok

 consultas@itegaweb.org

 @itegaok



Instituto de Trabajo y Economía
Fundación Germán Abdala

CLAVES DE LECTURA

En la Nota de Economía N°4¹ explicamos en qué consiste el régimen de Metas de Inflación (MI) y con qué herramientas cuentan los bancos centrales para dar cumplimiento a sus objetivos de política. A su vez, discutimos cuál es la base teórica de los esquemas de MI y cuáles son las críticas más habituales a las que se encuentran sometidos.

En la presente Nota de Economía, buscaremos identificar cuáles son los problemas con los que se ha encontrado el BCRA a la hora de implementar las MI en Argentina, teniendo en cuenta que el escenario de esta transición tuvo como condiciones iniciales un giro brusco en la configuración macroeconómica y la adopción de un nuevo programa de política económica.

Cabe aclarar que no se pretende aquí hacer una evaluación general de los regímenes de MI, ni tampoco hacer un diagnóstico definitivo sobre los resultados de la aplicación de esta estrategia de política en Argentina. Debe tenerse en cuenta que **todavía es muy pronto para decidir si las MI son un esquema efectivo para reducir y estabilizar la inflación, y si los costos que trae aparejados son o no excesivos**. Más aún, no debe omitirse que los resultados macroeconómicos no deben adjudicarse únicamente a la implementación de este régimen, dado que las variables sobre las que las MI tienen *targets* han sido afectadas también por medidas de política que no fueron tomadas directamente por la autoridad monetaria.

En todo caso, la importancia del presente ejercicio reside en brindar la posibilidad de identificar qué aspectos de la implementación de las MI han sido los más conflictivos, y qué dificultades puede traer aparejadas a futuro la utilización de las MI como marco general para la ejecución de la política monetaria.

¹ Ottone, Segal y Telechea (2016) "Metas de Inflación y Crecimiento". Nota de Economía N° 4, ITE-FGA.

EL BCRA CAMBIA EL FOCO DE LA POLÍTICA MONETARIA

Desde el comienzo de su gestión, el presidente del BCRA Federico Sturzenegger dejó en claro su visión sobre lo que debe y no debe hacer un banco central². El énfasis otorgado al control de la inflación, y la subordinación del resto de los objetivos plasmados en la Carta Orgánica sancionada en 2012, significó un vuelco fundamental en la interpretación de lo que debe ser el rol de la política monetaria.

Este cambio en las prioridades del BCRA descansa en la creencia de que una inflación baja y estable remueve las distorsiones que genera la volatilidad nominal sobre la economía, estimulando el crecimiento de largo plazo³. A su vez, a través del impulso al crecimiento de largo plazo, el BCRA lograría dar cumplimiento al resto de los objetivos que estipula la Carta Orgánica en su artículo 3: la promoción de la estabilidad financiera, el empleo y el desarrollo económico.

La premisa que considera a la baja de la inflación como objetivo primario y casi exclusivo ha atravesado toda la construcción retórica del BCRA desde que las actuales autoridades asumieron sus cargos.

En efecto, cada movimiento del banco central (en las tasas de interés, encajes, modificaciones normativas, etc.) incorporó de manera prácticamente excluyente alguna consideración sobre su impacto en el nivel de precios.

En este contexto, y en línea con los preceptos de transparencia de las Metas de Inflación, la comunicación de la política del BCRA se volvió un elemento clave. Cada decisión de política es generalmente acompañada por algún comunicado que expresa la visión del BCRA sobre sus posibles impactos.

No obstante, **a un 1 año y 4 meses de haber cambiado de autoridades, el accionar del BCRA parece haber entrado en contradicción con los preceptos de las MI en más de una ocasión.** Estos desvíos estuvieron

² <https://goo.gl/h3RQF2>.

³ Esta visión está ampliamente representada en la literatura. Véase por ejemplo Mishkin (1996).

Autor: Mariano Beltrani

motivados por múltiples factores, que van desde la búsqueda de poner en funcionamiento de modo prematuro un nuevo régimen cambiario hasta el envío de señales confusas, pasando a su vez por ciertas rigideces que caracterizaron a la definición de las metas. En lo que resta del documento, nos ocuparemos de analizar estas cuestiones.

POLÍTICA MONETARIA Y MERCADO DE CAMBIOS: ¿ES SUFICIENTE CON DECLAMAR LA RUPTURA?

Quizás la modificación más importante que sufrió el entorno en el cual se desempeña la política monetaria fue la liberalización casi total del mercado de cambios, implementada a fines de 2015. Después de la devaluación el BCRA adoptó, al menos desde lo discursivo, un régimen de tipo de cambio “flotante”⁴.

