

**Universidad Nacional de Mar del Plata**  
**Facultad de Ciencias Económicas y Sociales**

**Tesis de Grado**

**Modelo de Metas de Inflación en Argentina:  
¿implementación *de jure* o *de facto*?**

**Autor: Milagros Gismondi**

**Licenciatura en Economía**

**Mar del Plata**  
**Marzo 2006**

# **Modelo de Metas de Inflación en Argentina: ¿implementación *de jure* o *de facto*?**

**Autor: Milagros Gismondi**

**Director de Tesis:**

**Lic. Jorge O. Robuschi**

**Integrantes del Comité Evaluador:**

**Lic. Jorge O. Robuschi**

**Lic. Roberto Baltar**

**Lic. Ricardo J. Panza**

*Quiero agradecer a todos los que han contribuido a la realización de esta tesis, particularmente al Lic. Jorge O. Robuschi, como tutor de la misma, y a Paco por las consultas resueltas. Gracias a todos los que directa o indirectamente han contribuido en mi formación académica, particularmente a María por abrirme el camino.*

## **Resumen**

*En el presente trabajo se realiza un análisis teórico en torno a los supuestos y aspectos operativos del Modelo de Metas de Inflación, como instrumento de política monetaria, y se presenta un breve análisis de su implementación, que ha llevado a la convergencia de las tasas de inflación en los países, tanto desarrollados como en desarrollo, que lo utilizan. A partir de dicho análisis del modelo, y el seguimiento de la política monetaria llevada a cabo en Argentina en el período 2003-2005, se puede concluir que: aunque se sostenga que Argentina utiliza Metas de Inflación como instrumento de política monetaria, actualmente no se está implementando dicho esquema monetario en el país, ya que no se están cumpliendo los prerequisites institucionales (independencia del Banco Central, ausencia de conflicto con otros objetivos nominales, transparencia, credibilidad y accountability) para la implementación del mismo; no se observa un esfuerzo enfocado al logro de los mismos; y no se toman las medidas monetarias necesarias para encauzar la inflación dentro de la banda objetivo. Mientras que en la actualidad el objetivo que hacen explícito desde el Gobierno y el Banco Central de la República Argentina, es el tipo de cambio nominal y la acumulación de reservas.*

*Palabras claves: Política Monetaria – Modelo de Metas de Inflación – Falencias Institucionales – Tipo de Cambio – Argentina.*

## **Abstract**

*In this work a theoretical analysis is made on the assumptions and the operative facets of Inflation Targeting as an instrument for monetary policy. A brief analysis is also included on its implementation in the industrial and emerging countries that use it, which has brought to the convergence of their inflation rates. Further to this analysis of the model and the follow-up studies on the monetary policy applied in Argentina during the period 2003-2005, it could be concluded that: although Argentina claims that it utilizes Inflation Targeting as an instrument for monetary policy, it is not currently implementing said monetary system because the institutional prerequisites for the implementation are not being complied with (Central Bank's independence, absence of other nominal anchors, credibility, policy transparency and accountability). No effort focused on the achievement of these goals is observed nor the necessary monetary policies to channel inflation within the target band. All the while the explicit target shown from the Government and from the Central Bank of the Argentine Republic is the nominal exchange rate and the accumulation of reserves.*

*Key Words: Monetary Policy – Inflation Targeting – Institutional deceits – Exchange Rate – Argentine.*

## INDICE

	Pág.
Introducción.....	1
Metodología.....	5
Marco Teórico.....	6
Desarrollo.....	12
➤ Capítulo 1: Modelo de Metas de Inflación.....	12
• Requisitos.....	12
• Reglas vs. Discrecionalidad.....	22
• Aspectos Operativos.....	22
• Mecanismos de transmisión de Política Monetaria y Modelos Macroeconómicos de Proyección.....	29
• Países Emergentes vs. Países Desarrollados.....	36
• Experiencia Internacional.....	38
• Interrogantes Pendientes.....	43
➤ Capítulo 2: Modelo de Metas de Inflación en Argentina.....	46
• Antecedentes.....	46
• Implementación.....	50
• Cumplimiento de Requisitos.....	52
• Aspectos Operativos.....	62
• Modelo de Proyección.....	64
▪ Evolución de la Inflación en Argentina período 2003-2005.....	65
Conclusión.....	72
Anexos.....	77
➤ Anexo 1: Marco operacional básico de los principales <i>Inflation Targeters</i> ..	77
➤ Anexo 2: Listado de países utilizados en el estudio realizado por Mishkin (2001)....	78
➤ Anexo 3: Índice de Precios al Consumidor. Serie Histórica.....	79
➤ Anexo 4: Test Levy-Yeyati – Sturzegger.....	81
Bibliografía.....	84

## INTRODUCCION

No hay duda que la Economía no es una ciencia exacta, sino social, y por lo tanto en la utilización de modelos, la implementación de medidas, etc. hay que tener en cuenta el contexto en el que se aplican; cuestiones sociales, políticas y culturales del país en el que se implementan, más allá de las cuestiones económicas.

Pero lo que se observa al analizar la eficacia en la aplicación de políticas económicas o la utilización de instrumentos económicos en Argentina, es que recurrentemente esta se ve limitada por cuestiones políticas, conflictos generados por intereses encontrados, corrupción, etc. más que por falencias en los instrumentos. En todos los países las cuestiones políticas forman parte del contexto de aplicación, pero en Argentina estas son *determinantes* a la hora de utilizar instrumentos económicos.

En el presente trabajo se pretende analizar la influencia de cuestiones no económicas en la implementación de la política monetaria denominada “Modelo de Metas de Inflación” o “Inflation Targeting”.

Se ha elegido este instrumento en particular debido a la relevancia que ha tomado en los últimos años en el mundo su implementación, pero particularmente porque, como se enunciará más adelante, este modelo presupone para su correcto funcionamiento la existencia de cierto grado de independencia del Banco Central (BC en adelante) -independencia que como sostiene el ex Presidente de la institución, Aldo Pignanelli, no debe implicar falta de coordinación con las políticas del Gobierno Nacional sino más bien que el BC pueda ejercer un control efectivo sobre los instrumentos de política de que dispone para el logro de sus objetivos-. Asimismo porque en el ámbito de aplicación del instrumento, en el Banco Central de la República Argentina (BCRA en adelante), se presenta una marcada inestabilidad en los cargos (un presidente duró en su cargo en promedio 465 días), situación que, sin dudas, afecta a la gobernabilidad, debido a que se hace muy difícil mantener un lineamiento en la política monetaria.

Inflation Targeting no consiste en una simple regla, sino en un marco para aplicar política monetaria, donde el objetivo principal de la autoridad monetaria es alcanzar y mantener una tasa de inflación reducida y estable. El ancla nominal utilizada es el anuncio público de una meta inflacionaria y el compromiso de cumplirla, lo cual da credibilidad y transparencia al sistema.

Siguiendo a Masson, Savastano y Sharma (1998), los requisitos previos para que un país implemente una meta inflacionaria y logre su objetivo son:

- *Grado considerable de independencia del BC.* Este objetivo se logra otorgándole libertad de orientar los instrumentos hacia objetivos nominales. Para que sea posible, no deben presentarse síntomas de "predominio fiscal", es decir, los préstamos del BC y del sistema bancario al sector público deben ser escasos o nulos a la vez que los mercados financieros ser lo suficientemente activos para absorber colocaciones de deuda pública; así el gobierno no depende de los ingresos generados por la emisión monetaria. De no cumplirse con estas condiciones, los desequilibrios fiscales generarán presiones inflacionarias y llevarán a que la política monetaria actúe en forma acomodaticia.

- *Abstención de fijar un nivel o camino para otras variables nominales* como salarios o tipo de cambio nominal, para no subordinar la política monetaria hacia dichos objetivos. Otras metas, como evitar gran variación del tipo de cambio, pueden coexistir con el objetivo de inflación, siempre que quede en claro, que el segundo es el primordial. Existe riesgo de disminuir la credibilidad o transparencia del sistema de implementarse objetivos múltiples.
- *Marco de política monetaria*, con cuatro elementos:
  - Metas de inflación explícitas: Anuncio público de estrategia de mediano plazo para lograr la estabilidad de precios y una meta intermedia para la inflación en el futuro. Información regular sobre estrategias y decisiones.
  - Compromiso institucional hacia la estabilidad de precios en la forma de reglas de operación para la autoridad monetaria.
  - Existencia de un modelo de análisis con variables claras y pertinentes. Datos económicos y capacidad analítica para permitir realizar correctas proyecciones a través del modelo.
  - Procedimiento operativo orientado hacia el futuro, donde las previsiones de la inflación utilicen como meta intermedia principalmente a la política monetaria.

### ***Implementación en Argentina***

A partir del 2004 la política monetaria conocida como “Modelo de Metas de Inflación” fue puesta en práctica en Argentina, esto sucedió durante la gestión como presidente del BCRA de Adolfo Prat Gay. Durante el 2003 se tomaron las medidas necesarias para implementarlo, como fueron el armado de los equipos económicos especialistas, la elaboración de los modelos para predecir la inflación, etc. y finalmente, en diciembre de 2003 se fijaron las metas de inflación a cumplir durante el primer trimestre del 2004.

Esta política, desde sus comienzos fue criticada abiertamente tanto por los economistas cercanos al ministro de Economía, Roberto Lavagna, como por el mismo ministro. Esta pelea es la causa que muchos ven como motivo principal para que a Adolfo Prat Gay no se lo haya mantenido en su cargo.

En octubre de 2004, asume como presidente del BCRA, el economista Martín Redrado. El nuevo presidente continúa con la idea de mantener un esquema de metas de inflación como ancla para las expectativas económicas, pero en línea con el sendero que cada año fija el presupuesto nacional y no de objetivos excesivamente cortoplacistas. Asimismo la preocupación de economistas y empresarios giraba por entonces en torno a que la nueva cúpula del BCRA se convirtiese en un apéndice de las decisiones políticas del Ministerio de Economía o aún de la Casa Rosada.

En la presente tesis se hará por lo tanto un análisis del modelo de Metas de Inflación, que se desarrolla en el Capítulo 1. Posteriormente, en el Capítulo 2, se desarrolla un análisis de su implementación en Argentina, analizando asimismo la evolución de la inflación en el período 2003-2005, poniendo a prueba entonces la efectividad del instrumento de política monetaria en cuestión.

## ***Preguntas de Investigación***

Teniendo en cuenta lo enunciado hasta el momento cabe tener en cuenta las siguientes preguntas de investigación:

- ¿El modelo de Metas de Inflación presenta falencias desde los puntos de vista técnico, metodológico o económico?
- Luego de su aplicación, ¿Cuáles fueron los resultados en materia inflacionaria de los países que lo implementaron?
- ¿Es posible, dados los supuestos del modelo, que sea exitosa su implementación en Argentina? El contexto de inestabilidad política y de no independencia del BCRA, ¿limita la eficacia del instrumento?
- ¿Cómo ha sido la evolución de la inflación en Argentina en el período de implementación del modelo (2003 a 2005)?

## ***Objetivos***

La presente tesis tiene como objetivos:

- Realizar un análisis de los supuestos y metodología del Modelo de Metas de Inflación, con el fin de poseer un profundo conocimiento de su funcionamiento, y analizar si tiene falencias desde el punto de vista técnico, metodológico o económico.
- Exponer la experiencia de algunos países en la aplicación de este modelo.
- Analizar el cumplimiento de los supuestos en el contexto argentino.
- Analizar los resultados obtenidos en los primeros años de implementación de este instrumento y expectativas futuras.

## ***Hipótesis***

En base a la teoría existente y al conocimiento de la realidad argentina se presentan las siguientes hipótesis:

- El modelo de Metas de Inflación no presenta dificultades para ser utilizado por cualquier BC
- Se ha conseguido contener la inflación en los países que lo implementan gracias a la utilización de este instrumento.
- La aplicación en la Argentina está limitada fundamentalmente por la falta de independencia del B.C.R.A.
- En Argentina durante 2003 y 2004 la inflación se ha contenido, pero las características de la economía real no permiten corroborar que esto se haya dado por la implementación del modelo de Metas de Inflación.

Al realizar este trabajo se pretende analizar la conveniencia o no de aplicación de este instrumento en la Argentina. Es pertinente que este análisis se haga cuando todavía es posible adaptar el modelo a las características locales, así como cambiar aquellas situaciones que son contrarias a los objetivos del modelo, y no cuando al no poder adaptar la política monetaria a las necesidades reales se tenga que cambiar de modelo repentinamente.

Por otro lado, se intentará hacer un análisis de cómo en Argentina los conflictos políticos afectan la aplicación de instrumentos económicos, en este caso la política

monetaria, con el fin de poder determinar las causas de fracaso de muchas medidas económicas.

## **METODOLOGÍA**

El tema planteado en la presente tesis es desarrollado a través de un esquema descriptivo sustentado por el análisis existente en base a la aplicación durante los últimos 15 años del Modelo de Metas de Inflación en el mundo, y el análisis de la política monetaria de Argentina de los últimos dos años.

Las fuentes de información empleadas en la construcción de dicho esquema son fuentes secundarias. El Capítulo 1, en donde se analiza el Modelo de Metas de Inflación, fue elaborado en función de la lectura de documentos en versión papel y documentos de trabajo publicados en internet, de donde se extrajeron las diversas discusiones que existen de las características inherentes del modelo, y del análisis que surge de las publicaciones que realizan los distintos Bancos Centrales que implementan dicho modelo. El Capítulo 2 se desarrolló utilizando principalmente la información oficial en trono a la aplicación de la política monetaria en cuestión, que se encuentra mayoritariamente en el sitio web del BCRA. También se obtuvo información de diversos trabajos de investigación publicados en internet, y de la recopilación de notas periodísticas donde se reflejan las opiniones en torno a la política monetaria implementada por el BCRA.

Las variables cuantitativas se extrajeron mayoritariamente de la información publicada por los distintos bancos centrales del mundo, organismos mundiales de estadística, y de la información estadística pública que se encuentran en la base de datos del BCRA.

## MARCO TEORICO

Entre el final de la segunda guerra mundial y el comienzo de los años setenta, el control de la inflación en los países desarrollados se consiguió de la mano del sistema de tipos de cambio fijos de Bretón Woods, ya que la estabilidad de precios de Estados Unidos fue el ancla de estabilidad de los precios de otros países (hasta que dicho país declaró la inconvertibilidad del dólar).<sup>1</sup>

En la década del 70, muchos países optaron por mantener el tipo de cambio fijo utilizando como referencia la moneda de un país poco inflacionario. La principal desventaja de este sistema es que dificulta la reacción del BC ante fluctuaciones macroeconómicas. Asimismo, el creciente e inestable movimiento internacional de dinero de los últimos 20 años, ha hecho que las condiciones necesarias para mantener el sistema sean más difíciles de conseguir, como lo demuestran las crisis de divisas de los años noventa.

Otros países, en cambio, la mayoría industriales (entre ellos Estados Unidos, Canadá e Inglaterra, países en los cuales el régimen no fue particularmente exitoso, así como Alemania y Suiza, donde tuvo más éxito ese enfoque) optaron por tipos de cambio flexibles y utilizaron como ancla para lograr la estabilidad de precios la fijación de metas para el crecimiento de los agregados monetarios. Los Bancos Centrales procuraron controlar la inflación ajustando el ritmo de crecimiento monetario según metas intermedias que, dados ciertos supuestos sobre la demanda de dinero, podrían traducirse en una tasa de inflación adecuada. Este método en varios países creó un marco para políticas que lograron reducir la inflación, el incumplimiento repetido de las metas monetarias y la constante inestabilidad de la relación entre el crecimiento monetario y la inflación llevaron a la mayoría de los países a abandonar la fijación de objetivos monetarios en los años ochenta.

La década del 90 ha sido un período de innovación en lo que respecta a política monetaria. Este proceso innovativo surge en un marco caracterizado por una postura anti-inflacionaria más fuerte por parte de los bancos centrales, tanto en países desarrollados como en economías emergentes. A lo largo de esta década, en efecto, la necesidad de alcanzar estabilidad de precios (como objetivo primario de la política monetaria) se trasladó de las investigaciones académicas a la agenda de autoridades monetarias y políticas. Gran parte de este cambio de actitud puede atribuirse al desarrollo de nuevas capacidades operativas, que combinan satisfactoriamente las virtudes de la transparencia, la flexibilidad y la credibilidad en la conducción de la política monetaria. El resultado más sobresaliente de este proceso ha sido la aparición de las metas inflacionarias como sistema monetario.

Para contrarrestar las deficiencias de la estrategia de objetivos monetarios, a partir de los noventa muchos países con regímenes cambiarios flexibles - en un comienzo industriales y, posteriormente, de mercado emergente - empezaron a adoptar objetivos explícitos de inflación.

---

<sup>1</sup> Situación que no se presentó en Argentina, ni en la mayoría de los países de Latinoamérica, donde fenómenos inflacionarios y devaluatorios continuaron presentándose.

El sistema de metas inflacionarias (*Inflation Targeting*) se introduce en Nueva Zelanda en 1990. Desde entonces su proliferación ha sido extraordinaria, extendiéndose a países tan diferentes como Canadá (1991), Chile (1991), Inglaterra (1992), Suecia y Australia (1993), y Brasil (1999). Además, muchos países que no se autodefinen como *inflation targeters* han incorporado a sus marcos de política elementos particulares de este sistema. Las metas inflacionarias han resultado ser un *framework* (esquema) durable: ningún país las abandonó una vez implementadas, exceptuando aquellos que se incorporaron a uniones monetarias.

Inicialmente, el sistema fue implementado sin ningún marco previo de investigación académica. Una década después, sin embargo, se dispone de un enorme stock de investigaciones acumuladas. La literatura sobre metas inflacionarias ha crecido a tasas exponenciales, acelerando su ritmo en los últimos años. Este creciente interés obedece a diversos factores. Desde el punto de vista institucional, uno de los más importantes es la estrecha relación que existe entre investigación y práctica en esta área. En efecto, los bancos centrales que adoptaron Metas de Inflación (o planean hacerlo) generan una elevada demanda de investigaciones. Además, por tratarse de una estrategia prospectiva, se requiere de cuerpos estables de técnicos que diseñen, operen y evalúen modelos predictivos. Desde el punto de vista académico, el estudiar un régimen de este tipo tiene un alto interés metodológico por dos razones. En primer lugar, representa en muchos aspectos una nueva forma de discutir la política monetaria, discusión que se da en un marco más articulado y transparente, menos simplista y pragmático que en décadas anteriores. En segundo término, la literatura sobre metas inflacionarias se nutre de una serie amplia de desarrollos analíticos previos y en ella confluyen varias ramas de investigación reciente que van desde el estudio de instituciones y política económica (independencia, delegación, *accountability* (responsabilidad), decisiones colectivas, esquemas de incentivos, etc.) a temas como la conducción de la política monetaria bajo incertidumbre (incertidumbre sobre el modelo, sobre el estado de la naturaleza, control Bayesiano, etc.) o el tratamiento específico de economías abiertas (el rol del tipo de cambio en reglas simples, instrumento óptimo, etc.).

## INFLATION TARGETING

Si bien el término *Inflation Targeting* (IT en adelante) es comúnmente usado entre los responsables de políticas y académicos, no se dispone de una definición estricta y concisa del mismo. Esto se debe fundamentalmente a que bajo la denominación “*inflation targeting regimes*” se incluyen una amplia gama de diseños monetarios. Por lo tanto, los intentos por clasificar quien es o no es un *inflation targeter* se transforman a menudo en ejercicios arbitrarios (Sterne, 2000).

Un sistema de metas inflacionarias es un tipo particular de esquema monetario (*monetary framework*). Siguiendo a McNees (1987) un esquema monetario puede ser definido como “el conjunto de arreglos institucionales bajo los cuales las decisiones de política monetaria son tomadas y ejecutadas.” De esta manera, el análisis de un esquema de política monetaria se extiende más allá de un determinado *target* (meta) y excede los confines del BC. Algunos factores como las instituciones políticas, el grado de desarrollo de los mercados financieros, la capacidad técnica de los funcionarios dentro y fuera del BC, así como características estructurales de la economía configuran un

determinado esquema. Al involucrar tantas variables, no es posible definir un solo “molde” que resulte óptimo para cualquier economía.

