


OCTUBRE | 2018

## NOTAS DE ECONOMÍA N°19

Una nota sobre la  
experiencia de las Metas  
de Inflación en Argentina

 itegaweb.org | germanabdala.com.ar

 /itegaok

 consultas@itegaweb.org

 @itegaok



Instituto de Trabajo y Economía  
Fundación Germán Abdala

## CLAVES DE LECTURA

Las Metas de Inflación (MI) son un régimen de política monetaria altamente difundido en el mundo. **Este arreglo monetario y cambiario no solo establece que la prioridad del banco central será la estabilización del nivel de precios, sino que propone un mecanismo específico para lograr su cometido.**

**La implementación de MI ha sido compatible con una tendencia a la desinflación en los países que las aplicaron,** a pesar de las particularidades que la puesta en práctica de este régimen pudo haber tenido en cada una de estas economías.

Si bien lo anterior no quiere decir que la discusión respecto de las causas de la estabilización de precios haya sido saldada, lo cierto es que **el sistema de anclas y amortiguadores que proponen las MI ha permitido la supervivencia del régimen,** lo cual tendió a alimentar su prestigio.

**La aplicación de MI en Argentina fue, por el contrario, una experiencia de escasa duración.** Luego de apenas dos años de haberse implementado, el régimen de MI fue abandonado formalmente y reemplazado por un esquema de metas sobre los agregados monetarios, en medio de una crisis cambiaria que las propias MI demostraron ser incapaces de sintetizar.

En la presente nota sugerimos que **tanto la posibilidad de llevar a la práctica de modo consistente las principales reglas de las MI como la efectividad de este régimen estuvieron condicionadas por el entorno macroeconómico en el cual se aplicaron y por las propias características que adquirió su implementación en nuestro país.**

Autor: Mariano Beltrani

## Introducción

El esquema de MI involucra, según un consenso más o menos difundido, cuatro pilares: a) el anuncio público y explícito de una meta de inflación; b) la utilización de la tasa de interés como instrumento para alcanzar dicha meta; c) la independencia operativa del banco central; d) el control de la inflación como objetivo primario de la autoridad monetaria (Sawyer, 2006).

En Argentina, el régimen de MI se puso en práctica formalmente en septiembre de 2016. Desde el comienzo, su aplicación tuvo características particulares respecto de lo indicado en los manuales. Las intervenciones en el mercado de cambios fueron frecuentes, y los objetivos de inflación fijados tuvieron problemas de credibilidad de manera recurrente. A su vez, la implementación de este régimen estuvo atravesada por un proceso de ajuste en los precios relativos que hizo aún más difícil dar cumplimiento a las metas, generando apartamientos reiterados.

Las MI entraron definitivamente en tensión a fines de 2017, cuando el gobierno anunció un relajamiento de las metas y se flexibilizó la política monetaria, en un escenario de empeoramiento del déficit de cuenta corriente del balance de pagos. A partir de ese momento, Argentina experimentó un deterioro progresivo de las condiciones monetarias y financieras, lo cual finalmente derivó en la crisis cambiaria más importante de los últimos años y en la negociación de un nuevo paquete de rescate con el FMI, ante las dificultades para cerrar el programa financiero del gobierno.

En ese contexto, el marco de la política monetaria sufrió modificaciones importantes, que lo alejaron aún más de los preceptos del régimen de MI. En un primer momento, la aplicación del manual de MI fue suspendida *de facto* debido a la situación de emergencia económica. Finalmente, las MI se abandonaron formalmente en septiembre de 2018, y fueron reemplazadas por metas cuantitativas sobre los agregados monetarios, junto con el establecimiento de una banda de “no intervención” para el tipo de cambio.

En esta breve nota, se analizan de manera secuencial los problemas que atravesaron los cuatro pilares de las MI -haciendo énfasis en los primeros dos-, de modo tal de realizar un balance preliminar de los primeros años de aplicación de este arreglo monetario y cambiario en Argentina<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Conviene destacar que no es el objetivo de esta nota discutir la pertinencia de la aplicación de MI en Argentina, sino más bien analizar qué factores provocaron que este esquema de política monetaria no haya sido capaz de lograr su cometido, a saber, la reducción y estabilización del nivel de precios.