Uno de los objetivos declarados de este esquema fue que los precios domésticos empezaran a dissociarse de la evolución del tipo de cambio, de modo tal de abandonar el rol que le cabía a esta variable como ancla nominal. La lógica que subyace a este razonamiento es que el lugar de ancla comenzaría a ser ocupado por una meta de inflación explícita definida por el BCRA, a la cual se daría cumplimiento por medio de la fijación de una tasa de interés de referencia.

Al permitir que el tipo de cambio flote libremente, el BCRA se vería dispensado de intervenir en el mercado de cambios, moderando la necesidad de acumular reservas internacionales. En el mismo sentido, al ser el tipo de cambios el *buffer* para absorber los shocks, los desequilibrios en el balance de pagos solo serían transitorios y no acumulativos.

A través de esta estrategia, el BCRA pretende entonces “eludir” la restricción externa. Para llegar a este resultado puede recurrirse a un razonamiento sencillo, que consiste en combinar la denominada “ecuación de Fisher” y la condición de paridad descubierta de tasas de interés (UIP, por sus siglas en inglés). La ecuación de Fisher expresa que la

⁴ <https://goo.gl/ZkNk9Z>.

tasa de interés nominal es igual a la suma de la tasa de interés real, que se considera dada, y la inflación esperada⁵:

$$i = r + \pi^e$$

La UIP, por su parte, indica que la depreciación esperada del tipo de cambio tiende a igualar al diferencial existente entre la tasa de interés doméstica y la tasa de interés internacional⁶:

$$\dot{s}^e = i - i^*$$

En este esquema simplificado, la reducción de la inflación esperada, que se lograría por medio de la “credibilidad” que supone la implementación de las MI, lograría que paulatinamente se reduzca la tasa de interés nominal de la economía. Esta baja en la tasa de interés, a su vez, lograría disciplinar las expectativas de devaluación.

El elemento clave para que esta estrategia tenga éxito es que el desacople entre tipo de cambio y precios domésticos se haga efectivo, es decir, que el mecanismo que retroalimenta la inflación a través de las expectativas de devaluación esté desactivado o tenga una incidencia reducida. Esta hipótesis entra en colisión con un hecho estilizado altamente aceptado que establece que, si bien en los últimos años se ha observado que el coeficiente de traslado a precios se ha reducido, el *pass through* sigue siendo más elevado en países en desarrollo, como Argentina⁷.

Las actuales autoridades tomaron nota de esta regularidad, y a pesar de haber declamado el fin de la importancia del tipo de cambio para la política monetaria, **el BCRA demostró seguir de cerca la evolución del precio del dólar, incurriendo en lo que la academia denomina “miedo a la flotación”⁸**. En efecto, luego de devaluación de diciembre de 2015, el BCRA continuó interviniendo regularmente en el mercado de cambios,

⁵ Nótese que el cumplimiento de la ecuación de Fisher implica que la política monetaria no tiene efectos reales sobre la economía.

⁶ Algunas versiones de la UIP incluyen también una prima de riesgo, que aquí omitimos para lograr una mayor simplicidad en la exposición.

⁷ Para una referencia empírica reciente, puede consultarse por ejemplo Jašová et al (2016). Las causas de este fenómeno en otros países son motivo de debate. Carriere-Swallow et al (2016) encuentran que la credibilidad de los bancos centrales es un elemento clave para dar cuenta de la reducción del *pass through*, mientras que Perry y Cline (2016) sugieren que la causa primaria fue la caída de los salarios y de los precios de importación.

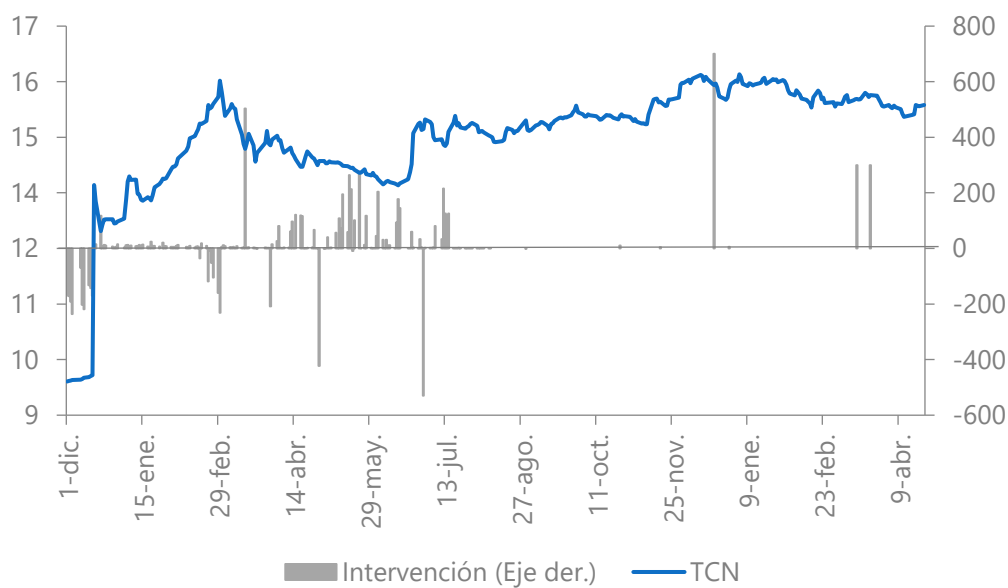
⁸ Calvo y Reinhart (2000).