Como aproximación a una definición podemos decir que IT no consiste en una simple regla, sino en un marco para aplicar política monetaria, donde el objetivo principal de la autoridad monetaria es alcanzar y mantener una tasa de inflación reducida y estable. El ancla nominal utilizada es el anuncio público de una meta inflacionaria y el compromiso de cumplirla, lo cual da credibilidad y transparencia al sistema.

Siguiendo a Tayson (2000) “una regla de política monetaria es simplemente un plan contingente que especifica, lo más claramente posible, las circunstancias bajo las cuales un BC debe modificar los *instrumentos* de política monetaria”. De acuerdo con la definición expuesta, las propuestas de política que únicamente establecen un objetivo para una variable (como las metas de inflación o de PIB nominal) no son reglas de política. El autor sostiene que optar por una meta de inflación aún deja sin respuesta a la mayoría de las preguntas importantes sobre las decisiones de política monetaria. Es ahí donde entran en juego las reglas de política monetaria, toda vez que proporcionan los detalles acerca de cómo se cumplirá la meta de inflación. Sin una buena regla de política, una meta de inflación nunca podría lograrse, o en el caso conseguirse, podrían existir variables con una inestabilidad tal que se abandonaría la meta, terminando en un episodio doloroso de inflación y desinflación. Los regímenes monetarios con IT necesitan un procedimiento para lograr la meta. Por último Taylor hace la siguiente analogía con la navegación: “la meta de inflación es como el punto de destino de un velero. Una regla de política indica cómo conducir la nave para llegar al destino”.

De todas formas es útil en este punto citar a Donald Brash (1999), Gobernador del Banco de la Reserva de Nueva Zelanda y pionero en el uso del esquema de IT: “Claramente, las metas de inflación no son la panacea. No son balas de plata. Ciertamente, no son una garantía contra un error de política monetaria. En muchos aspectos, es una equivocación pensar en las metas de inflación como una especie de nuevo enfoque de política monetaria.”

### ***Principales rasgos de un esquema de metas inflacionarias***

Si bien diversos autores incluyen diferentes *sets* de atributos que deben cumplirse a la hora de implementar el Modelo de Metas de Inflación, todos coinciden en un punto fundamental: un sistema de metas inflacionarias involucra mucho más que el simple anuncio numérico de la tasa de inflación deseada.

De acuerdo a:

#### **Svensson (2001)**

- (i) Existe un *Inflation Target* numérico, en forma de punto o rango. Este *target* se refiere a un índice de precios específico.
- (ii) Alcanzar el *inflation target* es el objetivo primario de la política monetaria, aunque pueden existir objetivos secundarios. No se utiliza otra ancla nominal.
- (iii) El proceso de toma de decisiones puede describirse como “*inflation-forecast targeting*”, en el sentido de que el pronóstico de inflación del BC tiene un rol

- protagónico, y el instrumento de política se fija de tal manera que el pronóstico (condicional al instrumento) sea consistente con el *target*.
- (iv) Existe un alto grado (excepcionalmente alto dado los estándares históricos) de transparencia y *accountability* en la conducción de la Política Monetaria.

#### **Masson, Savastano y Sharma (1998)**

- (i) Metas de inflación explícitas: Anuncio público de estrategia de mediano plazo para lograr la estabilidad de precios y una meta intermedia para la inflación en el futuro. Información regular sobre estrategias y decisiones.
- (ii) Compromiso institucional hacia la estabilidad de precios en la forma de reglas de operación para la autoridad monetaria.
- (iii) Existencia de un modelo de análisis con variables claras y pertinentes. Datos económicos y capacidad analítica para permitir realizar correctas proyecciones a través del modelo.
- (iv) Procedimiento operativo orientado hacia el futuro, donde las previsiones de la inflación utilicen como meta intermedia principalmente a la política monetaria.

#### **Mishkin (2000)**

- (i) El anuncio público de *inflation targets* numéricos en el mediano plazo.
- (ii) Un compromiso institucional a la estabilidad de precios como objetivo primario de la política monetaria.
- (iii) Una estrategia “*information-inclusive*”: muchas variables (no solo agregados monetarios o el tipo de cambio) son utilizadas en la fijación de los instrumentos de política.
- (iv) Transparencia en la conducción de la política monetaria a través de la comunicación de los planes y decisiones de las autoridades monetarias
- (v) Mayor *accountability* del BC en el logro de los objetivos inflacionarios

#### **PREREQUISITOS**

Según Masson, Savastano y Sharma (1998), los requisitos previos para que un país implemente una meta inflacionaria y logre su objetivo son:

- *Grado considerable de independencia del BC*. Este objetivo se logra otorgándole libertad de orientar los instrumentos hacia objetivos nominales. Para que sea posible, no deben presentarse síntomas de "predominio fiscal", es decir, los préstamos del BC y del sistema bancario al sector público deben ser escasos o nulos a la vez que los mercados financieros ser lo suficientemente activos para absorber colocaciones de deuda pública; así el gobierno no depende de los ingresos generados por la emisión monetaria. De no cumplirse con estas condiciones, los desequilibrios fiscales generarán presiones inflacionarias y llevarán a que la política monetaria actúe en forma acomodaticia.
- *Abstención de fijar un nivel o camino para otras variables nominales* como salarios o tipo de cambio nominal, para no subordinar la política monetaria hacia dichos objetivos. Otras metas, como evitar gran variación del tipo de cambio, pueden coexistir con el objetivo de inflación, siempre que quede en claro, que el

segundo es el primordial. Existe riesgo de disminuir la credibilidad o transparencia del sistema de implementarse objetivos múltiples.

Eichengreen (2002) sostiene que la adopción del IT es recomendable para países con bajo grado de apertura, que tengan sistemas financieros sólidos y bien regulados, en los que existen amplios mercados de capitales en los que obtener coberturas y en los que la autoridad monetaria posea un razonable grado de credibilidad, lo que requiere, indefectiblemente, de la eliminación la .dominancia fiscal de la mente de los agentes.

Dados estos supuestos iniciales se requiere que la autoridad monetaria cuente con independencia en el uso de los instrumentos de política monetaria, instrumentos efectivos de política monetaria y una contabilidad del BC clara, además de transparencia en su utilización y en su comunicación a los agentes económicos (Blejer, 1999).

Como observamos diversos autores se han puesto de acuerdo que los requisitos básicos para que el Modelo de IT pueda implementarse, serían, además de una sólida posición fiscal (o bien una situación fiscal que no afecte la política monetaria), un acabado entendimiento del mecanismo de transmisión entre los instrumentos monetarios y la inflación, un sistema financiero desarrollado y un BC independiente con un mandato claro de estabilidad de precios, una capacidad razonable para predecir la inflación (esta es, tal vez, la objeción más importante que recibe el régimen en las economías estudiadas donde es muy difícil predecir la inflación), la ausencia de otros anclas nominales y la transparencia de la política monetaria.

Sin embargo, algunos autores cuestionan la lógica de confeccionar una lista de “ingredientes” para evaluar si una determinada economía es o no apta para adoptar un régimen de este tipo. En un estudio realizado por Amato y Gerlach (2002) se analizó una serie de indicadores económicos y financieros para países emergentes que adoptaron IT y que no adoptaron IT, sin encontrar diferencias sistemáticas entre ellos; la evidencia que presentan sugiere que los pasos necesarios para satisfacer las precondiciones sólo se toman luego de la adopción del IT.

Por otra parte, queda claro que las condiciones que se presentan como necesarias para la implementación de IT (transparencia, credibilidad, ausencia de dominancia fiscal, etc.) también son - o deberían serlo - inherentes a la implementación de cualquier estrategia monetaria que pretenda ser exitosa.

## **CLASIFICACION**

Pueden distinguirse dentro de este régimen, dos modelos, denominados en la literatura (Svensson, 1999) como estrictos y flexibles. Régimen estricto es aquel en el que sólo entra en el objetivo del BC la inflación, mientras que régimen flexible es aquel en el que el BC también toma en cuenta otras variables, como por ejemplo, la tasa de variación del Producto Bruto, nivel de empleo, etc. Prácticamente todos los países que utilizan IT como ancla de la economía utilizan, en la práctica, el modelo flexible ya que los costos a pagar, en términos de crecimiento y empleo, del régimen estricto podrían inviabilizarlo desde el punto de vista político.

Siguiendo a Carare y Stone (2003) aquellos países que cuentan con el marco institucional antes mencionado y han cumplido con esos pasos son conocidos como Full Fledged Inflation Targeters (FFIT) o adherentes completos al cumplimiento de objetivos de Inflación. A finales de 2001, 7 países industrializados y 11 países emergentes eran definidos como tales (entre ellos Inglaterra, Canadá, Suecia, España, y Brasil, Colombia, Chile, México, Perú).

Existen además en la literatura (Carare y Stone, 2003), países denominados como Eclectic Inflation Targeters (EIT) e Inflation Targeting Lite (ITL).<sup>2</sup>

Los EIT se definen como aquellos países que, por su tradición de credibilidad e historia de estabilidad financiera, consiguen mantener niveles bajos y estables de inflación sin tener absoluta transparencia respecto a sus objetivos de inflación, consiguiendo estabilizar la tasa de crecimiento del Producto Bruto y los índices de precios. Cinco Bancos Centrales de países desarrollados pueden ser caracterizados como EIT incluyendo el Banco Central Europeo.

Los países ITL son aquellos que anuncian un objetivo de inflación pero que, dada su relativamente baja credibilidad no consiguen mantener el control de la inflación como su objetivo principal. Esta baja credibilidad refleja la vulnerabilidad a shocks económicos, inestabilidad financiera y un marco de soporte institucional relativamente débil.

El ITL puede ser definido como un régimen de transición durante el cual las autoridades económicas realizan las reformas estructurales necesarias para la implementación de un ancla nominal única, sea esta el tipo de cambio o una meta de inflación. Diecinueve países, todos ellos emergentes, pueden ser caracterizados como ITL.

---

<sup>2</sup> El autor sostiene que esta denominación surgió de una conversación con Mark Swinburne.

## DESARROLLO

### CAPITULO 1: MODELO DE METAS DE INFLACION

#### 1.1 REQUISITOS

En el Marco Teórico se han expuesto, en base a la opinión de diversos autores, los diferentes *sets* de atributos que deben cumplirse para implementar el Modelo de IT. En este apartado se realizará un análisis de la implicancia de dichos requisitos.

Si bien se presenta un análisis de cada atributo en particular, cabe aclarar que los mismos se encuentran estrechamente relacionados, ya que, por ejemplo, un BC *independiente* necesariamente debe librarse de la *dependencia fiscal*, al mismo tiempo que debe rendir cuentas de su accionar (*transparencia*). La interdependencia es tal que, por ejemplo, el Comité Latinoamericano de Asuntos Financieros opina que entre los aspectos claves que constituyen el núcleo de la *independencia* bancocentralista se encuentran la rendición de cuentas del BC (*transparencia*) y la transparencia en el proceso de toma de decisiones así como en sus operaciones con el propósito de crear confianza (*credibilidad*).<sup>3</sup> Por otro lado, también encontramos en la literatura económica opiniones en torno a que la búsqueda de *credibilidad* debería ser el principal requisito a cumplir, y en pos de ella un BC debe ser *transparente, responsable, independiente, etc.*

#### **Independencia Banco Central**

Hay dos modelos principales de independencia para bancos centrales. Uno de ellos quiere un BC con potestad tanto para decidir sobre una meta específica de política monetaria, en el contexto de un objetivo general determinado mediante legislación, como para optar por el instrumento de política monetaria apropiado para lograr ese objetivo. Generalmente se define a este modelo como de “*independencia de objetivos*”. Es ésta en la actualidad la forma más común de independencia bancocentralista y ha sido adoptada por bancos centrales tales como el Sistema de Reserva Federal de los Estados Unidos, el Banco Central Europeo, el Banco de Japón, el Banco Nacional Suizo y los bancos centrales de Chile y México.

El segundo modelo otorga al BC la potestad de independencia en la elección del instrumento de política monetaria, pero el objetivo a lograrse se define por parte de, o de acuerdo con, el gobierno. El BC es responsable por la transferencia de dicho objetivo. Este modelo es conocido como “*independencia de instrumentos*” y fue formalmente adoptado por vez primera en Nueva Zelanda en 1989, habiendo sido adoptado posteriormente por Australia, Canadá, Brasil e Inglaterra. Una de las ventajas de este modelo, en contraposición con el de independencia de objetivos, es que además de permitir que el BC neutralice las presiones políticas para estimular la economía en el corto plazo, es consistente con la idea de que los objetivos últimos de política se determinan al menos en parte por el sistema democrático.

A la hora de adoptar IT la mayoría de los autores coinciden en que no es necesario que el BC sea completamente independiente, como sería el caso bajo independencia de objetivos, sino que exista al menos independencia de instrumentos. En

---

<sup>3</sup> Declaración N°4. “Independencia del Banco Central, la Opción Acertada para Latinoamérica”, Octubre 2001. Comité Latinoamericano de Asuntos Financieros.

la práctica, el grado de independencia de los bancos centrales que implementaron IT varía significativamente. La investigación de Sterne (2000) sobre un universo de 55 *inflation targeters* muestra que sólo en 17 casos el BC era el encargado exclusivo de fijar los *targets* numéricos, en 23 casos era determinado de manera conjunta y en 15 casos exclusivamente por el gobierno.

La experiencia indica que los beneficios que se pueden alcanzar debido a la calidad de independiente se habrán de fortalecer mediante una coordinación y colaboración fluida entre bancos centrales y gobierno. Esta relación debería forjarse mediante el desarrollo de un frecuente y abierto intercambio de información, diagnóstico y proyecciones de modo tal que se establezca un marco general de política macroeconómica que sea coherente.

Existen en la literatura económica diversos argumentos a favor de la independencia del BC, así como argumentos en contra:

- La postura ortodoxa informa que la independencia del BC es necesaria porque de lo contrario los políticos se verán tentados a aumentar la oferta monetaria para generar un auge oportunista que les facilitará su reelección y que sólo después de esta comenzará a mostrar sus efectos inflacionarios, expropiatorios de poder adquisitivo y causando muchos otros problemas de desequilibrios macroeconómicos, de señales y de eficiencia en la economía. Se generaría entonces un problema de inconsistencia temporal: ya que se recogen los frutos de las acciones en el corto plazo pero no se tiene que soportar los efectos más nocivos del mediano plazo. Es sabido que en el corto plazo, la política monetaria tiene efectos expansivos del empleo, pero en un plazo mayor puede tener serios impactos desestabilizantes del nivel de precios y de toda la macroeconomía. Excesos de gasto conducen, además de la inflación con cierto rezago, a déficit en la cuenta corriente, a devaluaciones de la moneda y a presiones inflacionarias adicionales.
- S. Kalmanovitz (2000) sostiene que uno de los mayores fundamentos para la independencia del BC lo constituye una característica que le es propia a la política monetaria: no es cortoplacista. Debido a esto y basándose en la definición de independencia provista por Alan Blinder (1998): “*la independencia del banco central significa, primero, que el banco central tiene libertad para alcanzar sus objetivos y, segundo, que sus decisiones son muy difíciles de suspender por otras ramas del gobierno*”, el autor sostiene que la necesidad de ser independiente se desprende del largo tiempo que toma la política monetaria en producir resultados, rezagos de hasta dos años, por lo que para poder alcanzar sus objetivos, un BC debe estar ajeno a ciertas cuestiones coyunturales y ser capaz de pagar el costo de desinflar la economía en el corto plazo, si esto redundará en un crecimiento sano posterior que puede mantenerse por varios años.
- En un análisis más profundo el autor (S. Kalmanovitz) argumenta que existen áreas de la acción estatal donde deben primar criterios meritocráticos, que solo pueden ser aplicados por organismos relativamente independientes: cortes de justicia, consejos universitarios, centros culturales, espacios de televisión

pública, que distribuyen bienes meritorios y que, por lo tanto, deben asignarse de manera universal, despolitizadamente. El autor considera que: *“una baja y estable inflación es un bien meritorio que tiene virtudes universales, beneficia a todos, y que por lo tanto puede ser sustraída parcialmente de la política.”* Para ilustrar esto hace un paralelo entre la inflación y la justicia, considerando a ambos bienes meritorios. Si bien el paralelo entre la inflación y la justicia puede parecer forzado, considera que hay mucho de justicia en mantener estable el poder adquisitivo de todas las personas, de todos los grupos y de todos los intereses sin distinciones, manteniendo una inflación baja, sin sorpresas dañinas. Particularmente resalta la importancia que se limite al gobierno del aumento de sus ingresos por medio del impuesto inflacionario, impuesto que considera regresivo y que nunca es negociado entre los contribuyentes y el gobierno. El BC independiente es, por lo tanto, una institución que balancea el poder ejecutivo y constituye un ingrediente esencial del gobierno limitado. En este sentido, el banco independiente contribuye a que exista más democracia e impide que el gobierno abuse de su poder de emitir dinero falseado.

- Diversos autores (incluyendo Alesina (1998) y Grilli, Masciandaro y Tabellini (1991)) encuentran una correlación negativa entre distintas medidas de independencia del BC y la tasa de inflación promedio. Alesina (1998), por ejemplo, construye un índice que mide la independencia política de los bancos centrales en una escala de 1 a 4 que está determinada por la relación institucional entre el BC y el poder ejecutivo y por la frecuencia de contactos entre las autoridades del BC y las del poder ejecutivo. Grilli, Masciandar y Tabellini (1991) construyen un índice que incluye más indicadores, incluyendo el de la factibilidad de que el gobierno obligue al BC a que financie su déficit. Comparando los índices de Alesina con las tasas de inflación promedio de los países de la OECD (Organisation for Economic Co-operation and Development) durante el período 1955-1990, se observa una correlación negativa muy elevada entre independencia e inflación. Por otro lado, Alesina y Summers (1991) no encuentran asociación (ni sustantiva ni estadísticamente significativa) entre independencia y alto desempleo o bajo crecimiento, señalando que el beneficio de reducir el nivel y la variabilidad de la inflación no genera un costo en términos del desempeño macroeconómico. También encuentran que no hay evidencia de que políticas monetarias que respondan más a la presión política generen menor variabilidad cíclica en el producto o menores tasas de desempleo.<sup>4</sup>
- Por otra parte, algunos autores sostienen que la independencia de los bancos centrales no es democrática, pues pone la responsabilidad de la política monetaria en cabeza de personas que no son elegidas popularmente y que no son removibles por el gobierno. Stiglitz (2000) critica las políticas monetarias de los bancos centrales independientes ya que considera que se hacen a espaldas de los oficiales elegidos por el pueblo. Según el autor: *“En la actualidad, los tecnócratas se benefician de la reiterada delegación de decisiones que deberían formar parte de procesos democráticos. Se trata de un tema importante dado que, de cierta forma, tal delegación pasa a formar parte del proceso político, y*

---

<sup>4</sup> Extraído del paper: “¿Quo vadis Argentina? Estrategia de desarrollo, tipo de cambio real y régimen de política monetaria y cambiaria.” Guillermo Escudé, 2005.

*la forma en que esa delegación se lleva a cabo hace que se privilegien determinados intereses. En otras palabras, en ese proceso de delegación hay prioridades políticas.... en la mayor parte de los países -en la mayor parte, no en todos- se hicieron las cosas de tal manera que el banco central independiente termina por recibir un mandato para servir a determinado grupo de intereses. Se condena así a determinadas políticas económicas a servir a los intereses de algunos grupos en detrimento de otros". De todas formas el mismo autor sostiene que: "Aunque (el BC) sea independiente, se puede contemplar que tenga voces representativas de los distintos sectores de la sociedad. Cuando se toma decisión -por ejemplo, sobre las tasas de interés-, eso puede tener incidencia en la inflación, pero también en el desempleo".*<sup>5</sup>

- En opinión de Fischer (2001) el verdadero peligro que entraña un BC independiente es que tenga un sesgo deflacionista que someta a la economía a una pérdida grande de producto innecesariamente.<sup>6</sup>

### **Ausencia de Dominancia Fiscal**

El requisito de independencia del BC engloba, más allá de lo formal sino en la práctica, los requisitos de no-dominancia fiscal y la ausencia de compromisos con respecto a cualquier otra ancla nominal. Cabe aclarar que la condición de ausencia de dominancia fiscal no sólo es importante en los casos de utilización del régimen de IT, sino que todas las economías deberían reforzar su posición fiscal sin importar cual sea su régimen cambiario o monetario.

