

NOTAS DE ECONOMÍA N°11

POLÍTICA MONETARIA,
TASA DE INTERÉS Y
MECANISMOS DE
TRANSMISIÓN



itegaweb.org | germanabdala.com.ar



[/itegaok](https://www.facebook.com/itegaok)



consultas@itegaweb.org



[@itegaok](https://twitter.com/itegaok)



Instituto de Trabajo y Economía
Fundación Germán Abdala

CLAVES DE LECTURA

A esta altura del año, resulta evidente que el cumplimiento de la meta superior de inflación (17% i.a. en diciembre) que fijó el BCRA para 2017 se encuentra severamente cuestionado. Aun cuando se cambie el indicador con que se determina esta meta, queda claro que la dinámica nominal dista de ubicarse dentro de los objetivos prefijados.

En este sentido, **bajo un esquema de Metas de Inflación, lo esperable sería una suba de la tasa de interés como respuesta de política.** Según el propio BCRA, esta suba induciría una baja de la inflación mediante una caída en la **actividad económica, el tipo de cambio y/o las expectativas de inflación.** Estos tres serían los denominados “mecanismos de transmisión” de la política monetaria.

Sin embargo, más allá de esta enumeración, a la fecha la autoridad monetaria no ha indicado de forma precisa en que forma y en qué plazo espera que la suba de tasas afecte la dinámica de precios. **Con el objetivo de realizar una primera aproximación sencilla a los efectos dinámicos de la política monetaria, se realizan estimaciones mediante Vector Autorregresivos (VAR) en línea con la literatura sobre este tema.**

Aún con importantes limitaciones que deben ser tenidas en cuenta, **encontramos que una suba en la tasa de interés tiene escaso efecto sobre la dinámica de los precios, aunque un impacto negativo más significativo en la actividad económica.** Al mismo tiempo, la evidencia tiende a sugerir la importancia central del canal cambiario en la determinación de los precios. La evidencia aquí presentada sugiere que aún si el único objetivo del BCRA es la meta de inflación, para evitar fuentes de inestabilidad, **la autoridad monetaria debería presentar debida atención a la dinámica del sector externo.**

Autores: Juan Cuattromo

INTRODUCCIÓN

La gestión de la política monetaria se encuentra en el centro de amplias controversias, con un elevado nivel de incertidumbre respecto de los objetivos de la autoridad monetaria y los medios que utilizará para alcanzarlos¹.

El cambio de régimen monetario a fines de 2015 junto con el establecimiento de un sistema de Metas de Inflación (MI) desde 2017 han implicado un cambio en las prioridades del Banco Central de la República Argentina (BCRA) y en los instrumentos que la autoridad monetaria utiliza para alcanzar sus objetivos.

En particular, y bajo MI, la fijación de la tasa de interés de política pasa a ocupar un rol central en la gestión monetaria. Sobre este punto, el BCRA ha indicado que existen tres mecanismos de transmisión mediante los cuales espera que la tasa de política afecte la dinámica de precios: actividad, tipo de cambio y expectativas de inflación. Sin embargo, a la fecha no ha presentado estimaciones que indiquen de qué modo espera que interactúen estos mecanismos ni la respuesta dinámica de los precios y la actividad a perturbaciones en la tasa de política monetaria.

A fin de aportar de modo exploratorio en esta discusión, en la presente Nota de Economía se estiman modelos sencillos que la literatura ha desarrollado para cuantificar los impactos dinámicos de la política monetaria en las principales variables macroeconómicas.

El resto del trabajo se organiza del siguiente modo. La primera parte presenta los mecanismos de transmisión relevantes según la posición del BCRA. La segunda parte presenta los datos y la metodología que se utilizará. En la tercera, cuarta y quinta parte se estiman diferentes modelos con el objetivo de establecer los efectos dinámicos de la política monetaria utilizando tres estrategias de identificación diferentes. Finalmente, la sexta sección presenta los comentarios finales de la Nota.

¹ Se espera un cambio en el índice que utiliza la autoridad monetaria para su meta a mediados de 2017. Dado que la elección de tal indicador no es trivial, se agrega otra fuente de incertidumbre.

MECANISMOS DE TRANSMISIÓN: LA POSICIÓN DEL BCRA

Desde septiembre de 2016 el Banco Central de la República Argentina (BCRA) instrumenta su esquema de política monetaria bajo un sistema de Metas de Inflación (MI)². Un aspecto central que caracteriza estos esquemas es el uso de la Tasa de Interés de Política Monetaria (TPM) como principal instrumento mediante el cual la autoridad monetaria busca alcanzar el objetivo de inflación fijado³.

En este sentido, analizar de forma cualitativa y cuantitativa los mecanismos mediante los cuales la TPM afecta la dinámica macroeconómica debería ocupar un lugar destacado en la agenda de la política monetaria, toda vez que esta herramienta desempeña un rol angular en un esquema de MI.

Respecto de este punto, en el Informe de Política Monetaria (IPOM) de mayo 2016⁴, el BCRA fijó su posición institucional. En efecto, de acuerdo al Apartado 6, la TPM afecta la tasa de inflación (objetivo final del esquema de MI) mediante 3 canales: el conjunto de las tasas de interés del mercado monetario y su impacto en la actividad económica, el tipo de cambio y las expectativas de inflación.

Según el IPOM “primero, la tasa de interés de política monetaria incide directamente sobre las tasas de interés del mercado, la liquidez y el crédito. A su vez, estas variables inciden sobre el gasto agregado, y éste sobre la inflación. Este es el primer mecanismo de transmisión (...) segundo, la tasa de interés influye sobre el tipo de cambio, y éste tiene cierto impacto sobre el gasto agregado, pero sobre todo incide directamente sobre muchos precios, en particular los de los bienes transables. Este impacto es capturado por el coeficiente de traslado. Este es el segundo mecanismo de transmisión (...) tercero, la decisión de tasa,

