

METAS DE INFLACIÓN (“Inflation Targeting”): de la teoría a su aplicación en Argentina

Noviembre de 2017



ÍNDICE

	Página
1. Introducción	3
2. La inflación	3
3. La estabilización de la inflación	7
4. Inflation targeting	9
4.1. Antecedentes	9
4.2. La adopción de metas de inflación ("inflation targeting")	11
4.3. Régimen de metas de inflación, en la práctica	13
4.4. Evidencia: los resultados en la realidad	16
5. Metas de inflación en Argentina	26
5.1. Antecedentes e implementación	26
5.2. Funcionamiento y perspectivas	29
5.3 Consideraciones finales	32
Referencias	34
Anexo	37

Santa Fe, noviembre de 2017

Responsable

Lic. Héctor J. Rubini

Diseño y Diagramación

DG Angelina Araiz

Sr. Gobernador de la Provincia de Santa Fe

Ing. Miguel Lifschitz

Ministro de Economía

Lic. Gonzalo Miguel Saglione

Secretario de Finanzas

CPN Pablo Andrés Olivares

Director Provincial del Instituto Provincial de Estadística y Censos

Lic. Jorge Alejandro Moore

METAS DE INFLACIÓN (“Inflation Targeting”): de la teoría a su aplicación en Argentina

1. Introducción

En enero de este año el Banco Central de la República Argentina (BCRA) inició la aplicación de una estrategia de metas de inflación para estabilizar las expectativas de inflación y reducir la tasa de inflación observada.

En 2016 el BCRA anunció un rango de inflación objetivo, con metas de inflación anual entre 12% y 17% para 2017, entre 8% y 12% para 2018 y entre 3,5% y 6,5% para 2019. El instrumento de política monetaria elegido ha sido la tasa de pasés pasivos (repos) a 7 días. En 2016 esa variable era la tasa interna de retorno de las Letras del BCRA (LEBAC) a un mes de plazo.

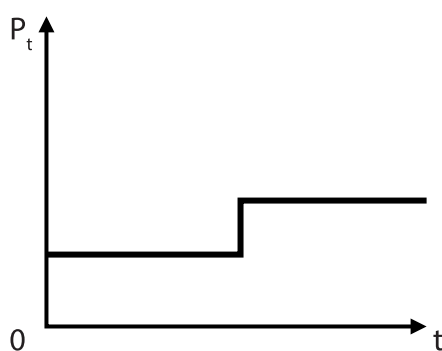
En este documento se analiza con cierto detalle las semejanzas y diferencias que este esquema tiene con lo que es estrictamente un régimen de metas de inflación o “inflation targeting”, de acuerdo con la literatura académica sobre este régimen monetario y su aplicación por parte de bancos centrales de otros países. En primer lugar se presenta una discusión sobre la inflación y sus efectos negativos sobre la economía. Luego un breve sobrevuelo sobre las dificultades inevitables para la estabilización de la inflación confiando exclusivamente en operaciones de mercado abierto siguiendo metas de inflación. Finalmente, se concluye con una evaluación de los pasos iniciales que ha dado la Argentina en la materia en el corriente año.

2. La inflación

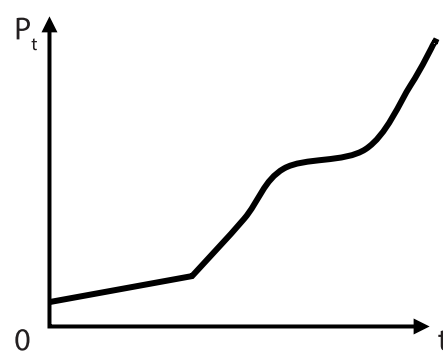
La inflación es, en términos matemáticos, la tasa de crecimiento del nivel general de precios, aunque no necesariamente eso signifique que cuando suben los precios por única vez, una economía sea necesariamente inflacionaria. La definición del concepto de inflación es el siguiente: aumento permanente y persistente en el tiempo del nivel general de precios. O sea, no se trata de uno o unos pocos precios, si no de la gran mayoría de ellos, de ahí la necesidad de contar con un índice mínimamente representativo del nivel “general” de precios. Además, lo relevante no es la suba de una suba transitoria, y quizá de única vez del nivel general de precios, de modo que hablar de una economía con inflación es referirse a una economía en que la tendencia del nivel general de precios es inequívocamente creciente.

El siguiente gráfico muestra claramente que la trayectoria del nivel de precios (P_t) del caso 2 es el que representa una economía inflacionaria, no así la del primero.

Gráfico 1



Caso 1: economía no inflacionaria



Caso 2: economía inflacionaria

Los procesos inflacionarios persistentes están, sin excepción, asociados a un incremento permanente y sostenido del stock de dinero. La evidencia empírica es por demás concluyente respecto de la asociación estadística (correlación) positiva entre nivel de precios y stock de dinero en plazos relativamente largos (años o décadas). Además, la evidencia histórica disponible no permite hasta ahora sostener que la relación entre actividad económica y stock de dinero siga un patrón determinado. Tampoco entre nivel de precios y actividad económica. Por el contrario, la tasa de crecimiento del nivel de actividad (aproximado a través del producto bruto interno) y la tasa de inflación sigue en general una relación positiva sólo para muy bajas tasas de inflación. En el largo plazo se observa, en general, una relación negativa entre inflación y crecimiento económico¹.

Los ajustes de las tenencias de dinero y de activos alternativos se producen a diario, tanto por la necesidad de disponer y utilizar dinero en transacciones corrientes de compraventa de bienes y servicios, así como también otros activos que pagan una tasa de rendimiento determinada por unidad de tiempo.

Esa tasa de rendimiento, habitualmente unificada en los libros de texto como simplemente “tasa de interés”, refleja también la inflación esperada para períodos futuros. Como el dinero no paga rendimiento nominal alguno, esa tasa de interés es, esencialmente, el costo de oportunidad de tener en cartera saldos monetarios y no otros activos alternativos. Por consiguiente, si en todo momento se van a producir cambios en la composición de las tenencias de dinero y de otros activos para cada nivel dado de actividad, y de compraventas, es legítimo y usual asumir que los mercados de bienes, servicios, factores de producción, y otros activos financieros se encuentren en equilibrio, así como el mercado de dinero.

Un modelo teórico de equilibrio general walrasiano es hoy un instrumento habitual para pensar una economía en equilibrio con o sin dinero, pero también podría recurrirse a modelos de equilibrio general no walrasiano, con racionamiento vía cantidades. Algo habitual cuando se supone la existencia de imperfecciones de mercado, asimetrías de información u otra fuente de costos de transacción, de ajuste de precios o cantidades, o de “fallas de mercado”.

Si la oferta de dinero es igual a la demanda, para una oferta nominal de dinero (M) dada, y un nivel de precios (P), la oferta real de dinero (M/P) será igual a la demanda (L). Esta última depende de varios factores, pero en general se admite que aumenta con el ingreso agregado real (Y), y se reduce la cantidad demandada cuando aumenta el rendimiento o tasa de interés de los demás activos (i). Entonces, en cualquier período t , la oferta de saldos reales de dinero es igual a la demanda:

$$\frac{M_t}{P_t} = L_t(Y_t, i_t) \quad (1)$$

De aquí, entonces:

$$P_t = \frac{M_t}{L_t(Y_t, i_t)} \quad (2)$$

La ecuación (2) muestra entonces que el nivel de precios crecerá si aumentará el segundo miembro. O sea, si la oferta de dinero crece más que la demanda. Bajo los supuestos mencionados para la demanda de dinero, el nivel de precios subirá como consecuencia de: a) aumentos en la oferta nominal de dinero, b) descenso del nivel de actividad, d) aumento de la tasa nominal de interés. Esta última incorpora una tasa de inflación esperada, de modo que también aumentarán los precios ante una caída en la demanda de dinero provocada en última instancia por aumento en la tasa esperada de inflación para períodos futuros.

1) Ver McCandless Jr., y Weber (1995), y De Grauwe y Polan (2005), entre otros.

En definitiva, la combinación de estos factores conduce entonces a un incremento del cociente oferta nominal-demanda real de dinero. Si inicialmente el mercado monetario estaba en equilibrio, ese incremento, denotado en el segundo miembro de la ecuación (2) conduce inequívocamente a un aumento del nivel general de precios. Un aumento de la oferta nominal de dinero provee mayores medios de cambio y capacidad de gasto al sector privado. Entonces, un exceso de oferta nominal de dinero tiene como contrapartida un exceso de demanda de bienes, servicios y factores, que se ajusta vía suba de precios.

El énfasis en el control de la oferta de dinero (M) como instrumento necesario, al menos, para controlar el nivel de precios está hoy fuera de discusión. La evidencia histórica tiende de manera contundente a confirmar que es un factor que al menos en el largo plazo muestra mayor influencia sobre el nivel de precios que sobre el nivel de actividad u otras variables reales. Además, no se observa empíricamente que las economías con más altas tasas de inflación, hayan logrado reducirla de manera permanente y eficiente vía destrucción de la oferta de bienes y servicio. Por el contrario, la ecuación (2) muestra claramente que ante una caída del ingreso real (una recesión), la caída en la demanda de dinero, con un nivel dado M de la oferta de dinero, es inflacionaria. En otras palabras, aún bajo condiciones de igualdad de oferta y demanda, coherentes además con la llamada ecuación cuantitativa del dinero, es totalmente factible el fenómeno de la llamada estanflación (estancamiento con inflación), y peor aún, el de recesión con inflación.

En cuanto a las expectativas de inflación, no son independientes de los niveles de precios observados, y en no pocos países se observan procesos inflacionarios persistentes con mínimas variaciones en las tasas nominales de interés.

Históricamente, la formulación de la ecuación (1) se ha visto precedida por la llamada ecuación cuantitativa del dinero, que plantea en una identidad contable una relación directa y positiva entre oferta de dinero (M) con nivel de precios (P). Si bien esta se sostiene asumiendo que la rotación o velocidad de circulación de dinero por unidad de tiempo es estable, al igual que el nivel de ingreso real, o el volumen de transacciones. De esta forma, la tasa de crecimiento de M es siempre igual a la tasa de crecimiento de P, que es en otras palabras la tasa de inflación.

La interpretación monetarista entiende que esta igualdad supone además una causalidad de la tasa de crecimiento de M a tasa de inflación². Ahora bien, la tasa de inflación puede provocar también desbalances en las cuentas fiscales, y al aumentar el déficit forzar a mayor emisión, de modo que también se puede observar la causalidad inversa. Reducir el nivel o la tasa de crecimiento de la oferta de dinero puede ser insuficiente para el descenso de la tasa de inflación, pero es inevitablemente necesario. No existe evidencia alguna de experiencias exitosas de reducción o al menos control de la tasa de inflación, en presencia de un proceso de aumento permanente del exceso de oferta de dinero, vía incremento del nivel y/o de la tasa de crecimiento de la oferta monetaria.

En el caso particular de inflaciones que pudieran considerarse “altas”, por caso a razón de 3% - 4% mensual o más, generalmente se observa el llamado fenómeno de la “dominancia fiscal” sobre la monetaria. Esto es, la subordinación de facto, e incluso de jure del banco central a la tesorería, de modo que el núcleo de la emisión monetaria y de sus variaciones obedece a la exigencia de proveer nuevo dinero a un gobierno con déficit fiscal permanente, cuando no creciente. En esos casos, la estabilización permanente y creíble es imposible sin una reforma fiscal drástica e irreversible, aunque previamente exige consensos que eviten interrupciones políticas desestabilizantes. En términos de Heymann y Leijonhufvud (1995):

2) La validez de la causalidad monetarista para la explicación de la inflación exige que no varíen nivel del ingreso agregado (aproximado por el PIB) ni la velocidad de circulación del dinero. En ese caso el nivel de M no influye en variables reales ni en la actividad, lo que se conoce como “neutralidad” del dinero, y que es coherente con el postulado de la “dicotomía clásica” entre variables reales y nominales, de John Stuart Mill. Como bien advirtiera Olivera (1960) todo aumento en M conduce a un aumento exactamente equiproporcional de P siempre que no existan inflexibilidades que provoquen cambios en precios relativos, con efectos en la economía real. De ahí la dificultad, cuando no imposibilidad de reducir de manera rápida la inflación y estabilizarla a niveles bajos por largo tiempo confiando sólo en el control de M. Igualmente, esto no contradice, como sostuviera Olivera (1960), que “por cuanto entraña *esencialmente* un deterioro del valor del dinero, la inflación *es* en sí un fenómeno *monetario*”. Sin embargo, en presencia de inflexibilidades asociadas a rigideces nominales a la baja de los costos, o inelasticidades de demanda, las fluctuaciones de precios relativos pasan a dominar como determinantes de las subas de precios, reduciendo al mínimo la efectividad de los instrumentos monetarios como “armas” antiinflacionarias -ver Streeten (1962), Olivera (1967), Maynard y Van Ryckeghem (1976), Canavese (1979), Canavese (1980) y Heymann (1986).

“Una inflación alta es típicamente un síntoma de una crisis profunda en las finanzas públicas. El cuadro general es de gobiernos incapaces de ganar control sobre las políticas fiscales. Bajo fuertes presiones para gastar, carecen de la capacidad de cobrar los correspondientes impuestos o de endeudarse. Este síndrome fiscal de la inflación alta es un círculo vicioso: la inflación alta resulta de la incapacidad política de poner las finanzas públicas sobre una base sólida y regular; al mismo tiempo que se torna imposible una administración fiscal racional, al perturbarse el presupuesto de gastos, deteriorarse el sistema de recaudación de impuestos, y deteriorarse la reputación del gobierno”³.

- a) La inflación provee ingresos fiscales (el llamado señoreaje⁴), de modo que los gobiernos siempre tienen siempre incentivos a generar inflación, pero la suba generalizada y permanente de los precios genera diversos costos, algunos visibles y muy conocidos, y otros no tanto:
- b) Reduce los ingresos reales de quienes perciben ingresos fijos, tanto salariales como no salariales (jubilados, trabajadores autónomos, perceptores de ingresos sin cláusulas de indexación). El impacto sólo lo pueden remover los sujetos que cuentan con más ingresos y riqueza disponible, para adquirir moneda extranjera u otros activos percibidos como reserva de valor. Por consiguiente, la inflación opera como un impuesto a los ingresos, de efecto redistributivo regresivo: su impacto es mayor en los segmentos con menor riqueza e ingresos.
- c) Reduce el valor real de las deudas y de los servicios a pagar, en la medida que no se ajusten de acuerdo a un índice general de precios. Por consiguiente, redistribuye ingresos y riqueza de acreedores a los emisores de deuda (gobierno, empresas, individuos que toman crédito) no ajustada por inflación.
- d) Produce variaciones no sincronizadas, y en diferente proporción, de los precios e bienes y factores de producción. De esta forma, las subas heterogéneas de precios modifican los precios y costos relativos, forzando a empresas e individuos a destinar tiempo y recursos para lograr que sus precios/ingresos se ajusten con un índice general de precios. A mayor inflación, mayor volatilidad de precios relativos, y menor relevancia del sistema de precios como coordinador de decisiones de familias y empresas. En otras palabras, el sistema de precios empieza a perder eficacia como transmisor de señales relevante para la asignación de recursos. En consecuencia, se torna más probable que las decisiones de producción, consumo, intercambio e inversión no sean óptimas, como reflejo de la ineficacia del sistema de precios de mercado como mecanismo coordinador de las decisiones individuales.
- e) Altera el valor real de los ingresos por ganancias de capital e intereses, así como las deducciones de ganancias gravables por intereses y por alcanzar o no mínimos no imponibles de impuestos a la riqueza o bienes personales. Dado que se trata de conceptos computados en términos nominales, sin ajuste por inflación, la suba de precios contribuye a la reducción del alivio real para los contribuyentes por deducciones y exenciones, incrementando artificialmente la presión tributaria efectiva, lo cual tiene impacto negativo sobre la inversión de las empresas y los incentivos del público al ahorro en activos del sistema financiero formal. Esto se agrava en presencia de regulaciones y costos administrativos que contribuyen más al desarrollo y expansión de los mercados informales de crédito, que financian fundamentalmente a individuos y microempresas con problemas de liquidez, o actividades ilegales.
- e) Cuanto mayor y más volátil sea la inflación, mayores son las dificultades para calcular futuros flujos de fondos, estimar tasas de descuento para períodos futuros, y proyectar valores presentes de ingresos y egresos a plazos cada vez más largos. En otras palabras, a mayor y más volátil inflación, mayor incertidumbre a futuro. La consecuencia es el acortamiento de los horizontes de planeamiento, y del plazo de repago exigible a inver-

3) Ver Heymann y Leijonhufvud (1995), pág. 5.

4) Analíticamente se trata de la exacción de recursos al sector privado “comprándolos” con un activo (dinero) cuyo valor real se deprecia con la inflación. Al menos teóricamente ese flujo se puede descomponer en dos partes: una atribuible a la parte de la emisión monetaria que el sector privado acepta voluntariamente -al menos por motivo transacciones-, y que se conoce como “monetización real”, y otra resultante de la desvalorización vía inflación de esos saldos reales, que se conoce como “impuesto inflacionario”. En períodos de inflación alta y creciente, la monetización real es cero o negativa, de modo que el “impuesto inflacionario” es prácticamente el único ingreso fiscal por emisión de dinero.

siones reales y financieras. Menor el incentivo a hundir capital en inversiones a más largo plazo y menor el plazo de recupero admisible, dado que aumenta la probabilidad de cometer grandes errores, especialmente cuando se torna más impredecible la estimación de tasas de inflación razonablemente confiables para períodos futuros. Esto se podría resolver con algún mecanismo de ajuste por inflación, de modo que los contratos se pacten en términos reales, no nominales. Otra alternativa sería la creación de contratos y mercados que permitan proveer alguna forma de seguro contra riesgo inflacionario. Algo cada vez más dificultoso a medida que la inflación se acelera y se torna más volátil.