Por ausencia de dominancia fiscal entendemos que la conducción de la política monetaria no debe estar condicionada y menos aún ser un subproducto de consideraciones de naturaleza fiscal. Por lo tanto, el financiamiento del gobierno proveniente del BC (y del sistema financiero) debe ser bajo o directamente inexistente. Asimismo los mercados financieros deben ser lo suficientemente profundos para absorber colocaciones de deuda, y la acumulación de deuda pública no debe dar lugar a dinámicas explosivas. De no ser así, el gobierno podría limitar la eficacia de la política monetaria al presionar al BC a mantener bajas tasas de interés con el fin de evitar trayectorias de deuda insostenibles.

Mishkin (2000) plantea justamente como una desventaja del régimen de IT el hecho de que el mismo no puede evitar dominio fiscal; los gobiernos aún pueden perseguir políticas fiscales irresponsables, en el largo plazo un abultado déficit fiscal puede hacer quebrar el régimen, dejando que el tipo de cambio se deprecie y, posteriormente un aumento de la inflación.

Sin embargo E. Pagnotta (2002) sostiene que el requisito de finanzas públicas sanas no debe sobreestimarse. El autor argumenta que muchos países (incluso los más desarrollados) que adoptaron IT mostraban desempeños fiscales precarios al inicio.

---

<sup>5</sup> En Suecia, por ejemplo, un representante de los trabajadores integra el consejo del banco central.

<sup>6</sup> Esto es poco probable bajo IT debido a que la meta de inflación es compartida o propuesta por el gobierno y está abierta a la discusión de todos los sectores económicos y políticos.

## Ausencia de Conflicto con Otros Objetivos Nominales

Otro requisito fundamental a la hora de adoptar un régimen de metas inflacionarias es el renunciamiento a cualquier compromiso firme a fijar el nivel o trayectoria de cualquier otra variable nominal, especialmente el tipo de cambio. Ya que, un país que opta por un tipo de cambio fijo subordina su propia política monetaria al objetivo de mantener el precio de la divisa, perdiendo la capacidad de fijar otros objetivos nominales sobre bases duraderas, especialmente en presencia de movilidad de capitales.

Este requisito es de carácter operativo del régimen, ya que técnicamente no es posible mantener ancladas dos variables nominales como el tipo de cambio y el nivel de precios al mismo tiempo. Si se mantiene como objetivo nominal el tipo de cambio, entonces los ajustes que se producen repercuten en el tipo de cambio real, ajustando vía inflación. Para mantener el tipo de cambio nominal anclado hay que estar dispuesto a emitir cuando sea necesario comprar divisas y esta emisión podría estar produciendo choques con los objetivos de emisión de un esquema de IT.

En la vida real, no obstante, las autoridades monetarias (sobre todo en los países en desarrollo) prestan considerable atención al tipo de cambio. Existen varias razones para ello. Un grado elevado de inestabilidad del tipo de cambio nominal puede traducirse en un alto grado de inestabilidad en el tipo de cambio real, distorsionando las señales de precios para el comercio exterior. Además, en economías con un grado importante de dolarización de los activos financieros, las fluctuaciones de magnitud en el tipo de cambio pueden redundar en inestabilidad bancaria y financiera. Por ello, los regímenes de metas inflacionarias están sujetos a conflictos con el tipo de cambio aun cuando no exista un compromiso institucional a fijar su nivel o trayectoria.

Por lo tanto aunque la recomendación sobre lo perjudicial que es combinar un esquema de IT con una meta cambiaria es absolutamente necesaria, es muy difícil definir con precisión en teoría (o en la práctica) cuando se hace necesaria una intervención y cuando no. Sin embargo tal como ha sido señalado por Mishkin y Savastano (2000) dejar que el tipo de cambio sea el ancla nominal *de-facto* de la economía a través de una excesiva intervención en un cuasi-esquema de IT es un ejemplo de una mala política monetaria bajo un régimen de tipo de cambio flexible.

De todas formas mientras que una meta de inflación excluye cualquier objetivo para el *nivel* del tipo de cambio, no excluye el uso de la política monetaria para suavizar *variaciones* del tipo de cambio. En varios escritos, Mishkin ha sugerido que, a causa de la preocupación por la estabilidad financiera, un BC que aplica el esquema de IT puede usar el instrumento de política monetaria para evitar un pánico cambiario. Si la política monetaria vuelve a ser orientada a lograr las metas de inflación una vez que pasa la necesidad de controlar una crisis, no hay inconsistencia lógica. Estas circunstancias sugieren a varios observadores y autoridades que la política monetaria debe orientar esfuerzos a evitar la inestabilidad del tipo de cambio. Particularmente en los países emergentes Calvo y Reinhart (2000) ven, y justifican, un «miedo a la flotación» endémico. Por lo tanto, un objetivo nominal para el tipo de cambio (distinto a un *hard peg*) podría en principio convivir con una meta inflacionaria, en la medida que quede claro que el objetivo de inflación tiene prioridad en caso de que surja un conflicto.

El mayor fundamento que se encuentra en la búsqueda de estabilización del tipo de cambio aún bajo el régimen de IT esta dado por el hecho de que en economías pequeñas y abiertas el tipo de cambio es un determinante importante del nivel de precios y un cierto control del mismo se vuelve necesario para alcanzar el objetivo inflacionario anunciado. Si el BC renunciara a este monitoreo, el sistema podría perder credibilidad rápidamente. Teniendo en cuenta dicho argumento M. J. Rouillet<sup>7</sup> sostiene que: *“Uno puede definir como objetivo un inflation target y usar como instrumentos la tasa de interés como el tipo de cambio. Las características de una economía van a influir en qué tipos de instrumentos se usan para conseguir el objetivo deseado. De hecho, en una economía con un alto pass-through, la inclusión de tipo de cambio como instrumento se vuelve casi inevitable, como en el caso de México”*.

Por otra parte el estudio realizado por Clinton y Perrault (2001)<sup>8</sup> donde desarrollan un modelo simple que refleja las características de una economía emergente que adopta un régimen de IT sugiere que un cierto nivel de estabilización cambiaria puede ser apropiado, pero el BC deberá evitar esta práctica si resulta evidente que enfrenta un choque real de larga duración. Los autores concluyen que el fundamento de cualquier política útil de tipo de cambio es una sólida política monetaria doméstica. Por lo tanto mientras las autoridades de las economías emergentes puedan crear un medio en el que la confianza en el mantenimiento de una inflación baja esté bien establecida, ellas pueden elegir a partir una amplia gama de estrategias cambiarias. Para una economía emergente, la adopción de una política de suavización del tipo de cambio como estrategia complementaria puede basarse en los elementos de inestabilidad descritos anteriormente. Sin embargo concluyen que, incluso en ese caso, su utilidad depende del origen principal de los choques, y de su duración. En muchas situaciones, por ejemplo en las crisis financieras o en caso de choques reales temporales, la suavización cambiaria reduciría las desviaciones de la inflación y el producto respecto de sus niveles de equilibrio. Sin embargo, en caso de choques reales permanentes, esta práctica implicaría un impedimento para los cambios requeridos. Así, mientras reconocen que el manejo cambiario puede cumplir un papel, sostienen que un BC debe estar listo para modificar o abandonar dicha práctica en el momento en que parezca interferir con el objetivo de controlar la inflación doméstica.<sup>9</sup>

Mishkin (2003) sostiene que desde el punto de vista de un programa de IT, hay dos formas de encarar este aspecto: uno es el activo donde el BC trata de influir permanentemente el tipo de cambio (con los riesgos de focalizarse demasiado en movimientos de corto plazo generando volatilidad y de colocar por encima de la inflación al tipo de cambio como ancla nominal) y otro es el pasivo donde el BC sólo reacciona ante movimientos cambiarios que puedan afectar la meta de inflación. El hecho de si un BC debe responder o no más activamente ante movimientos cambiarios depende en gran medida de la naturaleza del shock (shock que afecte los términos del intercambio, shock financiero, etc.) que se esté enfrentando. De todas formas,

---

<sup>7</sup> En Comentarios al trabajo “Inflation Targeting in Emerging Market Countries. Too Much Exchange Rate Intervention?: A Test” de Alberto Ales y Rumi Masih.

<sup>8</sup> Para mayor información leer “On Inflation targeting and Flexible Exchange Rates for Emerging Market Countries”. Clinton y Perrault (2001).

<sup>9</sup> Morón y Winkelried (2002) realizan un estudio similar comparando economías robustas y economías vulnerables, y también sugieren la optimalidad de defender en el corto plazo el tipo de cambio real en una economía vulnerable.

generalmente es complejo discernir en qué medida la apreciación cambiaria es producto de un shock financiero o de un shock real.

En la práctica, sin embargo, una convivencia de este tipo puede ser altamente problemática ya que las autoridades no encontrarán fácil *ex ante* convencer al público sobre sus prioridades. Bajo estas circunstancias, el público deberá inferir estas prioridades a partir de las respuestas de política observadas cuando el objetivo nominal del tipo de cambio es sometido a presión. Por ello, según reconoce la literatura, el medio más seguro de evitar estos problemas es no tener ningún compromiso con respecto al tipo de cambio nominal.

## **Transparencia**

Hasta 1990 había un gran hermetismo sobre las actividades de los bancos centrales: las autoridades monetarias guardaban secretos sobre el funcionamiento de la entidad y se pensaba que eso era esencial para el éxito. Se creía que la eficiencia de la política monetaria dependía de conseguir tomar por sorpresa a los mercados. En la década del 90 esa tendencia fue cambiando, no sólo los países que implementaron IT hacen hoy por hoy un gran esfuerzo por dar a conocer su accionar, sino también países como Estados Unidos, que sin implementar dicho régimen monetario, se caracteriza por haber logrado un alto grado de transparencia de su política monetaria.

Por transparencia entendemos en general la capacidad del público de monitorear el desempeño del BC. Tal como dice M. King (2000) “la transparencia debe llevar a que la política sea predecible. De esta manera, un Banco Central debería ser aburrido”.

M. Woodford (2005) sostiene que “conducir un banco central no es como conducir un buque petrolero o guiar una nave espacial, que si bien siguen una trayectoria que depende de factores cambiantes, no dependen de las propias expectativas del vehículo donde éstas se dirigen. Como las decisiones de los bancos centrales impactan en la economía tanto a través del efecto que generan sobre las expectativas como por el efecto directo sobre el mercado, hay buenas razones para esperar que un banco central debe comprometerse sistemáticamente no sólo a generar un marco adecuado para tomar decisiones, sino también en explicitar sus decisiones al público.”

La transparencia es de suma importancia para la credibilidad; Hanel & Schwartz (1997) señalan que la incertidumbre de no conocer la función objetivo y parámetros de respuesta a desviaciones de la meta de inflación podrían poner en cuestionamiento las acciones del BC para cumplir el compromiso asumido.

Además del esfuerzo por aumentar la transparencia, ha habido un creciente énfasis en la *estrategia de comunicación*. El rasgo distintivo y novedoso de los bancos centrales con metas inflacionarias es la publicación de “Reportes de inflación” regulares, los cuales proveen una gran cantidad de información presentada en una forma accesible. Específicamente, estos informes buscan transmitir: (1) los objetivos y limitaciones de la política monetaria, (2) los valores numéricos de las metas inflacionarias y la lógica de esta elección (3) cómo se alcanzarán las metas teniendo en cuenta las condiciones económicas prevaletentes y (4) las razones de cualquier desviación de la tasa de inflación con respecto a los valores objetivo. Asimismo para facilitar la comprensión de la estrategia del BC, se incluyen también pronósticos de

inflación y una descripción de políticas contingentes. Este anuncio anticipado reduce la probabilidad de que se malinterprete la reacción del Banco ante tales contingentes.

Consistente con el esfuerzo de mejorar la comunicación algunos Bancos Centrales<sup>10</sup> publican en sus páginas web las funciones de densidad de las proyecciones de inflación, que se reportan mediante construcciones gráficas denominadas *fan charts*. Dichas proyecciones resultan importantes desde dos puntos de vista: la implementación de la política monetaria y la comunicación de las proyecciones. Asimismo tienen la característica de poder ser sometidas a evaluaciones ex-post.

La transparencia reduce la incertidumbre acerca de las preferencias del BC. Una menor incertidumbre, a la vez, puede contribuir a: (1) reducir las expectativas inflacionarias (2) mejorar la planificación del sector privado (3) promover el debate público sobre la política monetaria, educando al público acerca de que cosas puede conseguir un BC y qué cosas no (4) incrementar la libertad de acción del BC en el largo plazo (5) poner en claro las responsabilidades del BC y de los funcionarios políticos en la conducción de la política monetaria.

Al final del proceso, debe haber un procedimiento bien organizado de *rendición cuentas por parte del BC* al gobierno, al poder legislativo o al público. Una meta numérica proporciona un estándar objetivo respecto del cual el desempeño de la política monetaria pueda ser juzgado ex post.

Un BC que quiere ser transparente debe escuchar a sus audiencias con el fin de analizar cómo sus comunicaciones son recibidas y qué tipo de información es considerada útil. Adicionalmente, necesita adaptar sus comunicaciones a múltiples audiencias debido a que no existe un único medio de garantizar transparencia en todos los campos. Existen dos tipos de audiencias que se destacan: el público en general y los mercados financieros.

Al público en general el BC necesita comunicar sus objetivos básicos, su estrategia para alcanzarlos y sus éxitos y fracasos en conjunto con razones para estos últimos. La constancia a través del tiempo es de vital importancia si se quiere crear conciencia ciudadana. Es importante para el público entender las acciones del BC lo mejor posible, tanto por razones de legitimidad democrática (la información simétrica da igualdad de oportunidades) como también para darle mayor eficiencia a la política monetaria. El entendimiento del público no sólo de lo que hace hoy el BC, sino sobre lo que hará, es crítico para la efectividad de la política. A través de la comunicación, se evita que cada agente forme sus propias expectativas. Sin embargo generalmente la gente no tiene la capacidad de procesar perfectamente la información disponible, por lo tanto no necesita saber todo, se requiere entonces una estrategia de comunicación y no simplemente un aumento en la cantidad de información que se otorga.

Es necesario que el BC enseñe a los mercados a pensar y a procesar la información de la misma forma como él lo hace. Esto significa compartir con los mercados las generalidades de su estrategia y posiblemente algunos detalles tácticos. Se busca mejorar la exactitud de los efectos de la política monetaria sobre la economía,

---

<sup>10</sup> Se implementaron por primera vez en el Banco de Inglaterra (1996) y el Banco Central de Suecia (1997).

manteniendo las expectativas del mercado más estrechamente sincronizadas con las del BC.

En el caso de los bancos centrales que trabajan con un esquema de IT, el compromiso con la transparencia exigirá explicar al público los supuestos sobre la política futura que están implícitos en tales pronósticos, al menos algunos de ellos, con las advertencias pertinentes de que tales suposiciones no representan un compromiso de que la política que se aplicará necesariamente coincidirá exactamente con la indicada en la proyección.

Por otra parte, hay que destacar la importancia de la transparencia a la hora de llevar a cabo la política monetaria ya que, por ejemplo, en la actualidad (debido a la transparencia existente) los cambios de la tasa de interés serían menores que lo que se piensa como necesario. Ya que si un BC es transparente con respecto a su política el mercado de bonos hará el trabajo por él. El razonamiento es que las tasas de largo plazo tienen un efecto real más importante que las de corto pero se basan en las expectativas acerca de los cambios en las tasas de corto. Si el BC tiene éxito en dar señales claras de sus intenciones futuras, los mercados se ajustarán acorde a estas intenciones en forma anticipada.

### **Credibilidad**

Más allá de que política monetaria se implemente hay varios factores que afectan significativamente la efectividad de la misma: uno es la *credibilidad* que se mide en términos de la confianza del mercado en la capacidad y la voluntad de la autoridad monetaria para tomar las acciones que serán necesarias para poder cumplir con sus objetivos. Para un BC que anuncie metas inflacionarias explícitas, es natural definir *credibilidad* como una situación en la cual las expectativas inflacionarias son consistentes con las metas anunciadas.

Si los agentes económicos llevan a cabo transacciones o inversiones a través del tiempo ajustando siempre con bajas expectativas de inflación, el crecimiento de los precios puede comenzar a declinar, *ceteris paribus* (Hanel & Schwartz, 1997). Así, mientras los agentes pronostican y ajustan sus expectativas se aminoran los costos de encontrarse en un periodo inflacionario. La credibilidad de la autoridad monetaria en su compromiso de la estabilidad de precios es por tanto importante para asegurar y anclar las expectativas de inflación. Al disminuir la incertidumbre acerca de la inflación futura se pueden observar tasas de interés en promedio más bajas, lo cual favorece la inversión y, en el largo plazo, al crecimiento.

¿Cómo se puede conseguir credibilidad? Hay varios factores que ayudan a construir credibilidad como por ejemplo: el haber enfrentado exitosamente una situación de crisis, el demostrar un entendimiento acabado del funcionamiento de la economía y la capacidad para mantener una política monetaria previsible y transparente. Autores como Hanel & Schwartz (1997) son claros en señalar que el anuncio debe darse luego de acciones que demuestren la efectividad de la lucha contra la inflación (un proceso desinflacionario exitoso) y sin un déficit abultado o cláusulas de escape en sus compromisos. Asimismo, la credibilidad puede ser incrementada a través de una coordinación entre el gobierno y el BC; el anuncio y la ejecución de políticas en

conjunto son motivados para impactar en las expectativas de inflación haciendo creíble el compromiso de la lucha contra la inflación.

Sin embargo la construcción de una reputación y el mejoramiento de la credibilidad es un proceso largo y difícil, particularmente para los países con historiales de alta inflación e inestabilidad macroeconómica. Precisamente, la falta de credibilidad en el compromiso (o capacidad) de los responsables de política a mantener bajas tasas de inflación es una de las explicaciones más frecuentes de la persistencia de la inflación en los países en desarrollo.

Una cuestión muy relevante es hasta que punto el anuncio de *targets* inflacionarios permite sobrellevar problemas de credibilidad. Para autores como Walsh (1995) y Svensson (1997) un régimen de IT puede ser útil en este sentido, ya que puede replicar un sistema de incentivos óptimos.

Por otro lado, una de las ventajas del anuncio explícito de metas inflacionaria es que permite estimar cuantitativamente el grado de credibilidad del régimen. Dado que las expectativas inflacionarias pueden estimarse (por *surveys* o a partir de curvas de rendimientos de activos en el mercado de futuros por ejemplo), la distancia entre  $E_t\pi_{t+7}$  y la meta  $\pi^*_{t+7}$  representa un importante estimador del grado de credibilidad. Como señala Svensson (2000), la falta de metas explícitas en el caso del Fed y el Banco Central Europeo hacen más compleja la definición y medición de la credibilidad.<sup>11</sup>

### **Accountability (Responsabilidad)**

*Accountability* es un vocablo que no posee traducción directa al castellano. No obstante, el mismo apunta al hecho que los gobernantes son responsables de sus actos antes aquellos a quienes representan, frente a los cuales deben dar cuenta.

Al hacer al BC públicamente responsable por sus decisiones, aumentan los incentivos a alcanzar la meta inflacionaria y en consecuencia, es de esperar que mejore la confianza del público. Sin embargo, estructuras de incentivos poderosas incrementan el *accountability* de las autoridades pero pueden distorsionar la política de estabilización.<sup>12</sup> E. Pagnotta (2002) sostiene que el *trade-off* fundamental entre *accountability* y estabilización depende del grado de transparencia del régimen.

Para Mishkin y Savastano (1999), un problema con el *accountability* en un régimen de metas inflacionarias se relaciona con la dificultad de evaluar el desempeño de las autoridades sólo en base a los resultados de inflación.