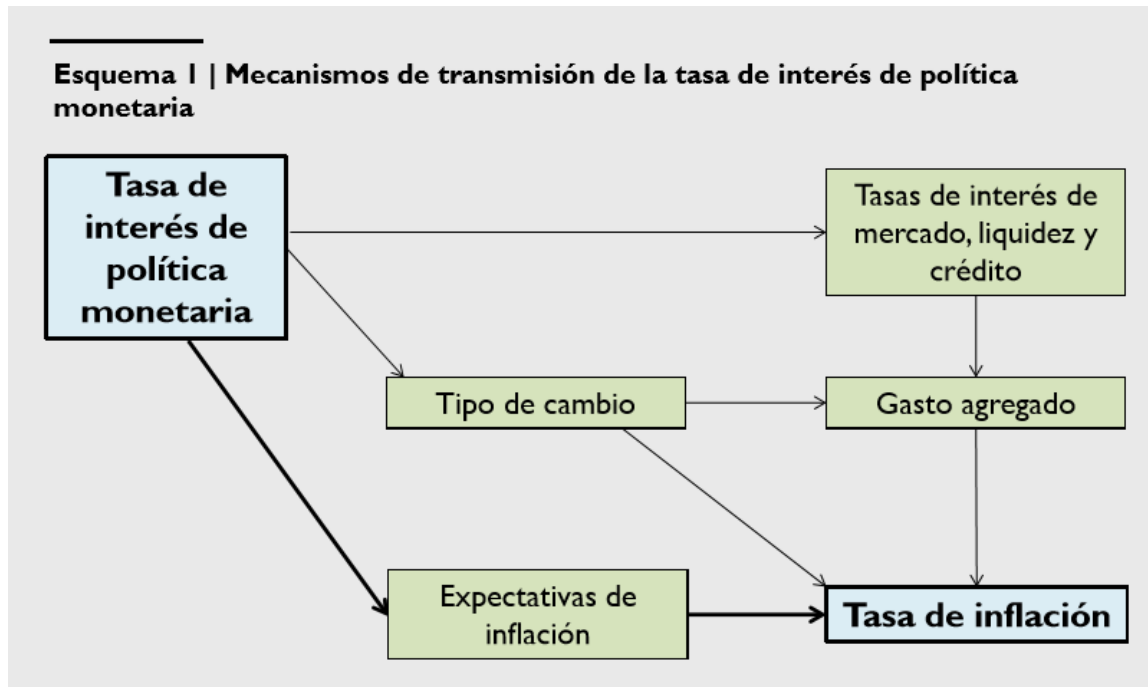
² Sobre este punto, se puede consultar Ottone, Segal y Telechea (2016) “Metas de Inflación y Crecimiento”, NdE 4; Beltrani (2017) “Las Metas de Inflación en Acción”, NdE 10 y Beltrani y Cuattromo (2016) “Una nota sobre Metas de Inflación y Objetivo Múltiples”, DT N° 2.

³ “El BCRA conduce la política monetaria utilizando la tasa de interés de corto plazo como su principal instrumento. Esta tasa es el centro del corredor de pasés a 7 días, cuyo techo es la tasa de interés por pasés activos y cuyo piso es la tasa de interés por pasés pasivos.” http://www.bcra.gov.ar/PoliticaMonetaria/Politica_Monetaria.asp#b

⁴http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PoliticaMonetaria/IPM_Mayo_2016.pdf

acompañada por la comunicación del banco central, incide sobre las expectativas de inflación. Si los agentes perciben que la autoridad monetaria usa sus instrumentos para bajar la inflación, incorporan esta información en el proceso de formación de precios y salarios aun antes de que se vean afectados por los otros mecanismos mencionados. Este es el tercer mecanismo de transmisión” (pág. 42).

Gráfico 1 – Tasa de Interés y Metas de Inflación



Fuente: BCRA, Informe de Política Monetaria – Mayo 2016.

Sin embargo, a la fecha, el BCRA no ha especificado cuantitativamente cómo espera que estos mecanismos funcionen en la práctica. El mismo IPOM establece que “en Argentina, si bien el BCRA está estudiando la potencia y los rezagos con los que opera cada uno de los mecanismos conocer su dimensión exacta es difícil” (pág. 42). De un análisis somero de estos canales, el BCRA parece concluir que el mecanismo de expectativas sería el más importante, sugiriendo un énfasis importante en la transparencia y la comunicación de la política monetaria (pág. 43).

El aspecto cuantitativo de la discusión no es menor, toda vez que mes a mes el BCRA toma decisiones puntuales sobre dónde ubicar la TPM con vistas a cumplir una meta de inflación dada (para 2017, la meta de 17% i.a. en el registro de diciembre del IPC GBA. Si bien este valor es la banda

superior, todo indica que su cumplimiento esta severamente cuestionado⁵).

Además de los efectos puntuales de cada variable en la inflación, existe un aspecto temporal de la política monetaria que ha sido ampliamente discutido por el presidente de la autoridad monetaria. En particular, el BCRA estima que existe un desfase de 6 meses entre la decisión de política monetaria y su impacto efectivo en los precios⁶. Es decir, que una suba de tasas hoy debería bajar la tasa de inflación, mediante la interacción de los 3 canales antes mencionados, hacia el mes de octubre de 2017 (aunque, de acuerdo al mismo IPOM, no sería posible saber cuánto bajaría la inflación).

METODOLOGÍA Y VARIABLES

Más allá de las posibles controversias teóricas respecto de la posición institucional del BCRA, la estimación de los mecanismos de transmisión de la política monetaria bajo un esquema de MI en Argentina no es tarea sencilla. Al respecto, el mismo IPOM indica que esto se explica “porque la tasa de interés nunca se usó como instrumento de política monetaria” (pág. 42) aunque esta postura no es del todo evidente ya que la supuesta fortaleza de MI debería radicar en interpretar de forma correcta el “verdadero modelo” que rige la dinámica agregada y de precios, y de esta forma, proponer un esquema de política pública consistente con la interpretación que las actuales autoridades del BCRA hacen de la Carta Orgánica.

Es decir, los mecanismos de transmisión deberían funcionar bajo los diferentes esquemas de política (aunque el impacto puntual de cada mecanismo podría verse alterado por cada régimen monetario⁷). Por

⁵ Como se mencionó, es probable que la meta se traslade, sin cambios en el valor numérico, a un nuevo IPC Nacional que el INDEC publicará desde mediados de 2017. De acuerdo al último REM del BCRA, se espera una inflación de 20,5% en diciembre para este IPC Nacional.

⁶ “Nuestros modelos nos indican que la política monetaria tiene rezagos de unos seis meses, con lo cual la inflación que vemos es producto de una fuertísima expansión en los agregados que vivimos en la segunda mitad del año 2015 y que tendrá efectos que se expandirán durante el primer semestre.

“http://www.bcra.gob.ar/Noticias/El_uso_del_concepto_de_equilibrio_general.asp

⁷ Esta es la posición del BCRA sobre el mecanismo de transmisión del tipo de cambio. Ver Apartado 3 del mismo IPOM.

supuesto, una postura extrema respecto de este punto indicaría que hasta que no esté debidamente consolidado el esquema de MI y haya pasado "suficiente" tiempo como para contar con series de datos relevantes para la inferencia estadística, no sería posible interpretar cómo se espera que funcione en los hechos este esquema, un punto altamente controversial para un BCRA abocado a la construcción de "reputación" anti-inflacionaria y para la propia gestión de la política monetaria.