- f) Los cambios en la tasa de inflación, cuando son sorpresivos, no anticipados, exacerbaban esa incertidumbre, modifican el valor real de ingresos nominales fijos y de activos expresados en valores nominales no indexados, y por consiguiente provoca redistribuciones no previstas, de ingresos y de riqueza.

Estos costos se exacerbaban en casos de hiperinflación: aquellos en que aceleración ya continua de los precios incentiva a una huida permanente del dinero. En esos casos la aceleración de los precios destruye su rol de reserva de valor y de medio de cambio, y tarde o temprano el de unidad de cuenta para celebrar contratos y cancelar pagos. Aun con curso legal, en la práctica se impone otro activo como el oro o una moneda extranjera como reserva de valor, y al menos de manera parcial, como unidad de cuenta y medio de cambio.

3. La estabilización de la inflación

En el corto plazo el impacto de una variación relativa, de signo positivo o negativo de la oferta de dinero, no tiene como consecuencia directa una variación equiproporcional en todos los tipos de bienes, servicios y factores de producción. Los inevitables cambios en precios relativos generan inevitablemente cambios en decisiones de producción, y consumo-ahorro con impacto en la demanda y en la oferta agregada.

La llamada “neutralidad” del dinero es una hipótesis que empíricamente se verifica, en general en el largo plazo, pero no en el corto plazo. Más aún: esos cambios en precios relativos tienen impactos distributivos cuyas reacciones que pueden tornar a la política monetaria altamente dependiente de influencias políticas condicionadas a las pujas distributivas de corto plazo.

Todo gobierno debe financiar sus gastos, y sus fuentes, salvo en circunstancias extremas⁵, no son más que tres: impuestos legislados, endeudamiento bajo sus diversas formas⁶, y emisión de dinero. Esta última, conocida desde el Medioevo como “señoreaje”, es la más atractiva porque mientras no se exteriorice un proceso de alta inflación, es prácticamente inadvertida para la mayoría de la población. Sin embargo, los impactos reales no son nulos, dada la existencia de diversas fuentes de inflexibilidades de precios y costos.

Esto incentiva a los gobiernos a utilizar la política monetaria, para contribuir a influir sobre la actividad económica. A su vez, cuando existe “dominancia fiscal”, a efectos de asegurarse suficiente demanda de saldos reales que permita financiar los desbalances fiscales, aparece el incentivo para anunciar o preanunciar ciertos tipos de política que sostengan esa demanda. A posteriori, es inevitable la aplicación de cambios en la oferta monetaria diferentes de lo anunciado para aumentar la recaudación de señoreaje. Los mismos deben ser sorpresivos, inesperados, para evitar decisiones de cartera preventivos del sector privado que impidan ese aumento de recaudación de señoreaje. Se trata, simplemente, de la explotación de una ventaja que siempre tienen los bancos centrales: el sector privado no puede predecir ni controlar las acciones de la autoridad monetaria en la medida que las mismas no sean visibles, ni predecibles.

Esa asimetría informativa, incentiva al banco central a incumplir sus anuncios para maximizar objetivos de política no necesariamente revelados al sector privado. La inflación ex post y el nivel de emisión monetaria coherente

5) En caso de agudas crisis de liquidez, o bajo regímenes políticos de sesgo totalitario, no son inusuales las confiscaciones de activos del sector privado, sean estos recursos naturales, unidades empresariales, depósitos bancarios, dinero de la población depositado en fondos de pensión, u otros.

6) Las más habituales son: a) emisión de títulos de deuda en oferta pública, b) préstamos tradicionales tomados de bancos de inversión o comerciales, o intermediarios no financieros, c) préstamos provistos por un pool de bancos u otros intermediarios (los llamados préstamos “sindicados”), d) créditos provistos por organismos multilaterales de crédito, e) créditos otorgados por gobiernos de otros países, y f) atraso en los pagos a acreedores y proveedores de servicios al propio Estado.

con ella serán diferentes del anunciado o esperado ex ante. En consecuencia, las decisiones del sector privado en base a sus planes ex ante no serán necesariamente óptimas, y menos respecto de esos planes ex ante. Por consiguiente, la incoherencia intertemporal entre planes ex ante óptimos, y decisiones ex post subóptimas (por acciones ocultas de la contraparte, e imposibilidad material de controlarlas) es lo que se conoce como inconsistencia temporal o inconsistencia dinámica⁷. No es otra cosa que la extensión a las decisiones intertemporales de lo que en teoría microeconómica se conoce como “moral-hazard”.

En este caso, se trata de una falla de mercado que, sin restricciones institucionales, abre la puerta en cualquier momento a que los bancos centrales tengan incentivo a violar sus promesas y anuncios, o a optar por decisiones discrecionales. El resultado es una inflación diferente y superior a la socialmente aceptable y óptima.

El problema subyacente es que las políticas percibidas en el período t para el $t+1$ como óptimas, no sean factibles. Si el público llega a anticipar que los responsables de política monetaria van a cambiar de decisión entre t y $t+1$, desde el inicio el público deja de creer en los anuncios de esos responsables de la política monetaria. De ahí, el desarrollo de un nutrido cuerpo de literatura que recomienda la independencia de la política monetaria de la influencia de los “ruidos” de las pujas políticas y de la influencia de los responsables de la política fiscal u otras.

Se trata de una asimetría de información que torna al problema de la implementación de políticas monetarias en un juego estratégico. El público se da cuenta de que las futuras políticas de cualquier gobierno no son controlables directamente, y que las mismas no coincidirán con lo que se anuncie. Si el gobierno anuncia un programa por el cual la inflación debería alcanzar cierto valor, y el público ajusta sus expectativas de acuerdo a ese anuncio, las autoridades tendrán inevitablemente que optar por aumentar la recaudación de señoreaje modificando su programa anunciado. Ahora bien, si el público toma conciencia de que eso hará el gobierno, entonces va a esperar una tasa de inflación mayor a la anunciada.

¿De dónde emerge esto? No de la existencia de discrecionalidad, sino del conocimiento de que existe esa discrecionalidad. Aun cuando el gobierno estuviera atado a cierto compromiso a una tasa determinada de inflación, el público observa que no existe nada que lo obligue a cumplir con su anuncio. La inflación que va a esperar va a ser superior, y va a ser igual a la que va a generar del gobierno, “renegando” del compromiso formulado.

El problema fundamental no es la existencia de discrecionalidad, sino el de la no credibilidad en cualquier tipo de compromiso o preanuncio de compromiso de la autoridad monetaria con alguna meta de alguna variable objetivo⁸.

El desafío entonces para las autoridades no es simplemente “acertar” con su estrategia de estabilización, sino el de inducir una baja de la inflación, y que sea en base a anuncios creíbles. Eso exige diseñar mecanismos institucionales que sean percibidos por el sector privado como suficientemente efectivos para eliminar o suavizar incentivos para generar sorpresas inflacionarias, y para corregir serios desvíos entre anuncios, metas o intenciones de las autoridades, y los resultados ex post.

Si la autoridad monetaria, además pretende ser creíble, debe también parecerlo. Esto supone, entonces, señalar al público, tanto con el discurso de sus funcionarios como con sus acciones concretas:

- a) que conoce las reglas de decisión de los principales agentes del sistema financiero y su capacidad y forma de procesar información,
- b) que conoce cuál es el conjunto preciso de información sobre el cual se forman expectativas,
- c) que conoce cuáles son los shocks aleatorios relevantes que van a impactar sobre la inflación, y por lo tanto puede transparentar al público la regla monetaria contingente para actuar contracíclicamente para compensar esos shocks; también para preanunciar si la misma va a depender del tamaño de esos shocks, de su media y/o varianza, y si contempla no un mecanismo de abandono del régimen (“cláusula de escape”) si el tamaño de esos shocks supera ciertos límites.

7) En Teoría de los Juegos es una situación en la que el mejor plan de un jugador para un período futuro no será óptimo cuando llegue ese período futuro. De ahí su utilidad para ser aplicado en contextos donde la interacción entre agentes es mediante compromisos con reglas con incentivos a romperlas.

8) Este problema fue tratado inicialmente en el trabajo pionero de Auernheimer (1974), y luego en los aportes de Sjaastad (1976), Kydland y Prescott (1977), Calvo (1978).

La falta de credibilidad, o dicho de otra forma, la inconsistencia entre planes óptimos ex ante, y decisiones ex post, torna imposible emplear sorpresas inflacionarias para reactivar la economía, sin generar un sendero de inflación persistente y creciente, con impacto nulo, al menos en el largo plazo, sobre la actividad y el empleo. Pero a su vez, torna no creíble e inviable, un programa de estabilización sin costos reales, y esto puede ser inviable en la práctica. Dependerá de las restricciones respecto de las trayectorias factibles/disponibles para elegir, las preferencias de las autoridades, que condicionarán su tentación a inducir estímulos inflacionarios o no, y el tipo de instrumento elegido para estabilizar la inflación. Las soluciones para este problema no son fáciles, pero existen al menos tres formas relativamente extremas de resolverlo: 1) entregar la conducción de la política monetaria a un banquero central con alta aversión a la inflación, y en un banco central independiente del Tesoro y de presiones políticas y sectoriales, 2) adoptar reglas fijas a la política monetaria, que el banco central deberá seguir sin desvíos (lo que supone un marco institucional ad hoc), o 3) fijar el tipo de cambio nominal de la moneda local respecto de la de otro país con una inflación permanentemente inferior a la inflación local. El régimen de “inflation targeting” o metas de inflación es una versión relativamente flexible de la segunda opción, que en el último cuarto de siglo ha sido inequívocamente exitosa. De ahí su creciente popularidad en todo el mundo, y su progresiva adopción, aunque **su efectividad depende en gran medida de resolver cuestiones de implementación específicas a la realidad de cada país.**

4. Inflation targeting

4.1. Antecedentes

Desde la posguerra, la inflación se ha tornado un problema complejo de resolver para las autoridades monetarias. No sólo por la naturaleza monetaria del fenómeno, sino por su comportamiento más persistente y volátil en unos países que en otros, y con más o menos sensibilidad a restricciones y shocks no estrictamente monetarios según el país y sus circunstancias específicas.

La expresión “política monetaria” se ha visto siempre asociado o bien al manejo de un agregado monetario por parte de un banco central, o a las operaciones de mercado abierto de los bancos centrales direccionadas a influir sobre una tasa de interés de corto plazo o el tipo de cambio nominal. Esto supone ciertos riesgos en la práctica, ya advertidos por una ya clásica literatura sobre el tema. Sargent y Wallace (1975) demostraron que, bajo expectativas racionales, un banco que se focalice en fijar metas de tasas de interés nominales dejaría el nivel de precios indeterminado⁹. En ese caso la economía carecería, en realidad, de un ancla nominal. A su vez, McCallum (1981) y Clarida, Galí y Gertler (1999) demostraron que esa indeterminación desaparece si se define apropiadamente esa regla, por ejemplo, estableciendo reglas de tasas de interés que incluyeran, o implicaran, una “meta” de inflación (proyectada o deseada) que serviría per se, de ancla nominal, o al menos de ancla de expectativas.

La efectividad de la política monetaria así entendida, igualmente, viene siendo materia de discusión desde la Gran Depresión. En esos años la perspectiva generalmente aceptada era la de sostener su ineffectividad para reactivar las economías con alto desempleo y con incidencia limitada a modificar las posiciones de liquidez de las entidades financieras.

La economía mundial se vio sacudida a principios de los '70 con el abandono del régimen de Bretton Woods, la progresiva liberalización financiera de los países desarrollados y varios no desarrollados, y los shocks petroleros. En materia de ideas, estaba en sus inicios la llamada “Revolución de las Expectativas Racionales”, y la inflación y los instrumentos para combatirla pasaron al centro de la escena de los debates académicos y de política.

La inadecuación de los modelos inspirados en el keynesianismo de posguerra a la nueva realidad modificó la percepción sobre el rol de la política monetaria. A diferencia de una década y media antes, a mediados de los '70 ya era generalmente aceptada la visión de que tanto la política fiscal como la monetaria pueden afectar significativamente a las fluctuaciones de precios y del nivel de actividad.

9) En ese trabajo compararon varios tipos de reglas monetarias, de control de oferta monetaria y de tasas de interés, enfatizando que sólo las reglas de control de oferta monetaria proveerían un equilibrio determinado con expectativas racionales. El control de tasas de interés conduciría en su análisis a múltiples senderos de nivel de precios.

El nuevo enfoque fue un subproducto del debate entre keynesianos y monetaristas de los años '60. Estos últimos insistieron con firmeza en varios principios básicos que han sido motivos de arduos debates:

- a) la inflación es un fenómeno estrictamente monetario y debería lograrse que los bancos centrales rindan cuentas por no mantener un mínimo de estabilidad de precios;
- b) los bancos centrales deberían focalizarse en controlar el stock de dinero y no focalizarse en fijar metas para tasas de interés de corto plazo como mecanismo para alcanzar objetivos de inflación en el largo plazo;
- c) la inestabilidad monetaria no sólo afecta a los precios, sino que tiene impacto negativo en la actividad económica. Varios monetaristas sostenían que conducía a una magnificación de las fluctuaciones de corto plazo de la actividad real, sin afectar al crecimiento de largo plazo.

Los economistas de la “Revolución de las Expectativas Racionales” o también llamada “Nueva Macroeconomía Clásica”, sostuvieron con más énfasis la llamada “proposición de la ineffectividad de la política monetaria”. En cualquier modelo con expectativas racionales la política monetaria es ineffectiva para influir sobre las variables reales, inclusive en el corto plazo. Por consiguiente, no habría rol alguno para la política monetaria como instrumento para estabilizar las fluctuaciones cíclicas.

La réplica provino de la llamada teoría de los “Nuevos Keynesianos” desde mediados de los años '70¹⁰. Se trata de modelos con fundamentos microeconómicos explícitos en los que se incorporan, entre otros elementos, rigideces de precios y salarios exógenas o endógenas, imperfecciones de mercado, información asimétrica, fallas de coordinación, externalidades de red (“network externalities”), y también racionalidad limitada. Si bien se utiliza en general el supuesto de expectativas racionales y similares técnicas de optimización que el de la Nueva Macroeconomía Clásica, los ajustes de precios y cantidades son lentos, las fluctuaciones causadas por shocks exógenos persisten, y de ese modo se tiende a justificar que es necesario el auxilio de políticas públicas para que el sistema alcance su equilibrio de largo plazo en un tiempo no excesivamente largo. Esta variedad de aportes provee muchos modelos y razones por las cuales se puede observar una apreciable inercia en el movimiento de precios y de salarios. Sin embargo, no hay acuerdo sobre cuál fuente de rigidez es la más relevante. Esto queda sujeto, en definitiva, a un análisis caso por caso.

En la práctica, igualmente, se fue observando una progresiva desaparición del énfasis tradicional en el uso del control de la base monetaria como instrumento fundamental de política. Las discusiones se han concentrado en el rol de un objetivo de inflación en una “regla de política” de un banco central como el “ancla nominal” en una economía de dinero fiduciario.

Luego del influyente trabajo de Taylor (1993), el tipo de análisis estándar de impacto de una política monetaria ha pasado a ser el de alguna forma de lo que se conoce como “Regla de Taylor”: una relación sistemática entre una meta de tasa de interés de corto plazo, y desviaciones de la tasa de inflación respecto de una meta de inflación, y del PIB real observado de una medida de “PIB potencial”. En general se admite que la política monetaria puede tener impacto en la inflación y en el nivel de actividad y empleo en el corto plazo, y sólo en la inflación en el largo plazo¹¹. Los debates teóricos han pasado a focalizarse en el último cuarto de siglo en cómo implementar reglas monetarias de la mejor forma posible, más bien que su efectividad.

En la práctica de los bancos centrales, esto condujo a la creciente aceptación de variantes del llamado Dynamic Stochastic General Equilibrium (DSGE) Model. Se trata de un modelo macroeconómico dinámico de equilibrio general sujeto a shocks estocásticos, donde familias y empresas se los suponen frente a un gran número de fricciones nominales bajo la forma de salarios y precios rígidos o parcialmente indexados, sin capacidad de remarcarlos

10) El término “teoría de los nuevos keynesianos” o aparece por primera vez en el manual de teoría macroeconómica de Parkin y Bade (1982). Entre los variados aporte de esta literatura se destacan, entre otros, los de Gordon (1974), Bailey (1974), Azariadis (1975), Fischer (1977), Taylor (1980), Rotemberg (1982 a y b), Diamond (1982), Calvo (1983), Shapiro y Stiglitz (1984), Akerlof y Yellen (1985, 1987 y 1990), Mankiw (1985), Blinder (1987), Caplin y Spulber (1987), Cooper y John (1988), Bernanke y Gertler (1989), Ball y Romer (1989 y 1991), Ball y Mankiw (1994) y Mankiw (2000).

11) La regla opera a manera de “feedback” entre acciones del banco central, reacción del sector privado, y nueva acción del banco central. También se podría pensar en una suerte de banquero central que opere como jugador dominante con una tasa de interés que sea la guía para el sector privado. Sin embargo, los resultados dependen de cómo se expliciten las preferencias del banquero central (ver, por caso, Svensson (2003)).

de inmediato. La inversión de las empresas se supone sujeta a rigideces reales relacionadas con costos de ajuste para invertir, la utilización variable de la capacidad instalada o, con costos fijos.