aunque en un orden de magnitud menor al observado antes del cambio de autoridades.

Esta estrategia alcanzó el momento más álgido cuando el tipo de cambio emprendió una segunda fase devaluatoria entre enero y febrero de 2016 y acumuló un incremento bimestral del 20%. En esa ocasión, el BCRA llegó a intervenir de manera muy agresiva para que el tipo de cambio no perfore el techo de \$/USD 16.

Tipo de cambio e intervención

En \$/USD y mil. USD



Fuente: Banco Central de la República Argentina (BCRA)

La percepción de las autoridades de que esta escalada del tipo de cambio se podía convertir en un rebrote inflacionario quedó reflejada en el fuerte incremento de las tasas de interés de política, que fue de 750 pb en el caso de las LEBAC y de 900 en el caso de los pases pasivos a 7 días.

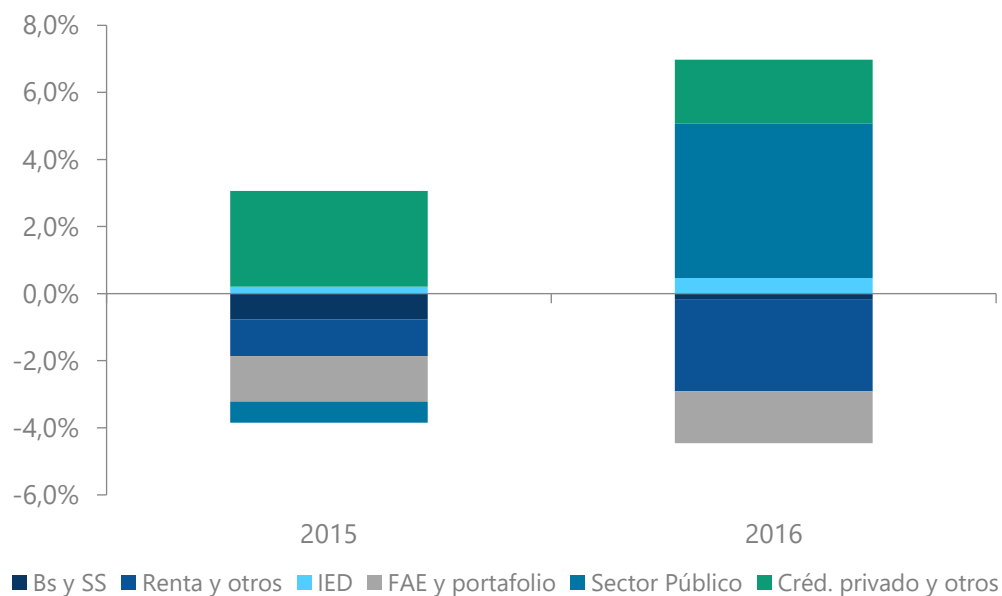
Sin embargo, el BCRA no solo parece poseer un rango de tolerancia a la suba, sino que también a la baja del tipo de cambio. Luego de la devaluación ocasionada por el *Brexit* a fines de junio de 2016, que afectó también al resto de las monedas de la región, el BCRA resistió la posterior tendencia a la apreciación interviniendo de manera decidida en el mercado de cambios. Algo similar ocurrió a fines del año pasado, cuando los ingresos de capitales vinculados al blanqueo presionaron a la baja la

cotización de la divisa estadounidense⁹. La participación compradora se volvió a repetir en marzo de 2017, cuando el BCRA absorbió un total de USD 600 millones para contener la caída del dólar.

Es en este contexto, y como advertimos en nuestro Informe de Coyuntura N°8 (Enero 2017), *“a pesar de su escasa vocación de intervención, las autoridades actúan subrepticamente (o de manera indirecta) cada vez que el tipo de cambio alcanza un piso que no están dispuestas a que sea perforado. El aumento del límite para la dolarización de cartera de los bancos, la compraventa de divisas de bancos oficiales o la extensión del plazo máximo para la liquidación de exportaciones (todas medidas tomadas en las últimas semanas), marcan el límite de tolerancia a la apreciación que tiene el gobierno”*.