Es por ello que, a fin de realizar un primer ejercicio exploratorio (pero en absoluto conclusivo), en lo que resta de esta Nota se estimarán diferentes modelos sencillos mediante Vectores Autorregresivos Estructurales (SVAR) para estudiar el efecto dinámico de la política monetaria en los precios y la actividad.

Según Christiano y otros (1998)⁸, los modelos SVAR⁹ resultan apropiados en este caso ya que explican la dinámica de cada variable en función de sus valores pasados y del resto de las variables que componen el modelo, lo que permite una mejor aproximación a los efectos dinámicos de la política monetaria y sus interacciones. Como es sabido en esta literatura, recuperar el modelo estructural a partir del modelo VAR estimado (paso fundamental para proceder a computar las funciones de impulso-respuesta) requiere identificar de modo correcto los shocks estructurales, es decir, es necesario proponer cuáles son las perturbaciones "puramente exógenas" que afectan las variables de modelo, de modo de inferir su impacto dinámico¹⁰.

Esta tarea no es desde ya sencilla ni evidente, y gran parte de la literatura se concentra justamente en definir cuál es la estrategia de identificación adecuada, teniendo en cuenta el problema bajo investigación. Aquí, dado nuestro objetivo, utilizaremos la estrategia más sencilla de identificación recursiva que implica ordenar las variables endógenas de acuerdo un

⁸ Christiano, Eichenbaum y Evans (1998) "Monetary policy shocks: What have we learned and to what end?" NBER Working Paper Series 6400.

⁹ Omitiremos aquí referencias a cuestiones técnicas, aunque la literatura sobre este tema es profusa (<https://goo.gl/xjylv1>).

¹⁰ "Identification is the interpretation of historically observed variation in data in a way that allows the variation to be used to predict the consequences of an action **not yet** undertaken." Sims (1986).

“grado de exogeneidad” fijado a priori, lo que asegura mediante la factorización de Cholesky la existencia de un único modelo estructural¹¹.

En este caso, estamos interesados en una caracterización sencilla del marco en el cual se desarrolla la política monetaria y sus posibles interacciones y retroalimentaciones de forma que utilizaremos una TPM, junto con indicadores de actividad, precios, dinero, expectativas y tipo de cambio. Dadas las características de la economía nacional, se incorpora como variable exógena un indicador de precios internacionales.

Contamos con series trimestrales para el período 2004:1 a 2017:1; para precios (utilizamos el IRP del ITE¹²), actividad (PIB trimestral de INDEC, sin estacionalidad), tipo de cambio nominal¹³, demanda de dinero según el M2 privado (estos dos últimos surgen del Informe Diario que publica el BCRA¹⁴) y el Índice de Precios de Materias Primas del BCRA como indicador de precios internacionales¹⁵.

Hay dos variables que merecen alguna discusión adicional. Como indicador de expectativas se construyó un número índice tomando como dato inicial los valores observados en el IRP para 2003 y aplicando la variación mediana esperada según el relevamiento de UTDT¹⁶. Finalmente, como TPM utilizaremos una tasa de LEBAC construida del siguiente modo: para cada licitación se calculó la tasa promedio ponderada por

¹¹ Para estrategias no recursivas aplicadas al caso argentino puede consultarse el trabajo de Cerdeiro (2010), aunque los resultados de este ejercicio dependen de asumir un régimen monetario diferente que MI (*“Measuring Monetary Policy in Open Economies”*, MPRA Paper N° 21071).

¹² <http://itegaweb.org/indicadores/>

¹³ Parece existir algún debate sobre cuál debería ser el TC a utilizar, dado el contexto de regulaciones al movimiento de capitales vigente en el período 2012-2015. Sin embargo, en términos económicos el debate es relativamente insustancial dado que los precios de la economía tienden a seguir la cotización oficial. En efecto, *“we use the official exchange rate, after having tested for both in time series econometric analysis. Although an increasing amount of goods were likely priced taking into consideration the evolution of the parallel market exchange rates, the adjustments in the official exchange rate tended to give rise to large spikes in inflation. Correspondingly, the official exchange rate tends to carry most of the information content”*. FMI (2016) Argentina: Selected Issues, pág. 75.

¹⁴ http://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Informe_monetario_diario.asp

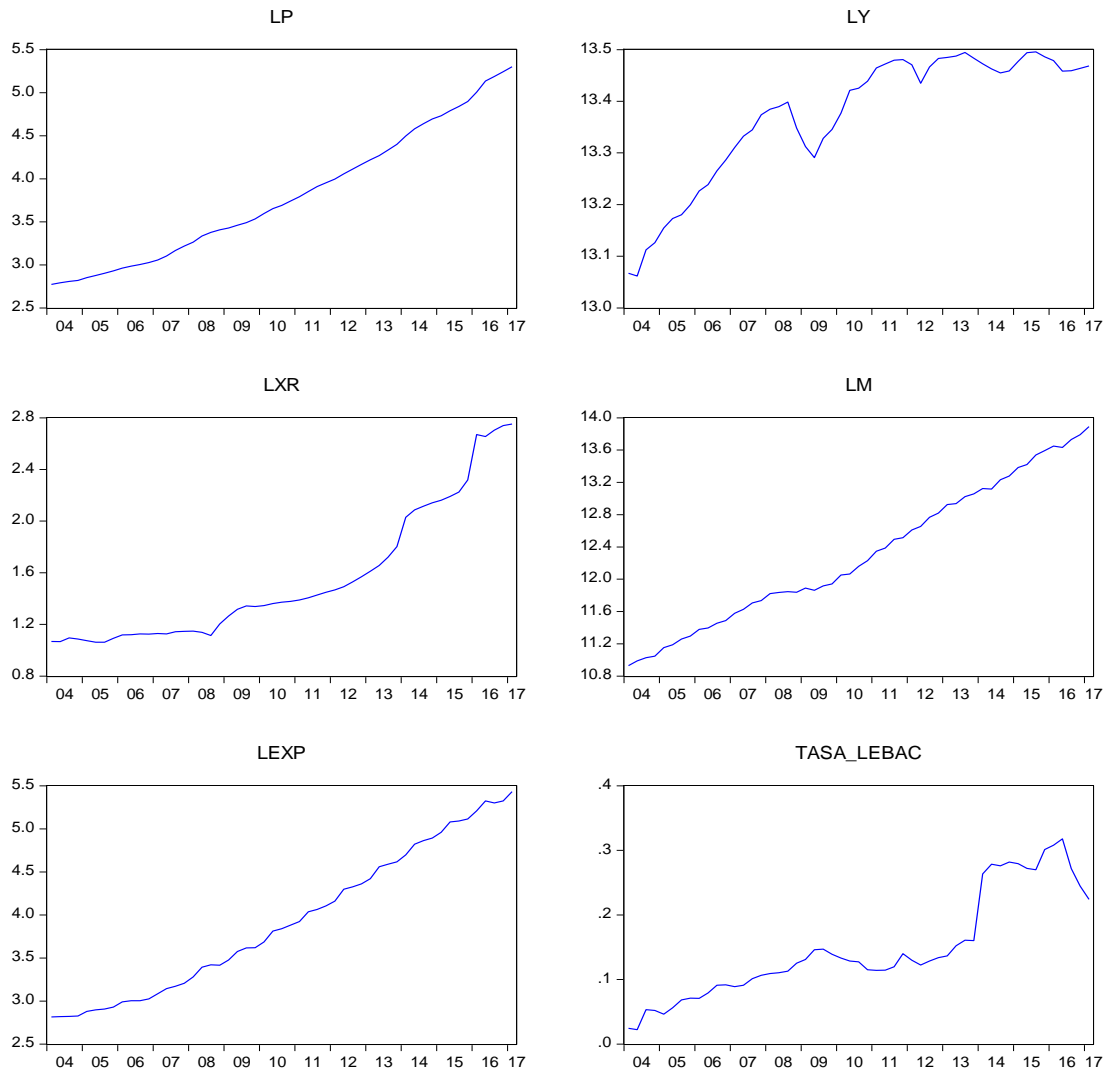
¹⁵ http://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Precios_materias_primas.asp

