

En su reciente exposición ante el Congreso Económico Argentino (ver acá <https://goo.gl/F3tZCq>), el presidente del BCRA Federico Sturzenegger hizo un balance sobre la aplicación de metas de inflación en Argentina y brindó una explicación sobre las últimas medidas de política de la autoridad monetaria.

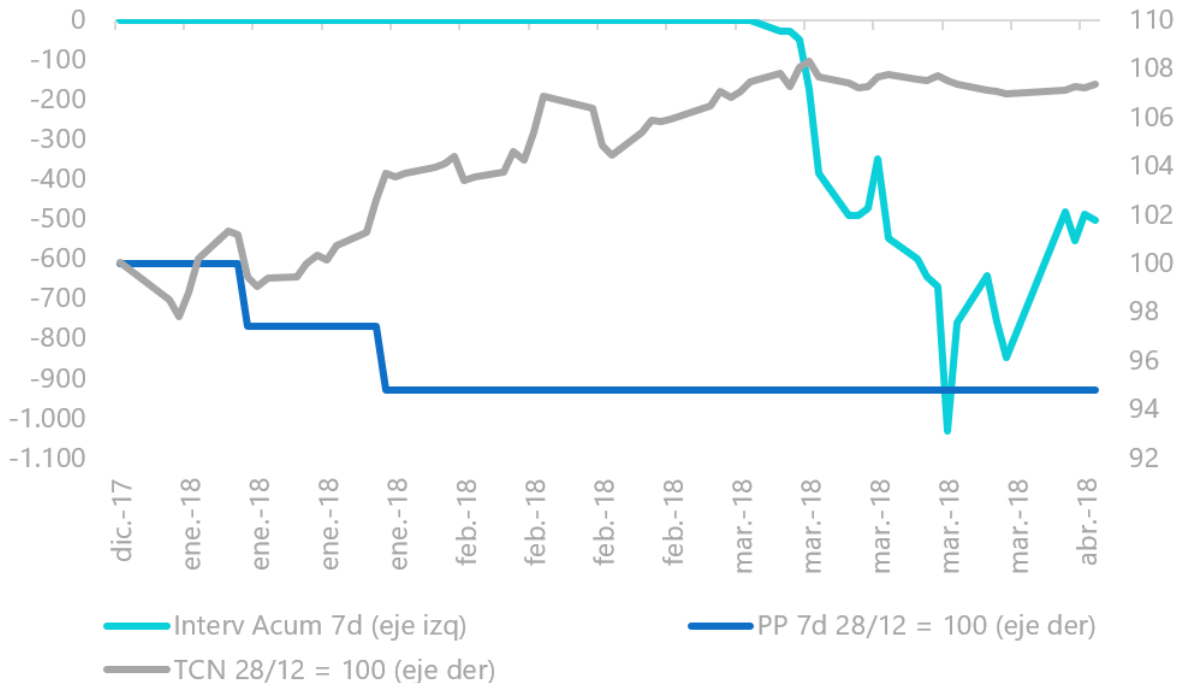
Uno de los aspectos más llamativos del discurso es la interpretación oficial de los efectos que tuvo la conferencia de prensa del 28 de diciembre del año pasado, encabezada por el Jefe de Gabinete, en la cual se flexibilizó la meta de inflación para 2018 desde un rango de 8-12% hasta un valor puntual de 15%.

En esta alocución, el presidente del BCRA sostuvo que **la baja de 150 p.b. de la tasa de interés luego del cambio en la meta de inflación, fue interpretada “erróneamente” por el mercado como una flexibilización de la política monetaria**, lo cual llevó a un incremento del tipo de cambio y la consecuente necesidad de intervención por parte del BCRA en el mercado de cambios (ya vendió cerca de USD 2.400 millones desde principios de marzo).

Hay, en principio, dos problemas con este argumento. En primer término, **si el sesgo de la política monetaria se mide a través de la tasa de interés real, la única manera en que una baja de la tasa de interés nominal no sea interpretada como una flexibilización de la política monetaria es si ésta se corresponde con una caída en las expectativas de inflación**. Esta caída estuvo lejos de haberse observado en la realidad: según el Relevamiento de Expectativas del Mercado del BCRA (REM), la inflación esperada para 2018 se había incrementado gradualmente desde 14,9% en diciembre de 2016, pasando por 15,4% en junio de 2017 hasta llegar al 17,4% en diciembre de 2017.

## **Tasas de interés, tipo de cambio e intervención del BCRA**

En millones de USD y base 28/12 = 100



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

En segundo lugar, el BCRA habilitó una corrección del tipo de cambio de casi \$/USD 3 entre diciembre de 2017 y febrero de 2018 (una depreciación de cerca del 16,5%), antes de intervenir decididamente para estabilizar la cotización de la divisa en torno a los \$/USD 20,25, luego de haber corroborado que la “muerte del pass through” era más una expresión de deseo que un dato objetivo de la realidad [1]. Esta demora hace suponer que **la reacción inicial del tipo de cambio no fue un movimiento mal recibido por las autoridades del BCRA**, luego del atraso cambiario registrado durante la segunda mitad del año pasado, que convivió con un déficit de cuenta corriente de 4,8% del PIB en 2017.