Balance cambiario

En % del PIB



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

La novedad más reciente es el anuncio, por parte del presidente del BCRA, del propósito de incrementar el stock de reservas internacionales hasta un 15% del PIB, en un plazo que va desde uno a dos años. Si bien el objetivo

⁹ Son varios los artículos de la prensa especializada que dieron cuenta de la intervención en el mercado de cambios de organismos oficiales, tanto para evitar la suba como la baja del tipo de cambio. Algunas de ellas: <https://goo.gl/xluZ5N>, <https://goo.gl/4WHH3j>, <https://goo.gl/nJtK12>, <https://goo.gl/7puyaU>.

declarado de la medida es el de generar las condiciones para que Argentina ingrese en el club de países con “grado de inversión”, esta política implicaría en los hechos ponerle un piso al tipo de cambio nominal.

Esta es una noticia importante en un contexto en el cual el objetivo primario de las autoridades del BCRA es el de reducir la inflación. En efecto, **lo que muestra la literatura es que los episodios exitosos de desinflación en la región parecieron tener que ver con procesos más o menos sostenidos de apreciación real del tipo de cambio**¹⁰, los cuales han logrado llevarse a cabo sin mayores desequilibrios en el balance de pagos.

En este sentido, lo que garantiza la sostenibilidad del proceso de desinflación es que la apreciación necesaria para sostenerlo no se ampare en la acumulación de grandes desequilibrios macro-financieros, como por ejemplo la emisión a gran escala de deuda externa pública. Quizás el factor que puede garantizar el acceso al crédito externo en el corto plazo, a saber, la libre movilidad de capitales, es a su vez el factor de mayor vulnerabilidad ante una reversión abrupta de los flujos de capitales.

Así, **la rápida y casi generalizada eliminación del andamiaje regulatorio del mercado de cambios implica la reaparición de los riesgos vinculados a episodios de *sudden stop***. Al respecto, vale la pena mencionar que el propio FMI valida las medidas de regulación de capitales, presentando un cambio notorio respecto de su posición histórica, no solo en sus opiniones sino también en sus recomendaciones de política¹¹. En particular, el organismo se ha mostrado a favor del control de capitales para limitar la apreciación cambiaria ante inlfujos financieros, y para limitar los riesgos de crisis debido al excesivo endeudamiento externo.

¹⁰ Véase Morra (2013) para un análisis de los casos de Chile y Colombia.

¹¹ Ver por ejemplo Gallagher y Tian (2014).

UNA POLÍTICA “ANTINFLACIONARIA”: ¿SEÑALES CONTRADICTORIAS?

Tal como lo exige el régimen de MI, el BCRA se apresuró a comunicar que, de ahora en más, el principal instrumento que utilizaría para indicar el sesgo de la política monetaria sería una tasa de interés de corto plazo. Si bien este rol lo cumplió inicialmente la tasa de LEBAC a 1 mes de plazo, a partir de enero de 2017 ese papel pasó a cumplirlo el corredor que forma la tasa de interés por pasivos pasivos y activos a 7 días de plazo.

No obstante, **en la práctica el BCRA ha tomado medidas que tuvieron impacto en las condiciones de liquidez doméstica que no necesariamente estuvieron orientadas a controlar, vía la tasa de interés de referencia, el nivel de precios.**

Estas acciones tuvieron que ver muchas veces con otra de las premisas vinculadas al rol de los bancos centrales que aplican MI, relacionada con la necesidad de contar con un balance “saludable”. Una parte de la literatura *mainstream* destaca el rol que tiene una adecuada capitalización en la independencia y credibilidad del BCRA¹². Aunque no se cuenta con evidencia empírica que respalde esta hipótesis, hay antecedentes de bancos centrales cuyas acciones de política monetaria podrían haber estado condicionadas por la búsqueda de una mayor capitalización¹³.

Para los teóricos de las MI, la credibilidad es la piedra angular del régimen. La confianza en que el banco central hará todo lo que esté a su alcance para cumplir con las metas anunciadas será un potente factor de coordinación de expectativas, lo cual minimizará los costos de cualquier política de estabilización.

Desde el comienzo, en su Informe Anual al Congreso, las autoridades del BCRA reforzaron la necesidad de contar con un balance “sólido”¹⁴, lo cual llevó, por ejemplo, a realizar el canje de letras intransferibles por títulos públicos negociables a fines de 2015. Además de promover una reducción del peso de los adelantos transitorios en los factores de

¹² Al respecto, es posible consultar Stella (1997) o Ize (2005).