## Metas de inflación “móviles”

En un esquema de MI, el instrumento por excelencia a través del cual la autoridad monetaria debe alcanzar su meta de inflación es la tasa de interés de referencia. Utilizando esa tasa de interés, que está bajo su control, el banco central buscará influir en el nivel de precios a través de los distintos canales de transmisión de la política monetaria<sup>2</sup>.

Como a través de su tasa de interés de referencia la autoridad monetaria debe poder influenciar al resto de las tasas de interés de la economía, no puede haber fuentes alternativas de creación de dinero que no sean las operaciones en el mercado abierto del banco central. Lo anterior implica que, para que el banco central tenga una incidencia ajustada en las tasas de interés de la economía – y en las condiciones de liquidez domésticas-, las intervenciones en el mercado de cambios y el financiamiento al fisco con emisión monetaria deben ser lo menos habituales posible.

Dado que al fijar la tasa de interés se pierde la posibilidad de ejercer cualquier tipo de control sobre los agregados monetarios, y tomando en cuenta que el tipo de cambio debe ser altamente flexible, la principal ancla nominal que tiene la economía es el anuncio explícito por parte del banco central de su objetivo de inflación. Este anuncio es el elemento clave que debe coordinar las decisiones de precio en períodos sucesivos.

De este modo, en lo que hace al rol de la meta de inflación como ancla nominal, el nivel de credibilidad se vuelve un factor decisivo. Como se muestra en Gibbs y Kulish (2017), cuando la meta del banco central no es completamente creíble, los costos de la estabilización de precios pueden ser elevados<sup>3</sup>.

La implementación de MI en Argentina contó con dos características importantes. En primer término, las metas tuvieron varias “generaciones” en un período corto de tiempo. Las modificaciones se concentraron en 2018, cuando los efectos de la crisis cambiaria comenzaron a ser evidentes (ver Gráfico 1). La “tercera generación” de metas, de hecho, fue parte del acuerdo firmado con el FMI a mediados de año y tuvo una duración de apenas tres meses.

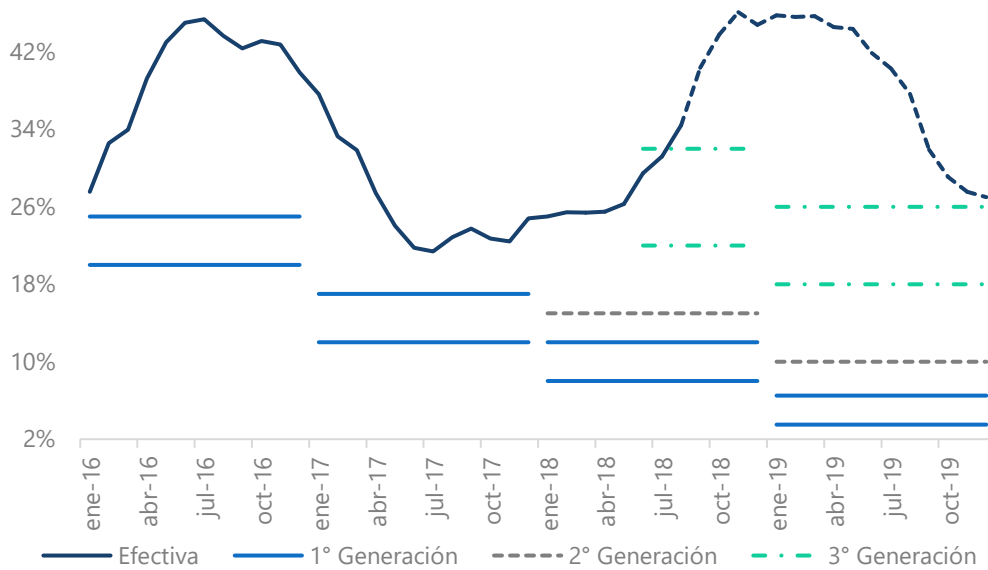
---

<sup>2</sup> Para una reseña sobre el funcionamiento de los distintos canales de transmisión en países emergentes, ver por ejemplo Mohanty y Turner (2008). Para un análisis preliminar del caso argentino, ver Cuattromo (2016).