En el modelo teórico básico la política monetaria se presenta bajo una función de reacción del banco central. Este último fija una tasa de interés de corto plazo en respuesta a desviaciones de la inflación respecto de una meta, y de alguna medida de PIB potencial. Los shocks exógenos pueden ser de oferta (productividad o de oferta de mano de obra), de demanda (shocks en preferencias, específicos de inversión, gasto público), de empujes de costos o en mark-ups sobre costos laborales y no laborales, de cambios en primas de riesgo, y monetarios (en tasas de interés y otras variables). En sus versiones más complejas, tiene en cuenta también a la interacción con la política fiscal, el grado de la apertura comercial y financiera, el mercado laboral y las expectativas¹².

Ante la admisión de estas fricciones, habitualmente desdeñadas por los modelos de inspiración monetarista pura, a este tipo de representación también se la conoce como “modelo DSGE Neo-keynesiano”¹³. Su uso es hoy habitual en la mayoría de los bancos centrales que han optado por instrumentar un régimen de “inflation targeting” o de “metas de inflación” para estabilizar el nivel general de precios.

4.2. La adopción de metas de inflación (“inflation targeting”)

En las últimas dos décadas muchos bancos centrales han adoptado lo que se conoce como un régimen de metas de inflación (“inflation targeting”, en inglés), para lograr un control efectivo y permanente de las subas de los precios al consumidor. Carrasco y Schmidt-Hebbel (2016) lo definen así:

“Un esquema de política monetaria enfocado en la estabilidad de precios como la principal meta de política, reflejada en una meta numérica explícita de inflación, que trata de alcanzar una autoridad monetaria con independencia operativa y de instrumentos, que conduce su política de una manera transparente, y que rinde cuenta por sus acciones y resultados ante las autoridades políticas y ante el público. De hecho, **los cuatro atributos clave de un régimen de metas de inflación pueden resumirse en: independencia de política, una meta de inflación explícita, transparencia y rendición de cuentas** (Kamber et al. 2015, y Walsh, 2015)”.

Se trata de un esquema relativamente simple. El banco central estima y hace pública una tasa de inflación proyectada, o meta (“target”), que puede ser un valor único o un rango de valores. Luego utiliza instrumentos a su elección (generalmente el manejo de algunas tasas de interés de referencia) para lograr que la inflación observada llegue a la establecida como meta. La tasa de interés de referencia (conocida habitualmente como tasa de interés de política monetaria) se mueve en este régimen de manera opuesta a la deseada para la inflación. Si el banco central desea que esta última baje, va a optar por aumentar la tasa de interés, y viceversa. El régimen es, por tanto, fácil de comprender y transparente: el sector privado sabe que consiste en un compromiso de la autoridad monetaria en manejar sus instrumentos reaccionando de manera automática ante desvíos respecto de la meta anunciada al público. Algo que además ya se ha observado en el caso de bancos centrales que han aplicado varios de los elementos fundamentales de este régimen, como ha sido el caso de la Reserva Federal bajo Paul Volcker y Alan Greenspan, o el del Banco Central Europeo desde su creación hasta la actualidad.

Una alternativa conocida es la de controlar algún agregado monetario, en un régimen de tipo de cambio flexible. Esta elección, en general, no ha dado resultados satisfactorios, especialmente en países con una demanda de dinero inestable. Esto es lo que ha llevado a varios países a optar por la fijación de una meta de inflación a alcanzar

12) Sobre este enfoque ver Clarida, Galí y Gertler (1999), Woodford (2003), Goodfriend (2007) y Galí y Gertler (2007).

13) Una discusión sobre los diversos tipos de modelos DSGE en uso en la última década y media se encuentra en Dou, Lo, Muley y Uhlig (2017). Blanchard (2017) y Galí (2017) presentan no pocas prevenciones frente a los modelos DSGE, ya sometidos a fuertes críticas por su escasa utilidad en los meses previos a la gran crisis financiera mundial de septiembre de 2008.

con el uso de operaciones de mercado abierto, utilizando una tasa de interés de corto plazo como instrumento de política.

El régimen supone entonces, la admisión de varios desarrollos de la teoría macroeconómica existente que suponen (o propugnan) lo siguiente¹⁴:

- a) una confianza mínima (o inexistente) en la hipótesis de no neutralidad del dinero en el corto plazo y en el uso de la política monetaria activa de manera anticíclica;
- b) la aceptación de la literatura según la cual no existe conflicto o trade-off alguno entre inflación y desempleo en el largo plazo, lo que significa, en otras palabras, sostener que la política monetaria en el largo plazo sólo afecta a los precios;
- c) el supuesto fundamental de que la política monetaria impacta en la economía a través del canal de las tasas de interés, y que es fundamentalmente neutral. Esto significa, que existe y predomina una alta sustituibilidad entre dinero y activos alternativos, pero con una demanda estable de dinero;
- d) la aceptación de la literatura teórica sobre inconsistencia temporal y la asimetría de información que incentiva la discrecionalidad oportunista de los bancos centrales; y
- e) la aceptación de la proposición de que una baja inflación es un factor necesario (si bien no suficiente) para promover la eficiencia y el crecimiento económico en el largo plazo.

La ventaja de este régimen es que combina elementos de reglas y de discreción en política monetaria, de allí que en la literatura académica se refiera a este régimen como uno de “reglas flexibles”, o de “discreción acotada” o “restringida”. El componente de discreción restringida se exterioriza por combinar dos elementos: a) una meta precisa, **pero no fija** para la inflación en el mediano plazo, y b) la respuesta en el corto plazo de la autoridad monetaria ante los desvíos entre inflación observada y la meta oficial.

Una vez preanunciadas las metas, y explicitados los instrumentos, el régimen provee al público un compromiso de la autoridad monetaria a no provocar cambios sorpresivos en el nivel o en la tasa de crecimiento de los agregados monetarios vía cambios inesperados en la tasa de interés de referencia, o vía modificación sorpresiva de las metas ante cualquier desvío de corto plazo entre inflación observada y meta de inflación. El régimen de metas de inflación es, entonces, un marco institucional que señala al sector privado la decisión política de acotar la discrecionalidad del banco central, pero manteniendo cierta flexibilidad.

El objetivo es el de preservar las ventajas tanto de un régimen de reglas monetarias (en términos de credibilidad) como de uno discrecional (en el que la política monetaria se ajusta a los cambios en la realidad económica, más bien que a cambios de las restricciones políticas o de las prioridades de los banqueros centrales). Dicho en otras palabras: asegurar al público que la política monetaria no va a cambiar según cambios de funcionarios en el banco central, en su forma de pensar el funcionamiento de la economía, o por presiones coyunturales de los políticos a cargo del Poder Ejecutivo, o de sus opositores.

Se trata, entonces de un marco institucional (no una “regla”), que permite al público conocer con anticipación los objetivos, planes y acciones futuras. Estos no están sujetos a objetivos cuantitativos inamovibles, sino relativamente flexibles, a veces formulados como bandas o intervalos de valores de meta de inflación. Esto supone cierta discrecionalidad, pero bajo los términos del programa monetario (objetivos, instrumentos, ajustes de estos ante desvíos) anunciado al inicio de su puesta en marcha. Igualmente, subsiste cierto conflicto o trade-off entre credibilidad y flexibilidad. Hacer creíble la meta de inflación típicamente exige a las autoridades renunciar a la flexibilidad de corto plazo y a la discrecionalidad, aunque en el largo plazo, el haber ganado cierta credibilidad, amplía los márgenes de maniobra para mayor flexibilidad por parte del banco central.

El público anticipadamente ya sabe que la autoridad monetaria modificará el nivel de la tasa objetivo ante esos desvíos. Esto replica lo que en teoría de los juegos se conoce como función de reacción de un agente ante el efec-

14) Ver Bernanke y Mishkin (1997).

to observado de las acciones de otros. Sin embargo, tiene como desventaja potencial que quizás algunos shocks inesperados sobre el nivel de precios sean subestimados y nunca motiven reacción alguna por parte de la autoridad monetaria, aún sin modificar su meta de inflación. En consecuencia, se podría resentir la credibilidad en las autoridades y dar lugar a que los agentes modifiquen endógenamente sus pronósticos con mayor frecuencia que bajo otros regímenes. Esto puede contribuir a un acortamiento de los horizontes de planeamiento, afectando negativamente a las decisiones de inversiones en activos reales a largo plazo.

4.3. Régimen de metas de inflación en la práctica

La primera “pata” del régimen es un mínimo grado de independencia del banco central para diseñar y aplicar la política monetaria. Si bien no existe un banco central totalmente independiente de influencias de otras autoridades del gobierno, en el caso de este régimen la autoridad monetaria debe tener total libertad a la hora de elegir los instrumentos para alcanzar las tasas de inflación que defina como meta apropiada. Por consiguiente, las consideraciones relacionadas con la política fiscal no pueden influir, condicionar, o direccionar las decisiones de política monetaria. La segunda “pata” es que las autoridades monetarias priorizan una meta de inflación. No tienen como metas a otras variables como salarios, tipo de cambio, o el nivel de empleo.

La instrumentación de este régimen requiere del banco central lo siguiente:

- a) Especificar un índice de precios, generalmente aceptado como **representativo del nivel general de precios**, cuya tasa de variación será la meta del régimen. Para asegurar transparencia, **debe ser un índice generalmente conocido, aceptado, de uso o referencia familiar para el público, y de publicación frecuente**. Para asegurar flexibilidad en la política, el índice debería excluir cambios de precios de sectores de baja representatividad, y saltos de única vez que no afecten a la inflación tendencial o “núcleo” (“core”). El público debe conocer cómo se construyen esos índices y qué relación tienen con la inflación que se pretende medir. En palabras de Bernanke et al. (1999), **“el público no debería tener la impresión de que el banco central ha elegido un índice entre otros alternativos para que le garantice resultados favorables”**.
- b) **Anunciar públicamente metas cuantitativas de inflación para una cantidad especificada de períodos futuros**. En la práctica se observa que lo apropiado es una meta para un horizonte no inferior a 1 año, y no superior a 4 años, y generalmente se trata de un rango de valores, más bien que un valor único de inflación objetivo para cada período. El banco central no se propone seguir metas de otras variables, como salarios, empleo o tipo de cambio.
- c) **Informar al público de manera clara y sin ambigüedad que el objetivo prioritario de la autoridad monetaria es el de alcanzar la meta de inflación, siendo el primero en el orden de prelación respecto de otros objetivos de la autoridad monetaria**. Esta última debe, entonces, comunicar a la sociedad un compromiso institucional con la meta de inflación (o más aún, con la estabilidad de precios), como **la meta primaria de política a la cual se subordinan otras**.
- d) **Definir, e informar públicamente, un modelo o metodología para pronosticar la inflación**, utilizando indicadores que contengan información relevante para realizar esos pronósticos, o para establecer los instrumentos de política, sin limitarse, necesariamente a ciertos agregados monetarios o al tipo de cambio.
- e) Diseñar un procedimiento operativo orientado hacia el futuro, por el cual los instrumentos de política monetaria se irán ajustando -a medida que se van evaluando los pronósticos de la inflación futura- para alcanzar el objetivo elegido. Esto exige a la autoridad monetaria el **desarrollo de la capacidad técnica e institucional para modelar y pronosticar la inflación futura, y conocer el rezago temporal entre el ajuste de los instrumentos de política monetaria y sus efectos sobre la tasa de inflación**. Esto es fundamental para la credibilidad en el régimen, ya que los bancos centrales tratan de influir sobre las expectativas de los futuros cambios en las tasas de interés más allá del corto plazo.
- f) Implementar una estrategia de comunicación abierta al público y a los mercados financieros que **transparente los detalles de los planes, objetivos y decisiones de la autoridad monetaria**. El mecanismo generalmente

recomendado es la publicación de un Informe de Inflación o de Política Monetaria. Ese documento permite al banco central evaluar los desarrollos recientes sobre la inflación y el nivel de actividad local y del exterior, su perspectiva para el futuro, las implicancias de esos desarrollos para la determinación de la tasa de interés de control monetario, y los riesgos asociados a la adopción de un determinado sendero futuro de tasas de interés¹⁵.

- g) Establecer de manera institucional un efectivo **mecanismo de rendición de cuentas** que procure asegurar que el banco central alcance las metas de inflación, y que efectivamente aplique correcciones cuando la inflación observada se desvíe de la meta.

Entre las condiciones básicas para la adopción de este régimen se requiere:

- a) un **consenso mínimo en la sociedad** sobre el hecho de que el principal objetivo de política monetaria de un banco central debería ser el mantenimiento de la estabilidad de precios;
- b) disponibilidad de mercados e instituciones financieras en buen funcionamiento, y un relativamente **alto grado de bancarización**;
- c) **definir cómo se determina y establece la meta de inflación**: si se fija en base a un acuerdo entre el banco central y el Poder Ejecutivo, o si la fija el banco central de manera independiente;
- d) **inexistencia de dominancia fiscal sobre la política monetaria**, de modo que el banco central elija los instrumentos de política monetaria de manera totalmente independiente del resto de organismos y agencias de gobierno;¹⁶
- e) **pre-existencia de una relación estrecha entre el nivel de las tasas interbancarias de corto plazo y la tasa de inflación**.

En la práctica el banco central bajo estas condiciones pronostica el sendero futuro de la inflación y lo compara con la meta que las autoridades entienden que sería la apropiada para el país en cuestión. La diferencia entre los pronósticos y la meta darían la información para definir el sentido y magnitud de ajuste requerido para alcanzar la meta. Algunos países han elegido metas de inflación con márgenes de variación simétricos respecto de un punto medio, otros directamente un valor único, otros un límite superior a la inflación¹⁷, sin “piso”, y otros un rango de valores, sin referencia a un valor promedio.

El enfoque no apunta al objetivo de lograr la meta en todos los períodos, sino de tratar de alcanzarlo en el mediano plazo (dos o tres años a futuro). Si en un año no se cumple la meta, esto no significa que deba abandonarse el régimen. Lo que se requiere es que en ese caso el banco central explique que dicho desvío fue fruto de eventos imprevistos.

Una vez adoptado el régimen, la autoridad monetaria anuncia periódicamente la actualización de esas metas, y publica la información. Además, el régimen se complementa con una normativa que establece un régimen institucional de rendición de cuentas que asegure que la autoridad monetaria alcance efectivamente la meta, y que instrumente correcciones y cambios cuando la inflación observada no converge a la meta.

15) El trabajo de Winkler (2000) explora los límites para la transparencia informativa, con un interesante análisis de los potenciales conflictos entre apertura informativa, claridad en su presentación en público, comprensión por parte del público y honestidad o correspondencia entre el marco interno de análisis de los responsables de las decisiones de política, y la presentación utilizada para la comunicación externa.

16) Inexistencia de dominancia fiscal significa que la política monetaria no esté subordinada a consideraciones de política fiscal. Esto implica, además, que el endeudamiento del Tesoro con el banco central sea prácticamente nulo, y que los mercados financieros locales tengan suficiente profundidad y liquidez, como para absorber emisiones de deuda pública de corto plazo (por ejemplo, Letras del Tesoro).

17) Este ha sido el caso de España, hasta la adopción de la política monetaria común en 1999 y la sustitución de la peseta por el euro en el primer semestre de 2000.

Muchas economías han adoptado lo que algunos llaman la versión light de este régimen: la **“inflation targeting lite” (ITL)**¹⁸. Por ejemplo, en el caso de bancos centrales que no adoptan un tipo de cambio fijo, pero una meta monetaria fija resulta impracticable por la inestabilidad de la demanda de dinero.

Otro es el caso de metas de inflación sujetas a restricciones extra, o de contextos de fuerte “dominancia fiscal” sobre el banco central de un Tesoro con elevados déficits. Frecuentemente la ITL es una suerte de transición durante un proceso de reformas estructurales previos a la definición de un ancla nominal definitivo, o a la plena adopción de un régimen de metas de inflación.

En los casos en que el punto de partida es una inflación relativamente alta, el éxito de régimen depende en los primeros períodos de la capacidad del banco central para convencer a los mercados de que está revelando una preferencia inequívoca por una tasa de inflación baja y estable. De ahí **la necesidad inevitable de no desviarse sistemáticamente de la meta, por cuanto en ese caso se pierde la credibilidad en el régimen y en sus responsables, dado que automáticamente aumenta la incertidumbre sobre el futuro de los procedimientos y prácticas de la autoridad monetaria**. Freedman y Laxton (2009) han observado lo siguiente:

“...las circunstancias en la que la inflación se mueve fuera de una banda objetivo no necesariamente deberían considerarse como un signo de fracaso. En realidad, el banco central debería dejar claro que espera estar dentro de la banda la mayor parte del tiempo, pero no todo el tiempo...**Más importante que tener éxito en lograr una extremadamente alta proporción de resultados dentro de la banda, es la capacidad de proveer una explicación convincente de por qué los shocks que han impactado en la economía han hecho que la inflación caiga fuera de la banda, por qué ese resultado podría no haber sido pronosticado y evitado, y qué se viene haciendo para revertir ese resultado y mover gradualmente la inflación hacia los valores de la banda objetivo.**”

Bernanke y Mishkin (1997) han argumentado que un esquema de “inflation targeting” deseable debiera asegurar un compromiso con un marco o esquema de política que sea lo menos dependiente posible de la filosofía o visión de un individuo particular, y que se mantenga en el tiempo aun cuando, inevitablemente, cambie la conducción del banco central. También han observado que **cuanto más baja sea la inflación, más fácil es de poner en práctica un régimen de “inflation targeting”**.