Siguiendo esta línea Mishkin (2000) considera que una desventaja del régimen se debe justamente respecto al *accountability*, ya que los rezagos entre las decisiones de los responsables de política y los resultados son extensos, por lo que la rendición de cuentas es débil (los banqueros centrales se podrían ver tentados a no asumir sus errores sino atribuir el mal desempeño inflacionario sobre ciertos eventos impredecibles), ocasionando falta de credibilidad por parte del BC. Justamente para que esto no suceda

---

<sup>11</sup> De todas formas, en el caso de la Fed muchos autores atribuyen el éxito de la política monetaria al alto grado de credibilidad conseguido bajo el mandato de Alan Greenspan.

<sup>12</sup> En Nueva Zelanda, por ejemplo, el gobierno puede despedir al banquero central si la inflación excede el límite máximo del rango objetivo.

es que los bancos centrales deben justificar sus decisiones y explicar públicamente las diferencias entre los resultados inflacionarios y las metas preestablecidas.

## 1.2 REGLAS VS DISCRECIONALIDAD

En la literatura económica ya hace muchos años que encontramos el debate que se plantea entre reglas y discrecionalidad. Referente a este tema IT no opera como una regla de política económica sino más bien como un framework. Para captar esta idea Bernanke y Mishkin acuñaron el término “*constrained discretion*”: imponiendo una estructura conceptual, con su consiguiente disciplina, pero sin eliminar por completo la flexibilidad. IT combina algunas de las ventajas asociadas a reglas con algunas de las asociadas a la discreción. Una ventaja importante del régimen de IT es que otorga a la autoridad monetaria cierta discreción y flexibilidad en el uso de la política monetaria para responder ante shocks que afectan la economía doméstica. Esta flexibilidad es particularmente importante en países emergentes ya que generalmente están más expuestos a enfrentar distintos tipos de shocks. Cuando el horizonte temporal del régimen es más amplio esta flexibilidad se amplifica. Sin embargo, algunos autores como Calvo han señalado que una excesiva discreción es precisamente una debilidad del régimen. De todos modos, el régimen otorga una “*discreción restringida*” ya que la transparencia y el respaldo que requiere actúa como un fuerte limitante.

Adolfo Prat Gay caracterizó la política monetaria de IT como de “discrecionalidad acotada” y la describió citando a John Maynard Keynes: “*La meta de la autoridad monetaria debería ser evitar un movimiento en el precio de la canasta de bienes en exceso de un determinado porcentaje, por encima o por debajo de lo normal. Al definir cuál es el ritmo de crecimiento normal de los precios, la autoridad monetaria debe tener en cuenta la situación del empleo, el volumen de producción, la demanda efectiva de crédito que enfrentan los bancos, el flujo circulante, las estadísticas de comercio exterior y los tipos de cambio. Siempre dentro de un marco de valoración y discreción*”. Como observamos la definición elegida por Prat Gay corresponde a una política monetaria de un objetivo pero contemplando restricciones de la economía real.

Para Taylor (2000) el régimen de IT no constituye una regla en si mismo, sino que optar por dicho régimen aún deja sin respuesta a la mayoría de las preguntas importantes sobre las decisiones de política monetaria. Es por eso que son necesarias las reglas de política monetaria, ya que proporcionan los detalles acerca de cómo se cumplirá la meta de inflación. Para el autor, sin una buena regla de política, una meta de inflación nunca podría lograrse, o en el caso conseguirse, podrían existir variables con una inestabilidad tal que se abandonarían la meta, terminando en un episodio doloroso de inflación y desinflación.

## 1.3 ASPECTOS OPERATIVOS<sup>13</sup>

A pesar de que existe cierto consenso en torno a las características básicas de un régimen de metas inflacionarias, no ocurre lo mismo en lo que hace a los detalles de su

---

<sup>13</sup> Véase en el Anexo 1 el marco operacional básico de los principales *Inflation Targeters*.

implementación. Aspectos operacionales como la selección del índice de precios apropiado, el horizonte de política óptimo, el valor óptimo de la meta, etc., dependen en importante grado de las características de cada economía, e incluso del tipo de *shocks* que esta enfrenta.

### **Meta puntual vs. Rango**

Si bien el fin último del régimen es el cumplimiento de una meta de inflación objetivo, esta puede ser tanto una *meta puntual*, donde se persiga un valor específico de tasa de inflación, o bien un *rango meta*, donde el objetivo es que la tasa de inflación efectiva se encuentre siempre dentro del rango meta. La utilización de una de ambas opciones generalmente depende del grado de incertidumbre existente en torno al control de las variables económicas que afectan la inflación, y si bien existen ventajas en torno a cada una de las opciones, cada BC tendrá que definir su meta dependiendo la capacidad de cumplirla, no perdiendo de vista la necesidad de no perder credibilidad, por lo tanto si supone que el cumplimiento de una meta puntual es demasiado ambicioso es preferible optar por la utilización de una banda. En este punto, Mishkin (2003) sostiene que una banda incrementa las chances de mantener la inflación dentro del objetivo aunque puede reducir la capacidad del instrumento para anclar las expectativas inflacionarias y puede afectar la capacidad del BC para generar credibilidad anti-inflacionaria

En los países emergentes generalmente se utiliza un rango de inflación en vez de valores puntuales como objetivo de política, ya que constituye una de las formas de comunicar la incertidumbre inherente acerca de las distribuciones de probabilidad de las variables económicas en estas economías.

Para Mishkin (2001) cuando se utiliza el esquema de IT como plan de desinflación es preferible utilizar un *point target* (meta puntual).

Una vez elegida la opción de rango meta, el dilema se presenta en torno a cuál será la magnitud de la banda, importancia del punto medio del rango, entre otros. Para Mishkin (2003) fijar una banda razonablemente estrecha como para permitir el anclaje de las expectativas de inflación no tiene mucho sentido si la probabilidad de que exista un desvío de la banda no es significativamente inferior a la probabilidad de desviarse de una meta puntual. En cuanto a las bandas demasiado anchas, aunque incrementan la probabilidad de cumplimiento de la meta, podrían ser una guía poco eficaz para las expectativas. Sin embargo, pese a estas dificultades de las gamas meta, los bancos centrales que utilizan estrategias basadas en metas inflacionarias explícitas han mostrado preferencia por las gamas frente a los puntos meta.

Del mismo modo, Mishkin (2003) sostiene que el uso de techos y pisos en un régimen de IT puede desviar el foco de atención (que deberían ser los desvíos con relación al punto medio) si hay expectativas desmedidas acerca de si la inflación traspasa dichos límites, generando una excesiva inestabilidad de los instrumentos monetarios (fluctuaciones acentuadas de corto plazo en tasas de interés y tipo de cambio). Asimismo, fluctuaciones de corto plazo pueden llevar a adoptar una política monetaria inadecuada provocando desvíos en el mediano plazo.

Un ejemplo de como enfatizar el punto medio de la meta lo da el Banco de Inglaterra que utiliza una meta puntual junto a un requisito de justificar y explicar detalladamente desviaciones superiores a un punto porcentual, incluyendo las medidas correctivas previstas. De este modo, el foco pasa por el punto medio de la meta y las bandas actúan como puntos de referencia más que como límites que no pueden ser traspasados.

### **¿Cómo responder ante desviaciones de la meta y qué tanto debe enfatizarse el piso de la meta en relación al techo?**

Mishkin (2003) argumenta que en caso que la tasa de inflación perfore el piso establecido por el programa de IT la lógica del régimen requiere que el BC intervenga para llevar la tasa de inflación dentro del rango objetivo. La experiencia indica<sup>14</sup> que esta parece ser una oportunidad para el BC para fijar una inflación menor. Sin embargo, esta estrategia tiene sus riesgos ya que pueden surgir presiones políticas para flexibilizar la política monetaria. Asimismo, la baja en la inflación puede ser temporal producto de shocks con lo que la política monetaria puede ser inconsistente en el mediano plazo. De todos modos, en el caso de los países emergentes donde las reformas llevadas a cabo pueden conducir a una reducción en la inflación más rápida de lo previsto, la aceptación de estos niveles menores de inflación parece ser lo apropiado.

Mishkin (2001) sostiene que cuando existe un bajo grado de credibilidad se actúa de forma asimétrica, ya que se ataca más fuertemente los overshoots. De todas formas argumenta que cuando se ha logrado la reducción de la inflación y se ha afianzado la credibilidad lo conveniente es ser simétrico respecto de desviaciones del punto medio del rango.

### **Instrumentos de Política Monetaria**

El esquema de IT planteado hasta el momento no presupone un procedimiento preciso para el logro de la meta. Todos los regímenes de IT requieren entonces de reglas de política monetaria, donde quede claro el procedimiento para la consecución de la meta. Si bien existen reglas de política que se utilizan más que otras, los procedimientos que pueden utilizar los banqueros centrales son variados, y dependen de las características propias de cada país.<sup>15</sup> Por lo tanto si bien, es común observar modificaciones en la tasa de interés como herramienta para controlar la inflación, esta no es la única opción.

Taylor (2000) sostiene que la elección entre una regla de política que utilice a la tasa de interés como instrumento y otra que utilice a la base monetaria (o algún otro agregado monetario) es esencialmente la misma que ha señalado Poole (1970). Si existe mucha incertidumbre respecto a la medición de la tasa de interés real o si existen perturbaciones relativamente grandes de la inversión o de las exportaciones netas, entonces un

---

<sup>14</sup> Polonia es un ejemplo.

<sup>15</sup> Teniendo en cuenta las limitaciones que plantea el régimen en torno a la ausencia de otras anclas nominales, etc.

agregado monetario es el instrumento a elegir; lo mismo es cierto cuando es difícil medir la tasa de interés real de equilibrio. En contraste, si las perturbaciones a la velocidad de circulación del dinero son grandes, entonces la tasa de interés será un mejor instrumento. Desde su punto de vista, la preferencia por la tasa de interés como instrumento, manifestada en los trabajos más recientes sobre reglas de política, refleja precisamente la incertidumbre en cuanto a la velocidad de circulación del dinero. Aunque claramente hay circunstancias en las cuales la medición de la tasa real de interés se dificulta y en las que la tasa nominal de interés interbancaria no es una buena guía. Dichas circunstancias pueden también presentarse en las economías emergentes. Por ejemplo, en un escenario de inflación elevada es difícil medir la tasa de interés real a la vez que la prima de riesgo puede ser alta y variable. De igual modo, en una economía emergente con vigoroso crecimiento, puede ser difícil determinar y medir la tasa de interés real. Con una regla basada en la tasa de interés, la incertidumbre sobre el equilibrio de la tasa de interés real se traduce en errores de política. De este modo, convendría a las autoridades monetarias en los mercados emergentes dar mayor importancia a las reglas de política basadas en agregados monetarios, incluso si las reglas basadas en la tasa de interés se convierten en la opción preferida.

El autor argumenta que no hay incongruencia en cuanto a elegir una meta de inflación y adoptar un objetivo de agregados monetarios como instrumento de la regla de política, aunque en varias discusiones recientes alrededor del esquema de IT en economías emergentes se ha sugerido que dichas metas son una alternativa a los objetivos de agregados monetarios. De hecho, debido a los problemas que existen en algunas economías emergentes en cuanto a utilizar la tasa de interés como instrumento, como ya se ha mencionado, la base monetaria puede ser un mejor instrumento para alcanzar la meta de inflación. En trabajos anteriores sobre la evaluación de las reglas de política con IT, como en Taylor (1979), el instrumento elegido ha sido la oferta monetaria. Las metas de inflación son una alternativa a los enfoques que utilizan un tipo de cambio fijo o controlado y no a las políticas basadas en los agregados monetarios.

No hay oposición en la literatura al argumento de Taylor (2000), sin embargo debe quedar en claro la prioridad que tiene el objetivo de inflación frente al del agregado monetario. No hay dudas de que existe cierta incongruencia entre agregados monetarios y tasa de inflación, por el hecho de que ambos objetivos pueden no cumplirse simultáneamente, por lo tanto si bien se puede utilizar el control de los agregados monetarios para el control de la inflación, esto tiene que constituir un medio, un instrumento, y no ser el fin último de política porque entonces se podrán encontrar escenarios donde aún lográndose dicho objetivo no se logre la meta de inflación.

### **Medida de Inflación**

Otra cuestión es decidir el *nivel meta* de la inflación. La mayoría de los países industriales de baja inflación han optado por metas inflacionarias entre 1% y 3%. En general, se reconoce que tasas de inflación más elevadas tienen efectos adversos en el crecimiento y pueden generar también costos en términos de bienestar y eficiencia. Pero tampoco es conveniente una meta inflacionaria cero. En efecto, la presencia de rigideces a la baja en los salarios nominales y los precios requeriría una tasa de inflación positiva para dar margen a las variaciones necesarias de los salarios reales y demás precios relativos.

Una meta de inflación cero tampoco dejaría margen para que, de ser necesario, las tasas de interés reales adquiriesen signo negativo en los ciclos económicos. En efecto, la reciente experiencia de Japón revela la necesidad de llegar a tasas de interés reales negativas para estimular la demanda agregada.

Ciertamente, una de las ventajas de las estrategias basadas en metas de inflación explícitas es que pueden evitar la deflación compensando el efecto de perturbaciones negativas sistemáticas en la demanda agregada. En tal sentido, este régimen aplica un tratamiento simétrico a la inflación y la deflación: la política monetaria debe ser más restrictiva (expansionista) si la inflación observada se sitúa sistemáticamente por encima (por debajo) de la meta de inflación.

### **¿Quién decide la meta y la velocidad de reducción de la Inflación?**

Actualmente se parece coincidir en el hecho de que el BC deber tener independencia de instrumentos para cumplir con los objetivos monetarios pero no independencia en cuanto a la fijación de dichos objetivos. Sin embargo en numerosos casos los bancos centrales parecen haber tenido significativa independencia de hecho en términos de la fijación de objetivos y la instrumentación de la política monetaria, lo cual ha sido motivo de fuertes tensiones. Las tensiones ocurren principalmente a partir de que los bancos centrales gozan de independencia que les otorga libertad para decidir la velocidad de reducción de la inflación y generalmente son más ambiciosos que el Gobierno en este objetivo. Estas disputas socavan la credibilidad y pueden incrementar el costo reducir la inflación. Mishkin (2003) sostiene que una decisión conjunta entre el BC y el Gobierno tiene importantes ventajas, dado el impacto sobre diversos sectores de la sociedad de la reducción de la inflación.

### **Horizonte Temporal**

Otro aspecto a resolver es la elección del *horizonte temporal de la política monetaria*, es decir, cuál debe ser la rapidez del trayecto hacia la meta de una inflación más baja. En la práctica, si el nivel inicial de inflación es muy superior al deseado, la velocidad con que la política lleva la inflación hacia la meta fijada depende de una evaluación de los costos de transición de la desinflación. Tal vez sea preferible un criterio de desinflación gradual frente a contratos de largo plazo, un ajuste desfasado de las expectativas de inflación y la falta de una franca credibilidad. Al mismo tiempo, la necesidad de superar la inercia en las expectativas de inflación y fomentar la credibilidad apuntaría hacia una desinflación más acelerada. Naturalmente, si la tasa de inflación ya está cerca de los niveles óptimos, el contexto de política debe conducir a mantenerla indefinidamente en esos niveles.

Mishkin (2003) sostiene que la política monetaria afecta a la economía, y particularmente a la inflación con rezagos. En el caso de los países industrializados el rezago de la política monetaria a la inflación generalmente está en el orden de los dos años. Un horizonte de un año puede llevar a desvíos frecuentes, incluso cuando la política monetaria es óptima. Asimismo, este horizonte puede acarrear cierta inestabilidad en el manejo de los instrumentos a fin de no desviarse del objetivo. Finalmente, un horizonte demasiado corto implicaría que no se ha puesto demasiado énfasis en las fluctuaciones del producto dentro de la función de pérdida del BC. El autor sostiene que horizontes demasiado cortos o demasiado largos pueden traer problemas de credibilidad, por lo que sostiene que el horizonte óptimo sería el que sea congruente con el rezago propio de la política monetaria de cada país. Asimismo plantea que existe un *trade-off* entre horizonte y rango, se puede optar por un horizonte corto si el rango es más amplio.

### **Índice de inflación ha utilizar**

La inflación es el incremento permanente y generalizado de los precios en la economía. La medida más comúnmente utilizada para llevar un control de esta anomalía es la variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC en adelante), variable que incluye tanto componentes permanentes como transitorios. En el contexto que el principal objetivo del BC es la estabilidad de precios, se requiere un indicador que considere sólo el componente permanente de la inflación, al que se denomina *inflación subyacente*.<sup>16</sup> Si bien una definición de inflación subyacente sería considerar la inflación aislando el componente permanente o de largo plazo que depende de las variables económicas fundamentales, generalmente en la literatura económica se considera como *core inflation* a la evolución del IPC excluyendo del mismo la variabilidad de precios de alimentos y combustibles.

Los bancos centrales tienen como objetivo mantener la estabilidad de precios. Las medidas de inflación subyacente les permiten separar los choques transitorios de la tendencia persistente del nivel general de los precios. La autoridad monetaria no debería preocuparse por los choques transitorios, ya que es muy probable que se reviertan rápidamente por sí solos. Asimismo, existen choques que provienen de fuentes que el BC no controla, como por ejemplo un cambio en el régimen impositivo. Reaccionar ante ellos podría ocasionar un ajuste innecesario en términos de producto.

Si un BC anuncia rangos de metas de inflación, la inflación subyacente, por definición, debería ubicarse más cerca de dichos rangos que la variación del IPC. El uso de una medida de inflación subyacente contribuiría, asimismo, a establecer con mayor claridad la relación entre las acciones del banco con su objetivo. Más aún, la transparencia en la formulación de política y la rendición clara de cuentas por los resultados inflacionarios ayudarían a reducir los efectos negativos sobre el producto al tratar de corregir desviaciones de la inflación respecto a la meta.

Para que el banco pueda rendir cuentas de las desviaciones de la inflación respecto al objetivo, se debe poder distinguir los choques no anticipados de las decisiones erradas por parte de la autoridad monetaria al momento de adoptar una determinada política. Y hasta se podría indicar qué ajustes son necesarios en la política

---

<sup>16</sup> Core Inflation en inglés.

monetaria, a juicio del banco, para corregir las desviaciones de la inflación respecto al objetivo o para mantener la inflación en el objetivo.

Por todo esto es que la inflación subyacente es muy importante. Con ella podría explicarse las desviaciones de la inflación respecto al objetivo debido a choques transitorios. Si ambas son publicadas, los agentes verán que el banco no ha relajado su compromiso con el objetivo, evitando malas interpretaciones sobre las desviaciones. Entonces se minimizaría la probabilidad que el choque transitorio tenga efectos secundarios, tales como modificar las expectativas inflacionarias.

Un buen indicador de inflación subyacente debe servir de guía para la política monetaria, por lo que debe ser una meta viable de alcanzar. Además, para que el indicador goce de la credibilidad de los diferentes agentes económicos, la comunicación de cómo se calcula debe ser fácil y el cálculo verificable, debe estar sujeto sólo a escasas revisiones y no debe apartarse significativamente de la inflación en el largo plazo. Otras características importantes son que debe estar disponible oportunamente y debe tener una variabilidad menor a la inflación calculada con el IPC.

Sin embargo también existen razones para utilizar como medida de la tasa de inflación la evolución del IPC. Generalmente este se utiliza en países que aún deben fortalecer su credibilidad. Los banqueros centrales que cuentan con un alto grado de credibilidad pueden explicar a los agentes económicos que la inflación es solo transitoria y que por eso el BC no actúa. Sin embargo en aquellos países donde aún no se cuenta con la confianza del público muchas veces es preferible mantener estabilizada la evolución del IPC, que es la medida que el público en general asocia a la inflación, a costa de ciertos sacrificios en relación al producto de largo plazo debido al accionar del BC.

En la realidad se observan algunos casos donde los índices de inflación adoptados excluyen componentes muy volátiles. Por ejemplo el Banco de Australia excluye (entre otras cosas) el precio de la energía, mientras que los Bancos de Canadá y Nueva Zelanda excluyen el precio de la energía y *commodities* alimenticios (Véase el Anexo 1). En estos casos, es altamente recomendable que el BC explique al público como se construye el índice de referencia y cómo se relaciona con el IPC de cabecera. Los responsables de política enfrentan en este caso un *trade-off* entre flexibilidad y transparencia (un índice muy complejo puede confundir al público y crear la sensación que el BC elige el índice que le garantice resultados satisfactorios). En cualquier caso, el índice de referencia no debería estar sujeto a manipulaciones a lo largo del horizonte de la meta, y debería ser reproducible por terceros.