¹⁶ http://www.utdt.edu/ver_contenido.php?id_contenido=2591&id_item_menu=5006. A fin de extender la serie que comienza en 2006 hacia 2004, se utilizaron las expectativas medianas de acuerdo al REM del BCRA http://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Relevamiento_Expectativas_de_Mercado.asp.

monto colocado, que luego se promedió para obtener el dato de cada trimestre¹⁷. Todas las variables, salvo la TPM, se utilizarán como logaritmo.

Gráfico 2 – Variables Utilizadas

Precios (LP), Actividad (LY), Tipo de Cambio (LXR), Dinero (LM), Expectativas de Inflación (LEXP) y Tasa de Política Monetaria (TASA_LEBAC)



Fuente: Elaboración propia.

UN MODELO PRELIMINAR

Un punto natural para empezar la investigación implica reproducir para nuestra muestra el trabajo seminal de Sims (1992)¹⁸ que dio inicio a esta

¹⁷ Utilizar la tasa de Pases hubiese carecido de sentido dado que esta instrumento estuvo inactivo durante amplios períodos de tiempo en la muestra bajo análisis.

¹⁸ Sims (1992) "Interpreting the macroeconomic time series facts: the effect of monetary policy". European Economic Review 36, 975-1011.

literatura. Esto implica trabajar con solo 4 variables en un marco de economía cerrada, con un ordenamiento recursivo intuitivo donde se parte de asumir que los movimientos en la TPM representan los shocks de política monetaria (exógenos), que afectan de forma contemporánea al conjunto del sistema.

El resto de las variables se ordena como dinero, precios y actividad, siendo que justamente esta última representa aquella que es afectada por todas las otras variables en el mismo período. Según Sims (1992), la teoría indica que un aumento en la TPM debería producir una caída en la demanda de dinero transaccional (*LM*), en el nivel precios (*LP*) y en la actividad (*LY*).

Metodológicamente parece importante reforzar que nuestro objetivo no es estimar el valor puntual de los parámetros del modelo, sino identificar la relación dinámica entre las variables bajo estudio mediante funciones de impulso-respuesta (FIR). En este sentido, y siguiendo las recomendaciones de Sims (1980)¹⁹ y de Sims, Stock y Watson (1990)²⁰ no será necesario diferenciar las series, aun si ellas presentan alguna raíz unitaria, aunque en todos los modelos se incluirá una tendencia determinística de forma que bastará con garantizar la estabilidad del VAR (requisito para que las FIR estén bien comportadas), para asegurar la estacionariedad de la estimación.

Queda entonces por determinar la estructura de rezagos del modelo a estimar. El criterio de información de Schwarz (SIC, por su sigla en inglés) sugiere un rezago y esta será la opción utilizada. Vale aclarar que otros criterios sugieren mayor cantidad de rezagos a incluir, aunque esto atentaba contra la estabilidad del modelo.

Una vez realizada la estimación, y confirmada la estabilidad del modelo²¹, computamos las FIR ya que ellas nos muestran cómo responde una determinada variable ante un cambio (i.e. shock) en otra variable en el modelo durante un horizonte de tiempo dado (en nuestro caso, 2 años), teniendo en cuenta todas las interacciones entre las variables.

¹⁹ Sims (1980) "Macroeconomics and reality", *Econometrica*, vol. 48, N° 1.

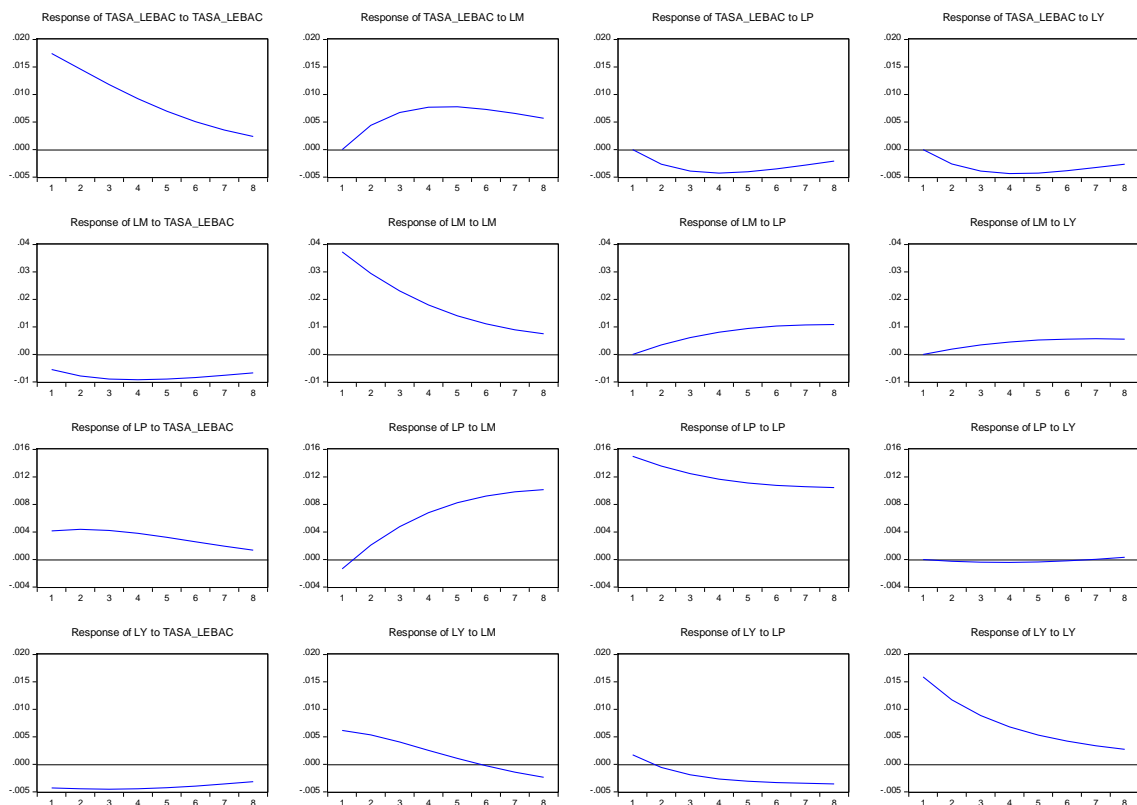
²⁰ Sims, Stock y Watson (1990), "Inference in linear time series models with some unit roots", *Econometrica*, vol. 58, N° 1.