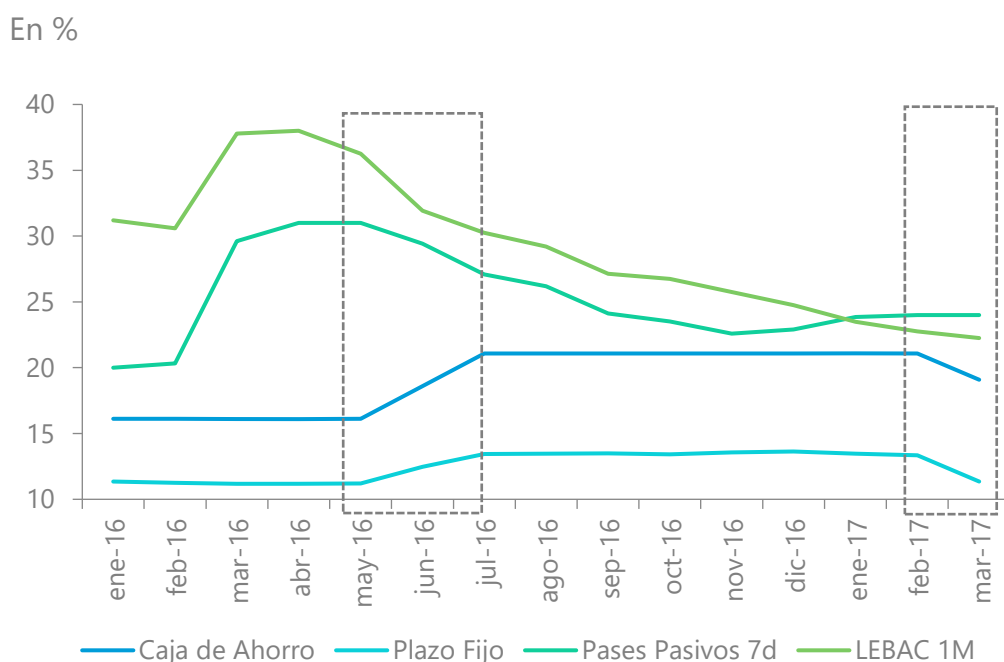
¹³ Véase Adler et al (2012).

¹⁴ Ver “Informe Anual al Honorable Congreso de la Nación Argentina 2015”.

expansión de la Base Monetaria, una de las principales preocupaciones que han manifestado las autoridades del banco central es la reducción del peso de las LEBAC sobre los pasivos del BCRA¹⁵.

En 2016, debido a la política agresiva de suba de tasas de interés del BCRA, los pagos en concepto de intereses de LEBAC ascendieron a un total de \$153.344 millones¹⁶. El orden de magnitud de estos pagos ha sido una preocupación para las autoridades del banco desde el comienzo, y finalmente llevó a que se decida, en mayo de 2016, acompañar la baja de la tasa de referencia con una suba de los encajes de 4% para las cuentas a la vista y de 2% para los depósitos a plazo.

Tasas de interés y encajes



Fuente: Banco Central de la República Argentina (BCRA)

La reducción de la tasa de interés en simultáneo al incremento de los encajes conlleva una indeterminación en el sesgo de la política monetaria, que fue justificada como un intento de “socializar” los costos de la esterilización, inmovilizando una mayor parte de las reservas bancarias. La política de encajes volvió a entrar en conflicto con la política de tasas de interés cuando, a principios de marzo de 2017, se redujeron los encajes

¹⁵ Ver por ejemplo Informe de Política Monetaria Enero 2017, pág. 76.

¹⁶ Ver <https://goo.gl/PboFYX>.

un 2% en un contexto en el cual, desde sus comunicados semanales, el BCRA insistía con el carácter “antinflacionario” de su política monetaria¹⁷.

En esta segunda ocasión, y a pesar que desde la autoridad monetaria se sostuvo que la baja de encajes impulsaría al alza las tasas de interés pasivas¹⁸, el resultado fue en realidad el opuesto: la baja de encajes aumentó la liquidez y presionó a la baja las tasas de interés interbancarias, por lo que no se frenó la caída de las tasas de interés pasivas. De hecho, las tasas de LEBAC del mercado secundario también se movieron a la baja, y llevaron a que, en la licitación del 14 de marzo, el BCRA tuviera que convalidar una baja en la curva de LEBAC primaria con el objetivo de alinear las tasas de interés de los instrumentos nuevos y viejos.

El manejo del menú de tasas de interés a disposición del BCRA también trajo aparejada una aparente inconsistencia desde principios de año. Esto es así porque la estabilidad de la tasa de pasivos ha convivido con una reducción gradual de la tasa de LEBAC desde el 24,4% el 2 de enero hasta el 22,3% el 14 de marzo. A pesar de que el BCRA ha sostenido que a partir de 2017 la tasa relevante para sus decisiones de política pasaría a ser la de pasivos, lo cierto es que las LEBAC continúan siendo, al menos por el momento, el instrumento de gestión de la liquidez doméstica por excelencia.