Por último, cabe mencionar la propuesta de algunos autores de adoptar como meta al nivel de precios en lugar de la tasa de inflación (*price-level targeting*). La desventaja de fijar como meta a la tasa de inflación es que *shocks* inesperados sobre el nivel de precios pueden ser tratados como dados y no ser revertidos. Como resultado, los pronósticos de largo plazo del nivel de precios pueden tener una gran varianza dificultando la planificación. Como señala Woodford (1999), las ventajas de diseñar una política que responda frente al nivel de precios se conecta con la deseabilidad de la dependencia histórica (*history dependence*) en la conducción de la política monetaria. En contrapartida, suele argumentarse que revertir los *shocks* sobre el nivel de precios puede mejorar la planificación pero pagando el costo de una mayor volatilidad del

producto, particularmente en los períodos de deflación. Esta propuesta ha suscitado un intenso debate en la literatura, pero hasta ahora ningún BC ha adoptado un *price-level targeting*.<sup>17</sup>

### **Cláusulas de escape**

El establecimiento de cláusulas de escape, donde quede claro ex-ante bajo que particulares circunstancias (fuertes cambios en ciertos componentes volátiles del IPC, eventos inesperados fuera del control del BC, etc.) el BC puede abandonar el régimen, no es común. Sin embargo, Mishkin (2001) sostiene que es uno de los posibles caminos que un BC puede tomar para evitar inestabilidades que derivan de cortos horizontes temporales o bandas muy estrechas. Uno de los bancos centrales que utiliza esta opción es el Banco Central de Nueva Zelanda (NZRB por sus siglas en inglés, en adelante), cuando hay cambios significativos en los términos de intercambio, cambios en los impuestos indirectos que afectan el nivel de precios, y shocks de oferta derivados de, por ejemplo, una epidemia del ganado.

## **1.4 MECANISMOS DE TRANSMISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA Y MODELOS MACROECONOMICOS DE PROYECCION.**

### **Mecanismos de Transmisión de Política Monetaria<sup>18</sup>**

La política monetaria no puede influir en el largo plazo más allá de su contribución a la estabilidad de precios, ya que en esta dimensión temporal, la influencia de la política monetaria es esencialmente sobre variables nominales. Sin embargo en el corto plazo y mediano plazo si existen consecuencias de esta política sobre la actividad económica y el empleo.

Existen diversos canales por los cuales se transmiten dichos cambios hasta llegar a afectar a la inflación. Por lo tanto si lo que se pretende controlar es la inflación hay que conocer cuales son esos canales de transmisión. A continuación se hará un breve repaso de los mecanismos de transmisión de la política monetaria. Para ello el Diagrama 1 representa en forma gráfica y simplificada, la manera en que se desarrollan los distintos efectos de un cambio de política monetaria sobre la economía.

- *Tasas de Interés de Corto Plazo.* Un cambio no anticipado en la tasa de política se transmite inmediatamente a otras tasas de corto plazo del mercado monetario. Sin embargo, estas tasas no siempre varían en la magnitud exacta en que lo hace la tasa de política, y, transitoriamente, también puede haber ajustes en los *spreads* bancarios.
- *Tasas de Interés de Largo Plazo.* El impacto sobre las tasas a más largo plazo de un cambio en la tasa de política puede ser en cualquier dirección. Esto se debe a que dichas tasas se ven afectadas por un promedio de tasas de corto plazo tanto actuales como futuras, de tal forma que el resultado depende de la dirección y de la magnitud del impacto sobre las expectativas acerca del comportamiento futuro de las tasas de interés. Sin embargo, en situaciones

---

<sup>17</sup> Véase, por ejemplo, Svensson (2000) para una discusión.

<sup>18</sup> Resumen del documento de trabajo del Banco Central de Chile: “Política Monetaria del Banco Central de Chile: Objetivos y Transmisión”. Mayo 2000.

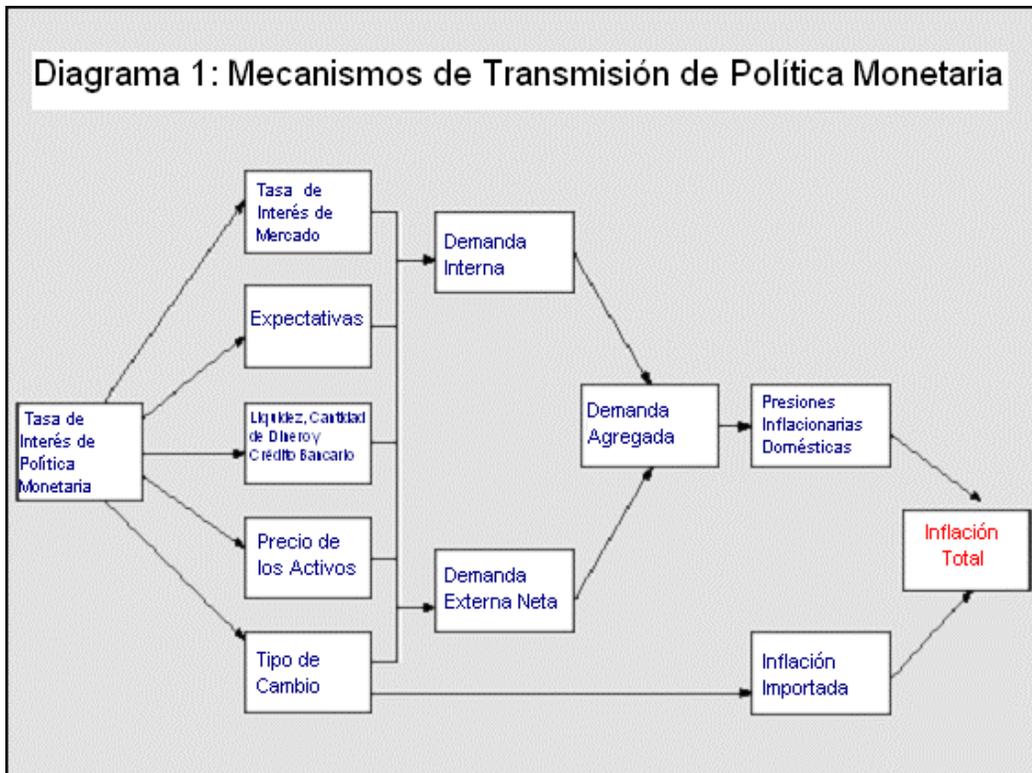
normales predomina el efecto al alza, aunque claramente de menor cuantía que el incremento en la tasa de política.

- *El tipo de cambio.*<sup>19</sup> Las variaciones en las tasas de interés también afectan al tipo de cambio. No obstante, el impacto preciso que tiene una modificación en la tasa de política sobre el tipo de cambio es incierto, debido a que dicho impacto dependerá de las expectativas existentes sobre las tasas de interés y la inflación interna y externa. Sin embargo, si todo lo demás permanece igual, un aumento inesperado en la tasa de política normalmente conduce a una apreciación inmediata de la moneda local frente a la moneda extranjera (normalmente el dólar). Es útil recalcar que los efectos de la política monetaria sobre el tipo de cambio pueden ser más limitados cuando existe una banda cambiaria y regulaciones a la cuenta de capitales.
- *Precios de los activos.* Los cambios en la tasa de política afectan, además, los precios del mercado de valores tales como bonos y acciones. El precio de los bonos es inversamente proporcional a la tasa de interés de largo plazo, por lo cual un aumento en dichas tasas ocasiona una disminución en el precio de los bonos, *ceteris paribus*.
- *Liquidez, cantidad de dinero y crédito bancario.* Aunque la demanda de dinero puede ser inestable, lo cierto es que un cambio en la tasa de interés de política afectará la cantidad disponible de activos monetarios líquidos. Un aumento de la tasa de política, implicará que el costo para el público de mantener esos activos líquidos suba y entonces disminuya su cantidad demandada. La menor demanda por activos monetarios líquidos tiene como contraparte una reducción en los depósitos a la vista en los bancos, lo cual si no se compensa con un aumento en otras formas de depósito, disminuye la base para dar créditos. Por ello habrá una tendencia a cobrar más por los créditos y a un aumento en el control a la hora de otorgar los mismos.

---

<sup>19</sup> Se considera que el régimen cambiario es flexible, tal como lo supone el uso de Metas de Inflación.

Diagrama 1: Mecanismos de Transmisión de Política Monetaria



Fuente: “Política Monetaria del Banco Central de Chile: Objetivos y Transmisión”. Mayo 2000.

- *Expectativas.* Los cambios en la tasa de política pueden influir sobre las expectativas acerca del rumbo futuro de la actividad real, al afectar las decisiones de inversión y consumo en forma directa y, con ello, eventualmente, la inflación. La incertidumbre que plantea cualquier modificación en la tasa de política debido al rol decisivo de las expectativas aumenta la importancia de contar con un régimen de política monetaria que sea creíble y transparente.

Ya se ha expuesto muy brevemente como la política monetaria afecta a las tasas de interés, el tipo de cambio y los precios de los activos. A continuación se enunciarán, en forma sintética, los efectos de dichos cambios en las decisiones de gasto de las personas y de las empresas. Este tipo de consecuencias de la política monetaria es conocido como *primera ronda de efectos*, las consecuencias subsiguientes en el ingreso agregado, empleo e inflación serán abordadas posteriormente (*segunda ronda de efectos*). Se tendrá en cuenta un nivel dado de expectativas acerca del rumbo futuro de la actividad real y la inflación, así como se supone una postura inalterada en política fiscal por parte del gobierno.

#### *Primera ronda de efectos.*

- Efectos sobre los Individuos. Primero, se alteran los ingresos disponibles de las personas y sus incentivos para ahorrar y endeudarse. Segundo, ante la dificultad de acceso a crédito, los que toman créditos lo tienen que hacer a tasas más altas, afectándose también su capacidad de gasto. Tercero, el valor de la riqueza se modifica en respuesta a los cambios en los precios de los activos. Cuarto, cualquier ajuste en el tipo de cambio hace variar los precios relativos en moneda local de muchos bienes, servicios y activos y pasivos en moneda extranjera,

haciendo desplazar el gasto hacia bienes y servicios producidos en el extranjero. En síntesis, lo que sucede es una disminución del gasto global de los consumidores.

- Efectos sobre las Empresas. La magnitud del impacto dependerá de la naturaleza del negocio, del tamaño de la empresa y de sus fuentes de financiamiento. En términos generales, el impacto en empresas que utilizan financiamiento bancario o similar, debido al aumento en los costos, sería la reducción de inicio de nuevos proyectos, disminución de la contratación de personal, aumentando la probabilidad de que se reduzcan las horas de trabajo demandada, entre otros. Asimismo las alteraciones en los precios de los activos también influyen en el comportamiento de las empresas, perdiendo éstas capacidad de acceso al crédito. Por otro lado, tanto los productores de bienes de exportación como los de bienes que compiten con los importados, ciertamente serían afectados, así como algunos servicios, como el turismo por ejemplo, y algunas actividades que utilizan insumos importados.

#### *Segunda ronda de efectos.*

El cambio resultante en el gasto agregado tendrá consecuencias adicionales sobre otros agentes, aun en el caso de que éstos no hayan sido alcanzados por los efectos financieros directos del cambio de política monetaria. En muchas oportunidades los individuos y las empresas que son más directamente alcanzados por los cambios en la tasa de política (primera ronda), no serán necesariamente los más afectados por el efecto completo del cambio en la política monetaria (primera y segunda ronda juntas).

Los efectos de un cambio en la tasa de política se demoran algún tiempo en manifestarse plenamente en la economía. Existe mucha variación e incertidumbre alrededor de estos rezagos promedio. El efecto preciso dependerá específicamente de muchos otros factores, tales como la percepción, respecto del futuro inmediato, de las empresas y de los consumidores y de cómo estos responden al cambio de política, a la etapa del ciclo de actividad económica, al régimen cambiario, a los eventos en la economía mundial y a las expectativas de inflación futura.

Usualmente se supone que los efectos de los cambios de política son lineales, vale decir, proporcionales a la magnitud del cambio en la tasa de política. Sin embargo, en la práctica, tales efectos dependen del tamaño del cambio de política. Asimismo la evidencia empírica pone de manifiesto que los efectos de cambios en la política monetaria sobre la economía no son necesariamente simétricos.

#### *El PBI y la Inflación*

Existe un nivel de producto agregado al cual las empresas operan a su capacidad normal y no están bajo la presión de cambiar sus niveles de producción o los precios de sus productos con mayor rapidez que la de la tasa de inflación esperada. Este nivel de producto se conoce con el nombre de nivel *potencial* o *normal* del PIB. Cuando el PIB efectivo se encuentra en su potencial, los niveles de producción son tales que no ejercen presiones inflacionarias (o deflacionarias) en los mercados de bienes. Por otra parte, los niveles de empleo son tales que no causan tampoco presión en el crecimiento de los salarios. Existe un equilibrio entre la demanda y la oferta del producto interno.

La diferencia entre el PIB efectivo y el PIB potencial es lo que se conoce como la “brecha del producto”. Cuando existe una brecha positiva, es porque una demanda agregada muy alta ha llevado el producto efectivo por encima de su nivel sostenible y

las empresas están trabajando más allá de su capacidad. Un exceso en la demanda se refleja tanto en un déficit de la cuenta corriente en la balanza de pagos como en un aumento de las presiones inflacionarias internas. Para algunas empresas, aumentará el crecimiento de sus costos debido a que están trabajando por encima de su nivel de producción más eficiente. Es posible que sientan la necesidad de aumentar el número de empleados y/o aumentar las horas de trabajo para así sostener el incremento en la producción. Esta demanda adicional de mano de obra y las mejores perspectivas laborales traerán presiones sobre los salarios y la inflación. Posiblemente algunas empresas aprovecharán los períodos de alta demanda para subir sus márgenes de utilidad y para elevar sus precios en proporción superior a los aumentos de los costos unitarios. Cuando existe una brecha negativa del producto, generalmente se presenta la situación contraria.

No obstante la brecha de producto no puede ser medida con gran precisión. Por lo tanto las dificultades de medición del PIB potencial han llevado a que, para efecto de las proyecciones de inflación sobre la base de estimaciones econométricas, los bancos centrales usen, generalmente, como proxy un concepto de PIB de *tendencia*. Los conceptos de PIB potencial y PIB de tendencia no son necesariamente equivalentes, pero sus trayectorias son coincidentes en una perspectiva de largo plazo.

Tal como lo señalan Wieland (1998), Rudebush (1999), Orphanides (1998), Estrella y Mishkin (1999) y Smets (1999), un problema que enfrentan los bancos centrales en el diseño de la política monetaria es la estimación de la brecha del producto. La incertidumbre en la estimación de la brecha del producto podría conllevar a una mayor volatilidad de la inflación y del nivel de producción, si la autoridad monetaria comete un error en la estimación de la brecha del producto. Esto es probable en la medida en que la brecha del producto no es una variable directamente observable.

El mantenimiento del PIB en su nivel potencial es, en ausencia de choques externos, suficiente para mantener la tasa potencial de inflación en su nivel objetivo, cuando ésta coincide con la tasa esperada por los agentes de la economía.

### *Inflación Importada*

Existe también un efecto directo de las variaciones en el tipo de cambio sobre la inflación interna. Sin embargo, pueden pasar algunos meses antes de que los efectos lleguen plenamente a los precios finales. En efecto, el primer impacto de una depreciación será sobre los precios mayoristas de los bienes importados, expresados en moneda local. Cómo, cuándo y cuánto de estos aumentos son traspasados a los consumidores finales de esos bienes dependerá de la política de precios de los intermediarios minoristas, del grado de competencia que exista en las distintas etapas de la cadena de distribución, incluyendo el de las ventas al detalle, y de la fortaleza de la demanda interna.

El coeficiente de traspaso de una depreciación a la inflación interna, denominado *pass-through*, puede ser estimado empíricamente, pero varía con el tiempo, con el ciclo económico y con los desarrollos de los mercados de intermediación internos.

Finalmente, la relación entre el tipo de cambio y los precios internos no es de carácter unidireccional. Esto se debe a que tanto el tipo de cambio como el nivel interno de precios son ciertamente indicadores relacionados de lo mismo, o sea, del valor de la moneda nacional.

## **Modelos Macroeconómicos de Proyección**

Como ya se ha expuesto, uno de los requisitos para implementar el esquema de IT es contar con la existencia de un modelo de análisis con variables claras y pertinentes, datos económicos y capacidad analítica para permitir realizar correctas proyecciones a través del modelo (Masson, Savastano y Sharma, 1998). Si no se cuenta con la capacidad analítica de proyección de la inflación, el BC no sabrá si se está alejando de la meta o no, y que tipo de operatoria debe realizar para alcanzar la meta de inflación. La política monetaria es compleja, por lo tanto se debe contar con un instrumental analítico que permita disminuir la incertidumbre sobre los efectos de la misma.

Por ello los bancos centrales emplean, en general, una amplia gama de modelos económicos para proyectar la inflación y para analizar los efectos de la política monetaria. Estos modelos pueden ser más o menos agregados, dependiendo de los objetivos con ellos perseguidos. A veces poseen un enfoque de equilibrio parcial y otras, comprenden un conjunto de relaciones económicas de equilibrio y de comportamiento general. Sus parámetros pueden ser estimados, o calibrados, o ser el resultado de una combinación de ambos.

El primer papel que cumplen los modelos es el de organizadores del marco analítico que está detrás de los mecanismos de transmisión de la política monetaria. En efecto, no basta con observar casuísticamente la coyuntura para entender las fuerzas que están en juego en la determinación de la inflación, sino que es necesario un orden criterioso. Se ha encontrado que este orden es más fácil de estructurar con la ayuda de un modelo. En segundo lugar, una vez que se cuenta con un modelo que refleja los mecanismos de transmisión relevantes de la política monetaria, la manera más directa de utilizarlo es para apoyar el juicio del BC para la formulación de proyecciones de inflación. Estas proyecciones son muy importantes en los esquemas de IT, porque constituyen los objetivos intermedios de la política monetaria, en el sentido de que las acciones de política usualmente responden a la forma como evolucionan las proyecciones respecto de la meta de inflación. En tercer lugar, un modelo del mecanismo de transmisión de la política monetaria permite entender y cuantificar la manera más probable en que la economía, y en particular la inflación, responderá a las distintas innovaciones o noticias, además de evaluar la respuesta a los cambios en la misma política monetaria.

Todos los Bancos Centrales que utilizan el esquema IT utilizan modelos de proyección para apoyar sus decisiones y englobarlas dentro de un marco analítico. Sin embargo, la mayoría de los países no da a conocer el instrumental analítico que utiliza. Esto se debe a que muchos banqueros centrales no creen pertinente que dichos modelos sean de público conocimiento debido a que el proceso de toma de decisiones de política monetaria es complejo y engloba cuestiones cuantitativas (que pueden ser reflejadas en los modelos) así como una serie de consideraciones adicionales, que involucran aspectos estratégicos o de oportunidad, difíciles de cuantificar en la proyección de inflación, pero que sí son determinantes a la hora de tomar decisiones. Por lo tanto el conocimiento de los modelos puede hacer suponer a los agentes económicos medidas de política que finalmente no sean llevadas a cabo.

La metodología generalmente es utilizar un modelo principal, apoyado por una serie de modelos auxiliares o satélites. El modelo principal captura de manera precisa los mecanismos de transmisión que se consideran relevantes, y es el que se utiliza con más intensidad. Los modelos auxiliares, en tanto, permiten validar y contrastar las proyecciones y ejercicios que resultan del modelo principal. Además, permiten elaborar algunos de los insumos que se utilizan en las proyecciones.