²¹ Un modelo $VAR(p)$ es estable (y por lo tanto estacionario) si todas las raíces del polinomio característico están, en módulo, fuera del círculo unitario. O alternativamente, si la inversa de todas las raíces se ubican dentro del mismo. Todos los modelos estimados en esta NdE fueron evaluados y cumplen esta condición de estabilidad.

Los resultados de este primer ejercicio no difieren significativamente de los encontrados por Sims (1992) para un conjunto de economías desarrolladas. Si bien una perturbación a la tasa de interés reduce la demanda de dinero y la actividad económica, también produce un incremento contemporáneo en el nivel general de precios²². Cuantitativamente, un shock de política monetaria genera una suba de la TPM cercana a 1,5 p.p. que induce en el mismo trimestre un incremento de +0,4% en el nivel de precios²³. Este efecto, tiende a moderarse cerca de un año después del shock, llegando casi a 0% a los 2 años. El efecto sobre la actividad es de -0,5% durante prácticamente los 2 años.

Gráfico 3 – Tasa de Interés, Dinero, Precios y Actividad

Respuesta a un desvío estándar en la TPM



Fuente: Elaboración propia.

Para la teoría económica *mainstream* una política monetaria contractiva que impacta negativamente en la actividad no puede estar asociada con una mayor inflación. En este sentido, la sugerencia usual es que un

²² En la literatura del *mainstream* se conoce este resultado como *price puzzle*, aunque esta observación no fue novedosa en absoluto ya que sus antecedentes pueden rastrearse hasta la denominada Paradoja de Gibson.

²³ Llama la atención que este valor es, cuantitativamente, similar al encontrado por Sims para EEUU.

modelo como el anterior podría estar mal especificado, ya que no es posible asumir que las decisiones de TPM corresponden a perturbaciones puramente exógenas, en particular, porque se corre el riesgo de estar omitiendo variables que anticipan la inflación y sobre las cuales se informa el BCRA antes de tomar la decisión de modificar la tasa de interés.

Por ejemplo, la autoridad monetaria puede subir la tasa de interés de forma anticipada si percibe que se aproximan presiones inflacionarias. En este caso, la suba de precios después del shock de tasa no captura la respuesta de la segunda a la primera, sino que ambas están reaccionando a un factor común. Es decir, el incremento en la tasa no fue realmente exógeno cuestionando la estrategia de identificación propuesta en el trabajo original de Sims²⁴.

Si lo anterior es cierto, parece relevante identificar de modo exploratorio qué variables son las que el BCRA observa a la hora de fijar la TPM. Como ya hemos visto, para el BCRA además de las variables ya mencionadas, el tipo de cambio y las expectativas de inflación deberían estar presentes para poder capturar de forma correcta la estructura dinámica del modelo²⁵.

Es por ello, que en lo que sigue se realizan dos ejercicios de identificación recursiva diferentes asumiendo que la decisión de política monetaria es parcialmente "endógena". Como toda estrategia recursiva, esta aproximación se basa en el supuesto que los shocks de política monetaria son ortogonales al conjunto de información relevante a disposición en el momento en que se toma la decisión de política (Christiano y otros, 1998).

En otras palabras, se va a asumir que el BCRA observa un conjunto de información en particular²⁶ antes de decidir un valor para la TPM. En el primer caso, se formula un modelo donde la tasa es "parcialmente endógena" a los precios y las expectativas de inflación buscando

²⁴ Es evidente que Sims tiene en claro esta limitación y gran parte del su trabajo es identificar de forma más apropiada los shocks a la TPM.

²⁵ Siguiendo a Sims nuevamente, no puede omitirse en un marco de economía abierta la trayectoria observada en los precios internacionales, sin embargo, Sims incorpora esta variable como una endógena más en el VAR. Dado el carácter de economía pequeña de Argentina incluiremos los precios internacionales como variable exógena en la etapa de estimación, pero no forma parte de las funciones de impulso-respuesta.

²⁶ Esto necesariamente implica asumir que los shocks a la TPM no tienen impacto en estas variables "exógenas" durante mismo trimestre en el que se subió la TPM.

reproducir la lógica que hoy siguen los comunicados del BCRA. En el segundo caso, se alterará el orden para dar el lugar de mayor importancia a la política cambiaria en detrimento de los precios, más en línea con el régimen monetario vigente durante gran parte de nuestra muestra (2004-2015)²⁷.

UN MODELO RECURSIVO CON LA LÓGICA DEL BCRA

Una lectura rápida de los diferentes comunicados de política monetaria²⁸ que publica el BCRA desde que se estableció el sistema de MI sugiere que a la hora de fijar la TPM, los miembros del Consejo de Política Monetaria observan fundamentalmente dos variables: la dinámica de precios y las expectativas de inflación, prescindiendo de la dinámica del resto de las variables.

En este sentido, si se observa una suba en la inflación pasada o en las expectativas de inflación, lo esperable es un endurecimiento de la política monetaria. A su vez, la suba en la TPM y la explicación de tal suba, debería contribuir en el tiempo a reducir la inflación al igual que su expectativa, junto con caídas en la demanda de dinero, la actividad y una apreciación en el TCN.

El Gráfico 4²⁹ muestra las funciones de impulso-respuesta para las 6 variables de interés. Las respuestas cubren un período de 8 trimestres (2 años), siguiendo el ordenamiento tal como se muestra en el gráfico. Se incluyeron los errores estándar de las respuestas estimadas mediante el método de Monte Carlo.

El shock de TPM induce una suba de +160 p.b. en la TPM y efectivamente reduce la demanda de dinero y la actividad económica, pero no muestra impacto relevante en las expectativas de inflación. Al mismo tiempo, el sesgo contractivo parece generar una caída muy acotada en los precios (menos de -0,5%), pero fundamentalmente cerca de un año después de su instrumentación, con el mayor impacto hacia los dos años. Vale notar

²⁷ A fin de no hacer innecesariamente extenso el trabajo se omitió el ejercicio donde el indicador de actividad económica se ubica también dentro del conjunto de información relevante, aunque los resultados no muestran cambios significativos.