<sup>3</sup> Esto es independiente de que pueda haber otros elementos importantes en la formación de expectativas de inflación, como por ejemplo la evolución pasada de los precios, sobre todo en el caso de inflaciones moderadas (ver Morra, 2013).

## Gráfico 1. Las tres generaciones de las metas de inflación

Variación % anual – Proyecciones REM



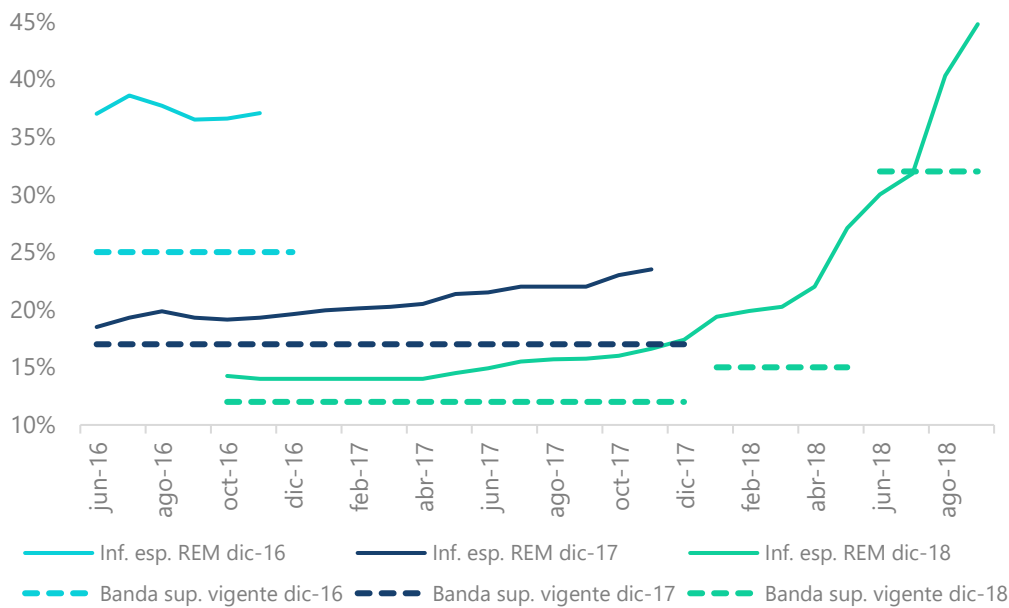
Fuente: elaboración propia en base a BCRA, INDEC e ITE

Un segundo aspecto relevante del régimen de MI, es que las metas de inflación fijadas por la autoridad monetaria sufrieron de falta de credibilidad durante buena parte de la gestión. Como mostramos [aquí](#), cuando se anunciaron formalmente las MI en septiembre de 2016 se mantuvieron las bandas fijadas en enero de ese mismo año, en cuyo diseño se había subestimado de modo significativo el *pass through* de la devaluación de diciembre de 2015. Algo similar ocurrió con el impacto de los ajustes en las tarifas de servicios públicos, que también había sido minimizado por las propias autoridades del banco central<sup>4</sup>. Por este motivo, como se muestra en el Gráfico 2, las metas para 2016 nunca fueron creíbles.

<sup>4</sup> Ver por ejemplo la [presentación](#) del entonces presidente del banco central en la Academia Nacional de Ciencias Económicas.

## Gráfico 2. Metas de inflación e inflación esperada

Variación % anual



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

Como se observa en el mismo gráfico, durante 2016 y los primeros meses de 2017 las metas de inflación fijadas por el BCRA sí parecieron relativamente efectivas para anclar las expectativas para el período 2017 – 2018, según el Relevamiento de Expectativas del Mercado (REM). Esto comenzó a interrumpirse a mediados de 2017, y los anuncios del 28-D (aumento de la meta de inflación para diciembre de 2018 de 12% a 15%), fueron insuficientes para contrarrestar esta tendencia.