En la práctica, además, pueden no satisfacerse dos de las condiciones necesarias para este régimen, como la prioridad de la meta de inflación sobre otros objetivos de política y un procedimiento operativo con énfasis en los pronósticos y proyecciones de inflación. En realidad, su observancia es más bien difícil en un contexto en el que la estabilidad del tipo de cambio es un objetivo explícito o implícito de la autoridad monetaria, o en el que la comprensión del público de los vínculos empíricos entre instrumentos y metas de política monetaria es más bien rudimentaria¹⁹.

En cuanto a la elección específica de los valores de las metas, la existencia de precios administrados o regulados por el Estado debe ser tenida en cuenta. En muchos países son un importante componente del índice de precios, y por consiguiente tienen un impacto significativo sobre el comportamiento de la inflación en el corto plazo.

Un procedimiento apropiado para proyectar valores de inflación futura debe incorporar supuestos explícitos, y realistas, sobre la magnitud y distribución en el tiempo de los cambios en estos precios. Por consiguiente, esto supone un alto grado de coordinación entre la política monetaria y la fiscal (sin dominancia fiscal), probablemente mayor que en los países donde la casi totalidad, o totalidad, de los precios de bienes y servicios son determinados libremente en base a la oferta y la demanda.

18) “Ver Stone (2003)”.

19) “Ver Parrado (2004) y Céspedes, Chang y Velasco (2012)”.

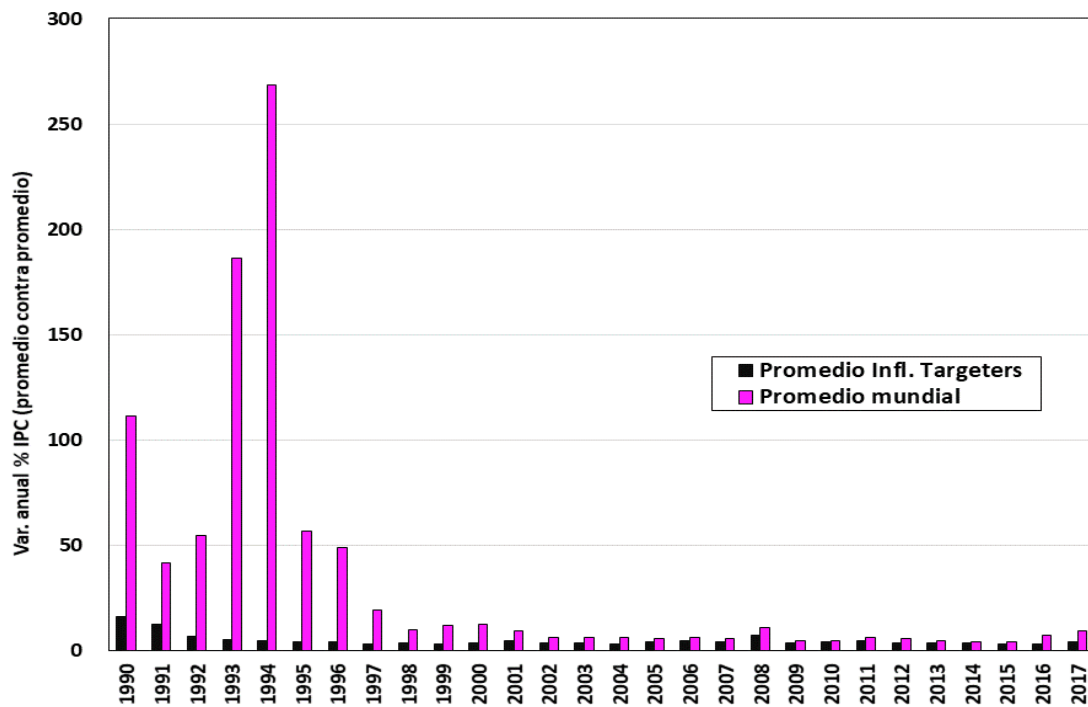
4.4. Evidencia: los resultados en la realidad

En general, aunque con excepciones, la evidencia empírica viene siendo favorable. En general ha mostrado que en el mediano-largo plazo la mayoría de los bancos centrales que lo ha adoptado logró reducir la inflación, anclar las expectativas inflacionarias y reducir la volatilidad de la tasa de inflación. Además, en la mayoría de los casos se ha logrado sin efectos adversos sobre el nivel de actividad ni sobre la volatilidad de las tasas de interés. No por casualidad, la totalidad de países del mundo que ha venido adoptando un régimen de metas de inflación de manera progresiva desde 1990, no lo ha abandonado.

Prácticamente en su totalidad, han experimentado un relativamente bajo traspaso (“pass-through”) de shocks exógenos (cambiaríos o de otro origen) a precios y en general tienen tasas de interés promedio relativamente más bajas que las de otros países.

El éxito relativo de dicho régimen se evidencia al comparar la inflación promedio de los países con “inflation targeting” y los demás. El siguiente gráfico muestra la evolución de la inflación promedio mundial entre 1990 y 2017 con la de los países que en cada año ha adoptado un régimen de “inflation targeting”²⁰. Con más de un cuarto de siglo, la evidencia de este régimen es por demás convincente para inducir a adoptarlo a cualquier gobierno con dificultades para reducir la tasa de inflación:

Gráfico N° 1: Inflación promedio mundial, vs. países con “inflation targeting”.



Elaboración propia en base a datos del Fondo Monetario Internacional.

20) Para 2017 se utilizaron estimaciones del FMI, ajustadas con estimaciones propias.

Cuadro N° 1: Inflación países con “Inflation Targeting” (IT) vs. promedio mundial.

Año	Cant. de Países con IT	Inflación promedio países con IT	Inflación promedio mundial	Año	Cant. de Países con IT	Inflación promedio países con IT	Inflación promedio mundial
1990	2	16,1	111,2	2004	22	2,9	6,0
1991	4	12,3	41,8	2005	24	3,8	5,8
1992	5	6,8	54,5	2006	27	4,3	6,2
1993	8	5,3	186,4	2007	29	4,2	5,6
1994	9	4,6	268,5	2008	29	7,0	10,9
1995	9	4,3	56,7	2009	31	3,8	4,7
1996	9	3,8	48,8	2010	32	4,0	4,4
1997	9	3,1	19,0	2011	33	4,8	6,4
1998	12	3,7	9,6	2012	34	3,7	5,7
1999	14	2,9	12,1	2013	36	3,4	4,3
2000	16	3,3	12,6	2014	37	3,3	3,9
2001	21	4,5	9,4	2015	39	3,2	4,2
2002	22	3,8	6,0	2016	40	3,0	7,1
2003	22	3,4	6,1	2017	41	3,9	9,1

Elaboración propia en base a datos del Fondo Monetario Internacional.

En el caso de los países emergentes, la experiencia ha consolidado cierto consenso sobre los requerimientos para la sostener en el tiempo, un régimen de metas de inflación exitoso:

1. Una sólida posición fiscal neta.
2. Un buen conocimiento del mecanismo de transmisión de instrumentos de política monetaria a inflación.
3. Un sistema financiero bien desarrollado, junto a un mercado de capitales profundo.
4. Independencia del banco central y la sujeción de la política de este último a un claro mandato para asegurar la estabilidad de precios.
5. Una capacidad razonablemente bien desarrollada para pronosticar bien la inflación.
6. Inexistencia de otras anclas nominales (aparte de los instrumentos monetarios del banco central) para controlar la inflación.
7. Una política monetaria transparente y sujeta a un estricto y riguroso régimen de rendición de cuentas.

En los países emergentes con intención de retener cierto control de la política monetaria y que hubieran optado entonces por un régimen de tipo de cambio flexible, los problemas con el uso de metas de agregados monetarios los han llevado a adoptar un régimen de metas de inflación (“inflation targeting”). Las metas en términos de valores para agregados monetarios, son claramente visibles, pero en no pocos países **son relativamente poco entendibles por el público, especialmente cuando la relación entre agregados monetarios e inflación se torna inestable, y la variable que se pretende controlar no es la emisión de billetes y monedas, sino M2, M3 o M4²¹.**

21) En varios países se cuenta con evidencia y estudios econométricos que reflejan una mayor asociación entre precios y agregados monetarios como M2, M3 o M4, que entre precios y base monetaria o entre precios y circulante. Sin embargo, su control efectivo no es tan fácil. Por definición a medida que se expande la variedad de depósitos u otros sustitutos del dinero efectivo para construir esos agregados, mayor es el porcentaje de participación de agregados cuya fluctuación depende de decisiones del sector privado, y no de la autoridad monetaria.

Estas decisiones dependen, básicamente de la renta prometida por esos sustitutos del dinero, las expectativas de inflación y de percepciones de riesgo. En el mejor de los casos un banco central tiene cierta influencia indirecta, y no siempre como jugador dominante. En países de inflación crónica y volátil, y en presencia de sustitución de monedas, la inestabilidad de la demanda de dinero y de sus sustitutos cercanos tornan poco creíbles los anuncios o intenciones de algunos bancos centrales de “controlar” efectivamente esos agregados como si fueran instrumentos exógenos bajo control total de cualquier autoridad monetaria.

Al iniciarse un proceso de liberalización de precios, a veces acompañado por una depreciación de la moneda local, muchos países emergentes han utilizado el tipo de cambio como ancla nominal para alcanzar una rápida estabilización del nivel de precios. Sin embargo, también han sufrido del problema habitual de las estabilizaciones de la inflación utilizando como instrumento el tipo de cambio nominal: la inflación puede reducirse significativamente, pero no lo suficiente como para evitar una apreciación de la moneda local en términos reales, o sea, caída -atraso- del tipo de cambio real que puede conducir a problemas en la balanza de pagos, que terminen forzando a abandonar el uso del tipo de cambio nominal como instrumento de control de la inflación.

Algunos países han optado por regímenes de flotación administrada como la República Checa en 1997, y Eslovaquia y Polonia en 1998, o bandas cambiarias adoptadas por Hungría en mayo de 2001. Sin embargo, una vez abandonado un régimen de este tipo, las autoridades tienen que tener definido qué ancla nominal es el que va a sustituir al tipo de cambio. En los casos mencionados (salvo Eslovaquia) los bancos centrales terminaron optando por un sistema de inflation targeting o uno de uso de agregados monetarios.

Las economías emergentes en su mayoría enfrentan correcciones en precios administrados o regulados y/o cambios en los impuestos que dificultan los pronósticos sobre la relación entre oferta monetaria y nivel de precios. Esto se agudiza, además, cuando se está en presencia de cambios institucionales fundamentales, aparición de nuevos activos, y de una arraigada, y bastante generalizada, dolarización de la economía. En ese caso, una política antiinflacionaria que confíe exclusivamente en una meta de crecimiento de algún agregado monetario podría ser bastante inefectiva, especialmente cuando el banco central no es independiente, y no hay una coordinación entre instrumentos de política fiscal, monetaria y de ingresos.

Otra opción sería la de introducir un régimen extremo de ancla cambiaria, optando por un régimen de tipo de cambio fijo -vía una caja de conversión-, o adoptando unilateralmente otra moneda. Un ancla cambiaria permite controlar la inflación cuando logra atar la evolución de los precios de bienes no transables, y sustitutos de importaciones a los precios del país emisor de la moneda emisora de referencia, y las expectativas de inflación a las de ese país. Además, provee un mecanismo automático de ajuste que permite neutralizar el problema de la inconsistencia temporal de la política monetaria. Sin embargo, el país pierde toda posibilidad de amortiguar el impacto de shocks externos adversos sobre el empleo, la actividad y la inflación.

El uso del tipo de cambio como ancla nominal tiene la ventaja de ser simple, claro, y fácilmente comprensible por el público. Sin embargo, tiene la desventaja de que el banco central pierde el control de su política monetaria a la hora de reaccionar frente a shocks adversos tanto de origen local como externo. Además, sin garantías de mantener una posición superavitaria de manera permanente, tanto en las cuentas fiscales, como en las cuentas externas, el riesgo de enfrentar ataques especulativos no es trivial. De ahí que en varios países en que se evaluó esa alternativa, también se optó por un régimen de metas de inflación.

El siguiente cuadro muestra la progresiva adopción de un régimen de inflation targeting en el mundo, a partir del año 1990.

Cuadro N° 2: Adopción de inflation-targeting en el mundo, por orden cronológico.

AÑO	Oceanía	Asia	América	Europa	África
1990	Nva. Zelanda		Chile		
1991		Israel	Canadá		
1992				Reino Unido	
1993	Australia			Suecia - Finlandia*	
1994				España*	
1995					
1996					
1997					
1998		Corea del Sur		Polonia - Rep. Checa	
1999			Brasil - Colombia		
2000		Indonesia - Tailandia		Suiza	Sudáfrica
2001		Filipinas	México	Hungría - Islandia Noruega	
2002			Perú		
2003					
2004					
2005			Guatemala	Rumania	
2006		Armenia - Turquía		Serbia	
2007			Uruguay		Ghana
2008					
2009		Georgia		Albania	
2010				Moldavia	
2011			Rep. Dominicana		
2012			Estados Unidos		Uganda
2013		Japón	Paraguay		
2014				Rusia	
2015		India	Costa Rica		
2016			Honduras		
2017			Argentina		

* Adoptaron régimen de inflation targeting hasta el año 2000 en que adhirieron a la eurozona.

Fuente: elaboración propia en base a datos del Fondo Monetario Internacional y The World Bank (2017)

En el cuadro anterior se observa que este régimen está siendo utilizado por 42 países: 2 en Oceanía, 10 en Asia, 12 en América, 15 en Europa y 3 en África. Ninguno de los que lo puso en vigor lo ha abandonado hasta el presente.

Otros, como Japón y Estados Unidos tienen una tradición de décadas de aplicación de políticas con la mayor parte de los elementos de un régimen de “inflation targeting”. Sin embargo, y con otro espíritu, el de combatir o evitar la deflación de precios, han adoptado metas de inflación positiva en los últimos años. Estados Unidos lo ha hecho en 2012, junto con una meta de desempleo de mano de obra, mientras que Japón, ha transparentado una meta de inflación a partir de 2013. Sin una meta cuantitativa explícita, el Banco Central Europeo sigue una política focalizada en la estabilidad de precios con la mayor parte de los componentes de un régimen de “inflation targeting”.

La evidencia de los resultados es, como puede verse, suficientemente convincente sobre su efectividad en el mediano y largo plazo del “inflation targeting” para controlar la inflación. Los siguientes resultados corresponden a países con al menos 5 años bajo este régimen. Salvo muy pocas excepciones, los resultados de mediano plazo con inequívocamente exitosos para reducir la inflación.

1. Nueva Zelanda

Inicio del régimen: 1990	Años de vigencia hasta la actualidad:	27
Inflación promedio anual en los 5 años previos a la adopción del régimen:		11,3%
Inflación promedio anual en los primeros 5 años de vigencia del régimen:		2,6%
Inflación promedio anual desde la adopción del régimen hasta la actualidad:		2,2%

2. Chile

Inicio del régimen: 1990	Años de vigencia hasta la actualidad:	27
Inflación promedio anual en los 5 años previos a la adopción del régimen:		20,4%
Inflación promedio anual en los primeros 5 años de vigencia del régimen:		17,5%
Inflación promedio anual desde la adopción del régimen hasta la actualidad:		6,3%

3. Canadá

Inicio del régimen: 1991	Años de vigencia hasta la actualidad:	26
Inflación promedio anual en los 5 años previos a la adopción del régimen:		4,5%
Inflación promedio anual en los primeros 5 años de vigencia del régimen:		2,3%
Inflación promedio anual desde la adopción del régimen hasta la actualidad:		1,9%

4. Israel

Inicio del régimen: 1991	Años de vigencia hasta la actualidad:	26
Inflación promedio anual en los 5 años previos a la adopción del régimen:		24,3%
Inflación promedio anual en los primeros 5 años de vigencia del régimen:		12,9%
Inflación promedio anual desde la adopción del régimen hasta la actualidad:		4,6%

5. Reino Unido

Inicio del régimen: 1992	Años de vigencia hasta la actualidad:	25
Inflación promedio anual en los 5 años previos a la adopción del régimen:		5,7%
Inflación promedio anual en los primeros 5 años de vigencia del régimen:		2,8%
Inflación promedio anual desde la adopción del régimen hasta la actualidad:		3,4%

6. Australia

Inicio del régimen: 1993	Años de vigencia hasta la actualidad:	24
Inflación promedio anual en los 5 años previos a la adopción del régimen:		5,3%
Inflación promedio anual en los primeros 5 años de vigencia del régimen:		2,2%
Inflación promedio anual desde la adopción del régimen hasta la actualidad:		2,5%

7. Suecia

Inicio del régimen: 1993	Años de vigencia hasta la actualidad:	24
Inflación promedio anual en los 5 años previos a la adopción del régimen:		5,1%
Inflación promedio anual en los primeros 5 años de vigencia del régimen:		2,6%
Inflación promedio anual desde la adopción del régimen hasta la actualidad:		1,6%

8. Finlandia

Inicio del régimen: 1993	Años de vigencia hasta adopción del euro (2000):	7
Inflación promedio anual en los 5 años previos a la adopción del régimen:		4,9%
Inflación promedio anual hasta adopción del euro:		1,5%
Inflación promedio anual desde la adopción del régimen hasta la actualidad:		1,6%

9. España

Inicio del régimen: 1994	Años de vigencia hasta adopción del euro (2000):	6
Inflación promedio anual en los 5 años previos a la adopción del régimen:		6,2%
Inflación promedio anual hasta adopción del euro:		3,3%
Inflación promedio anual desde la adopción del régimen hasta la actualidad:		2,4%