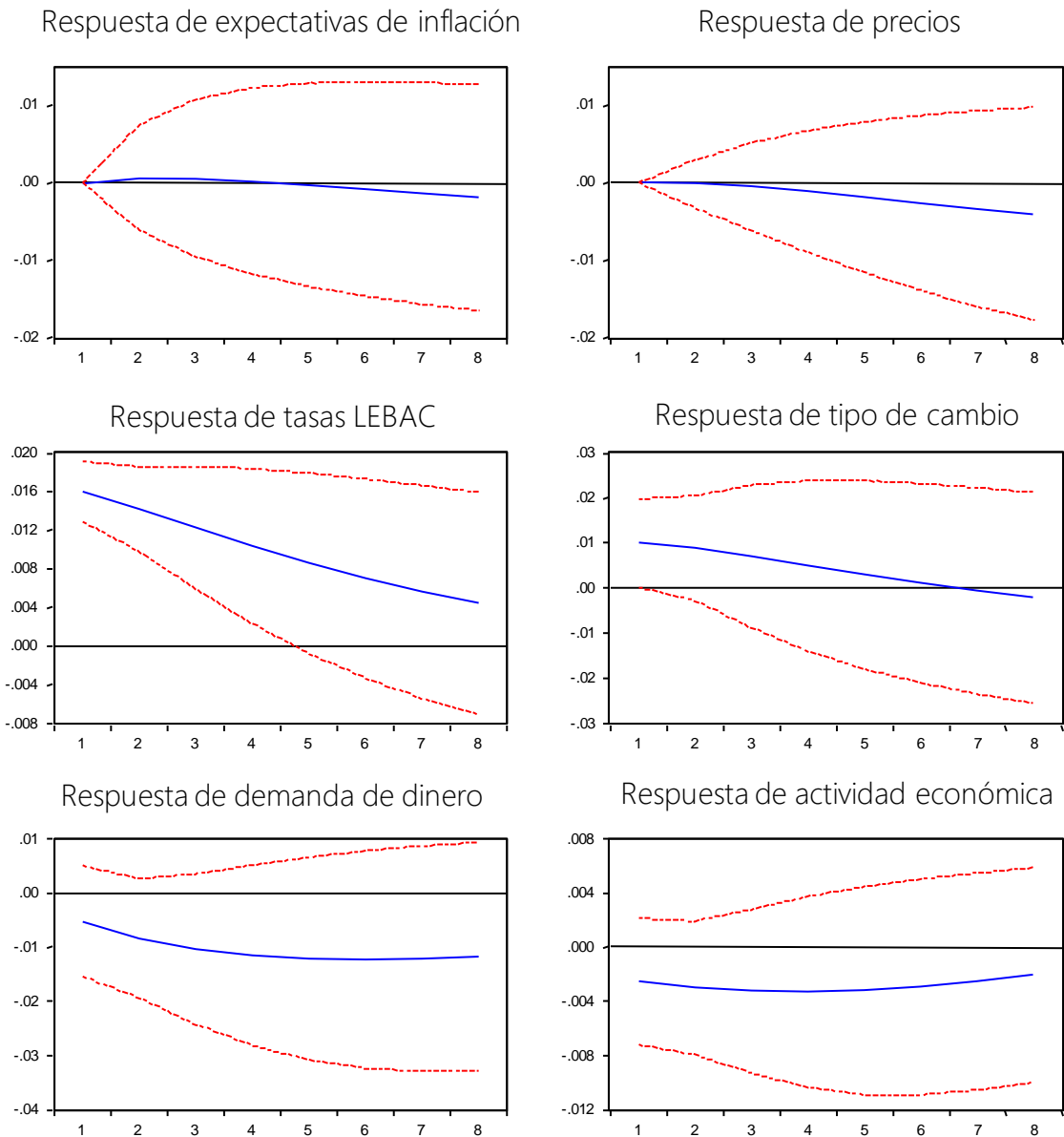
²⁸ <http://www.bkra.gov.ar/Institucional/Prensa.asp>

²⁹ Nuevamente, el modelo se estimó con un rezago según sugiere el SIC. Todas las raíces del modelo caen dentro del círculo unitario, de forma que el VAR es estable (y estacionario).

que la incertidumbre respecto de estos impactos es particularmente elevada según lo indican los intervalos de confianza.

Gráfico 4 – Respuesta a cambios de tasa de interés en expectativas de inflación, inflación, tasa de interés, tipo de cambio, dinero y actividad

Respuesta a un desvío estándar en la TPM



Fuente: Elaboración propia.

El punto probablemente más conflictivo de esta formulación es que los shocks de tasa tienden a incrementar el tipo de cambio nominal, lo que contradice el impacto esperado por la teoría (puntualmente, una suba de 1,6 p.p. en la TPM induciría una suba aproximada de 1% en el TCN. Este

efecto recién se dispararía al año y medio). Lo esperable sería que una suba de tasas doméstica induzca una mayor demanda de activos en moneda local, y por lo tanto, genere una apreciación del TCN.

Una vez más, es posible que la identificación como la pretendida por los comunicados del BCRA, que omite la dinámica observada en el TCN dentro del conjunto relevante a la hora de fijar la tasa de interés, implique un error en la naturaleza de los shocks estructurales que experimenta la economía. Bien podría ser el caso que la suba de tasas justamente sea consecuencia de una suba en el tipo de cambio (dados sus posibles efectos inflacionarios).

EL ROL DE LA POLÍTICA CAMBIARIA

En el contexto de un esquema de MI puro, las consideraciones respecto del tipo de cambio no deberían tener incidencia alguna en el accionar del BCRA, ya que el esquema cambiario debería ser de flotación libre. La autoridad monetaria ha intentado de forma repetida sostener esta visión.

Sin embargo, el debate público en Argentina suele ubicar la cuestión cambiaria en el centro de la escena, de forma que no resulta evidente aceptar sin más que la gestión de la política cambiaria debería prescindir del rol del TCN en la dinámica nominal. Máxime cuando, para aportar algo más de incertidumbre, en la última presentación del Informe de Inflación, el BCRA anunció su intención de “fortalecer” su hoja de balance mediante la compra de reservas internacionales, un eufemismo para indicar que espera intervenir en el mercado de cambios poniendo un piso a la cotización del TCN, y probablemente forzando su incremento.

De este modo, un último ejercicio a realizar implica revertir el orden del modelo propuesto asumiendo mayor “exogeneidad” en el tipo de cambio, con el resto de las variables tal como fueron utilizadas en el punto anterior y sosteniendo la misma especificación para el VAR.