La crisis cambiaria de mediados de 2018 hizo que la meta de inflación oficial perdiera cualquier tipo de poder de atracción de las expectativas hasta que se firmó el acuerdo con el FMI y se definieron nuevas metas para fines de 2018 (de 32% en su banda superior). Sin embargo, la efectividad de las nuevas metas también fue efímera, y el recrudecimiento de la crisis cambiaria a fines de agosto hizo que el esquema de MI volviera a ser inefectivo rápidamente.

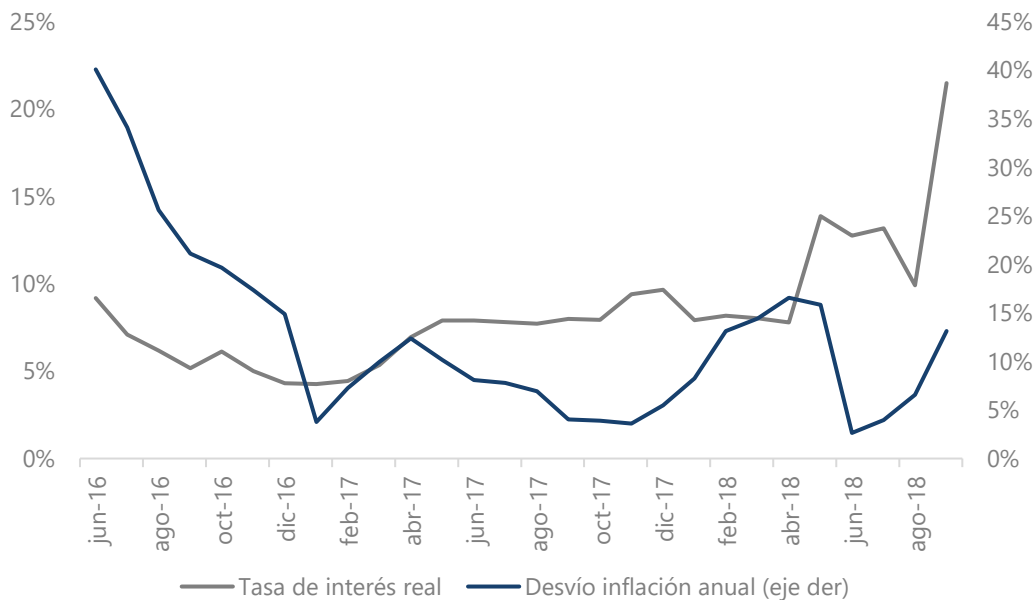
Como se ve, son varios los factores que se conjugaron para que las metas de inflación hayan jugado un rol al menos imperfecto como ancla nominal de la economía. Los problemas iniciales para calibrar las metas, junto con los efectos de la crisis cambiaria de 2018, fueron quizás los más relevantes, pero no los únicos. Como se muestra en las siguientes secciones, el desempeño del esquema de MI no solo estuvo condicionado por la dinámica de fijación y revisión de las metas, sino también por el modo en el cual se utilizaron las herramientas de política monetaria.

## Las metas de inflación y el déficit fiscal

Como se afirmó más arriba, el instrumento más importante en los esquemas de MI es una tasa de interés de corto plazo bajo el control de la autoridad monetaria. Medida respecto de la inflación esperada doce meses vista del REM, la tasa de interés real se mantuvo en terreno positivo desde el cambio de gobierno. La dificultad para dar cumplimiento a las metas estipuladas – en gran medida, debido a lo estricto de dichas metas- puso un piso a las tasas de interés de política monetaria vigentes durante el período de análisis.

### Gráfico 3. Tasa de interés real y desvío de las metas

En % efectiva anual y diferencial en puntos porcentuales sobre la banda superior



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

Como mostramos [aquí](#), a pesar de la retórica de la disciplina fiscal, el gobierno incrementó el déficit primario en el período 2016 – 2017 -en parte, como consecuencia de la reducción parcial de impuestos-, lo que redundó en un incremento de las necesidades de financiamiento.

Esto último, a su vez, derivó en mayores intereses y en la amplificación del déficit financiero. Tal como se muestra en el Gráfico 4, el incremento de la carga de intereses tiene que ver también con una menor utilización del financiamiento directo del Tesoro con el BCRA. Lo cierto es que, recién en 2019, con el paquete de rescate del FMI mediante, el resultado financiero mejoraría respecto al de 2015, según las proyecciones de la Ley de Presupuesto.