10. Corea del Sur

Inicio del régimen: 1998	Años de vigencia hasta la actualidad:	19
Inflación promedio anual en los 5 años previos a la adopción del régimen:		4,9%
Inflación promedio anual en los primeros 5 años de vigencia del régimen:		3,5%
Inflación promedio anual desde la adopción del régimen hasta la actualidad:		4,7%

11. Polonia

Inicio del régimen: 1998	Años de vigencia hasta la actualidad:	19
Inflación promedio anual en los 5 años previos a la adopción del régimen:		26,0%
Inflación promedio anual en los primeros 5 años de vigencia del régimen:		7,3%
Inflación promedio anual desde la adopción del régimen hasta la actualidad:		6,8%

12. República Checa

Inicio del régimen: 1998	Años de vigencia hasta la actualidad:	19
Inflación promedio anual en los 5 años previos a la adopción del régimen:		8,6%
Inflación promedio anual en los primeros 5 años de vigencia del régimen:		4,3%
Inflación promedio anual desde la adopción del régimen hasta la actualidad:		6,5%

13. Brasil

Inicio del régimen: 1999	Años de vigencia hasta la actualidad:	18
Inflación promedio anual en los 5 años previos a la adopción del régimen:		433,5%
Inflación promedio anual en los primeros 5 años de vigencia del régimen:		8,4%
Inflación promedio anual desde la adopción del régimen hasta la actualidad:		6,6%

14. Indonesia

Inicio del régimen: 2000	Años de vigencia hasta la actualidad:	17
Inflación promedio anual en los 5 años previos a la adopción del régimen:		20,6%
Inflación promedio anual en los primeros 5 años de vigencia del régimen:		7,9%
Inflación promedio anual desde la adopción del régimen hasta la actualidad:		7,0%

15. Tailandia

Inicio del régimen: 2000	Años de vigencia hasta la actualidad:	17
Inflación promedio anual en los 5 años previos a la adopción del régimen:		5,1%
Inflación promedio anual en los primeros 5 años de vigencia del régimen:		1,7%
Inflación promedio anual desde la adopción del régimen hasta la actualidad:		2,1%

16. Sudáfrica

Inicio del régimen: 2000	Años de vigencia hasta la actualidad:	17
Inflación promedio anual en los 5 años previos a la adopción del régimen:		7,3%
Inflación promedio anual en los primeros 5 años de vigencia del régimen:		5,5%
Inflación promedio anual desde la adopción del régimen hasta la actualidad:		5,8%

17. Suiza

Inicio del régimen: 2000	Años de vigencia hasta la actualidad:	17
Inflación promedio anual en los 5 años previos a la adopción del régimen:		0,8%
Inflación promedio anual en los primeros 5 años de vigencia del régimen:		0,9%
Inflación promedio anual desde la adopción del régimen hasta la actualidad:		0,5%

18. Filipinas

Inicio del régimen: 2001	Años de vigencia hasta la actualidad:	16
Inflación promedio anual en los 5 años previos a la adopción del régimen:		7,2%
Inflación promedio anual en los primeros 5 años de vigencia del régimen:		4,3%
Inflación promedio anual desde la adopción del régimen hasta la actualidad:		4,2%

19. México

Inicio del régimen: 2001	Años de vigencia hasta la actualidad:	16
Inflación promedio anual en los 5 años previos a la adopción del régimen:		19,4%
Inflación promedio anual en los primeros 5 años de vigencia del régimen:		4,9%
Inflación promedio anual desde la adopción del régimen hasta la actualidad:		6,1%

20. Islandia

Inicio del régimen: 2001	Años de vigencia hasta la actualidad:	16
Inflación promedio anual en los 5 años previos a la adopción del régimen:		2,8%
Inflación promedio anual en los primeros 5 años de vigencia del régimen:		4,1%
Inflación promedio anual desde la adopción del régimen hasta la actualidad:		4,1%

21. Noruega

Inicio del régimen: 2001	Años de vigencia hasta la actualidad:	16
Inflación promedio anual en los 5 años previos a la adopción del régimen:		2,3%
Inflación promedio anual en los primeros 5 años de vigencia del régimen:		1,7%
Inflación promedio anual desde la adopción del régimen hasta la actualidad:		2,5%

22. Hungría

Inicio del régimen: 2001	Años de vigencia hasta la actualidad:	16
Inflación promedio anual en los 5 años previos a la adopción del régimen:		15,1%
Inflación promedio anual en los primeros 5 años de vigencia del régimen:		5,9%
Inflación promedio anual desde la adopción del régimen hasta la actualidad:		5,8%

23. Perú

Inicio del régimen: 2002	Años de vigencia hasta la actualidad:	15
Inflación promedio anual en los 5 años previos a la adopción del régimen:		5,0%
Inflación promedio anual en los primeros 5 años de vigencia del régimen:		1,9%
Inflación promedio anual desde la adopción del régimen hasta la actualidad:		1,7%

24. Guatemala

Inicio del régimen: 2005	Años de vigencia hasta la actualidad:	12
Inflación promedio anual en los 5 años previos a la adopción del régimen:		6,9%
Inflación promedio anual en los primeros 5 años de vigencia del régimen:		7,1%
Inflación promedio anual desde la adopción del régimen hasta la actualidad:		6,8%

25. Rumania

Inicio del régimen: 2005	Años de vigencia hasta la actualidad:	12
Inflación promedio anual en los 5 años previos a la adopción del régimen:		25,9%
Inflación promedio anual en los primeros 5 años de vigencia del régimen:		6,8%
Inflación promedio anual desde la adopción del régimen hasta la actualidad:		5,0%

26. Armenia

Inicio del régimen: 2006	Años de vigencia hasta la actualidad:	11
Inflación promedio anual en los 5 años previos a la adopción del régimen:		3,2%
Inflación promedio anual en los primeros 5 años de vigencia del régimen:		5,5%
Inflación promedio anual desde la adopción del régimen hasta la actualidad:		4,2%

27. Turquía

Inicio del régimen: 2006	Años de vigencia hasta la actualidad:	11
Inflación promedio anual en los 5 años previos a la adopción del régimen:		28,3%
Inflación promedio anual en los primeros 5 años de vigencia del régimen:		8,7%
Inflación promedio anual desde la adopción del régimen hasta la actualidad:		8,5%

28. Serbia

Inicio del régimen: 2006	Años de vigencia hasta la actualidad:	11
Inflación promedio anual en los 5 años previos a la adopción del régimen:		23,9%
Inflación promedio anual en los primeros 5 años de vigencia del régimen:		8,7%
Inflación promedio anual desde la adopción del régimen hasta la actualidad:		6,5%

29. Ghana

Inicio del régimen: 2007	Años de vigencia hasta la actualidad:	10
Inflación promedio anual en los 5 años previos a la adopción del régimen:		16,2%
Inflación promedio anual en los primeros 5 años de vigencia del régimen:		10,9%
Inflación promedio anual desde la adopción del régimen hasta la actualidad:		11,3%

30. Uruguay

Inicio del régimen: 2007	Años de vigencia hasta la actualidad:	10
Inflación promedio anual en los 5 años previos a la adopción del régimen:		10,7%
Inflación promedio anual en los primeros 5 años de vigencia del régimen:		7,6%
Inflación promedio anual desde la adopción del régimen hasta la actualidad:		7,1%

31. Georgia

Inicio del régimen: 2009	Años de vigencia hasta la actualidad:	8
Inflación promedio anual en los 5 años previos a la adopción del régimen:		8,5%
Inflación promedio anual en los primeros 5 años de vigencia del régimen:		3,2%
Inflación promedio anual desde la adopción del régimen hasta la actualidad:		3,9%

32. Albania

Inicio del régimen: 2009	Años de vigencia hasta la actualidad:	8
Inflación promedio anual en los 5 años previos a la adopción del régimen:		2,8%
Inflación promedio anual en los primeros 5 años de vigencia del régimen:		2,6%
Inflación promedio anual desde la adopción del régimen hasta la actualidad:		2,1%

33. Moldavia

Inicio del régimen: 2010	Años de vigencia hasta la actualidad:	7
Inflación promedio anual en los 5 años previos a la adopción del régimen:		9,9%
Inflación promedio anual en los primeros 5 años de vigencia del régimen:		5,8%
Inflación promedio anual desde la adopción del régimen hasta la actualidad:		6,9%

34. República Dominicana

Inicio del régimen: 2011	Años de vigencia hasta la actualidad:	6
Inflación promedio anual en los 5 años previos a la adopción del régimen:		6,4%
Inflación promedio anual en los primeros 5 años de vigencia del régimen:		4,2%
Inflación promedio anual desde la adopción del régimen hasta la actualidad:		5,7%

35. Uganda

Inicio del régimen: 2012	Años de vigencia hasta la actualidad:	5
Inflación promedio anual en los 5 años previos a la adopción del régimen:		24,0%
Inflación promedio anual en los primeros 5 años de vigencia del régimen:		6,3%
Inflación promedio anual desde la adopción del régimen hasta la actualidad:		6,9%

35. Estados Unidos

Inicio del régimen: 2012	Años de vigencia hasta la actualidad:	5
Inflación promedio anual en los 5 años previos a la adopción del régimen:		2,2%
Inflación promedio anual en los primeros 5 años de vigencia del régimen:		1,3%
Inflación promedio anual desde la adopción del régimen hasta la actualidad:		2,6%

5. Metas de inflación en Argentina

5.1. Antecedentes e implementación

En el caso de los países latinoamericanos, la adopción de este régimen ha sido acompañado por mejoras en la política fiscal, en los equipos técnicos de los bancos centrales y también en la calidad de las estadísticas oficiales utilizadas para medir y pronosticar la inflación.

Algunos gobiernos de la región han adoptado además medidas para fortalecer y desarrollar el sistema financiero y el mercado de capitales. Al menos en estos casos, la evidencia muestra que los resultados posteriores a la adopción del régimen de metas de inflación parecieran reflejar el impacto positivo de mejoras en la formulación e instrumentación de políticas económicas, y no sólo en la política monetaria

A su vez, en muchas economías abiertas y dolarizadas el tipo de cambio juega un rol central para la estabilización del nivel de actividad y de la inflación. La relevancia del tipo de cambio para la estabilidad, y su subordinación o no a objetivos de inflación pueden tornar poco creíble un régimen de metas de inflación, al menos en sus primeros meses o años. Esto puede minar seriamente la viabilidad del régimen, pues si bien la variable de control es una tasa de interés de corto plazo, **el objetivo intermedio para controlar la inflación observada son las expectativas de inflación.**

Si el banco central no es creíble, pierde la posibilidad de coordinar en el sentido deseado las expectativas del sector privado. Por consiguiente, la viabilidad del régimen para controlar la inflación se vería fundamentalmente debilitada.

Como lo muestra la evidencia presentada, el régimen ha sido instrumentado de manera exitosa en nuestra región. En general se observa una marcada baja de la inflación por parte de la gran mayoría de los países que lo han adoptado, así como también en otros con el uso de varios de los instrumentos monetarios propios de "inflation targeting". Esta evidencia ha convencido a buena parte de los economistas argentinos de la conveniencia de adoptarlo en nuestro país, al menos como un marco o "paraguas" institucional que evite políticas discrecionales altamente costosas.

Esto fue evidente hacia el año 2003, en que el entonces presidente del BCRA, Alfonso Prat Gay se manifestaba a favor de implementar hacia el año 2004 un régimen de metas de inflación que nunca se concretó. La idea fue abandonada luego de su renuncia al BCRA, pero reapareció en la arena política en el año 2011²². En ese año se presentaron en el Senado de la Nación dos proyectos de ley que no registraron avance alguno.

22) Ver Guarino, J. (2011)

Uno era de la entonces presidente de la Comisión de Economía, la Senadora Laura Montero de la provincia de Mendoza. El proyecto establecía que el BCRA debía presentar al Congreso Nacional su programa monetario y la meta de inflación para el ejercicio siguiente, y que en caso de observarse o preverse un desvío significativo debería explicar las causas de ese desvío y las acciones previstas para corregirlo.

El otro era del entonces Senador de la provincia de Santa Fe, Carlos Reutemann. El mismo establecía para el BCRA la obligación de dar publicidad y enviar al Congreso antes de cada ejercicio anual, su programa monetario para el año siguiente. El mismo debía incluir la meta de inflación anual establecida por su Directorio y de conformidad al Presupuesto General de Gastos y Cálculo de Recursos para ese período, y el rango de cantidad de dinero compatible con la meta.

El proyecto de Reutemann establecía la obligación de informar a ambas Cámaras las causas de los desvíos de las metas informadas, y la nueva programación. Dicho proyecto, basado en parte en el caso de Nueva Zelanda, preveía que el incumplimiento de la obligación de informar, o de cumplir con la meta de inflación por parte de los integrantes del Directorio del BCRA debía ser causal de remoción. Finalmente, avanzaron otros proyectos hasta que en marzo de 2012 el Congreso Nacional aprobó la Ley 26.739 que modificó la Carta Orgánica del BCRA, eliminándose como función prioritaria de la entidad la de preservar el valor de la moneda, fortaleció su subordinación al Tesoro Nacional, y agregó funciones más propias de bancos de fomento que de una autoridad reguladora y supervisora del sistema financiero²³.

La política monetaria fue, en consecuencia, endógena a las necesidades de financiamiento del Tesoro, y condicionada a los cambios en la política cambiaria, con la aplicación del llamado “cepo cambiario” desde noviembre de 2011: básicamente un sistema poco transparente y cambiante de controles para la compraventa de divisas aplicados por la Administración Federal de Ingresos Públicos, organismo que no es autoridad de aplicación en el mercado de divisas. Las expectativas de devaluación se fueron exacerbando progresivamente, forzando al gobierno a utilizar al BCRA como brazo ejecutor de intervenciones en el mercado de futuros, que finalmente terminaron en un resultado ruinoso para la entidad luego del cambio de autoridades en diciembre de 2015. Como era de esperar, y dada la intervención al INDEC, que pulverizó toda credibilidad en las estadísticas públicas, era absolutamente inviable imaginar siquiera la puesta en vigencia de un régimen de “inflation targeting”. Máxime cuando para la nueva Carta Orgánica del BCRA la misión prioritaria de la entidad ya no era la preservación del valor de la moneda local.

Las autoridades que asumieron en diciembre de 2015 iniciaron un progresivo desmantelamiento de gran parte de las regulaciones entonces vigentes, fundamentalmente el control de cambios con tipo de cambio múltiple, el bloqueo al libre movimiento de capitales y a la liquidación de divisas por comercio exterior, y la intervención activa (y a pérdida) del BCRA en operaciones de futuros de tipo de cambio. En línea con una intención de promover el crédito y una mayor profundización financiera se han promovido líneas de créditos hipotecarios ajustables por inflación, la expansión de los medios electrónicos de pago, y la habilitación de bancos on-line (“e-banking”). En materia de lucha contra la inflación, se mantuvo sin cambios la indexación de jubilaciones, sin interferencia estatal en los ajustes por inflación de contratos privados, como es el caso de los alquileres. Se fue retirando de la economía, si bien no totalmente, la intervención de la Secretaría de Comercio del actual Ministerio de la Producción en la regulación de precios al consumidor, mientras la autoridad monetaria mantuvo, un sistema de flotación administrada o “sucúa” para el tipo de cambio.

Los precios regulados que acumularon años de ajustes pendientes (tarifas de electricidad, gas natural y agua potable) registraron subas algo desordenadas en abril y mayo de ese año, motivando controversias judiciales que se resolvieron con el llamado a las audiencias públicas que reclamaban las asociaciones de consumidores. Estas audiencias, finalmente, convalidaron la necesidad de un segundo ajuste de tarifas en el mes de octubre de ese año. Previamente, en el mes de agosto, la Corte Suprema anuló en un fallo unánime las subas de tarifas de gas pa-

23) La reforma fue propuesta por la entonces Diputada Nacional Mercedes Marcó del Pont en un proyecto del año 2007, que tuvo dictamen favorable de la Comisión de Finanzas del Congreso de la Nación. Dicho proyecto no avanzó, pero en febrero de 2012 el Poder Ejecutivo, remitió un nuevo proyecto, con reformas adicionales a los planteados por el proyecto de Marcó del Pont, quien a esa fecha era la presidente del BCRA.

ra usuarios residenciales, ordenando retrotraerlas al cuadro tarifario de marzo de 2016. Aun así, las autoridades sostenían que en algún momento se iba a tratar de poner en marcha un régimen de metas de inflación.

El 13 de enero de 2016 el Ministro de Economía y Finanzas, Alfonso Prat Gay presentó públicamente un listado de metas fiscales y de inflación para el período 2016-2019. Las metas fiscales eran de un déficit primario del Sector Público No Financiero de 4,8% del PIB para 2016, 3,3% en 2017, 1,8% en 2018 y 0,3% en 2019. En materia de inflación, anunció objetivos en términos de bandas objetivo de inflación decrecientes: entre 20% y 25% para 2016, entre 12% y 17% para 2017, entre 8% y 12% para 2016, y entre 3,5% y 6,5% para 2019. **Hasta el presente no se ha publicado el modelo analítico subyacentes a tales metas, que así planteadas, se presentaron públicamente como una expresión cuantitativa del compromiso verbal con retomar un sendero de mínima disciplina fiscal y monetaria.**

Posteriormente, el 28 de abril de 2016 el Secretario de Finanzas, Luis Caputo, presentó el Programa Financiero 2016 donde se explicitó una reducción de 19,3% respecto de 2015 del financiamiento al Tesoro vía adelantos del BCRA, hasta un máximo de \$ 160.000 millones. A su vez, el presidente del BCRA, Federico Sturzenegger, presentó públicamente el Programa Monetario 2016, con el objetivo de “mantener la tasa de inflación de 2016 lo más cerca posible del 25% y que se acomoden las expectativas por debajo de 20% para 2017”. Además, anunció en esa oportunidad que en septiembre presentaría los lineamientos de un régimen de “inflation targeting” a ser adoptado formalmente a partir de enero de 2017. En la presentación de dicho Programa se expresa que “el nivel de tasa de interés se determina buscando influir sobre la dinámica de la inflación y **sobre las expectativas del público**”²⁴. Este principio se ha mantenido sin cambios en el régimen de “inflation targeting” vigente desde enero de este año.