En efecto, la reducción de la tasa de interés de las LEBAC generó una aceleración de los agregados monetarios, que en el caso del M2 se tradujo en un incremento desde el 15% anual a fines de 2016 hasta un 35% a principios del mes de abril¹⁹.

Más llamativo aún es que esta política de relajación monetaria haya convivido varios meses con un incremento de las expectativas de inflación, medidas por el propio BCRA a través del Relevamiento de Expectativas del Mercado (REM). Desde noviembre 2016 hasta marzo de 2017 inclusive la inflación núcleo esperada para la primera mitad del año

¹⁷ <https://goo.gl/bemhw9>.

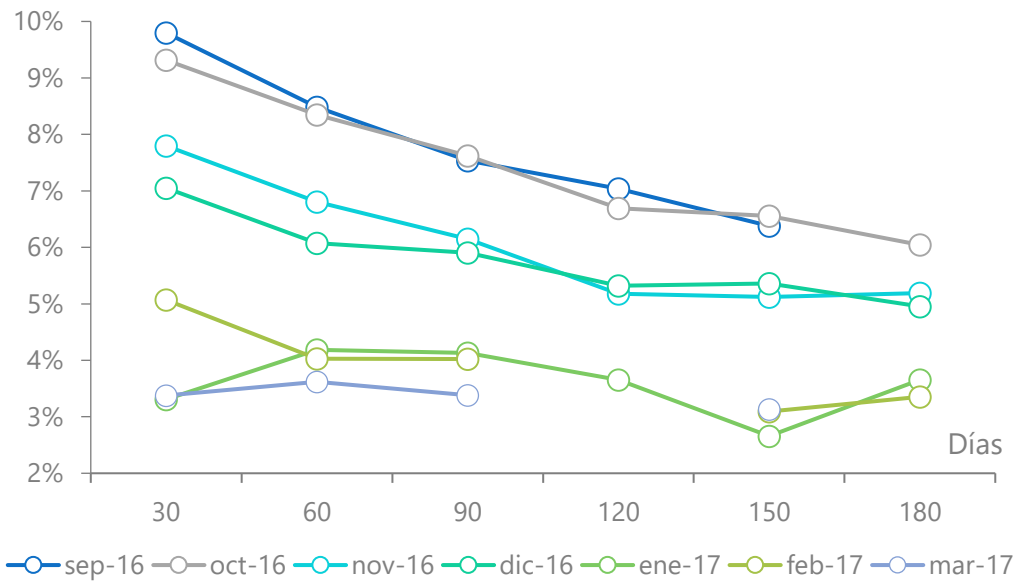
¹⁸ <https://goo.gl/X55YDz>.

¹⁹ Si bien se podrá argumentar que cuando el objetivo de un banco central son las tasas de interés la cantidad de dinero pasa a ser endógena, esta postura entra en conflicto con la línea del BCRA de fines de 2015 y principios de 2016, cuando se sostuvo que la suba de tasas se debía a la necesidad de retirar liquidez excedente de la economía (ver Informe al Congreso).

subió. Esto, combinado con la estabilidad de la tasa de pesos y la baja de la tasa de LEBAC, se tradujo en una reducción continua de las tasas de interés reales, en un contexto en el cual la autoridad monetaria insistía con que estaba aplicando una política "antinflacionaria".

Tasas de interés reales

En % anual



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

Lo que queda en evidencia es que el BCRA envía señales que muchas veces se alejan de su propio discurso, lo cual puede representar un escollo en ese camino de construcción de credibilidad, que las propias autoridades se han decidido a emprender desde que asumieron a fines de 2015. La discusión sobre credibilidad tiene un nuevo capítulo en lo referido a la posibilidad de cumplir con las metas de inflación estipuladas para 2017, tal cual se comenta en el siguiente y último apartado.

ABANDONANDO LOS DOGMAS: ¿CUALES SON LOS LÍMITES DE LA POLÍTICA MONETARIA?