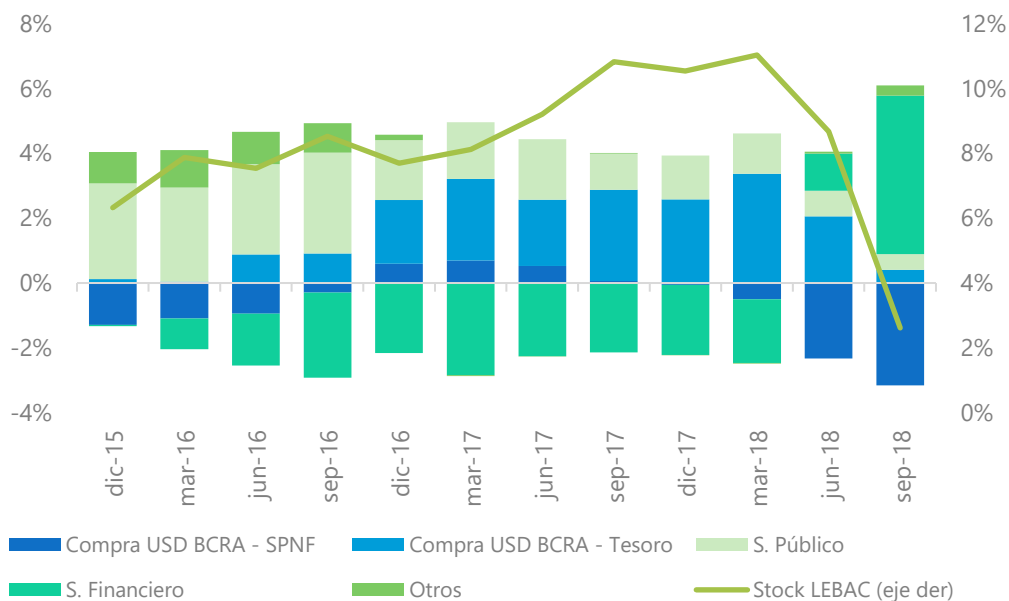
Como buena parte de las colocaciones de deuda se hicieron en el mercado externo<sup>5</sup>, y una porción sustancial del gasto público está denominado en pesos, el Tesoro vendió las divisas al banco central, que como contrapartida experimentó un proceso de acumulación de reservas internacionales y su consecuente monetización.

El ingreso de divisas vía endeudamiento del sector público fortaleció la posición de activos externos del BCRA y contribuyó a mantener controladas las expectativas de depreciación. Esto último, junto con las tasas de interés relativamente elevadas que tenía la Argentina y la libre movilidad de capitales, produjo un fuerte incremento del stock de LEBAC, lo cual compensaba el efecto expansivo de las ventas de divisas del Tesoro.

En este contexto, con un tipo de cambio real que en el período 2016 – 2017 osciló en torno a los valores de fines de 2014/principios de 2015, el déficit de cuenta corriente del balance de pagos pasó desde -2,7% del PIB en 2015 a -4,8% en 2017.

### Gráfico 4. Factores de explicación de la base monetaria y stock de LEBAC

En % del PIB, acumulado cuatro trimestres



Fuente: elaboración propia en base a INDEC y BCRA

Desde fines de abril de 2018, con el advenimiento de la crisis cambiaria, la ecuación detrás de los factores de explicación de la base monetaria se modificó.

<sup>5</sup> La deuda externa del sector público nacional se incrementó desde 13,9% hasta 25,2% del PIB entre 2015 y el primer trimestre de 2018, y en el mismo período pasó de representar el 28,5% del total al 42,9%, según la última información disponible (ver [acá](#)).



Las ventas de divisas del BCRA, orientadas a contener la suba del tipo de cambio se volvieron el principal factor contractivo mientras que la contracción monetaria a través de los instrumentos de regulación (fundamentalmente, LEBAC) devino expansiva.