Como ejemplo se expondrá a continuación la metodología utilizada por el Banco central de Chile (BCCh en adelante)<sup>20</sup>. En primer término, cuenta con la existencia de un modelo central o principal de proyección, el MEP o Modelo Estructural de Proyección, cuya estructura interna, como su nombre lo indica, refleja de manera precisa las percepciones acerca de cómo se gestan actualmente los principales determinantes de las presiones inflacionarias en Chile. Juegan aquí un rol preponderante el funcionamiento de los mercados financieros, el dinero y las tasas de interés, la determinación del tipo de cambio, la evolución del mercado laboral, el empleo y los salarios, las dinámicas propias de la inflación, el crecimiento económico efectivo y potencial y, en general, las condiciones de oferta y demanda en los distintos mercados. Además del MEP, en el BCCh se desarrolla y utiliza una serie de otros modelos, los llamados modelos auxiliares o satélites. Estos modelos cumplen una variedad de propósitos. Algunos, como los de series de tiempo (VAR), sirven para realizar proyecciones alternativas en el corto plazo, por ejemplo de seis meses a un año, lo que permite validar y apoyar las proyecciones a ese mismo plazo del MEP. Por otra parte, existe una serie de modelos sencillos que son útiles para proyectar la evolución del Indicador Mensual de Actividad Económica (Imacec) a plazos más cortos aún, uno o dos meses, sobre la base de información coyuntural de carácter público, como la producción y las ventas industriales, la producción minera, la evolución del dinero, entre otros. También se incluyen modelos para la balanza comercial, los que a partir de la información de comercio exterior entregada por el BCCh con frecuencia semanal permiten proyectar las exportaciones e importaciones del mes en curso o de las siguientes semanas. Finalmente, existe un modelo de consistencia macroeconómica, de frecuencia anual, que permite asegurar que las proyecciones macroeconómicas sean coherentes desde el punto de vista contable con la evolución de la balanza de pagos y, en particular, con el saldo en cuenta corriente.

Es importante destacar que el desarrollo de modelos es un proceso continuo y permanente, que avanza en varias dimensiones. Primero, porque incorpora los avances empíricos y teóricos en la medida que se consideren pertinentes para la conducción de la política monetaria y, segundo, debido a que la paulatina incorporación de nueva información, con las consecuentes diferencias entre los resultados de los modelos y el desempeño económico efectivo, es muy informativa respecto de las posibles formas de mejorar la estructura de los modelos. De hecho, la inestabilidad estructural de los parámetros de los modelos, así como la incertidumbre con respecto al modelo “verdadero” de la economía, pueden generar proyecciones de inflación sesgadas, que lleven en última instancia al incumplimiento de la meta de inflación del BC.

Un modelo que refleja adecuadamente los mecanismos de transmisión de la política monetaria no sólo es útil para la realización de proyecciones, sino que además puede implementarse en ambientes artificiales, no vinculados con la realidad de los

---

<sup>20</sup> Como parte del compromiso de creciente transparencia el BCCh es uno de los pocos bancos centrales que si da a conocer la estructura formal de los modelos de proyección que utiliza.

datos históricos, para analizar distintos ejercicios y simulaciones de política. Existen una serie de ejercicios tradicionales que se pueden realizar con modelos. Estos ejercicios responden a preguntas usuales en economía y política monetaria: ¿Cuál es la respuesta, en términos de magnitud y rezagos, de la inflación y el crecimiento a cambios en la política monetaria? ¿En qué medida se traspasan a precios los movimientos del tipo de cambio? ¿Cuál es la relación entre crecimiento e inflación en el corto plazo? ¿Cómo responde la economía a *shocks* externos? Ninguna de estas tres preguntas es de fácil respuesta, principalmente porque requieren de una formalización precisa, que va más allá de la forma general en como están planteadas en esta introducción. Es por ello que los modelos son útiles para este tipo de preguntas, pues obligan a determinar con precisión detalles que a primera vista no parecen importantes pero que resultan de gran trascendencia para la coherencia de la política monetaria.

De todas formas cabe aclarar que los modelos económicos son desarrollados, implementados y utilizados por economistas, y por tanto no pueden sustituir el buen juicio de éstos. En otras palabras, la formulación de la política monetaria debe apoyarse en un diálogo permanente entre modelos y juicio. Por una parte, el juicio económico indica las prioridades de investigación y la introducción de ingredientes que no son fácilmente cuantificables en las proyecciones, mientras los modelos, tal como se ha señalado, permiten estructurar la discusión de política monetaria, entregando algunas cuantificaciones claves acerca de rezagos y magnitudes de movimientos de variables tanto exógenas como de política. Por lo tanto los modelos no representan al proceso de toma de decisiones como un todo, sino que solo constituyen uno de los insumos de dicho proceso.

También es preciso señalar en este punto la diferencia que existe entre el instrumental analítico en países emergentes frente a los países desarrollados. Establecer un modelo de predicción definido y estimaciones relativamente precisas sobre como responderá la inflación frente a cambios en los instrumentos de política no es un asunto sencillo cuando la estructura de la economía es inestable y las relaciones de comportamiento poco fiables. En la práctica por tanto, los banqueros centrales de países emergentes deben confiar en grado elevado (mucho más importante que para sus colegas de países desarrollados) en juicios cualitativos para la fijación de los instrumentos de política. En general, sus reportes de inflación reconocen el elevado grado de incertidumbre que subyace en los pronósticos de inflación.

## **1.5 PAISES EMERGENTES VS PAISES DESARROLLADOS**

Siguiendo a Taylor (2000) *“las condiciones de mercado en las economías emergentes pueden requerir modificaciones a la regla de política típica recomendada para economías con mercados financieros más desarrollados.”* Por lo tanto no se puede hacer un análisis acabado del Modelo de Metas de Inflación sin estudiar, aunque sea a grandes rasgos, las diferencias entre países emergentes y países desarrollados, con el fin de determinar diferencias a la hora de implementar dicha política monetaria.

Sin lugar a dudas las economías de los países desarrollados gozan de ciertas virtudes. Las expectativas se hallan en proceso de estabilización general; el tipo de cambio se comporta adecuadamente desde el punto de vista macroeconómico; el *pass-through* del tipo de cambio al nivel de precios es modesto — de hecho, virtualmente

insignificante según la evidencia más reciente—; el BC tiene un conocimiento adecuado del mecanismo de transmisión de la política monetaria; y la volatilidad del mercado cambiario no amenaza la estabilidad financiera.

La mayor distinción entre estos países se presenta en la marcada debilidad de los marcos institucionales de los países emergentes. Es por ello que muchos economistas (como Guillermo Calvo) mantienen cierto escepticismo acerca de la aplicación del régimen de IT en países emergentes ya que este régimen otorga cierta discrecionalidad a la autoridad monetaria.

Tal como lo señala Calvo (2000) una diferencia notable entre las economías desarrolladas y las emergentes radica en la importancia de la estructura de pasivos y la relación entre el régimen cambiario y la fragilidad financiera. Al igual que Mishkin (2000), Calvo sostiene que un alto grado de dolarización de pasivos puede reducir la factibilidad de adoptar un esquema de IT. Como las depreciaciones reales del tipo de cambio pueden generar crisis financieras, el BC puede estar tentado a hacer del tipo de cambio otro de sus objetivos. Esto inducirá a un problema mayor dado que las firmas y las familias esperan que el seguro implícito contra el riesgo cambiario sea provisto por el BC, especialmente en momentos turbulentos. Por lo tanto aunque adoptar un esquema de IT podría traer como beneficio colateral extender el horizonte relevante de la política monetaria, sigue siendo un mecanismo imperfecto para resolver temas pendientes de economías financieramente vulnerables. Si bien puede ser muy útil como una guía de expectativas de inflación, difícilmente resolverá los problemas de pasivos dolarizados.

Otra diferencia relevante se plantea en torno al grado de *pass-through* del tipo de cambio a la inflación doméstica. Las economías latinoamericanas son conocidas por su pasado inflacionario. La actual tendencia de inflación muy cercana a las internacionales es bastante nueva. En un régimen cambiario “realmente” flexible, el tipo de cambio debe operar como el amortiguador de cualquier choque externo. En una economía con un alto grado de *pass-through*, las memorias del mal comportamiento en el pasado pueden hacer que la respuesta frente a un choque externo sea una tasa de inflación más alta.

Asimismo Mishkin (2003 y 2004) señala q hay cinco factores por los cuales las economías emergentes difieren de las economías desarrolladas:

- 1) “*Supremacía fiscal*”: instituciones fiscales débiles. Si los desequilibrios fiscales son significativos y persistentes, la política monetaria se convierte, eventualmente, en servidora de la política fiscal debido a las presiones generadas para monetizar los desequilibrios. En este escenario, una meta de inflación termina siendo abandonada o modificada;
- 2) “*Supremacía financiera*”: instituciones financieras débiles, incluyendo regulación prudencial y supervisión. Cuando el sistema financiero está debilitado, el BC no puede, por ejemplo, subir la tasa de interés para sostener la meta inflacionaria ya que causaría el colapso del sistema bancario. Al mismo tiempo, cuando se observa un sistema financiero debilitado, se produce una abrupta salida de capitales que resultará en una depreciación cambiaria y un aumento de las presiones inflacionarias. Esto se agrava si existen pasivos dolarizados;
- 3) “*Supremacía externa*”: vulnerabilidad ante detenciones súbitas en los flujos de capital;
- 4) Poca credibilidad en las instituciones monetarias;

## 5) Pasivos dolarizados.

Estos factores hacen que el escenario para conducir la política monetaria sea más complicado, requiriéndose una serie de reformas. Mishkin (2003) sostiene que estas reformas incluyen: 1) mejoras en la supervisión bancaria; 2) límites a los salvatajes del gobierno al sector financiero, 3) desincentivación del descalce de monedas; 4) apertura comercial; 5) mejoras y mayor transparencia en la relación fiscal entre el gobierno central y las provincias; 6) compromiso institucional con la estabilidad de precios y la independencia del BC.

Kevin Clinton y Jean-Francois Perrault (2001) en el artículo “On Inflation targeting and Flexible Exchange Rates for Emerging Market Countries” desarrollan un modelo simple que refleja las características de una economía emergente que adopta un régimen de IT. En dicho modelo, el BC tiene aún por delante la labor de consolidar su credibilidad; las expectativas de tipo de cambio no están ancladas por los fundamentos económicos; los choques de tipo de cambio tienen efectos negativos en el producto y el nivel de precios; los cambios exógenos en las primas de riesgo pueden tener efectos significativos en las tasas de interés y el tipo de cambio, y la autoridad tiene, en el mejor de los casos, un conocimiento vago del mecanismo de transmisión. Sostienen que la literatura sobre economías emergentes ha tratado extensamente las dificultades planteadas por el *pass-through* del tipo de cambio a la inflación, y por un supuesto efecto perverso del tipo de cambio sobre el producto. Sin embargo luego del análisis por ellos realizado, en base a someter al modelo numérico a distintos choques (a la prima de riesgo, a los términos de intercambio, y a la tasa de inflación), concluyen que dichos elementos pueden ocasionalmente estar presentes, pero la defensa del régimen de IT no resulta afectada por estas dificultades. En la especificación del modelo numérico, se consideró un mayor *pass-through* y un mayor efecto cambiario perverso de corto plazo. Estos efectos crearon menos dificultades de lo que se esperaba en las reglas simples de fijación de metas. De hecho, en respuesta a ciertos choques, un efecto cambiario en sentido contrario parece acelerar el proceso de ajuste.

Si bien la mayoría de los académicos concluyen que es factible la utilización de IT como política monetaria en los países emergentes<sup>21</sup>, se presentan diferencias en los aspectos operativos de su implementación, ya que, por ejemplo, si existe mucha incertidumbre respecto a la medición de la tasa de interés real entonces es preferible elegir como instrumento de política el control de los agregados monetarios y no así la tasa de interés. Este tipo de cuestiones se expuso en el apartado 1.3 Aspectos Operativos en el presente Capítulo.

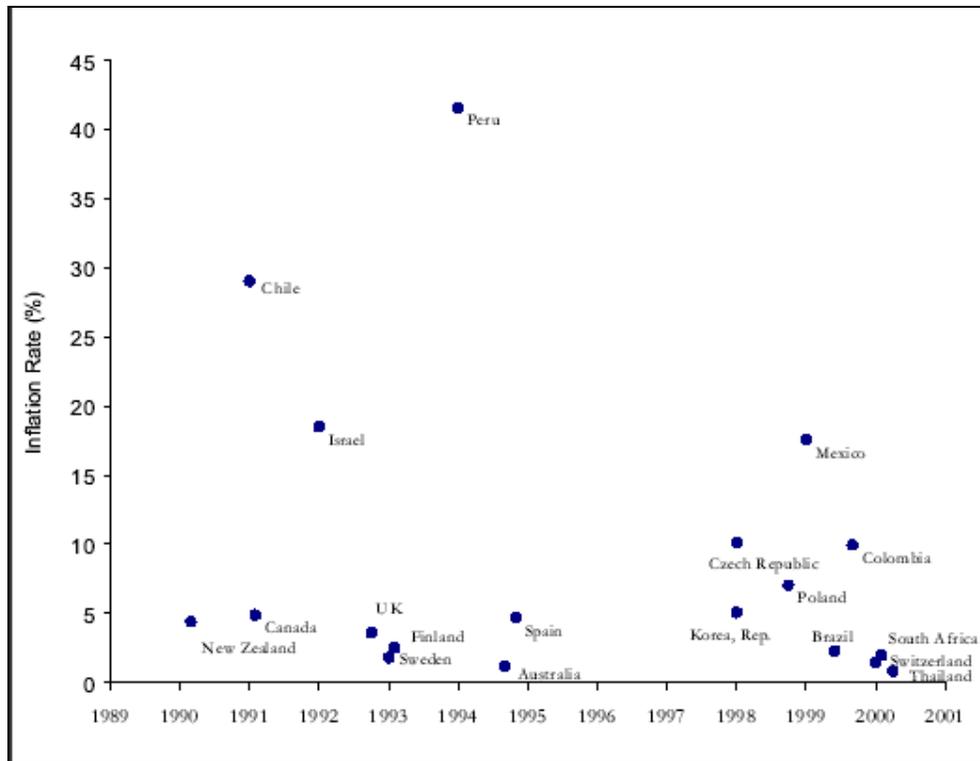
## 1.6 EXPERIENCIA INTERNACIONAL

Como ya se ha enunciado el sistema de metas inflacionarias se introduce en Nueva Zelanda en 1990. Desde entonces gran número de países lo han implementado.<sup>22</sup> El gráfico siguiente ilustra esta situación. Por lo tanto lo que queda por analizar entonces es cuales fueron los resultados en materia de inflación de este heterogéneo grupo de países.

---

<sup>21</sup> Los ejemplos de Chile y Brasil ilustran que el régimen de IT es factible en economías emergentes pese a la existencia de ambientes económicos y políticos complejos.

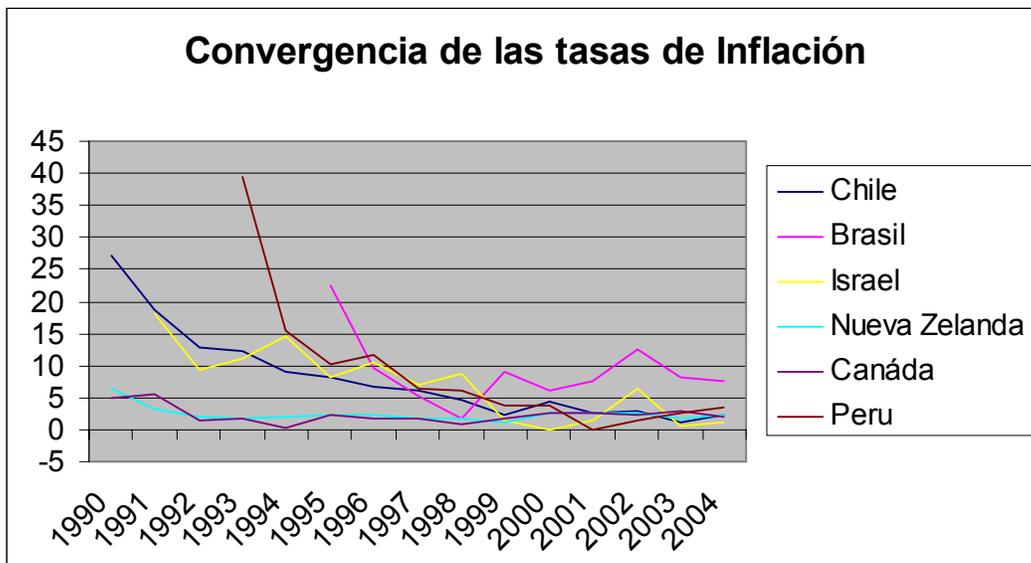
<sup>22</sup> Sólo dos países —España y Finlandia—abandonaron el nuevo régimen, previsiblemente al adoptar el euro.



Fuente: "One Decade of Inflation Targeting in the World: What do we know and what do we need to know?" MISHKIN y SCHMIDT-HEBBEL, 2001.

Hasta la fecha, los resultados obtenidos por los bancos centrales que aplican una estrategia de metas de inflación explícitas en los países industriales parecen prometedores. En efecto, la concentración en la estabilidad de precios ha contribuido a una extraordinaria convergencia de las tasas de inflación de estos países, como se ilustra en el siguiente gráfico.<sup>23</sup>

<sup>23</sup> Se tomaron como referencia solo 6 países. Utilizados como criterio de elección, salvo en el caso de Brasil, el tiempo de implementación del régimen.



Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de los Bancos Centrales e Institutos de estadística de los países analizados.

En los países industrializados que implementaron IT el desempeño ha sido bastante bueno. Los países que lo han adoptado han logrado reducir significativamente la inflación en relación con las tasas que se podrían haber anticipado dada la experiencia pasada. Bernanke, Laubach, Mishkin y Posen (1999), por ejemplo, encontraron que después de la introducción del esquema la inflación permaneció por debajo de la que se hubiera pronosticado utilizando vectores auto regresivos con datos del periodo anterior. Más aún, una vez reducida la inflación a niveles congruentes con la estabilidad de precios, se ha mantenido baja. Después de la estabilización, la inflación no se ha disparado nuevamente durante las expansiones cíclicas subsecuentes de la economía.

Cabe señalar que algunos autores sostienen que el entorno económico internacional benigno de los últimos años y el proceso de integración internacional han contribuido en parte a esta convergencia, señalan que la estrategia de metas de inflación explícitas aún no ha pasado la prueba de un ciclo económico completo. Mishkin (2001) sostiene que esto es incorrecto ya que, por ejemplo, muchos *inflation targeters* son pequeñas economías abiertas han enfrentado los shocks que se derivaron de la crisis asiática de 1997. Los shocks financieros y comerciales sufridos por Australia, Chile, Israel, y Nueva Zelanda, entre otros, que llevaron a la devaluación en dichos países, son pruebas significativas del logro de la aplicación de IT en dichos países, ya que resistieron dichas tormentas de manera satisfactoria, registrando un bajo passthrough. Por otra parte, el alza reciente del petróleo es otra dificultad que estos países parecen enfrentar con eficacia.

Por otra parte cabe señalar que una de las esperanzas de los países industrializados al adoptar el régimen de IT cuando todavía tenían necesidad de desinflar fue la siguiente: que el compromiso del BC de reducir y controlar la inflación mejoraría su credibilidad y, por tanto, también disminuiría

las expectativas de inflación y las pérdidas de producto asociadas con la desinflación. Sin embargo, la experiencia y la evidencia econométrica (por ejemplo, Almeida y Goodhart, 1998, Laubach y Posen, 1997, Bernanke, Laubach, Mishkin y Posen, 1999) no apoya esta predicción. Las expectativas de inflación no se ajustaron a la baja inmediatamente después de la adopción del esquema. Más aún, pareciera que la reducción en la pérdida de producción asociada con la desinflación, la tasa de sacrificio, fue mínima si es que hubo alguna, entre los países que adoptaron las metas de inflación. Desafortunadamente, parece que la fijación de metas de inflación no conlleva gratis ganancias en credibilidad. La única manera de lograr la desinflación es de la manera dura: induciendo en el corto plazo pérdidas en la producción y en el empleo, para alcanzar los beneficios económicos de mayor plazo que se derivan de la estabilidad de precios.

### *¿Son los Inflation Targeters diferentes?*

Algunos autores (Cecchetti y Ehrmann 2000, Schaetchter, Stone y Zelmer 2000, Corbo y Schmidt-Hebbel 2000, entre otros) sostienen que existen diferencias estructurales y de desempeño económico entre los países que implementan IT como política monetaria y los países que no lo hacen. Sin embargo Mishkin (1996) sostiene que las alternativas de política implementadas por países como Alemania antes del Euro, Suiza antes del 2000 y Reino Unido, sin tener metas formales de inflación, se parecen mucho a los regímenes de Metas de Inflación explícita.