El primer trimestre del año arrojó una inflación acumulada de 6,3%, según el IPC-GBA del INDEC. Si se toman las proyecciones del REM para el

período abril – septiembre de 2017, para cumplir con la banda superior de las metas de inflación 2017 (12 - 17%) el incremento de precios debe experimentar una desaceleración brusca en el último trimestre del año, y crecer apenas un 0,15% mensual. Este objetivo no luce fácil de alcanzar, lo cual implica que **el BCRA tendrá una tarea difícil si pretende cumplir con las metas de inflación en su año de debut.**

Es en este contexto que se enmarca la decisión del BCRA de subir la tasa de referencia de política monetaria desde 24,75% hasta 26,25% (150 pb) el 11 de abril, lo cual se sumó a una postura de mayor absorción de liquidez a través de operaciones en el mercado secundario de LEBAC, implementada a partir del mes de marzo. Este giro hacia una política más contractiva ha suscitado una serie de discusiones, vinculadas con la pertinencia de generar impulsos recesivos en un contexto en el cual la economía no da señales de una recuperación sólida, o con el impacto que esta medida puede generar sobre el mercado cambiario y, en definitiva, sobre la competitividad precio de la economía argentina²⁰.

Debe notarse, sin embargo, que la raíz del asunto posiblemente no se encuentre en la decisión sobre el aumento de tasas en sí, sino más bien en lo referido a los niveles de inflación fijados como metas para la autoridad monetaria.

En este punto, vale la pena repasar brevemente los acontecimientos. En enero de 2016, menos de un mes después de la liberalización del mercado de cambios y la consecuente devaluación, el entonces ministro de economía Alfonso Prat Gay anunció un programa de metas anuales tanto para el déficit fiscal como para la inflación²¹. Fue en ese momento que se decidió anunciar que el objetivo del gobierno sería que la inflación de ese año fuera de entre 20 y 25%, mientras que las bandas para los años 2017, 2018 y 2019 serían, respectivamente, de 12 – 17%, 8 – 12% y 3,5 – 6,5%.

Sin embargo, **estas metas estaban basadas en un diagnóstico incorrecto que marcó de forma decisiva el primer año de la gestión del gobierno.** En ese momento, el equipo económico no había

²⁰ No obstante, el hecho de que la suba de tasas se haya decidido casi en simultáneo al anuncio sobre una mayor acumulación de reservas internacionales, complejiza la discusión sobre los posibles escenarios para el tipo de cambio.

²¹ <https://goo.gl/89AcrB>.

internalizado plenamente los efectos de la devaluación sobre la inflación, aseverando que los precios de la economía “ya operaban a las cotizaciones paralelas del tipo de cambio”. Este diagnóstico probó ser errado: la inflación terminó aumentando fuertemente entre diciembre de 2015 y enero de 2016, y los incrementos de tarifas de la primera mitad del año no hicieron más que potenciar el alza de los precios domésticos. Es así que la inflación medida por el IPC CABA cerró el 2016 en un 41% anual, muy lejos de las pretensiones oficiales.

Estas circunstancias, que implicaban un mayor arrastre en términos de nominalidad respecto de lo proyectado, junto con la continuidad de aumentos programados en las tarifas para el año 2017, suponían mayores dificultades para cumplir con la meta establecida en enero de 2016 para todo el año 2017. Sin embargo, **en septiembre de 2016, cuando esta situación ya se vislumbraba, el BCRA lanzó formalmente las metas de inflación, manteniendo los valores anunciados por el entonces titular de Hacienda casi nueve meses antes**²².

Esta secuencia de hechos terminó llevando a la decisión de subir la tasa de interés de referencia el 11 de abril, ante la inminencia del incumplimiento de la meta del 17% para este año. La pregunta clave aquí es cuál el objetivo de fondo del BCRA con esta decisión. Una posibilidad es que las autoridades busquen dar una señal clara de su voluntad de controlar la inflación, sabiendo de antemano que el incremento de tasas tiene un límite (si lo que se pretende es que la economía crezca en el 2017), y que en ese sentido el incumplimiento de la meta del 17% parece ser un escenario probable.

La otra alternativa es que el BCRA esté dispuesto a llevar su lucha contra la inflación hasta las últimas consecuencias, de modo tal que esta suba no sea otra cosa que la primera de una secuencia de impulsos monetarios destinados a cumplir con una meta que, a todas luces, arrastra con una serie de errores de diagnóstico cometidos desde el inicio mismo de la actual gestión.

²² Cabe preguntarse aquí cual hubiese sido el costo de cambiar las metas de inflación nueve meses después de haberlas establecido. Tomando en cuenta que las metas fiscales fueron corregidas recientemente sin mayor impacto en las percepciones del mercado, suponemos que en todo caso hubiese sido una alternativa cuando menos a evaluar.

Otro aspecto relevante tiene que ver con la pregunta sobre si una política antinflacionaria con estas metas es compatible con los objetivos que el gobierno tiene en otros frentes, como por ejemplo en el fiscal. En efecto, el nivel general de precios de los próximos meses posiblemente esté influido por las modificaciones programadas en los precios regulados, consecuencia de la pretensión del gobierno de mostrar una reducción en el déficit fiscal. Esta simultaneidad de objetivos implica que el BCRA estará tomando medidas orientadas a impactar sobre la demanda, mientras que los factores que alimentarán la inflación en los próximos meses serán en realidad de oferta.