Los peligros de la sobreexposición del sector privado no financiero a los instrumentos de deuda emitidos por el banco central -que había sido producto de la "esterilización", vía tasas de interés elevadas, del efecto monetario expansivo ocasionado por la colocación de deuda pública- terminaron siendo reconocidos en el propio acuerdo firmado con el FMI<sup>6</sup>. Esto llevó a que el 13 de agosto se anunciara un programa de cancelación de LEBAC<sup>7</sup>, de modo tal que durante el tercer trimestre del año se vio reforzado el efecto monetario expansivo de los instrumentos de regulación monetaria, al tiempo que se produjo un recrudescimiento de la crisis cambiaria que potenció el efecto contractivo de las ventas de divisas del banco central.

De lo anterior se desprende que el régimen de MI operó en un contexto en el cual, a pesar de la pérdida de importancia del financiamiento directo del BCRA al fisco, el proceso de creación de dinero estuvo condicionado por la estrategia de financiamiento del déficit fiscal, y por los efectos de segunda vuelta derivados de la misma.

Estas circunstancias imprimieron una "memoria" al régimen de MI, en el sentido de que, llegado el caso, tanto la política de tasas de interés como de intervención en el mercado de cambios estuvieron condicionadas por decisiones de política tomadas en el pasado, lo cual es inconsistente con la premisa básica del régimen de MI, a saber, coordinar expectativas "hacia adelante".

---

<sup>6</sup> En el acuerdo original, se estableció un procedimiento mediante el cual se dejaría vencer gradualmente el stock de LEBAC, se captarían esos pesos a través de bonos del Tesoro y se utilizarían los fondos obtenidos para cancelar un total de USD 25.000 millones de letras intransferibles en poder del BCRA en un plazo de tres años. De este modo, el efecto monetario de la operatoria sería neutro.

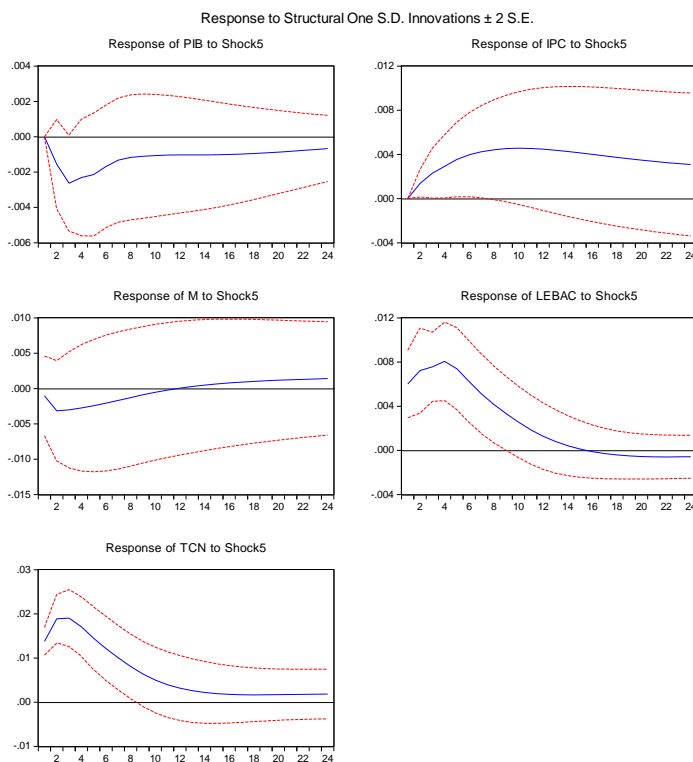
<sup>7</sup> Tanto en su primera etapa (ver [acá](#)) como en su segunda etapa (ver [acá](#)), el programa consistía en la renovación parcial de los vencimientos de los tenedores no bancarios, junto con el impedimento total de suscripción en el caso de los bancarios, además del ofrecimiento de instrumentos alternativos (LELIQ y NOBAC en el caso de los bancos), un incremento en los encajes bancarios (integrable con los nuevos instrumentos) y el anuncio de un esquema de provisión de liquidez en moneda extranjera.