Mishkin (2001) realizó un estudio para establecer si existen diferencias significativas en la estructura macroeconómica de un país que implementa IT y otro que no. Para ello tomo dos grandes grupos, uno compuesto por 18 países que si utilizan IT y otro conformado por 9 países desarrollados que no aplican IT.<sup>24</sup> (Ver listado de países en el Anexo 2). Luego realiza una comparación entre estos grupos de países utilizando datos anuales desde 1990 a 1999, planteando la siguiente función de probabilidad de utilizar IT como política monetaria:

$$\text{Pr (IT/...)} = f(\text{Inf., Open, Fiscal, BW, MT, CBFI, CBGI, CBII}) \quad (1)$$

Siendo:

Inf: el nivel de inflación promedio.

Open: grado de apertura comercial.

Fiscal: superávit fiscal como ratio del PBI.

BW: tipo de cambio.

MT: crecimiento de los agregados monetarios.

CBFI: independencia formal del BC.

CBGI: independencia de objetivos del BC.

CBII: independencia instrumental del BC.

Los resultados de dicho estudio fueron los siguientes:

---

<sup>24</sup> El autor sostiene que esta clasificación a veces se torna difícil porque algunos no *Inflation Targeters* lo utilizan de manera implícita.

- Asociación positiva y significativa con el nivel de inflación normal. Esto denota que generalmente la inflación promedio de los países que adoptan IT es mayor que los no-IT.
- Asociación positiva y significativa con el grado de apertura comercial. Esto refleja porque los de larga trayectoria industrial no son IT.
- Negativamente asociado con el superávit fiscal como ratio del PBI. Esto no ha tenido un alto grado de significancia pero es cierto que generalmente los países industriales muestran en promedio una posición fiscal más fuerte.
- Positivamente asociado, pero sin mucha significancia, con el tipo de cambio.
- Negativa y significativamente asociado con la adopción de metas de agregados monetarios, reflejando la incompatibilidad de mantener simultáneamente IT y Metas Monetarias.
- Aunque sin mucha significancia, esta positivamente asociado con la independencia formal del BC.
- Positiva y significativamente asociado con la independencia de instrumentos del BC.
- Por último, se presenta una asociación negativa y con significancia con la independencia de objetivos del BC. Esto sugiere que cuando el BC tiene libertad de objetivos prefiere optar por determinar objetivos sobre el tipo de cambio o el crecimiento monetario.

#### *Algunas experiencias*

Las experiencias de países han diferido significativamente a lo largo de la corta historia del régimen de IT. A continuación se hará una breve descripción de dos de dichas experiencias, Nueva Zelanda, por ser el pionero, y Brasil, por tener una estructura macroeconómica similar a Argentina.

#### **Nueva Zelanda**

Nueva Zelanda no es sólo un país a analizar por haber sido el pionero en la utilización de este esquema monetario. Sino que de su análisis se extraen muchas lecciones importantes. Por un lado es novedoso el hecho de que fue el Ministro de Hacienda quién solicitó la independencia del BC y la implementación del régimen monetario analizado. Asimismo es sorprendente como son claros los esfuerzos de dicho BC para el logro de la credibilidad, independencia, transparencia, etc. Para ilustrar esto basta con dirigirse a la página oficial del BC de Nueva Zelanda, donde además de haber muchísima información técnica referente a la política monetaria, se encuentra una sección de preguntas simples, con respuestas sencillas, con el fin de que cualquier ciudadano pueda entender cuál es el objetivo de política y los instrumentos para lograrlo con los que cuenta el BC.

Por otro lado en Nueva Zelanda se ha utilizado un sistema institucional novedoso. La Ley de 1989 que estableció la independencia del New Zealand Reserve Bank (NZRB) expresamente reconoció el derecho del Gobierno de determinar la política económica, pero también introdujo la noción de un contrato entre el Gobierno y el NZRB, con el efecto de comprometer a sus autoridades a lograr los objetivos de estabilidad monetaria. El Gobierno establece, en consulta con el Presidente del NZRB, en términos generales, la política económica, que debe ser en todo caso anti-inflacionaria, y el NZRB es libre e independiente en cuanto a encontrar los medios necesarios para cumplir ese objetivo. Se realiza un formal compromiso -contrato- entre

el Gobierno y el Presidente del NZRB, pero la esencia del compromiso es la responsabilidad personal del Presidente del NZRB, en tanto que puede ser removido si no se cumplen los objetivos propuestos o si la política llevada adelante por el NZRB es inconsistente con los objetivos. Obviamente que el establecimiento de esta responsabilidad personal en el Presidente del Banco tiene sólo una simbólica función y más importante que ello es que el NZRB tiene independencia en su actuación.

La implementación de IT se llevó a cabo debido a que a comienzos de la década de 1990, no había una curva de Phillips confiable para Nueva Zelanda. En cambio, las investigaciones sugerían que el tipo de cambio, a través del precio de las importaciones, tenía un efecto dominante y confiable sobre el nivel de precios. Se estimó que una depreciación de 1 por ciento se traduciría en un incremento de los precios al consumidor de 0,3 por ciento. El BC estableció una senda para el tipo de cambio que se consideró consistente con el logro de la meta de inflación. Mayes y Chapple (1995) explican el procedimiento con gran claridad: *“Luego calculamos una banda alrededor del tipo de cambio consistente con una inflación que permaneciera entre 0 y 2 por ciento. No publicamos dicha banda... pero notificamos al mercado si estábamos cerca del límite de la misma”*. Notablemente, estas sugerencias fueron suficientes, sin intervención en el mercado, para mantener el dólar neozelandés dentro de la “zona comfortable” del BC.

El énfasis en el logro de metas de corto plazo reflejaba la preocupación del NZRB por adquirir una sólida reputación. Inclusive errores breves en los primeros días del programa hubieran dañado en gran medida el esfuerzo desplegado para convencer a un público escéptico. En este aspecto, la fase de control inflacionario de corto plazo basado en el tipo de cambio fue exitosa.

Sin embargo, esta aproximación no podía sobrevivir mucho tiempo. A la larga, los efectos indirectos y más duraderos sobre la tasa de inflación a través del balance de la demanda y la oferta agregadas se manifiestan con mayor fuerza. Eventualmente, el intento de lograr metas de corto plazo para la inflación a través del tipo de cambio resulta vulnerable a la inestabilidad del instrumento. Esto quedó claramente demostrado en términos prácticos hacia la mitad de la década. La inflación estuvo por encima de la meta, pero no hubiera sido recomendable un mayor ajuste para elevar el tipo de cambio, porque las condiciones monetarias existentes eran ya muy restrictivas, el dólar neozelandés parecía estar insosteniblemente alto, y la economía comenzaba a desacelerarse. Adicionalmente, la credibilidad del control inflacionario había mejorado hasta el punto de que era menos probable que una desviación temporal respecto de la meta fuera confundida por el público con un resurgimiento de la inflación.

En consecuencia, el NZRB comenzó a prestar mayor atención al largo plazo (1½ a 2 años), y al efecto rezagado de la política monetaria, primero sobre el gasto agregado, y luego sobre la inflación. En 1997 y 1998 el NZRB adoptó un Índice de Condiciones Monetarias (una suma ponderada de la tasa de interés y el tipo de cambio) como meta operativa. Esto, sin embargo, no funcionó bien, y ocasionó una innecesaria volatilidad de la tasa de interés.

En 1999 se inició una tercera fase de la aplicación de política, en la cual el NZBR se concentraba en la tasa de interés *overnight*, la cual estaba sujeta a revisión ocho veces al año. El tipo de cambio fluctúa ahora en el corto plazo sin resistencia automática de la tasa de interés del BC.

Así, Nueva Zelanda emigró de una meta de crecimiento para el crecimiento del balance de los bancos en el BC en la década de 1980, a un enfoque rígido basado en el tipo de cambio en la primera mitad de la década de 1990, y finalmente a un enfoque flexible de mediano plazo hacia el año 2000.

## **Brasil**

Hasta julio de 1994, la inflación brasileña era la más alta de todo el continente americano, alcanzando ese mismo año un 916%. Este índice cayó bruscamente con la puesta en marcha del Plan Real, de forma que a partir de entonces la inflación descendió al 9,5% en 1996 y a cerca del 5% en 1997.

Históricamente el país ha convivido con la inflación. Hasta la década de los años ochenta, la cifra anual no sobrepasaba el 100%, siendo a menudo negativa (deflación), a excepción del índice de 1986 (115,1%), resultado de una emisión descontrolada de moneda.

El Banco Central de Brasil (BCB) adoptó el régimen de IT después de que Brasil fue forzado a abandonar el *crawling peg* que había usado como ancla nominal desde mediados de 1994. En marzo de 1999, poco después de que permitió la flotación del real, el BCB anunció su objetivo de reducir la inflación a un dígito hacia el último trimestre de 1999, así como su intención de adoptar un esquema completo de IT hacia fines de junio, finalmente instituido en el país por el Decreto n° 3.088 de 21 de junio de 1999. Con ayuda técnica de otros países que aplicaban el esquema, y del FMI, el BCB diseñó su marco de política. Éste incluyó arreglos para la publicación de un reporte de inflación trimestral, el desarrollo de modelos de proyección de la inflación y un análisis más intensivo del mecanismo de transmisión monetaria.

Por el temor a un elevado *pass-through* después de la abrupta elevación del precio de la moneda extranjera, el BCB inmediatamente restringió su política monetaria, con lo cual las tasas de interés se incrementaron a 45 por ciento. Estas medidas, junto con el paquete financiero apoyado por el FMI, ayudaron a estabilizar el real y a reducir las expectativas inflacionarias. Los mercados financieros se adaptaron al nuevo régimen con ecuanimidad; las tasas de interés se redujeron de 45 por ciento en marzo de 1999 a 15 por ciento en enero del 2001; y el tipo de cambio ha venido flotando con limitada intervención del BC.

No se presentan grandes evidencias, desde 1998, del daño que supuestamente causa a la economía doméstica una fuerte depreciación cambiaria. Por el contrario, la inflación decreció significativamente, de tal modo que se cumplió la meta para los años 1999 y 2000. Asimismo, el crecimiento del PBI se reinició con solidez. La recesión de 1998 es atribuible principalmente a las tasas de interés extraordinariamente altas que el BC adoptó para defender el *crawling peg*. Esta experiencia es una demostración bastante convincente del funcionamiento de la macroeconomía estándar en lo que se refiere al efecto de una depreciación sobre el producto, y al efecto negativo del uso de las tasas de interés para defender un tipo de cambio oficial insostenible.

## **1.7 INTERROGANTES PENDIENTES**

Como se ha visto el régimen de IT ya ha sido probado en gran cantidad de países y en la literatura económica existen gran número de trabajos que analizan su funcionamiento. Sin embargo, debido al carácter discrecional del mismo, aún quedan interrogantes pendientes de resolver. Algunos de ellos se plantean en torno a la aplicación del régimen en economías emergentes, otros en torno a cuestiones operacionales del mismo, entre otros. Las respuestas a estos interrogantes se encontrarán en la experiencia de los distintos países y en investigaciones que ocuparán la agenda futura de economistas de todo el mundo.

Klaus Schmidt-Hebbel <sup>25</sup> (2005) sostiene que existen ciertas preguntas en torno al esquema de IT que aún no tienen respuesta definitiva, entre ellas:

- ¿Cuáles son los elementos distintivos que diferencian esquemas de IT explícitas e implícitas? ¿Qué distingue al régimen de metas de la mejor práctica internacional en la conducción de la política monetaria por un BC independiente, transparente, *accountable* y creíble, cualquiera sea el ancla nominal?
- Resuelta la interrogante anterior, ¿cuál es el valor agregado de las metas de inflación explícitas, en comparación con otros regímenes monetarios? ¿Cuál es la evidencia empírica sobre efectos adicionales de IT, más allá de los causados por una conducción monetaria de frontera, que se puedan atribuir a las metas explícitas?
- ¿Cuán importante es teórica y empíricamente la flexibilidad (la presencia de otros objetivos) en la política monetaria bajo IT? ¿Qué tan fuerte es el conflicto entre flexibilidad de objetivos y credibilidad de IT?
- ¿Cómo se puede y debe reflejar el objetivo de estabilidad financiera en la conducción de la política monetaria bajo IT?
- ¿Cuáles son los beneficios y los riesgos (teóricos y empíricos) de una transparencia completa de la política monetaria, incluyendo la publicación en tiempo real de la información, los supuestos, los modelos, las proyecciones (incluyendo las del tipo de cambio, las tasas futuras de política y los precios de los activos) y las decisiones del BC?

Asimismo, Mishkin (2001) plantea que todavía queda por definir cuál debería ser el valor de la tasa de inflación de largo plazo. Ya que si bien numerosos estudios han comprobado que existe una relación negativa entre inflación y crecimiento económico, dichos estudios también dejan en claro que dicha relación es débil para bajas tasas de inflación. Por lo tanto, no sólo en el marco de un programa monetario de IT, sino en términos generales es necesario definir cual es la tasa de largo plazo a la que tiene que apuntar cada país. Asimismo el autor plantea que si bien todos los países que adoptaron IT han elegido utilizar como meta la tasa de inflación en vez de el nivel de precios, la cuestión en torno a cuál de estas dos metas resultan mejores en términos de desempeño económico aún se encuentra abierta.

Por último cabe hacerse una pregunta que surge del análisis del modelo en si y de la experiencia mundial en materia monetaria. Si el esquema de IT establece reglas de política en base a desviaciones en la tasa de inflación respecto a la meta, que sucede si acciones expansivas de la oferta monetaria no se derivan en aumentos de la tasa de inflación (estimada ya sea por el IPC o por un índice de inflación subyacente) sino que

---

<sup>25</sup> Gerente de Investigación Económica. Banco Central de Chile.

el incremento de la oferta monetaria se destine a la inversión en bienes inmuebles o acciones. El modelo planteado hasta el momento no tiene en cuenta este tipo de situación, por lo que como las proyecciones de inflación no se verían alteradas el BC podría continuar con su política monetaria expansiva. Si bien en teoría una política monetaria expansiva desencadenaría en inflación, en la práctica se pueden observar situaciones como la descrita, de hecho sucedió en Japón en las décadas del '80 y '90, donde la política expansiva del BC estimuló la creación de una burbuja especulativa, ya que al no destinarse el dinero al consumo sino al ahorro, no hubo gran incremento del IPC por lo que no se planteaba la necesidad de restringir la oferta monetaria. Por lo tanto, la pregunta que surge y que debería formar parte de una investigación específica, es si no se hace necesario en determinados países y bajo determinadas circunstancias, incluir como variables los precios de las acciones e inmuebles, con el fin de que aunque se logre la meta de inflación la política monetaria no tenga conclusiones perversas sobre la economía.

## **CAPITULO 2: MODELO DE METAS DE INFLACIÓN EN ARGENTINA**

### **2.1 ANTECEDENTES**

Si bien no es el objetivo de la presente tesis analizar las causas y consecuencias de la inflación en Argentina, sino evaluar el instrumento actual de política monetaria que se utiliza en el país con el fin de controlar dicha inflación. En este apartado se presenta un breve resumen evaluando a grandes rasgos la presencia del fenómeno de la inflación en el país.

La economía argentina tuvo variaciones de precios claramente superiores a las verificadas a nivel internacional, a partir de mediados del siglo pasado. Más precisamente, puede decirse que Argentina desde 1949 (luego de la crisis de su Balance de Pagos del año anterior) comenzó a padecer un proceso de inflación crónico que perduró por muchas décadas. Dicha historia puede dividirse sintéticamente en varios periodos.

- 1948-1974: La tasa promedio de inflación (medida por el entonces denominado Índice de Costo de Vida) fue de aproximadamente un 28% anual, aunque registraba bruscas fluctuaciones. Así por ejemplo en 1958 fue del 31.6 % y en 1959 saltó a un 113.7%, cayendo a un 27.3% en 1960.
- 1975-1985: desde el “Rodrigazo” (Junio de 1975) hasta el lanzamiento del Plan Austral la inflación en Argentina se manifestó con tasas de crecimiento elevadísimas que superaban los tres dígitos anuales.
- 1985-1989: Anunciado en junio de 1985, cuando la inflación de aquel primer semestre ya llegaba al 303.9 %, el Plan Austral logró estabilizar la economía sin provocar efectos recesivos. El tránsito desde una tasa mensual del 30.5% en junio a sólo 1.7% en Febrero de 1986 fue un éxito muy significativo del programa implementado.

Sin embargo la alegría duró poco tiempo y nuevamente los precios comenzaron a crecer. La experiencia que le siguió al Austral (el Plan Primavera) fracasó y Argentina comenzó a transitar un camino con un destino final hasta entonces desconocido: la hiperinflación.

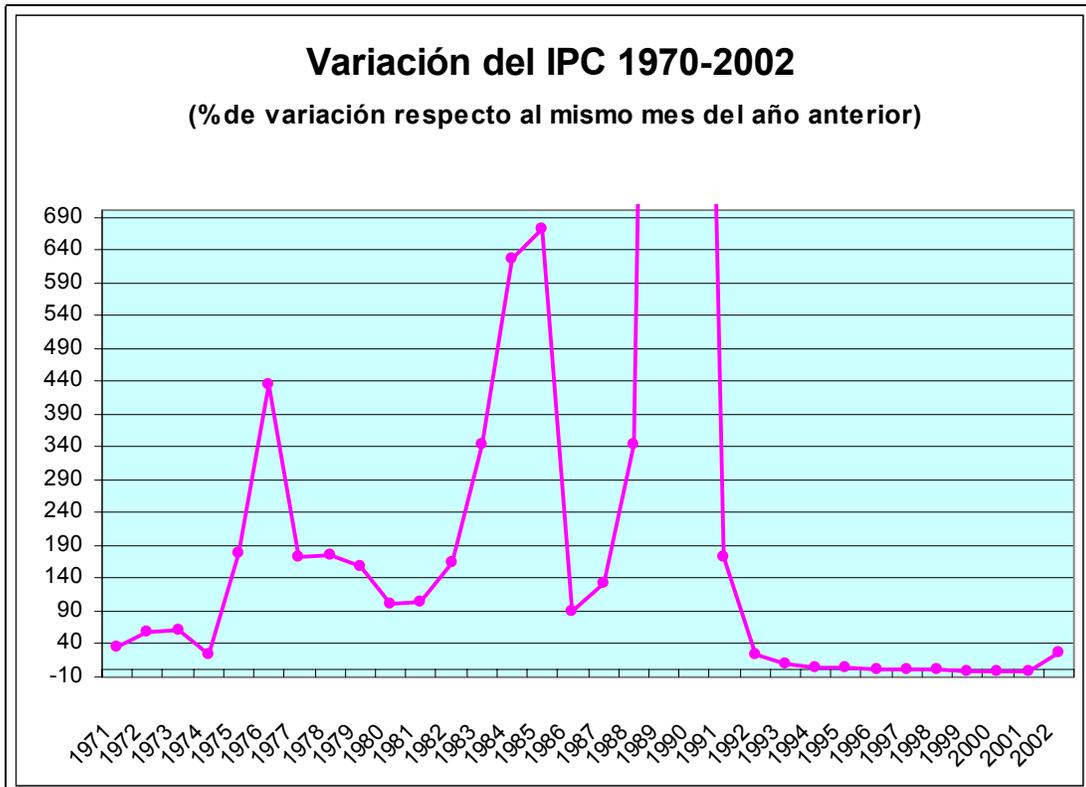
En 1989 se produjo el primer incidente hiperinflacionario que disparó el crecimiento de los precios a niveles nunca antes registrados. Hasta ese momento, los argentinos creían que las hiperinflaciones eran sólo patologías del proceso económico que estaban asociadas a situaciones muy especiales como las guerras o circunstancias equivalentes.

Argentina vio “explotar” su sistema de precios y “morir” a su moneda. La variación anual de los precios al consumidor llegó en 1989 a más del 3000%.