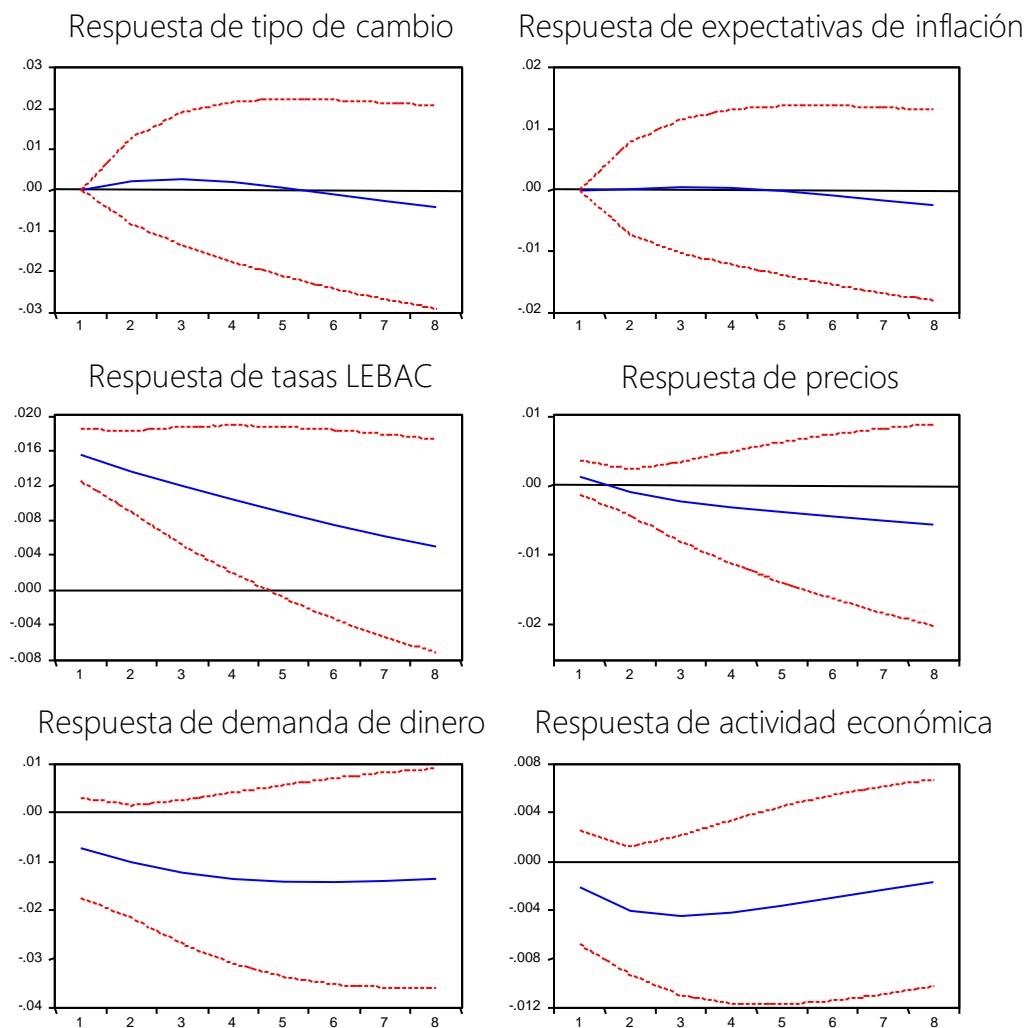
En este caso, la suba de la TPM (del orden de +160 p.b.) induce un breve incremento de precios pero solo por un trimestre, ya que luego los precios pasan a terreno negativo. La actividad y la demanda de dinero muestran el comportamiento esperado. Dado el ordenamiento elegido, no hay impacto contemporáneo de la suba de tasas sobre el TCN, aunque aquí se observa un incremento muy moderado durante el primer año, con

una caída de escasa intensidad en el segundo. El efecto sobre las expectativas de inflación no parece significativo. En todos los casos, la incertidumbre es elevada lo que sugiere que los resultados deben tomarse con cautela.

Cuantitativamente, la política monetaria contractiva genera al cabo de dos años una caída en el nivel de precios cercana a $-0,6\%$, un impacto particularmente moderado dada la centralidad que esta herramienta ocuparía en la gestión del MI. Por el contrario, parece existir un impacto algo más significativo en la actividad ya que la suba de tasas genera una caída de $-0,44\%$ en el PIB luego de tres trimestres. Después de 2 años, el PIB sigue siendo $-0,18\%$ inferior al esperado sin el shock.

Gráfico 5 – Tipo de Cambio, Expectativas, Tasa de Interés, Precios, Dinero y Actividad

Respuesta a un desvío estándar en la TPM



Fuente: Elaboración propia.

Cabe mencionar que la caída en los precios inducida por un aumento en la TPM, aunque moderada, parece cobrar algo más de fuerza partir del quinto trimestre después del shock (es decir, a los 15 meses), lo que coincide temporalmente con cierta apreciación en el TCN y puede sugerir nuevamente que el canal cambiario ocupa un lugar central en la dinámica nominal de la economía³⁰.

A fin de clarificar esta interacción dinámica entre las variables, la Tabla 1 presenta la descomposición de la varianza para este modelo. Este procedimiento "informa, en distintos horizontes del tiempo, el porcentaje de volatilidad que registra cada variable debido a los shocks de las demás. Es decir, indica la proporción del efecto que, en forma dinámica, tienen todas las variables en el resto"³¹.

Se observa entonces que, en el primer trimestre, la varianza de los precios (*LP*) es el resultado de shocks a los propios precios (42,7%), pero también (y en una medida considerable) de los shocks al tipo de cambio (39,8%) y las expectativas de inflación (16,7%), justamente las dos variables de mayor "exogeneidad" en el VAR estimado. A medida que se extiende el horizonte se incrementa sensiblemente el rol del TCN, que llega hasta algo más del 60% en los trimestres 3 y 4, y nunca baja de 50% en el segundo año. Los shocks de tasas no muestra un impacto considerable en la varianza de los precios.

En el caso de la actividad económica (*LY*) se observa una mayor relevancia de los propios shocks a esta variable (tanto en el corto -79,1%- como en el mediano plazo -57,1%-), con alguna incidencia moderada de la demanda de dinero (entre 12% y 13%) y de la TPM (que pasa de 1% a corto plazo para subir hasta casi 10% al cabo de 2 años).