## Las metas de inflación y el tipo de cambio

Si bien las MI admiten la posibilidad de intervenciones esporádicas en el mercado de cambios, el tipo de cambio flexible es un elemento clave para el esquema, dado que esta variable juega un rol fundamental como *buffer* de los shocks que afectan al sector externo de la economía. Esto se debe a que, como señala Svensson (1998), el marco conceptual de los regímenes de MI asume que el tipo de cambio real tiene un efecto expansivo sobre la actividad.

Este esquema se contrapone a la tradición de la hipótesis de la devaluación contractiva (Díaz Alejandro, 1963 y Krugman y Taylor, 1978) que establece que, a partir de los efectos diferenciados que las devaluaciones tienen en los salarios y en los beneficios, propensiones a consumir distintas entre trabajadores y capitalistas llevan a un efecto depresivo en el nivel de actividad<sup>8</sup>.

### Gráfico 5. Funciones de impulso – respuesta ante un shock de tipo de cambio<sup>9</sup>



Fuente: elaboración propia en base a INDEC, BCRA, IBGE e ITE

<sup>8</sup> En un trabajo reciente, Libman (2017) elabora un modelo dinámico que combina la hipótesis de devaluación contractiva con la aplicación de MI en una economía pequeña y abierta.

<sup>9</sup> Shock5 corresponde a la variable endógena tipo de cambio nominal.

En el Gráfico 5 se muestran las funciones de impulso – respuesta de un VAR estructural estimado para Argentina durante el período 2004 – 2017, cuando se produce un shock de un desvío estándar sobre el tipo de cambio nominal (ver Anexo).

Como se advierte, el producto evidencia una respuesta negativa a un incremento inesperado del tipo de cambio, que alcanza un máximo durante el primer trimestre y luego tiende a disiparse. Debe notarse, sin embargo, que esta respuesta no es significativa, debido a que el intervalo de confianza incluye al cero. Por otro lado, como es de esperar, el aumento del tipo de cambio genera un incremento del nivel de precios y de la tasa de interés, aunque solo parece ser significativo en el caso de la segunda.

En todo caso, lo que no puede observarse con claridad es el efecto expansivo que la devaluación debería tener sobre el producto según el enfoque conceptual de las metas de inflación. Es posible que estas consideraciones hayan sido tenidas en cuenta por el gobierno a la hora de definir su política de intervención en el mercado de cambios, que ha excedido en orden de magnitud cualquier parámetro admisible por el esquema de MI<sup>10</sup>. En todo caso, los costos detrás de la flexibilidad cambiaria absoluta parecen haber sido internalizados por la versión argentina de las metas de inflación, pero únicamente han sido admitidos formalmente con el abandono del propio esquema de MI.

## Reflexiones finales

El hecho de que Argentina haya abandonado formalmente el régimen de MI con tanta premura -acontecimiento que, por otro lado, parece ser un hecho relevante para la historia del régimen- debe ser un elemento suficiente como para sostener que su puesta en funcionamiento en nuestro país ha tenido serios inconvenientes.

Si bien la velocidad de desinflación plasmada en las metas demostró ser de difícil cumplimiento (sobre todo durante 2016), lo cierto es que por un lapso corto de tiempo (entre mediados de 2016 y mediados de 2017), estas parecieron jugar un rol más o menos importante en la coordinación de las expectativas de inflación.

En todo caso, una pregunta relevante es si el régimen de MI ha fracasado en Argentina debido a fallas en su implementación o como consecuencia de las circunstancias en las cuáles se llevó a la práctica.

---

<sup>10</sup> Para un recorrido sobre las marchas y contramarchas de la política de intervención cambiaria del gobierno, se pueden consultar [acá](#) nuestros informes de coyuntura desde mayo hasta septiembre de 2018.

Lo que se desprende de este breve documento es que parece haber una combinación de ambos motivos. Por un lado, como se mostró en la Sección 3, las MI interactuaron con un esquema macroeconómico que, en principio, luce incompatible con los preceptos básicos de este régimen monetario. Esto se debe a que las propias metas de inflación terminaron involucradas en la conformación de desequilibrios que, *ex-post*, hicieron que el propio arreglo monetario/cambiarío termine colapsando.

Por otro lado, la indefinición de las autoridades respecto de cómo atacar la corrida cambiaria una vez que esta se había gestado – lo cual, por su parte, estuvo motivado porque no existió plena convicción respecto del rol amortiguador del tipo de cambio- terminó derivando en el abandono del régimen y en el retorno a un esquema que establece un objetivo para los agregados monetarios (ver [acá](#)).