Más allá de la retórica del BCRA, los resultados de la conferencia de prensa del 28-D están a la vista: **además de la modificación del tipo de cambio, se produjo un incremento en la inflación esperada para 2018, que saltó desde 17,4% a fines del año pasado hasta 20,3% en marzo de este año.** Este movimiento era totalmente esperable. Lo llamativo hubiese sido, por el

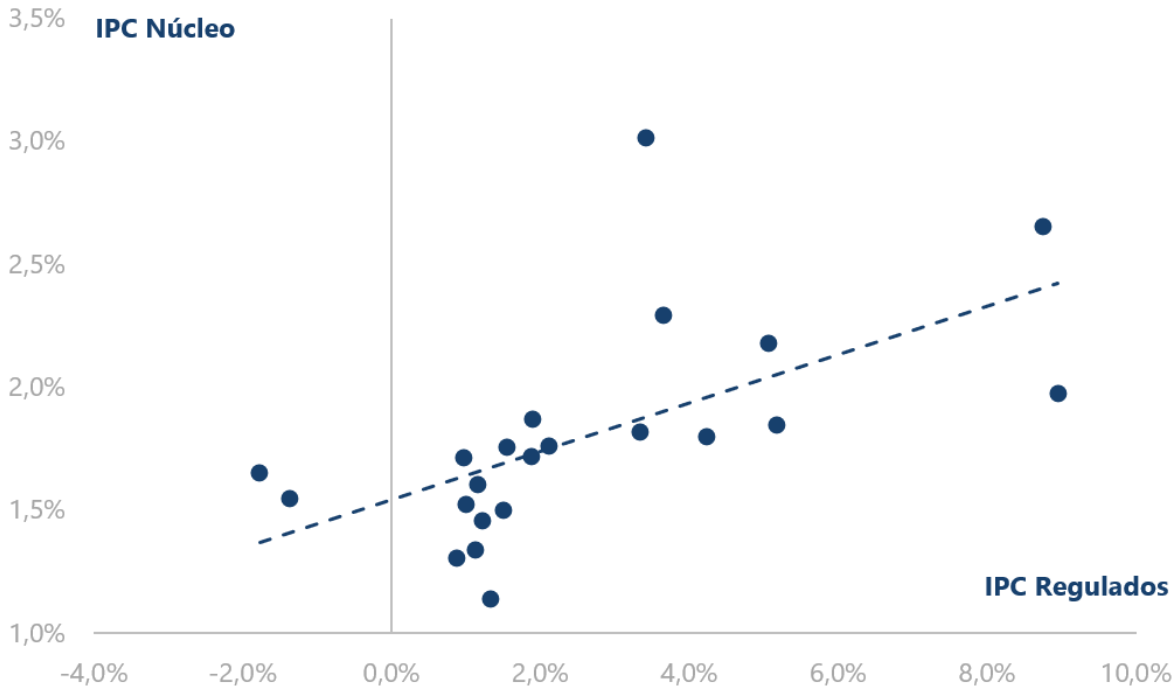
contrario, no haber observado ningún cambio en la percepción del mercado respecto de la evolución del tipo de cambio y la inflación. De hecho, el aumento de los precios minoristas ya se empezó a observar en los primeros meses del año, con una inflación núcleo promedio de 1,8% mensual, medida por el IPC Nacional.

## **Las metas de inflación y el frente fiscal**

**Resulta evidente que la piedra más importante en el zapato de las metas de inflación fue hasta el momento la corrección en los precios regulados**, el primer paso de relevancia que dio el gobierno en la vía de la “consolidación fiscal” [\[2\]](#). El BCRA, en vez de aceptar esta “molestia”, siguió caminando un sendero de desinflación poco creíble, lo cual queda en evidencia con la divergencia sistemática entre las expectativas del mercado y las metas del gobierno (de 5,3 p.p. para 2018 según el último REM).