REFLEXIONES FINALES

El objetivo de la presente Nota de Economía ha sido el de exponer algunas dificultades que ha conllevado la aplicación de metas de inflación en Argentina. **Lo que se pretende no es confeccionar una lista exhaustiva, sino más bien efectuar un repaso de algunos aspectos que generan ciertas tensiones a la hora llevar las MI de la teoría a la práctica.**

En este sentido, quizás uno de los aspectos más relevantes y que más esfuerzo ha requerido a las autoridades para construir una visión consistente, es el desdén que las versiones "puras" de MI han tenido para con los aspectos vinculados a la administración del mercado de cambios. La declamada "flotación cambiaria" no ha sido más que un intento de forzar un desacople prematuro entre precios y tipo de cambio. El vínculo entre inflación y tipo de cambio existente en economías como la argentina está bien documentado, y si bien las actuales autoridades han participado de modo recurrente en el mercado de cambios (y según anuncios recientes tienen intención de seguir haciéndolo), **cabe preguntarse si los límites que impone el manual de MI a la intervención se traducirán en algún momento en una volatilidad excesiva del tipo de cambio.**

Al respecto, si bien es cierto que puede existir un corredor dentro del cual el tipo de cambio no afecte los precios domésticos, todavía no hay suficiente "historia" de MI en Argentina para establecer si los desplazamientos importantes del tipo de cambio serán o no disruptivos.

Este es un hecho que no debe soslayarse, dado que la apreciación impulsada vía apertura de la cuenta capital puede jugar un rol clave en la política antinflacionaria del gobierno, lo cual es susceptible de convertirse en una estrategia peligrosa en un contexto de desregulación casi completa del mercado de cambios.

Por otro lado, debe destacarse que la pretensión del BCRA de exponer su retórica antinflacionaria llevó a que muchas veces se enviaran señales confusas desde la autoridad monetaria, lo cual debe tenerse en cuenta si el objetivo de fondo de las actuales autoridades es el de construir credibilidad. **El hecho de que los múltiples instrumentos para administrar la liquidez doméstica hayan impuesto sesgos diferenciados a la política monetaria puede terminar atentando contra la “transparencia” que exigen los manuales de MI.**

Finalmente, también debe considerarse que **una excesiva rigidez en la implementación puede llevar a un “ratio de sacrificio” elevado para la política monetaria**²³. No efectuar correcciones a tiempo en las metas de inflación estipuladas o no considerar la posibilidad de que estas entren en conflicto con otros objetivos macroeconómicos (como las metas fiscales) puede traer aparejados altos costos en términos de actividad, si lo que pretende el BCRA es reforzar su propia credibilidad.

En definitiva, los problemas que parece presentar la instrumentación del BCRA tienen que ver con factores idiosincráticos, pero también con la experiencia novedosa que supone utilizar este esquema como marco institucional para la ejecución de una política monetaria orientada a generar una disminución significativa de la tasa de inflación.

²³ El ratio de sacrificio hace referencia a los costos en términos de actividad y empleo de los procesos de reducción de la tasa de inflación de una economía.

Referencias

Adler, G.; Castro, P. y Tovar, C. (2012). "Does Central Banks Capital Matter for Monetary Policy?", IMF Working Paper 12/60, International Monetary Fund.

Calvo, G. y Reinhart, C. (2000). "Fear of floating", NBER Working Paper N° 7993, National Bureau of Economic Research.

Carrière-Swallow, Y.; Bertrand, G.; Magud, N. y Valencia F. (2016). "Monetary Policy Credibility and Exchange Rate Pass-Through", IMF Working Paper 16/240, International Monetary Fund.

Gallagher, K. P. y Tian, Y. (2014). "Regulating capital flows in emerging markets: The IMF and the global financial crisis", Global Economic Governance Initiative, Working Paper no. 5, Recuperado de: <https://goo.gl/28f7n3>.

Jašová, M.; Moessner, R. y Takáts, E. (2016). "Exchange rate pass through: what has changed since de crisis?", BIS Working Paper N° 583, Bank for International Settlements.

Mishkin, F. (1996). "The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy", NBER Working Paper N° 5464, National Bureau of Economic Research.

Morra, F. (2014). "Moderando Inflaciones Moderadas", Documento de Trabajo N° 106, Universidad Nacional de La Plata.

Perry, N. y Cline, N. (2016). "What caused the great inflation moderation in the US? A post-Keynesian view", Review of Keynesian Economics, Vol. 4 No. 4, pp. 475–502.

Stella, P. (1997). "Do Central Banks Need Capital?", IMF Working Paper 97/83, International Monetary Fund.