El 27 de septiembre presentó los lineamientos de dicho programa²⁵. Las metas de inflación son las mismas que anunciara Prat Gay en enero de 2016. En su presentación, **el presidente del BCRA sostuvo que la oferta monetaria es endógena**, y que el instrumento de política del nuevo régimen será un corredor de tasas de pases activos y pasivos, y la tasa de interés de las Letras del BCRA (LEBAC) a 35 días hasta fin de año. A partir de enero de 2017, la tasa de política monetaria es la de pases pasivos a 7 días.

Las operaciones con pases pasivos y las tasas de referencia pasaron a ser determinadas por un Consejo de Política Monetaria integrado por el Presidente del BCRA, los Vicepresidentes primero y segundo, el Gerente General y los subgerentes de Investigaciones Económicas y de Operaciones. Este Consejo se reúne semanalmente para definir los días martes la tasa de política monetaria, la cual se comunica dos martes al mes. También estarán a cargo de los términos de las licitaciones de LEBAC, que a partir de enero de 2017 pasaron a realizarse con frecuencia mensual, y no semanal como en 2016. Para las mediciones de inflación se utiliza el IPC del INDEC, tomándose el indicador de mayor alcance nacional que se publique.

En la citada presentación, al igual que en la página web del BCRA se prevé como mecanismo de transparencia informativa la publicación diaria de las operaciones de pases, el monto diario de circulación de LEBAC y un informe mensual sobre las licitaciones de LEBAC. A su vez, el BCRA publica sus explicaciones y visión de la política monetaria a través de los Comunicados de Política Monetaria (dos por mes), un Informe Monetario Mensual y el Informe de Política Monetaria que presenta trimestralmente el Presidente del BCRA en conferencia de prensa ²⁶.

24) Ver http://www.bcra.gob.ar/Pdfs/Prensa_comunicacion/PresentacionPoliticMonetarias2016.pdf

25) Ver http://www.bcra.gob.ar/pdfs/prensa_comunicacion/Metas_de_inflacion26092016.PDF

26) Hasta el presente, el BCRA no elabora ni publica minutas como las de la Reserva Federal, que permitan conocer a los mercados los debates y argumentos eventualmente divergentes de los miembros del Comité, a la hora de adoptar decisiones sobre la tasa interbancaria elegida como instrumento de política.

5.2. Funcionamiento y perspectivas

Inicialmente el BCRA fija semanalmente las tasas para pasivos activos y pasivos a 7 días. Según la suba o baja de ese indicador, y con la intervención del BCRA en el mercado de pasivos, puede expandir o contraer la cantidad de dinero. Esta, sin embargo, puede no estar convalidada por una mayor o menor demanda de dinero, de modo que en caso de observarse liquidez adicional o faltante, el BCRA actúa automáticamente para cubrir dicha brecha. En ese caso, la autoridad monetaria no sólo emite o contrae dinero vía operaciones de pasivos, sino que también lo hace mediante las subastas de LEBAC y notas del BCRA y la compraventa de estos y otros títulos en el mercado secundario. Sin embargo, la emisión de LEBAC (que es un título de deuda emitido por el BCRA) se realiza fundamentalmente para esterilizar la emisión de base monetaria asociada a la compra de divisas que deposita el Tesoro en el BCRA como resultado de sus emisiones de deuda en el exterior.

La mecánica instrumentada en lo que va del año, es bastante flexible, ya que el corredor de pasivos es ajustado a la suba o a la baja, según la interpretación del BCRA del futuro rumbo de la inflación, las expectativas de inflación y las necesidades de liquidez de las entidades financieras.

Al igual que en otros países, es claro y evidente que el régimen de metas oficiales de inflación tiene un doble propósito: a) servir de guía al BCRA respecto de lo necesario o faltante para reducir la inflación a niveles mínima, y b) alinear las expectativas del público a las metas del BCRA.

Este último propósito no es necesariamente el más relevante de un régimen de “inflation targeting”, pero es claro y evidente que la intención visible del BCRA es la de inducir al público a creer en la viabilidad de las metas anunciadas. Si ocurrirá o no, es algo que depende de la credibilidad en los anuncios y acciones de las autoridades. Por consiguiente, el eventual fracaso de la estrategia, depende tanto de su implementación en la práctica, como de las reacciones del sector privado y en particular de su credibilidad en la misma para controlar o combatir la inflación.

En este sentido emergen, y subsisten no pocas dudas respecto de la estrategia elegida. En primer lugar se ha presentado públicamente que la única forma de frenar presiones inflacionarias es vía suba de las tasas de pasivos y las de las LEBAC, que están prácticamente arbitradas. Esto implícitamente supone que el mercado interbancario tiene un impacto directo sobre todos los vectores de tasas de rendimiento (bancarias, de títulos públicos, de otros activos), y que estas son las que corrigen los excesos de oferta/demanda de dinero y de bienes.

Lo que cuenta, entonces es el ajuste endógeno de los agregados monetarios vía sustitución entre depósitos y otros activos. Sin embargo, este supuesto ignora deliberadamente el impacto del crecimiento de la base monetaria sobre la demanda agregada y los precios de los bienes. Desde hace varios años se observa un crecimiento de la base monetaria superior al crecimiento del PIB, y simultáneamente un crecimiento de la demanda agregada a mayor velocidad que el PIB. Además, no se observa, hasta ahora, evidencia empírica convincente de que el mecanismo de transmisión monetaria vía efectos sustitución por cambios en tasas de interés interbancarias **nominales** de corto plazo, opere plenamente hasta afectar, con mínimo rezago a las tasas de interés **reales** de largo plazo, relevantes para decisiones de inversión, o de consumo-ahorro. **Ello requiere un mercado interbancario y un mercado de deuda pública y privada de mayor profundidad que el existente hasta ahora en nuestro país, y un grado de bancarización de la economía mucho más alto.** Mientras tanto, el efecto impacto de la operatoria de pasivos sobre la posición de liquidez de los principales bancos, queda “encapsulado” en dichas entidades, sin efecto visible en el resto de la economía²⁷.

Por otro lado la intención de bajar la inflación vía manejo exógeno de estas tasas desde la autoridad monetaria supone entonces que el BCRA puede manejar la base monetaria, de manera directa, o indirectamente en el mercado de pasivos, emitiendo nueva deuda propia (LEBAC), o con operaciones de mercado abierto en el mercado secundario de títulos. Sin embargo, en sus presentaciones del nuevo régimen, las autoridades sostienen que la oferta de dinero es endógena, y en un régimen de tipo de cambio flexible (flotación administrada). Si se admite

27) Esto torna más relevante el rol de los ajustes de precios relativos y sus efectos directos, y también inercial, que tornan inefectiva las estrategias gradualistas de desinflación basadas sólo en el control de agregados monetarios. Al respecto, esto torna inevitable que recobren cierta vigencia contribuciones sobre esta cuestión de cuatro décadas atrás -ver de Pablo (1976), Canavese (1977) y de Pablo (1977).

que es endógena, es claro que la potencia de las intervenciones del BCRA se verán fuertemente limitadas, por cuanto se está admitiendo escaso control propio de la base monetaria. Si bien se está en presencia de una progresiva reducción de la emisión para proveer adelantos al Tesoro, no hay límites para la recepción de divisas vía endeudamiento público, y por consiguiente tampoco para la emisión de LEBACs a efectos de esterilizar la emisión de dinero primario atado a la recepción de esas divisas. Además, esos títulos tarde o temprano habrán de ser cancelados cuando el mercado financiero opte por no aceptar nuevas LEBACs en pago de LEBACs vencidas. Si el “control” de la emisión pasa a ser así, la simple sustitución de emisión presente por emisión futura, la efectividad del manejo de tasas interbancarias para influir sobre expectativas es muy limitado.

En cuanto al impacto sobre la inflación, el mismo será mayor cuanto menor sea el impacto de ciertos precios absolutos o relativos que escapan al control directo de la autoridad monetaria. En ese sentido, el escenario de partida cuenta. Se heredó una economía con precios de servicios públicos artificialmente bajos, provistos por empresas que reciben a cambio subsidios estatales. Reducirlos para mejorar las cuentas fiscales es un imperativo, pero a cambio de esa quita debe permitirse la actualización de tarifas. Luego de más de una década de falta de ajuste en línea con la evolución de costos salariales y no salariales, una normalización rápida supone aumentos de tarifas no soportables ni por empresas ni por consumidores. La dinámica de ajustes tiene impacto directo sobre precios al consumidor y sobre el ingreso disponible. Por consiguiente, al menos en el corto plazo, la efectividad del nuevo régimen sobre la dinámica de la inflación observada también se ve limitada por la existencia de inflación reprimida en tarifas de electricidad, gas natural y agua, además de las demoradas actualizaciones en el costo de pasajes urbanos e interurbanos en todo el país.

Por otro lado, también emergen inevitables dudas respecto de la viabilidad del nuevo régimen. El mismo se pone en vigencia en una economía pequeña, abierta al movimiento de capitales y con un mercado de cambios libre de controles prohibitivos. En ese caso, las tasas de interés están arbitradas con las internacionales, y el rendimiento de activos locales no puede ser inferior a la suma del rendimiento en dólares de activos comparables del exterior, más prima de riesgo país, más la depreciación esperada del peso respecto de otras monedas. Como lo prevé el llamado “dilema triple” o “trilema” de economías abiertas, cuando se adopta un régimen de tipo de cambio flexible, se presenta la posibilidad de controlar la oferta monetaria y/o las tasas de interés. En este caso se intenta influir sobre las expectativas tomando como instrumento las tasas de interés de corto plazo, pero no es claro cómo puede influir sobre tasas a más largo plazo endógenas a la prima de riesgo país y a la expectativa de depreciación del peso. **Sin embargo, en presencia de libre movilidad de capitales, es imposible dicho control, al menos de manera permanente: las tasas de interés en moneda local están determinadas exógenamente por las tasas internacionales y las primas de riesgo (cambiario, de transferencia, de default soberano) determinadas en los mercados de capitales del exterior.** Ergo, un sistema como el adoptado es en extremo vulnerable a shocks exógenos por el lado de la cuenta de capitales de la balanza de pagos. Su efecto impacto sería pleno sobre los rendimientos de los activos domésticos en moneda local (tanto en sus niveles como en su volatilidad). **El impacto final esperado sobre tasas de interés y sobre la inflación local es, a priori, indeterminado.**

En breve, es más que limitada la capacidad efectiva del banco central de una economía pequeña, abierta a los movimientos de capitales y con tipo de cambio flotante (sea esta flotación libre o “sucia”) de controlar expectativas y la dinámica de la inflación utilizando como instrumento una tasa interbancaria a 7 días. Más aún, cuando los mecanismos de transmisión a todos los precios son poco fluidos debido tanto a rigideces institucionales y costos de transacción, como por la baja profundidad del sistema financiero formal.

Un problema práctico y de difícil resolución se puede presentar si los mercados perciben que en realidad se está utilizando la tasa de interés de corto plazo para estabilizar el tipo de cambio²⁸. Otro, si en la práctica se percibe que la transmisión de señales de la autoridad monetaria es confusa, ajustando la tasa de control monetario a cambios en indicadores de expectativas de inflación, o de precios particulares, y no en función de la efectiva convergencia o no de la inflación observada a las metas oficiales.²⁹ **En el primer caso, sería visible la inexistencia de**

28) Ver Calvo (2017) y Diamante (2017).

29) Ver Rubini (2017 a y b).

ancla nominal, lo cual tornaría inevitable abandonar el régimen y adoptar otra estrategia para luchar contra la inflación. En el segundo, se tornaría inestable el comportamiento observado y esperado de la autoridad monetaria, erosionando significativamente la credibilidad en las metas oficiales y en la autoridad monetaria.

En el corto plazo son recurrentes, además, ciertas dudas respecto del tipo de juego estratégico que plantea el BCRA: **para algunos agentes, fundamentalmente los participantes del sistema financiero y los inversores informados, los cambios en las tasas de corto plazo señalizan la intención (exógena) del BCRA de regular los excesos o deficiencia de liquidez en línea con un sendero descendente de inflación; para otros, en cambio, las tasas de pases se mueven endógenamente, o sea, reflejan la reacción ex post del BCRA ante cambios en la inflación.** Unos lo ven, entonces, como un “arma” activa antiinflacionaria, y otros como una variable que no es “líder”, sino “seguidora” de indicadores públicos de inflación observada y esperada³⁰.

Ciertamente esto muestra aspectos a mejorar desde una perspectiva comunicacional por parte de la autoridad monetaria. De no corregirse, la credibilidad en la efectividad futura, al menos, del nuevo régimen, seguirá siendo baja. **En ese caso se torna necesario para los agentes económicos “descubrir” cuál es el verdadero modelo macroeconómico de la autoridad monetaria. No habiéndose explicitado cuál es el modelo subyacente de donde surgieron las metas de inflación, ni por el cual se modifica la tasa de pases a 7 días, los agentes del sector privado pueden tener interpretaciones heterogéneas de cada futura “movida” del BCRA, y de sus efectos**³¹. El resultado es el de ajustes de precios que desvíen a la inflación observada de las metas oficiales por más tiempo que el deseado por el BCRA.

Si de manera persistente la inflación no converge a la meta oficial, claramente debe modificarse o bien la meta, o bien el set de instrumentos para alcanzarla. Como bien lo ha remarcado Frenkel (2006):

“La meta de inflación establece un ancla nominal en la economía, a la cual **debe** converger la inflación a través de la instrumentación de la política, esto es, a través de las decisiones del Banco Central con respecto a la tasa de interés. **Si la meta y la política del Banco Central son creíbles, la meta de inflación influye efectivamente sobre las expectativas.** La influencia sobre las expectativas es uno de los principales mecanismos de operación del esquema, por eso **la credibilidad es una cuestión crucial** del mismo”.

La credibilidad, obviamente, es algo que se gana gradualmente, paso a paso. En ese sentido, probablemente no haya sido un acierto anunciar verbalmente en el primer trimestre de este año, que el BCRA tiene otro objetivo prioritario, que es el de acumular reservas internacionales hasta alcanzar al 15% del PIB. Dado que la autoridad monetaria no tiene control efectivo sobre las cuentas externas, y el principal aportante de divisas es el Gobierno Nacional vía endeudamiento externo, bien podría entenderse tal afirmación como en línea con la dominancia fiscal que no debería existir en un régimen de “inflation targeting”. ¿Cómo alcanzar esa meta de reservas internacionales? Deben comprarse con emisión monetaria, y esta a su vez absorberse (esterilizarla) con emisión de LEBAC. La esterilización vía mayor emisión de LEBAC no sería incoherente con una mayor tasa de interés, pero sí con expectativas de menor emisión futura de dinero y con el deseo de una reducción de la tasa activa para promover el crédito, objetivo también prioritario para la Administración Nacional. Ahora también con la percepción de que no aumentará el tipo de cambio real, sino más bien tenderá a mantenerse bajo y en descenso, salvo que la inflación observada descienda rápidamente a una tasa de inflación igual o inferior a la de los principales socios comerciales. A la complejidad del problema y a las dificultades para ganar credibilidad, asoma además este problema de coherencia básica: aspirar a alcanzar varios objetivos: bajar la inflación esperada, bajar la inflación observada, acumular reservas, evitar (al menos implícitamente) que aumente la volatilidad cambiaria, sólo con un instrumento, una tasa de interés interbancaria a 7 días. No hace falta invocar la obra ya clásica de Jan Tinbergen, para observar la inviabilidad de alcanzar cuatro objetivos de política con sólo un instrumento...

30) Ver Rubini (2017 a).

31) Estas cuestiones tienen décadas de discusión en la literatura teórica sobre equilibrios “auto-confirmados” -ver King y Watson (1994) y Sargent (1999)-.

Por otro lado, **si con el propósito de ganar credibilidad el BCRA “fuerza la marcha” exacerbando la suba de tasas de interés, puede aumentar la fragilidad del sistema financiero de mantenerse sin corrección el déficit del sector público no financiero y su financiamiento vía deuda externa, que a su vez presiona a la baja al tipo de cambio.**

Al problema de tratar de reducir la inflación se suma, además, el de la apreciación real de la moneda local, con su impacto negativo en el ingreso nacional y en la demanda de dinero local, y el de un potencial aumento de inco-brabilidad de préstamos. **En una economía que de facto sigue siendo bimonetaria, significa aumentar peligrosamente la fragilidad de los bancos, en caso de potenciales súbitas salidas de capitales que podrían provocar saltos inesperados en el tipo de cambio, difícilmente reversibles**³².