### **IPC núcleo y regulados**

Variación % mensual

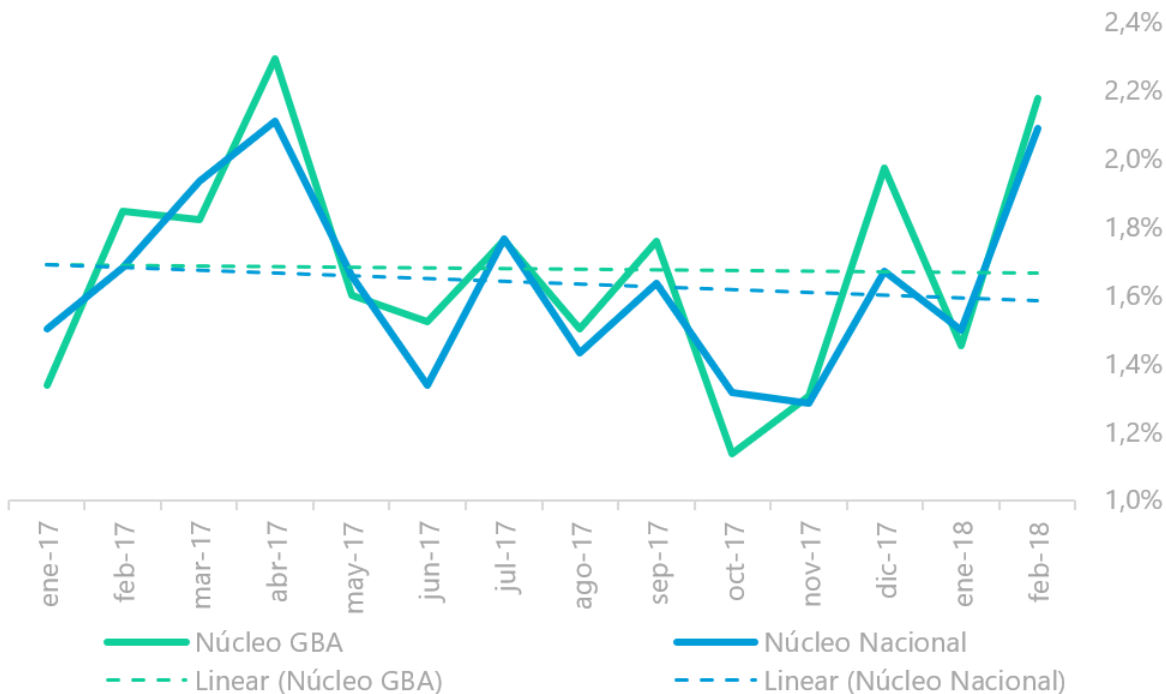


Fuente: elaboración propia en base a INDEC

En vez de reconocer abiertamente esta situación, la respuesta de las autoridades fue esbozar teorías poco convencionales sobre el funcionamiento del sistema de precios [3], o tratar de identificar una tendencia decreciente en la inflación núcleo cuando es bastante evidente que no la hay.

### Tasa de inflación 2017 - 2018 y tendencia

Variación % mensual



Fuente: elaboración propia en base a INDEC

**La experiencia reciente muestra que la aplicación de metas de inflación en Argentina exhibe un trilema de difícil solución para el gobierno: el ajuste de las tarifas / reducción del déficit fiscal, la estabilización del tipo de cambio real y la baja (rápida) en la inflación demostraron ser objetivos incompatibles entre sí.** En efecto, en los últimos meses el acomodamiento al alza del tipo de cambio real junto con la continuidad en el ajuste de precios regulados, dio por tierra con la flamante meta de inflación de 15% antes de comenzar el segundo trimestre del año [\[4\]](#).

Dado que, según el gobierno, a partir de 2019 el ajuste en las tarifas dejará de superar los niveles de la inflación general, es de esperar que se reduzca la importancia de este factor en la evolución del índice de precios al consumidor. En este sentido, **se podría afirmar que a partir del año siguiente empieza el verdadero “partido” para las metas de inflación.**

Si bien es cierto que la política antinflacionaria gana margen de maniobra si no

hay ajustes significativos en los precios regulados, **hay dos factores que todavía pueden condicionar la baja de la inflación, que tienen que ver con la propia historia reciente de decisiones de política.** Por un lado, el BCRA comenzará esta nueva etapa con la credibilidad disminuida, luego de varios años (2016, 2017 y, posiblemente, 2018) de incumplimiento en sus objetivos de inflación. En segundo término, y más importante aún, desde fines del año pasado se observan signos incipientes de incremento en el riesgo argentino, luego de que la deuda externa se haya incrementado en USD 47.500 millones (un 74,8%) entre diciembre de 2015 y septiembre de 2017 (última información disponible). La mayor fragilidad externa que podría experimentar la economía argentina en los próximos años puede condicionar seriamente el sendero de desinflación proyectado por el gobierno, y poner en duda la efectividad del régimen de metas de inflación.

[1] El índice de precios mayoristas del INDEC arrojó un incremento de casi el 10% en el primer bimestre del año.

[2] Según el modelo canónico de metas de inflación, la consolidación fiscal permitiría evitar la “dominancia fiscal”, que implica que la política monetaria esté subordinada por las necesidades de financiamiento del déficit fiscal. Sin déficit no hay dominancia fiscal, y la política monetaria tiene vía libre para ocuparse del control de la inflación.

[3] Por ejemplo, como sostuvo [acá](#) el actual presidente del BCRA, el incremento de las tarifas de servicios públicos debería, dada la restricción de presupuesto de los hogares, reducir la demanda del resto de los bienes de la canasta de consumo, bajando los precios y dejando inalterado el nivel general.

[4] En su [comunicado de política monetaria](#) del 10 de abril, el BCRA admitió que prevé registros elevados en la inflación núcleo hasta el mes de abril inclusive, motivo por el cual decidió mantener inalterada su tasa de política

monetaria, en un nivel de 27,25%.