Por sus propias características, el nuevo régimen de metas sobre los agregados monetarios parece ser un esquema de emergencia, orientado a estabilizar la situación cambiaria en el corto plazo. En todo caso, queda por profundizar qué enseñanzas se pueden extraer de la breve experiencia de Argentina con las MI, de cara a futuras discusiones respecto de la implementación de un régimen monetario y cambiarío que aspire a sostenerse en el tiempo.

## Anexo

El VAR estructural se estima con variables de frecuencia mensual expresadas en niveles<sup>11</sup>. Las variables endógenas son el producto (EMAE), los precios, la cantidad de dinero (M2), la tasa de interés (LEBAC) y el tipo de cambio de Argentina. Todas las variables fueron desestacionalizadas y están expresadas en logaritmos, con excepción de la tasa de interés.

Como variables exógenas se utilizan el Índice de Precios de las Materias Primas del BCRA (IPMP) y el Índice de Actividad Económica de Brasil. Además, se utiliza una variable dicotómica que toma valor uno en el período que va desde noviembre de 2011 hasta diciembre de 2015 y cero en el resto de los meses. El modelo se estima con un total de tres rezagos, siguiendo los criterios habituales para la selección de los mismos. Los residuos resultan estar bien comportados.

La relación entre los errores estructurales y aquellos expresados en forma reducida es la siguiente:

$$\begin{bmatrix} 1 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ b_{21} & 1 & 0 & 0 & 0 \\ b_{31} & b_{32} & 1 & b_{34} & 0 \\ 0 & 0 & b_{43} & 1 & b_{45} \\ b_{51} & b_{52} & b_{53} & b_{54} & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} e_t^y \\ e_t^p \\ e_t^m \\ e_t^i \\ e_t^v \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \mu_t^y \\ \mu_t^p \\ \mu_t^m \\ \mu_t^i \\ \mu_t^v \end{bmatrix}$$

Los términos de error del modelo expresado en forma reducida y estructural son, respectivamente,  $e_t$  y  $\mu_t$ , mientras que las variables endógenas son el producto ( $y$ ), el nivel de precios ( $p$ ), el stock de dinero ( $m$ ), la tasa de interés ( $i$ ) y el tipo de cambio ( $v$ ).

<sup>11</sup> El test de Johansen indica la presencia de al menos tres relaciones de cointegración entre las variables del modelo.

## Referencias

Cuattromo, J. (2017). "Política Monetaria, Tasa de Interés y Mecanismos de Transmisión", Notas de Economía N° 11. Instituto de Trabajo y Economía. Fundación Germán Abdalá.

Díaz Alejandro, C. (1963). "A Note on the Impact of Devaluation and the Redistributive Effect", *Journal of Political Economy*, Vol. 71, No. 6, pp. 577-580.

Gibbs, C. y Kulish, M. (2017). "Disinflations in a Model of Imperfectly Anchored Expectations". *European Economic Review*, vol. 100, issue C, 157-174.

Krugman, P., y L. Taylor (1978). "Contractionary effects of devaluation", *Journal of International Economics*, vol. 8, núm. 3, pp. 445-56.

Libman, E. (2017). "Una nota sobre la devaluación contractiva bajo un esquema de metas de inflación". *El Trimestre Económico*, vol. LXXXIV (4), núm. 336, octubre-diciembre de 2017, pp. 869-898.

Mohanty, M. S. y Turner, P. (2008). "Monetary policy transmisión in emerging countries: what is new?", *BIS Papers* No 35.

Morra, F. (2013). "Moderando Inflaciones Moderadas", Tesis de Maestría, Facultad de Ciencias Económicas, Universidad Nacional de La Plata.

Sawyer, M. (2006). "Inflation targeting and the central bank independence: we are all Keynesians now! Or are we?", *Journal of Post Keynesian Economics*, 28(4), 639-652.

Svensson, L. (1998). "Open-Economy Inflation Targeting". NBER Working Paper No. 6545 (Also Reprint No. r2271).