Similar problema emerge, una vez más con relación al “trilema”. Bajo flotación libre, el BCRA no debiera intervenir en el mercado cambiario. Sin embargo, frente a compras especulativas de divisas como las observadas en julio y agosto pasado, tanto la banca oficial como el BCRA optaron por vender divisas para frenar la suba del tipo de cambio. Pero si se controla el tipo de cambio, se pierde el control de la cantidad de dinero, y con libre movilidad de capitales, también el de las tasas de interés, instrumento para el “inflation targeting”.

El BCRA queda entonces, frente a un dilema de difícil resolución: si fija tasa de interés, el tipo de cambio queda indeterminado, y si controla o fija el tipo de cambio, el control sobre las tasas de interés podría mantenerse si se esteriliza la compra de divisas con la venta de títulos. Pero si el BCRA emite pasivos onerosos (LEBAC) como instrumento de esterilización, en lugar de absorber base monetaria vendiendo títulos de su activo, tarde o temprano se dificultará el control de las tasas de interés. **Una condición básica de sustentabilidad y de consistencia temporal es que los pasivos monetarios y no monetarios del BCRA no aumenten explosivamente.**

En presencia de una dinámica de crecimiento de base monetaria y de LEBAC a mayor velocidad que el PIB, con déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, y aumentos pendientes en precios regulados, cuya dinámica nada tiene que ver con tasas de interés interbancarias o agregados monetarios, el desempeño inicial de un esquema de “inflation targeting” no es demasiado auspicioso. El año 2017 cerrará con una inflación entre 23% y 25%, inferior a la de 2016 en unos 12-15 puntos, lo que se percibe por parte de las autoridades como un inequívoco éxito. Sin embargo, es un nivel que supera al promedio de 14,5% de la banda objetivo que se planteó el BCRA como meta, entre 12% y 17%. Esto es, una inflación entre 58,6% y 72,4% superior al 14,5% mencionado. La magnitud del desvío respecto de la meta es visiblemente significativa, y dificulta la tarea de la autoridad monetaria de “convencer” a los mercados de que la meta es creíble, e inducir a empresarios y a sindicalistas a ajustar sus expectativas siguiendo las metas de la autoridad monetaria.

5.3. Consideraciones finales

Las dudas que persisten probablemente exijan revisar tanto la mecánica de financiamiento del fisco, como la de esterilización de los pasivos monetarios de la autoridad monetaria. La misma se lleva a cabo con pasivos no monetarios del propio BCRA. Esta mecánica que incrementa de manera permanente el déficit cuasifiscal del BCRA no ha sido modificada. Llamativamente tampoco se ha optado por alguna forma legal de sustituir los títulos de deuda del Tesoro ilíquidos en el activo del BCRA por otros que se negocien en oferta pública, y que permitan al BCRA reducir el stock de LEBACs.

El escenario actual carece, entonces, de una “tecnología legal o de compromiso” que fuerce al Tesoro a reducir el déficit fiscal a ser financiado con deuda externa, ni al BCRA a reducir el stock de pasivos monetarios y no monetarios. Bajo estas condiciones, controlar el crédito vía suba de tasas a 7 días, y no la base monetaria y los pasivos no monetarios,

32) Tarde o temprano, este problema, o su anticipación, forzará a revisar la actual política de abandono de todo mecanismo o instrumento de control a los movimientos de capitales. Ver, al respecto Rey (2013) y Obstfeld (2015). Un riesgo cierto podría ser el de una súbita reversión del ingreso de capitales de los dos últimos años, que podría generar una abrupta suba del tipo de cambio, con traslado a la inflación. En ese caso se podría complicar la cancelación de deudas bancarias ajustadas por inflación, avivando expectativas de insuficiencia de liquidez de los bancos para devolver los depósitos. Una crisis “gemela” (de balanza de pagos y bancaria) precedida por un gran ingreso de capitales interrumpido drásticamente, o sea una forma de las llamadas “crisis de balanza de pagos de segunda generación” asoma como un riesgo no trivial para el actual régimen. Eliminarlo de raíz exige, sin dudas ir a la raíz del problema: el persistente déficit fiscal financiado con deuda externa, que presiona a la baja al tipo de cambio nominal y al tipo de cambio real, afirmando, lenta pero inexorablemente, las expectativas de una futura devaluación.

no luce como una forma eficaz de atacar el problema inflacionario, y de manera creíble. **Si el déficit fiscal es imposible de reducir por razones o restricciones fundamentalmente políticas y de carácter permanente, la Argentina deberá convivir largos años con atraso del tipo de cambio real y tasas de inflación iguales o mayores a las actuales.**

Probablemente, tanto el uso de las tasas a 7 días y la viabilidad de otros instrumentos complementarios a la tasa de interés sean materia de debate en el futuro cercano. Si algo ha quedado en evidencia es que con un solo instrumento no se pueden enfrentar shocks heterogéneos y de diversos orígenes. En todo caso, y a los efectos prácticos, luce evidente que las autoridades tarde o temprano deberán revisar la interrelación entre instrumentos de política monetaria y otros alternativos, dadas las restricciones iniciales con las que el nuevo régimen debe (y deberá) convivir en sus primeros años de experimentación.

Lo que sí queda claro es que se cuenta hoy con un stock de conocimientos suficientemente debatido y aceptado respecto de cómo reducir o eliminar la inflación, así como de sus costos y beneficios. En la discusión del régimen de “inflation targeting”, más allá de su aceptación o rechazo, los participantes son conscientes (explícitamente o no) de lo siguiente:

- a) la inflación es un fenómeno monetario,
- b) los factores no monetarios de propagación, son heterogéneos, específicos de cada país, y no son irrelevantes a la hora de aplicar cualquier estrategia de estabilización con cierta probabilidad de éxito,
- c) la inflación es un fenómeno que no es distributivamente neutro, ni en el corto ni en el largo plazo,
- d) por lo anterior, y fundamentalmente por el punto c), la elección de una estrategia específica de política para reducir (o no) la inflación, es esencialmente una decisión política, no económica.

La adopción del “inflation targeting” es una reacción frente a las políticas precedentes que se caracterizaron por un visible desorden, además del marcado desdén por el uso de políticas convencionales, generalmente aceptadas, para estabilizar precios. Fruto de ello fue la manipulación de las estadísticas oficiales, el mantenimiento por períodos prolongados de precios controlados, y una política monetaria errática con una fuerte dominancia fiscal. Corregir la misma exige reformar la Carta Orgánica del BCRA, para que dicha entidad vuelva a recuperar su independencia total del Tesoro, del modo que sea materialmente imposible incurrir en “desvíos” de objetivos monetarios y de inflación, subordinados a una función de agente financiero del Estado que es fuente recurrente de emisión monetaria con impacto inflacionario.

Desde una perspectiva estrictamente económica, sabemos cómo evitar la inflación y cómo reducirla. La opción elegida apunta a reducir desde el corto plazo las influencias externas sobre la inflación que escapan al control de la autoridad monetaria. El primer año de experiencia con las metas de inflación, no indican que se haya logrado. Las condiciones iniciales cuentan: con precios regulados notablemente inferiores a los coherentes con el equilibrio financiero de los sectores sujetos a esas regulaciones, básicamente empresas de servicios públicos, sus reajustes han sido y siguen siendo fundamentales para la trayectoria de la inflación en el corto plazo. Algo además inevitable en presencia de reformas legislativas que conducen a una generalizada indexación de contratos, precios regulados y de la base imponible de impuestos legislados.

La lucha contra la inflación parece, entonces, requerir un programa con más instrumentos, aunque daría la impresión de que no hay suficientes incentivos para hacerlo. Algo nada nuevo en nuestro país: las estrategias monetarias de cierta disciplina o con sesgo contractivo, son inefectivas cuando no se cuenta con un marco institucional que ponga rápido fin a políticas fiscales expansivas, o de decisiones sobre la liberalización o no de los flujos de capitales o sobre la política cambiaria, o de ingresos, totalmente incoherentes con expectativas de inflación a la baja.

La no desaparición de la inflación en el corto y largo plazo no se explica sólo por factores adjetivados genéricamente como “estructurales”. Si por no menos de seis décadas como sociedad hemos tenido (salvo el período 1991-2001) inflación persistente y superior a buena parte del resto del mundo, no ha sido por no saber cómo eliminarla, sino porque no se ha querido eliminarla. Si hay o habrá voluntad y decisión política para cambiar esta historia, es algo que todavía está por verse. Lo que sí empieza a quedar claro, al menos, es que la aplicación de un régimen de metas de inflación y nada más, sería condición necesaria, pero a todas luces insuficiente para reducir y mantener la inflación a niveles más bajos, y de manera permanente.

Referencias

- Akerlof, G.A. y J. L. Yellen (1985): "A Near-Rational Model of the Business Cycle, with Wage and Price Inertia". *The Quarterly Journal of Economics*, 100 Issue Supplement, 823-838.
- Akerlof, G.A. y J. L. Yellen (1985): "Rational Models of Irrational Behavior". *The American Economic Review*, 77(2), 137-42.
- Akerlof, G.A. y J. L. Yellen (1990): "The Fair Wage-Effort Hypothesis and Unemployment". *The Quarterly Journal of Economics*, 105 (2), 255-283.
- Auernheimer, L. (1974): "The Honest Government's Guide to the Revenue from the Creation of Money". *The Journal of Political Economy* 82 (3), 598-606.
- Azariadis, C. (1975): "Implicit Contracts and Underemployment Equilibria", *The Journal of Political Economy*, 83 (6), 1183-1202.
- Baily, M.N. (1974): "Wages and Employment under Uncertain Demand", *Review of Economic Studies* 41(1), 37-50.
- Ball, L. y N.G. Mankiw (1994): "Asymmetric Price Adjustment and Economic Fluctuations", *The Economic Journal* 104 (423), 247-261.
- Ball, L. y D. Romer (1989): "The Equilibrium and Optimal Timing of Price Changes", *Review of Economic Studies* 56 (2), 179-198.
- Ball, L. y D. Romer (1991): "Sticky Prices as Coordination Failure", *The American Economic Review*, 81(3), 539-552
- Bernanke, B. S. y M. Gertler (1989): "Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations", *The American Economic Review*, 79(1), 14-31.
- Bernanke, B. S. y F.S. Mishkin (1997): "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?", *NBER Working Paper No. 5893*. National Bureau of Economic Research. Cambridge, MA.
- Bernanke, B. S., T. Laubach, F. S. Mishkin, y A. S. Posen (1999): *Inflation Targeting. Lessons from the International Experience*. Princeton University Press.
- Blanchard O. (2017): "Do DSGE Models Have a Future?", en *DSGE Models in the Conduct of Policy: Use as Intended*, ed. por R. S. Gürkaynak y C. Tille. Centre for Economic Policy Research (CEPR). Londres. Cap. 9.
- Blinder, A. S. (1987): "Credit Rationing and Effective Supply Failures", *The Economic Journal* 97 (386), 327-352.
- Calvo, G. A. (1978): "On the Time Consistency of Optimal Policy in a Monetary Economy". *Econometrica* 46 (6), 1411-1428.
- Calvo, G. A. (1983): "Staggered Prices in a Utility Maximizing Framework." *Journal of Monetary Economics*, 12(3), 383-98.
- Calvo, G. A. (2017): "Diagnóstico y Retos de la Economía Mundial". *Presentación en el Consejo de Profesionales de Ciencias Económicas de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires*. 21 de septiembre de 2017.
- Canavese, A. J. (1977): "Sobre Inflación Estructural, Dinero Pasivo e Indexación: Reflexiones y Precisiones sobre un Trabajo de J. C. de Pablo", *Económica-La Plata*, 23 (3), 245-252.
- Canavese, A. J. (1979): "Inflación y Crecimiento: Una Síntesis de los Modelos Estructurales Latinoamericano y Europeo". *Anales de la Asociación Argentina de Economía Política*.
- Canavese, A. J. (1980): "La Hipótesis Estructural en la Teoría de la Inflación". *Anales de la Asociación Argentina de Economía Política*.
- Caplin, A.S. y D. F. Spulber (1987): "Menu Costs and the Neutrality of Money", *The Quarterly Journal of Economics*, 102 (4), 703-726.
- Carrasco, M., y K. Schmidt-Hebbel (2016): "The Past and Future of Inflation Targeting". *Mimeo*. Universidad Católica de Chile. Santiago.
- Céspedes, L.F., R. Chang y A. Velasco (2012): "Is Inflation Targeting Still on Target". *NBER Working Paper 18570*. National Bureau of Economic Research. Cambridge, MA.
- Clarida, R.; J. Galí, y M. Gertler (1999): "The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective." *Journal of Economic Literature*, 37(4), 1661-707.
- Cooper, R. y A. John (1988): "Coordinating Coordination Failures in Keynesian Models", *The Quarterly Journal of Economics*, 103 (3), 441-463.
- De Grauwe, P. y M. Polan (2005): "Is Inflation Always and Everywhere a Monetary Phenomeno?" *The Scandinavian Journal of Economics*, 107 (2), 239-259.
- de Pablo, J.C. (1976): "Un Modelo de Dinero Pasivo de Patrón Variable", *Económica-La Plata*, 22 (2-3), 161-172.
- de Pablo, J.C. (1977): "Un Modelo de Dinero Pasivo de Patrón Variable. Respuesta a un Comentario", *Económica-La Plata*, 23 (3), 253-256.
- Diamante, S. (2017): "Guillermo Calvo: La Tasa de Interés es una Herramienta Muy Débil para Bajar la Inflación". *Diario La Nación*. Buenos Aires. 8 de noviembre de 2017. En <http://www.lanacion.com.ar/2080067-guillermo-calvo-la-tasa-de-interes-es-una-herramienta-muy-debil-para-bajar-la-inflacion>
- Diamond, P. (1982): "Aggregate Demand Management in Search Equilibrium", *The Journal of Political Economy*, 90 (5), 881-895.
- Dou, W. W., A. W. Lo, A. Muley, y H. Uhlig (2017): "Macroeconomic Models for Monetary Policy: A Critical Review from a Finance Perspective", *Mimeo*. Institute for Monetary and Financial Stability. Frankfurt.

- Fischer, S. (1977): "Long-Term Contracts, Rational Expectations, and the Optimal Money Supply Rule." *The Journal of Political Economy*, 85(1), 191-205.
- Freedman, C. y D. Laxton (2009): "Inflation Targeting Pillars: Transparency and Accountability". *IMF Working Paper WP/09/262*. International Monetary Fund. Washington DC.
- Frenkel, R. (2006): "El Esquema de "Inflation Targeting" y las Economías en Desarrollo. *Exposición en las Jornadas Monetarias y Bancarias del Banco Central de la República Argentina*. Buenos Aires, 6 de junio de 2006. Acceso en Internet: <http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/BCRA/frenkelroberto2.pdf>
- Gärtner., M. (2009): *Macroeconomics*. 3rd Edition. Prentice Hall-Pearson Education.
- Galí, J. (2017): "Some Scattered Thoughts on DSGE Models", en *DSGE Models in the Conduct of Policy: Use as Intended*, ed. por R. S. Gürkaynak y C. Tille. Centre for Economic Policy Research (CEPR). Londres. Cap. 8.
- Galí, J. y M Gertler (2007): "Macroeconomic Modeling for Monetary Policy Evaluation", *Journal of Economic Perspectives*, 21 (4), 25-46.
- Goodfriend, M (2007): "How the World Achieved Consensus on Monetary Policy", *Journal of Economic Perspectives*, 21, (4), 47-68.
- Gordon, R. (1974): "A Neoclassical Theory of Keynesian Unemployment", *Economic Enquiry*, 12 (4), 431-459.
- Guarino, J. (2011): "Impulsan en el Congreso Proyectos que Obligan al Banco Central a Adoptar Metas de Inflación". *Diario El Cronista Comercial*. Suplemento Finanzas & Mercados, pág. 3. Buenos Aires
- Heymann, D. (1986): "Tres Ensayos sobre Inflación y Políticas de Estabilización". *CEPAL-Doc. de Trabajo N° 18*. Naciones Unidas- Comisión Económica para América Latina y el Caribe. Oficina de CEPAL, Buenos Aires.
- Heymann, D. y A. Leijonhufvud (1995): *High Inflation*. Oxford University Press.
- Kamber, G., I. Karagedikli y G. Smith (2015): "Applying an Inflation-Targeting Lens to Macroprudential Policy 'Institutions'", *Journal of Central Banking*, 11 (4), 395-429.
- King, R. G. and M. W. Watson: "The Post-War U.S. Phillips Curve: A Revisionist Econometric History," *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 41, 157-219.
- Kydland, F. E., y E. C. Prescott (1977): "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans". *The Journal of Political Economy* 85 (3), 473-492.
- Mankiw, N. G. (1985): "Small Menu Costs and Large Business Cycles: A Macroeconomic Model of Monopoly", *The Quarterly Journal of Economics*, 100 (2), 529-538.
- Mankiw, N. G. (2000): "The Inexorable and Mysterious Tradeoff Between Inflation and Unemployment". *NBER Working Paper No.7884*. National Bureau of Economic Research. Cambridge, MA.
- Maynard, G. y W. Van Ryckeghem (1976): *A World of Inflation*. Batsford. London.
- McCallum, B. T. (1981): "Price Level Determinacy with an Interest Rate Policy Rule and Rational Expectations." *Journal of Monetary Economics*, 8(3), 319-29.
- McCallum, B. T. y E. Nelson (2004): "Targeting vs. Instrument Rules For Monetary Policy." *Working Paper 2004-011A*, Federal Reserve Bank of St. Louis.
- McCandless Jr., G. T. y W. E. Weber (1995): "Some Monetary Facts". *Quarterly Review* 19 (3), 2-11. Federal Reserve Bank of Minneapolis.
- Obstfeld, M. (2015): "Trilemmas and Trade-Offs: Living with Financial Globalisation". *BIS Working Papers N° 480*. Bank for International Settlements.
- Olivera, J. H. G. (1960): "La Teoría No Monetaria de la Inflación". *El Trimestre Económico* 27 (8), pág. 616-628.
- Olivera, J.H.G. (1967): "Aspectos Dinámicos de la Inflación Estructural". *Desarrollo Económico* 7 (27), 261-266.
- Parkin, M, y R. Bade (1982): *Modern Macroeconomics*. Phillip Allan-Oxford.
- Parrado, E. (2004): "Inflation Targeting and Exchange Rate Rules in an Open Economy". *IMF Working Paper WP/04/21*. International Monetary Fund. Washington DC.
- Rey, H. (2013): "Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence", en *Global Dimensions of Unconventional Monetary Policy, Proceedings of the Federal Reserve Bank of Kansas City*. Jackson Hole Symposium, 285-333.
- Rotemberg, J. J. (1982 a): "Monopolistic Price Adjustment and Aggregate Output", *The Review of Economic Studies*, 49 (4), 517-531.
- Rotemberg, J. J. (1982 b): "Sticky Prices in the United States", *The Journal of Political Economy*, 90(6), 1187-1211.