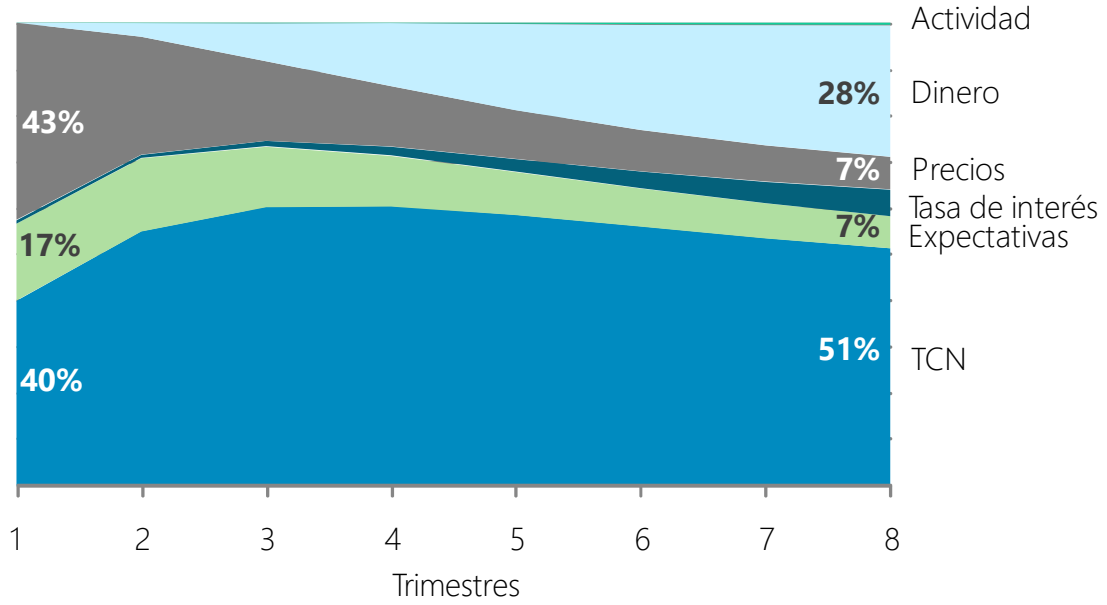
³⁰ De acuerdo a este modelo, un shock al TCN genera un coeficiente de traspaso a precios de 17% en el mismo trimestre que aumenta hasta 65% pasado un año.

³¹ Islas y Cortez (2012): "México: ¿Cómo inciden las políticas monetarias en las tasas de desempleo?", Revista de la CEPAL 107, Agosto.

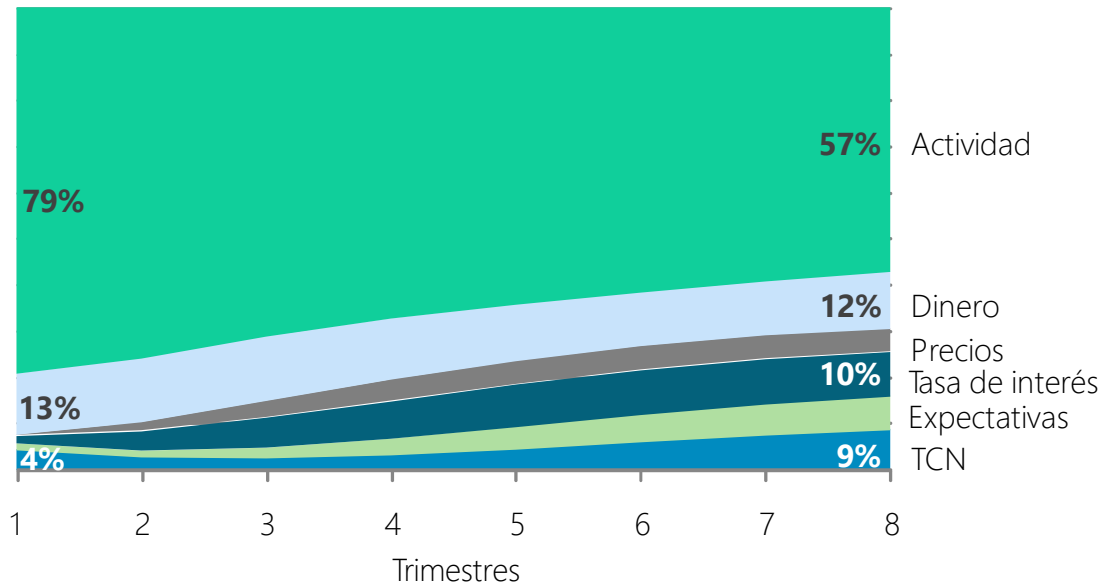
Gráfico 6 – Descomposición de la Varianza

Orden causal: TCN, Expectativas, Tasa de interés, Precios, Dinero, Actividad

Descomposición para la precios



Descomposición para el PIB



Fuente: Elaboración propia.

REFLEXIONES FINALES

Hemos mencionado a lo largo de este trabajo las limitaciones que implican los estudios cuantitativos en la economía argentina. La inestabilidad que caracteriza el desempeño de las variables agregadas, los cambios de régimen y la falta de series consistentes suponen limitaciones serias que deben tener en cuenta a la hora de extraer conclusiones.

En este sentido, la instrumentación de un nuevo diseño institucional para la gestión del BCRA y un cambio en sus objetivos suponen una transición no solo en la gestión de la política, sino también, en el propio funcionamiento del sistema monetario en su conjunto, lo que limita aún más la posibilidad de la inferencia estadística.

Además de estas limitaciones en los datos, es importante recordar que los resultados obtenidos mediante estimaciones SVAR se derivan de la estrategia de identificación utilizada. En este caso, los métodos recursivos tienen como principal debilidad la falta de caracterización detallada en la naturaleza económica de los shocks. La realización de estimaciones no recursivas es necesaria para garantizar la robustez de los resultados, aunque exceden por mucho los objetivos de esta Nota.

Teniendo estas advertencias en mente, en este trabajo encontramos que un shock contractivo de política monetaria (i.e. una suba en la tasa de interés de aproximadamente +150 PB) tiene escaso efecto sobre la dinámica de los precios, aunque un impacto negativo más significativo en la actividad económica (entre -0,44% y -0,5% durante el primer año después del shock).

Al mismo tiempo, la evidencia tiende a sugerir la importancia central del canal cambiario en la determinación de los precios, un punto potencialmente controversial para la gestión monetaria toda vez que para el BCRA un esquema de MI demanda de la flotación libre en el TCN. Al mismo tiempo, no puede omitirse que, al menos en el corto plazo, existe una incidencia considerable de las expectativas de inflación en la dinámica nominal.

Al respecto, la actual conducción del BCRA ha postulado en más de una ocasión que mediante la priorización del objetivo inflacionario espera anclar las expectativas de inflación y reducir la incidencia del tipo de cambio en los precios internos. Sin embargo, la evidencia aquí presentada sugiere que aún si el único objetivo del BCRA es la meta de inflación, para

evitar fuentes de inestabilidad, debería presentar debida atención a la dinámica del sector externo.