- Rubini, H. J. (2017 a): "Déficit, Deuda y "Carry Trade"" *Diario El Economista*. Buenos Aires, 26 de octubre de 2017. En <http://www.eleconomista.com.ar/2017-10-deficit-deuda-carry-trade/>
- Rubini, H. J. (2017 b): "Metas vs. Expectativas. ¿Hacia Dónde Va la Inflación?" *Diario El Economista*. Buenos Aires, 10 de noviembre de 2017. En <http://www.eleconomista.com.ar/2017-11-metas-versus-expectativas/>
- Sargent, T. J. y N. Wallace (1975): "'Rational' Expectations, the Optimal Monetary Instrument, and the Optimal Money Supply Rule", *The Journal of Political Economy*, 83(2), 241-54.
- Sargent, T. J. (1999): *The Conquest of American Inflation*. Princeton University Press.
- Shapiro, C. y J. E. Stiglitz (1984): "Equilibrium Unemployment as a Worker Discipline Device", *The American Economic Review* 74 (3), 433-444.
- Sjaastad, L. A. (1976): "Why Stable Inflation Fail: An Essay in Political Economy", en *Inflation in the World Economy*, ed. por M. Parkin y G. Zis, University of Toronto Press. Toronto, Canadá. Cap. 3.
- Stone, M. R. (2003): "Inflation Targeting Lite", *IMF Working Paper WP/03/12*. International Monetary Fund. Washington DC.
- Streeten, P. (1962): "Wages, Prices and Productivity", *Kyklos*, 15, 723-731.
- Svensson, L.E.O. (2003): "What is Wrong with Taylor Rules? Using Judgment in Monetary Policy through Targeting Rules", *Journal of Economic Literature*, 41(2), 426-477
- Svensson, L. E.O. (2005): "Targeting versus Instrument Rules for Monetary Policy: What Is Wrong with McCallum and Nelson?", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 87(5), pp. 613-25.
- Taylor, J. B. (1980): "Aggregate Dynamics and Staggered Contracts", *The Journal of Political Economy*, 88 (1), pp. 1-24.
- Taylor, J. B. (1993): "Discretion Versus Rules in Practice", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, pp. 195-214.
- The World Bank (2017): *The Monetary Policy Dilemma in Latin America and the Caribbean*. Semiannual Report. Office of the Regional Chief Economist. World Bank Group. Washington DC.
- Walsh, C. (1995): "Is New Zealand's Reserve Bank Act of 1989 an Optimal Central Bank Contract?", *Journal of Money, Credit and Banking*, 27 (4), Part 1, 1179-1191.
- Walsh, C. E. (2015): "Goals and Rules in Central Bank Design", *CESifo Working Paper Series 5293*. CESifo Group Munich.
- Winkler, B. (2000): "Which Kind of Transparency? On the Need for Clarity in Monetary Policy-Making", *Working Paper No. 26*. European Central Bank.
- Woodford, M (2003): *Interest and Prices*. Princeton University Press

Anexo

El caso de Nueva Zelanda

Este país fue el primero en aplicar en la práctica un régimen de metas de inflación en 1990, luego de la reforma de la Carta Orgánica del Banco de la Reserva de Nueva Zelanda (BRNZ). Concretamente, el 20/12/1989 el Parlamento neozelandés aprobó por unanimidad la nueva carta orgánica del BRNZ, vigente hasta hoy³³. Esa ley era parte de un agresivo proceso de reforma del Estado, para delimitar con claridad objetivos y responsabilidades de cada agencia del gobierno, e implantar un riguroso régimen de rendición de cuentas. Este fue uno de los pilares de las políticas pro-mercado de Sir Roger Douglas, ministro de Finanzas de origen laborista, que pusieron fin a más de 90 años de políticas fuertemente intervencionistas y tasas de inflación que recurrentemente superaban el 10% anual.

La Carta Orgánica del BRNZ establece lo siguiente:

- a) artículo 8°: la función primaria (aunque no exclusiva) de la entidad es “formular e implementar una política monetaria dirigida hacia al objetivo económico de alcanzar y mantener la estabilidad del nivel general de precios”;
- b) artículo 9°: las metas de inflación son acordadas entre el titular del BRNZ y el ministro de Finanzas;
- c) artículo 10° que al implementar la política monetaria el BRNZ debe tener en cuenta la estabilidad y solidez del sistema financiero, y prevé que el titular del BRNZ consulte a terceras personas para alcanzar y mantener el objetivo de estabilidad de precios;
- d) artículo 12°: permite al titular del BRNZ, por orden del Consejo Monetario de la entidad o por recomendación del ministro de Finanzas, orientar la política monetaria **hacia otros objetivos aparte de la estabilidad de precios, por hasta 12 meses**;
- e) artículo 17°: permite al Ministro de Finanzas ordenar al banco que intervenga en transacciones en moneda extranjera para influir sobre el tipo de cambio;
- f) artículo 18°: otorga al Ministro de Finanzas el poder de establecer los tipos de cambio para tales intervenciones y revocar algunas operaciones del BRNZ que se desvíen de los objetivos del Ministro;
- g) artículo 22°: si dichas operaciones no son coherentes con la meta de estabilidad de precios, el titular del BRNZ puede suspender estas intervenciones.

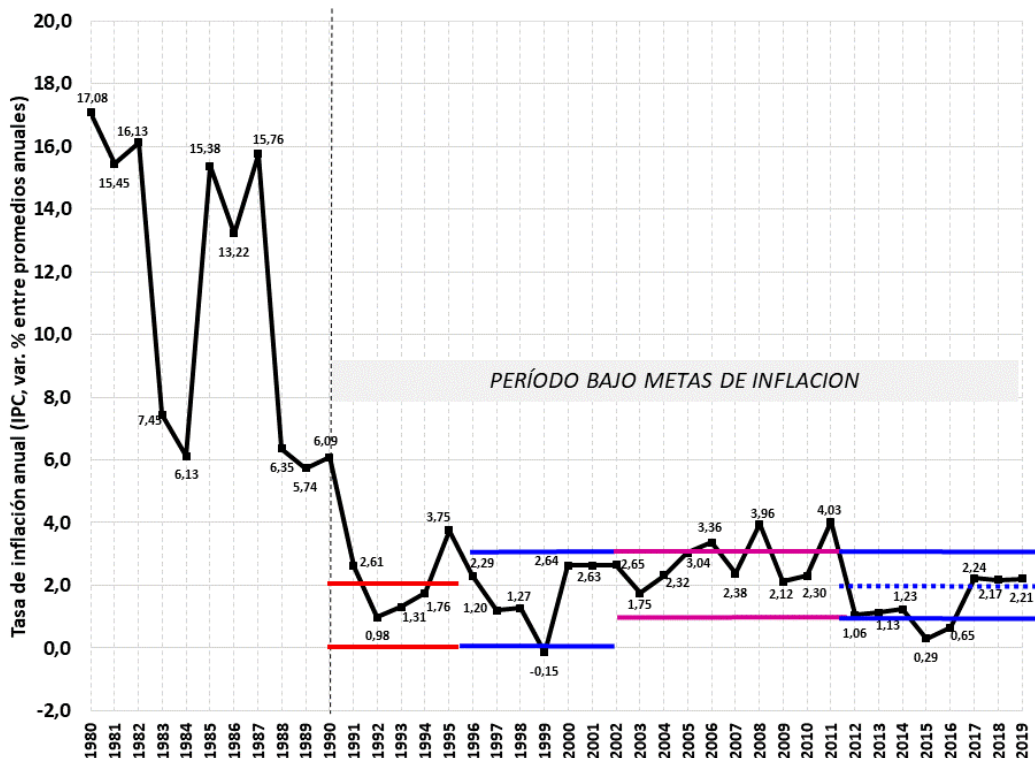
En la práctica el titular del BRNZ debe negociar y suscribir con el Ministro de Finanzas un Acuerdo de Metas de Política (PTA, en inglés), que debe incluir un objetivo de tasa de variación máxima del nivel general de precios. **No hay, entonces, “independencia” total del BRNZ respecto del responsable de la política fiscal, pero tampoco subordinación:** el BRNZ no tiene obligación alguna de seguir directivas del gobierno incoherentes con su meta de inflación. En caso de desacuerdo, **puede anular esas directivas por 12 meses y renegociar un nuevo PTA.**

En consecuencia, **no hay independencia de objetivos, aunque sí de instrumentos de política monetaria: los elige el BRNZ sin intervención o influencia de otros organismos o personas externas al mismo.** Esto significa que una vez celebrado ese acuerdo, el BRNZ se debe focalizar en la meta de inflación, aun cuando el PTA puede contemplar las flexibilidades arriba mencionadas, que contempla la Carta Orgánica de la autoridad monetaria.

Actualmente, el BRNZ publica el sendero anticipado de tasas de interés objetivo a 90 días, con escenarios alternativos, comentarios sobre las perspectivas de la política del propio banco, y discusión de sus riesgos inherentes. Entre 1990 y 1995 la meta era una tasa de inflación anual entre 0% y 2%. Entre 1996 y 2001 fue entre 0% y 3% anual. Entre 2002 y 2011, la banda objetivo pasó a ser entre 1% y 3% anual. Desde 2012 hasta la actualidad, una meta entre 1% u 3%, con foco en mantener la inflación lo más cerca posible del punto medio de la banda (2% anual).

33) New Zealand’s Reserve Bank Act.

Gráfico I: Nueva Zelanda: Inflación (IPC) observada y metas del Banco Central



Fuente: Fondo Monetario Internacional

Respecto del eventual incumplimiento de las metas, el responsable directo ante el gobierno es el Gobernador del BRNZ. El directorio no tiene explícitamente en su misión y funciones nada taxativo respecto de la formulación o ejecución de políticas. Su rol no es el de coadministrar la política monetaria, sino la de **monitoreo y contralor, en nombre del Gobierno, de lo que haga el Gobernador del BRNZ.**

A diferencia de la gran mayoría de bancos centrales de otros países, su rol es el de actuar como agente del gobierno para asegurar el cumplimiento de las metas de política. Esto es, entonces, una forma directa de control y rendición de cuentas, aunque sin “dominancia fiscal”.

La regla operativa, en definitiva, es simple: si el Gobernador del BRNZ no cumple con las metas del PTA, puede ser removido por el Ministro de Finanzas, o bien el directorio del BRNZ puede solicitar su destitución.

Si bien el BRNZ es percibido en el exterior como el que impone restricciones más rígidas al banquero central, la carta orgánica otorga a la autoridad monetaria márgenes relativamente amplios de flexibilidad:

- la serie de índice de precios relevante para la meta de inflación excluye, por ejemplo, los precios de commodities,
- el BRNZ, previo acuerdo con el Ministerio de Finanzas puede reajustar la meta si así lo considera necesario, en respuesta a shocks sobre los términos de intercambio,
- desde el inicio del régimen la meta no es un valor único, sino un rango de tasas de inflación con una distancia de dos puntos porcentuales entre el “piso” y el “techo” de la meta oficial;
- existe una cláusula de escape que permite abandonar las metas ya anunciadas en caso de ocurrencia de eventos totalmente inesperados.

Como observa Walsh (1995), un régimen de “inflation targeting” es absolutamente coherente con las complejidades de la Carta Orgánica, inclusive de aquellas que se detallan para asegurar una efectiva rendición de cuentas de las autoridades del banco central.

Los resultados de largo plazo han sido bastante auspiciosos. La inflación fue descendiendo gradualmente en ese

país, de poco más de 6% anual en 1990 a 0,98% en 1992³⁴. Luego fue aumentando, superando la meta anunciada en 1995, en que alcanzó el 3,75%. Sin embargo, y a pesar de lo previsto en la legislación vigente, el Parlamento neocelandés no removió al directorio del BRNZ. Más aún al inicio del régimen, continuó en su cargo Donald Thomas Brash, nombrado Gobernador del BRNZ en marzo de 1988. Brash fue mantenido en su cargo hasta abril de 2002. En los primeros 12 años del régimen, sólo en 3 de ellos la inflación superó la banda objetivo (1990, 1991 y 1995, y en uno la inflación fue inferior al rango de inflación objetivo (1999). Posteriormente, bajo el mandato de su sucesor, Allan Bollard (2002 a 2012), la inflación superó a las metas del BRNZ sólo en tres años (2006, 2008 y 2011). Lo sucedió Graeme Wheeler, entre septiembre de 2012 y septiembre de este año. En su mandato la inflación estuvo dentro de la banda oficial (entre 1% y 3% anual) salvo 2015 con una inflación anual de 0,29% y 2016 con 0,65% anual.

Esto deja abierto, como plantea Walsh (1995) márgenes para inconsistencias temporales, sobre todo si los salarios exhiben cierta rigidez a la baja. Una regla óptima requeriría que el techo superior admitido como meta de inflación esté relacionado con ciertos shocks de oferta, por ejemplo. Eso no ocurre, y tampoco se observa tal cosa en las negociaciones y renegociaciones de los Acuerdos de Política (PTA). En consecuencia, queda siempre abierta la puerta a que el “techo” de la meta de inflación se ajuste después de observarse la fijación de salarios y de precios en la economía. El mecanismo de negociación de los umbrales admisibles como “piso” y “techo” para el objetivo de inflación no es suficiente, entonces, para eliminar el sesgo ascendente para la inflación máxima admisible, como en un régimen discrecional. Sin embargo, aun en presencia de estos puntos débiles, el régimen neocelandés ha sido sin dudas exitoso para controlar la inflación de manera permanente, y sigue siendo uno de los modelos de referencia para países que están evaluando la conveniencia o no de adoptar un régimen de metas de inflación.

Un punto interesante es ver cómo evolucionó la definición de “estabilidad de precios” según el BRNZ. Ya desde 1990 la autoridad monetaria se preguntaba abiertamente si la inflación del índice de precios al consumidor (“headline inflation”) era la medida más apropiada de la inflación en Nueva Zelanda. La autoridad monetaria logró exitosamente imponer como “medida más apropiada” la inflación medida a través de una llamada “inflación subyacente” que descartaba algunos componentes del IPC, y permitía dar a publicidad una inflación aún menor que la del IPC. Nada ilegal: es un tipo de atajo permitido por la Carta Orgánica del BRNZ.

Cabe observar que la meta del PTA puede renegociarse cuando se modifican los impuestos indirectos, si fluctúan “significativamente” los términos de intercambio, o después de una crisis o desastre natural. Además, el gobierno central cuenta con la autorización legal para pedir al BRNZ que cambie la meta de inflación, pero debe hacerlo públicamente, y someter su justificación a debate en el Parlamento.

Como observa Gärtner (2009), también ha ido cambiando la ponderación relativa del objetivo de inflación respecto de otras metas macroeconómicas³⁵. Entre 1990 y 1992, la única meta del BRNZ era la de inflación. En los PTA de 1996 y 1997 se reconoció la existencia de otras metas al hablar de “mantener un nivel de precios estable, de modo que la política monetaria pueda hacer su máxima contribución al crecimiento económico sostenible, el empleo y el desarrollo de oportunidades de desarrollo en la economía de Nueva Zelanda”. Se reconocían estas metas, pero se daba a entender que la mejor forma de alcanzarlas es a través de la estabilidad de precios. Luego en el PTA de 1999 se sostuvo que “con miras a alcanzar su objetivo de estabilidad de precios, el BRNZ buscará la forma de evitar una innecesaria estabilidad del nivel de actividad, de las tasas de interés y del tipo de cambio”. Una explícita “orden” al BRNZ de que además de focalizarse en la meta de inflación, también tenga debido cuidado de evitar estos efectos colaterales al instrumentar su política monetaria. Luego, el PTA de 2002 redujo la amplitud de la banda de tasas de inflación objetivo, de 0%-3% anual a 1%-3% anual, entendiendo que tasas muy bajas de inflación pueden ser perjudiciales para el crecimiento económico.

Posteriormente, en los PTA de 2012 y de junio y noviembre de 2017 se dejó constancia de que para alcanzar su meta el BRNZ va a monitorear todos los precios, incluyendo precios de activos medidos por un rango de índices de precios, y que la meta está definida en términos del IPC oficial. También se dejó constancia de que el foco de la meta de política es la tendencia de mediano de plazo de la inflación.

34) El primer PTA se firmó el 2 de marzo de 1990. La meta de inflación prevista fue entre 0% y 2% y recién se alcanzó en diciembre de 1992.

35) Ver Gärtner (2005), págs. 364-365.