En el mes de julio de 1989, el incremento del IPC alcanzó un 196,60 %. Se fue Alfonsín y la llegada de Menem al gobierno morigeró las tasas de inflación, pero no por mucho tiempo.

Después de haber bajado a un 6.5% en Noviembre, en Diciembre creció un 40.1%, en Enero de 1990 un 79.2% y en Marzo del mismo año ya superaba el 95%. Aunque menos recordados, Menem enfrentó dos picos hiperinflacionarios (y tres cambios de Ministros de Economía) hasta la puesta en marcha del Plan de Convertibilidad.

Desde la puesta en vigencia de la Convertibilidad la estabilidad de precios caracterizó la evolución de la economía argentina.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC.

Hacia fines de 1998 comenzó una larga recesión con características desconocidas. Esto llevó a aumentar el déficit de 0,8% del PBI en 1998 a 4,3% en 1999, lo que se tradujo en un aumento de la deuda que ya había alcanzado proporciones preocupantes.

Fernando de la Rúa asume como presidente en 1999. La nueva administración se iniciaba heredando una voluminosa deuda, quiso ganar confianza en los mercados internacionales para obtener más bajas tasas de interés. Para ello, como muestra de una conducta responsable, aumentó los impuestos. Los aumentos de impuestos disminuyeron el ingreso disponible y el consumo acentuando la recesión que se tradujo en menor actividad y menor recaudación.

El riesgo país se convirtió en el termómetro de la visión de los mercados de capitales de los que dependía el gobierno para renovar su deuda.

La gestión de De la Rúa terminó abruptamente debido a la crisis. En una gestión muy breve el presidente Rodríguez Saa, designado por el Congreso, anunció que el gobierno dejaría de pagar sus obligaciones financieras. La Argentina comenzó el siglo con un *default* que no había conocido durante todo el siglo XX. Las desavenencias internas forzaron a los pocos días su renuncia y el Congreso designó en su reemplazo al ex gobernador de Buenos Aires, Eduardo Duhalde.

Este inició su gestión con una ley de emergencia económica que decidió al abandono de la convertibilidad con nuevos y disímiles tipos de cambio a los que se convertirían los créditos y depósitos en los bancos y todas las obligaciones públicas y privadas.

La inicial pretensión del gobierno de mantener un cambio fijo chocó con la oposición del FMI, por lo que decidió entonces la flotación que llevó a una fuerte corrida contra el peso que hizo subir rápidamente el precio de la divisa a más del doble. Los depositantes perjudicados recurrieron a la justicia que, en muchos casos, ordenó a los bancos pagar las obligaciones en dólares en la misma moneda, por lo que el BC dio redescuentos a los bancos comerciales para que pudieran pagar en pesos al tipo de cambio de mercado libre los depósitos que luego -huyendo del dinero local- se convertían en dólares.

Los precios subieron como consecuencia de la devaluación y cayeron los salarios reales, lo que permitió una baja del gasto público. La situación de Caja mejoró porque no se pagaron las deudas

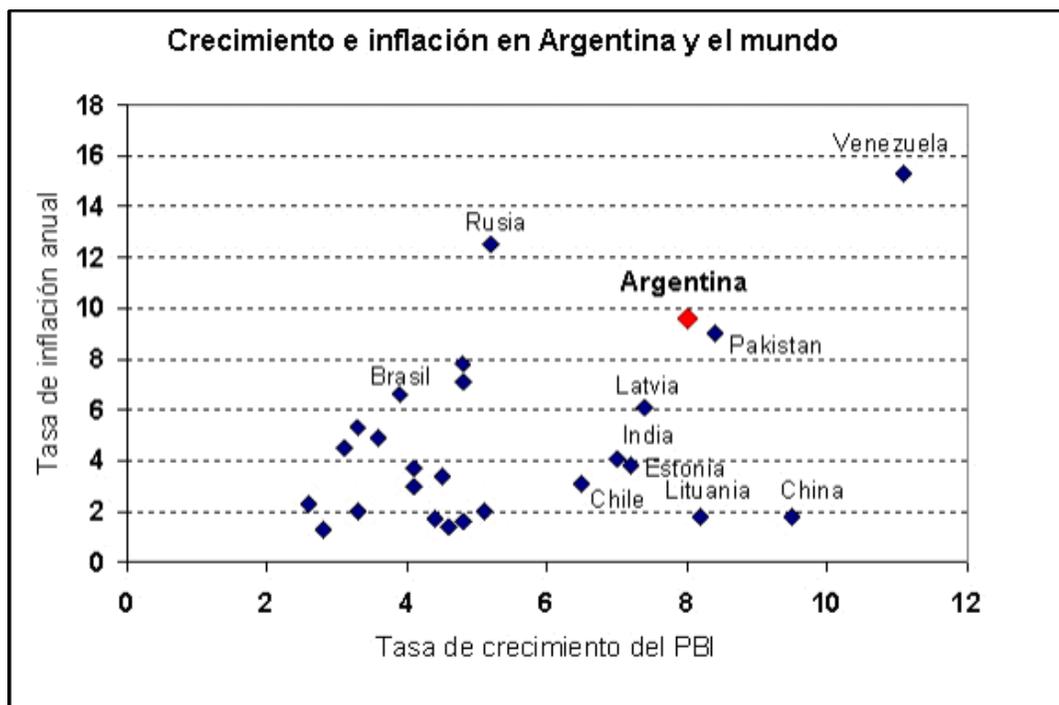
El dólar llegó a casi cuatro pesos y los analistas sostenían que se estaba al borde de la hiperinflación, situación que no sucedió. Luego, cambió la conducción económica. Se controló la emisión monetaria y el gasto fiscal, lo que descartó la alternativa que muchos esperaban de impulsar una fuerte expansión de la economía con gasto público financiado con emisión. Se establecieron nuevos impuesto a las exportaciones, el BCRA redujo los redescuentos y se morigeró la caída de la demanda de dinero.

Si bien el análisis correspondiente a la evolución de la inflación en el período 2003-2005 se expondrá en el apartado 2.6 Evolución de la Inflación en Argentina período 2003-2005, en este punto cabe señalar que ha quedado claro que Argentina tuvo problemas muchos más graves de inflación que el actual. Tomando como referencia los antecedentes, plantear una preocupación por una tasa de inflación anual que se ubicaría sobre final de año en un 12% parece exagerado.

Sin embargo, el mundo ha cambiado. Los datos sugieren que la alta tasa de crecimiento de la Argentina no es un caso excepcional. Hay países de características parecidas que crecen a tasas similares. Pero con inflación mucho más baja. El incremento de precios que esta experimentando la Argentina, a pesar de ser modesto en relación con su pasado, resulta alto en comparación con el resto del mundo. Las evidencias muestran que prácticamente todas las economías emergentes son pujantes y dinámicas, y no por ello generan la inflación que presenta la Argentina.

Según datos publicados por la revista The Economist para el período comprendido entre julio 2004 y julio 2005, surge que:

- En el mundo, prácticamente todos los países de ingresos medios están creciendo a tasas muy altas: Argentina (8%) está quinta. Venezuela (11,1%), China (9,5%), Paquistán (8,4%) y Lituania (8,2%) por encima; y Latvia (7,4%), Estonia (7,2%), India (7,0%) y Chile (6,5%) con tasas de crecimiento muy cercanas.
- En relación a la inflación, Argentina (9,6%) está tercera siendo superada sólo por Venezuela (15,3%) y Rusia (12,5%).



Fuente: IDESA en base a revista The Economist.

### *Implicancias de la Inflación*

Como ya se ha dicho, no es el objetivo de esta tesis analizar las consecuencias de la inflación, que van desde un aumento en los niveles de pobreza hasta un desaliento a la inversión, pasando por un incremento de la deuda externa y una mayor conflictividad laboral, por las presiones para un aumento de salarios. De todas formas es pertinente aclarar que no es un tema menor, sobre todo en la economía argentina, y por eso la importancia de analizar la eficacia de la política que intenta controlarla.

Economistas de todas las tendencias se han puesto de acuerdo en base a que existen ciertos objetivos macroeconómicos a los que se debe prestar singular atención. Sin lugar a dudas entre los objetivos primordiales de cualquier país se encuentran tener un bajo porcentaje de desempleo, una tasa sostenible de crecimiento y una baja y estable tasa de inflación. Existen diversas opiniones en torno a cual de los objetivos es el prioritario, si una tasa de inflación moderada es perjudicial o no, sobre cual sería la tasa natural de desempleo, etc. Pero también existe consenso en base a la relación que existe entre dichos objetivos, de cómo se refuerzan las consecuencias negativas sobre la sociedad sino se alcanzan, y en torno a la necesidad de evaluar las situaciones particulares de cada país a la hora de priorizar objetivos.

Hay algunos autores (Stiglitz 2004, Abeles y Borzel 2004) que sostienen que la inflación es un objetivo secundario frente a los objetivos de desarrollo y bajo desempleo, y que tasas moderadas de inflación pueden presentarse sin peligros, y que hasta podrían ser beneficiosas para la economía. Lo que sucede es que generalmente, cuando se aceptan tasas moderadas, se hablan de tasas de cómo máximo 4%, en condiciones económicas medianamente favorables, y con una historia inflacionaria sin sobresaltos.

Por lo tanto en este punto hay que tener en cuenta dos cuestiones importantes respecto a este tema. Por un lado ya se ha visto la experiencia en materia de inflación que tienen los agentes económicos argentinos. Este no es un tema menor, porque dado a la experiencia pasada, los argentinos tienen muy presente el miedo a la inflación, y como se sabe las expectativas en estos casos pueden ser muy contraproducentes respecto al logro de los objetivos que se plantea la autoridad monetaria<sup>26</sup>, por lo tanto, si bien en otros países una inflación moderada puede no ser perjudicial, si puede serlo en Argentina.

La inflación es un fenómeno perjudicial para la economía, fundamentalmente porque altera las decisiones de los agentes económicos, que repercuten finalmente en el desarrollo de la economía. Pero además es un fenómeno regresivo, ya que afecta más a los sectores de menos ingresos. Consecuentemente, bajo la situación actual del país, con un índice de desocupación en torno al 13%, un 38.5% de personas bajo la línea de pobreza en el primer semestre del 2005<sup>27</sup>, una tasa de inflación que se proyecta para fin de año cercana al 12%, es una tasa alta, sin lugar a dudas.

Existen ciertos autores que sostienen que el requerimiento de estabilidad de precios es un objetivo conservador, y que como ya se ha dicho, una inflación moderada no es perjudicial. Sin embargo, el contexto actual de la Argentina mencionado anteriormente, no permite sostener que mantener la estabilidad de precios sea un objetivo conservador. Según sostiene el economista Pablo Rojo, ex presidente del Banco Hipotecario, los hogares de menores recursos son los más castigados por este recalentamiento de los precios y que “por cada punto de inflación 60.000 familias caen por debajo de la línea de la pobreza”<sup>28</sup>.

## 2.2 IMPLEMENTACIÓN

El 11 de diciembre de 2002 asume como presidente del BCRA Alfonso Prat Gay. En base al escenario macroeconómico, los objetivos de la autoridad monetaria estaban asociados a consolidar las metas establecidas para la primera mitad del año 2002, esto es, recomponer el sistema de pagos, restaurar la confianza en el sistema financiero, minimizar el cierre de entidades financieras, estabilizar el mercado cambiario, y disipar las expectativas inflacionarias reinantes, abatiendo de esta manera el impulso inflacionario causado por la devaluación.

---

<sup>26</sup> Esta experiencia pasada hace que sea fundamental lograr la credibilidad del BCRA, como un instrumento para controlar las expectativas.

<sup>27</sup> Fuente INDEC. Incidencia de la pobreza e indigencia en el total de los 28 aglomerados urbanos y por región estadística.

<sup>28</sup> Publicado en el diario La Nación, el 7 de Julio de 2005.

El nuevo equipo económico que conducía la cúpula del BCRA tenía por ese entonces dos objetivos primordiales: sanear y sentar las bases para un nuevo sistema financiero y refundar el BCRA, ya que en propias palabras del presidente del BCRA había que: “transformar al Banco Central en un Banco Central, porque no lo ha sido en muchos años, sino que ha sido más que nada una caja de supervisión y de clearing.”

Entonces en primera instancia lo que se propusieron hacer fue mudarse de un ancla cambiaria a un ancla monetaria. Por lo tanto, de la mano del Fondo Monetario Internacional, se definió una meta cuantitativa en la cantidad de dinero. El 20 de septiembre de 2003 en Dubai, Emiratos Árabes, Prat-Gay, Kirchner y Lavagna firmaron un acuerdo con el FMI, donde además de otros aspectos económicos, se fijaron rangos metas de inflación para el 2003, 2004, 2005 y 2006. En dicho acuerdo se dejó claro que: *“La credibilidad y el éxito del régimen de metas de inflación requerirán el compromiso conjunto del BCRA y del Ministerio de Economía y Producción con el sistema. Se prevé que el Ministerio de Economía y Producción y la Presidencia del BCRA lancen formalmente el sistema de metas de inflación para el tercer trimestre de 2004, anunciando en forma conjunta las metas de inflación correspondientes al 2005 y 2006.”*

Si bien se sabía cuál era el objetivo a alcanzar, implementar IT, en la cúpula del BCRA eran concientes de las dificultades que se presentarían. Sostenían que si muchos bancos centrales no saben muy bien cuál es el mecanismo de transmisión entre la oferta de dinero y la inflación, en el escenario que se presentaba en Argentina, luego de la crisis del '98 en adelante, donde no existían modelos que les permitan entender cuáles eran esos mecanismos de transmisión, y donde el sistema financiero no actuaba como mecanismo de la transmisión secundaria del proceso de creación de dinero, por supuesto que la incertidumbre iba a ser mayor.

Prat Gay y su equipo, tenían como objetivo operacional llegar a contar para principios del 2004, con un esquema, aunque más no sea incompleto, de Metas de Inflación. Asimismo tenían un objetivo institucional que era más amplio, y que definía el porque de la implementación de dicho esquema monetario. Argumentaban la implementación de la nueva política monetaria en por lo menos tres razones:

- Primero, en la necesidad que la economía recupere un ancla en las expectativas. Y creían que esa ancla debía estar en la política monetaria y no en la política cambiaria.
- Segundo, en la urgencia de recuperar la independencia de facto, no la de jure, del BCRA.
- Por último, porque de lograrse estos objetivos, en algunos años se podría pensar en la integración regional. Ya que con regimenes cambiarios y monetarios parecidos es mucho más fácil de lograr que con regimenes cambiarios y monetarios prácticamente contrapuestos.

Asimismo Prat Gay y su equipo veían en la implementación de *IT* un medio confiable para respetar y cumplir el mandato que el BCRA tiene como institución. La Carta Orgánica del BCRA establece en su artículo tercero como *“misión primaria y fundamental del Banco Central de la República Argentina preservar el valor de la*

*moneda*”. Preservar el valor de la moneda entonces era interpretado como bregar por la estabilidad de precios entendida como un ritmo de inflación tan bajo, estable y predecible que sea ignorado por los agentes económicos al momento de tomar sus decisiones de ahorro, inversión y consumo.

El 23 de septiembre de 2004 caducaban los mandatos provisorios del presidente y el directorio del BCRA. En base a la evaluación de la gestión hasta ese momento se descontaba que se iban a renovar los cargos, dándole la validez por medio de la aprobación por parte del Congreso, situación que la Carta Orgánica establece que debe existir. En medio de un mar de conjeturas sobre el porque de la no renovación, lo sucedió en el cargo el economista Martín Redrado.

Tal vez el principal cambio que dejó entrever Martín Redrado en las primeras declaraciones públicas que realizó, fue que la implementación del esquema de IT no constituirá un objetivo central de mediano plazo, como lo era para la autoridad saliente. Y al mismo tiempo, otro punto que pareció quedar más claro con la asunción de las nuevas autoridades es que la dirigencia del BCRA no opinará sobre el manejo de la reestructuración de la deuda en default (al menos en público).

De todas formas en el marco de las Jornadas Monetarias y Bancarias “Política Monetaria y Crecimiento Económico” desarrolladas los días 30 y 31 de Mayo de 2005, el presidente del BCRA sostuvo, en claro apoyo a la política monetaria de IT, sostuvo lo siguiente: *“El Banco Central tiene como misión primaria y fundamental preservar el valor de la moneda (Art. 3 de la Carta Orgánica). La forma de hacer operativo este objetivo es a través del estancamiento de un rango anual para la tasa de inflación.”*

## **2.3 CUMPLIMIENTO DE REQUISITOS**

### **Independencia del Banco Central**

La independencia del BCRA fue formalmente consagrada el 23 de Septiembre de 1992, mediante la Ley 24.144. Dicha ley constituyó la Carta Orgánica del BCRA, donde se establecen las disposiciones generales que rigen a la institución (principales funciones, renovación de autoridades, etc.). El artículo 1 establece que: “El Banco Central de la República Argentina es una entidad autárquica del Estado nacional regida por las disposiciones de la presente ley y demás normas legales concordantes”. La independencia con la que cuenta el BCRA es tanto de independencia instrumental como de objetivos, esto se desprende del Art. 3 que establece que: “En la formulación y ejecución de la política monetaria y financiera el Banco no estará sujeto a órdenes, indicaciones o instrucciones del Poder Ejecutivo nacional”.

Sin embargo muchos analistas sostienen que esta independencia es *de jure*, ya que en la práctica existe una independencia muy limitada. El problema es que para la implementación del régimen de IT la presencia de independencia *de jure* no es importante, lo primordial es que se garantice la independencia *de facto*. Esto puede ser observado para Brasil, donde a pesar de no poseer independencia legal completa, el BC cuenta con libertad de implementación de instrumentos lo cual lo habilita a llevar a cabo políticas de control de la inflación.

Se sostiene que no existe independencia *de facto* del BCRA ya que se advierten constantes influencias del Poder Ejecutivo en el funcionamiento del BC. No es un dato menor, por ejemplo, que desde que se le concedió la autonomía a la autoridad monetaria, ningún presidente ha cumplido con la duración de 6 años en el cargo como establece la Carta Orgánica del BCRA. Asimismo la independencia fue vulnerada con la destitución de su primer presidente, Pedro Pou en el año 2001 y la renuncia no del todo espontánea de su segundo presidente Roque Macarrone.

Por otra parte, como ya se ha dicho, el 23 de septiembre de 2004 no fue renovado en su cargo el por entonces presidente del BCRA, quien implementó la política monetaria de *IT*, Adolfo Prat-Gay, sucediéndolo en el cargo el economista Martín Redrado.

Si bien esta situación no se alejó de la ley, por entonces fueron innumerables los comentarios acerca de las verdaderas razones del porque de esta decisión, y sobre el porque de la designación de un economista ya muy vinculado con el gobierno.<sup>29</sup> En artículos publicados en los diarios por esos días se preguntaban si seguiría Martín Redrado con las metas controladas de inflación aplicadas por su antecesor Alfonso Prat Gay para domesticar la inflación y si estaría atado el nuevo presidente del BCRA a las decisiones económicas del poder político.

Para ilustrar esta situación Roberto Cachanosky (2004) sostuvo: *“La Argentina hace rato que ya no tiene un BCRA independiente del poder político y las condiciones en que se produce el reemplazo de Alfonso Prat-Gay por Martín Redrado demuestran que los argentinos tendremos que seguir conviviendo con la incertidumbre que se genera cuando la independencia de las instituciones no es respetada. Una vez más asistimos al doble discurso de los dirigentes políticos que, por un lado, alaban la independencia de las instituciones y, por el otro, actúan ignorando la importancia de las mismas.”*

Por otra parte en el diario La Capital de Rosario, en su edición del 18 de septiembre de 2004, se sostuvo que: *“Un cuestionamiento al manejo de la reestructuración de la deuda en default por parte del gobierno le costó a Alfonso Prat-Gay su puesto al frente del Banco Central, más allá de todas las conjeturas que arreciaron en la city.”* Asimismo en otra parte de la misma nota se dejó claro que: *“La intención de Kirchner es contar con mayoría propia dentro de la entidad, que controla y define las reglas para todos los bancos e instituciones financieras.”*

Por otra parte, en el informe económico semanal N° 218 NOVECO, preparado y publicado por el **Depto. Económico de Joaquín Ledesma & Asoc.**, se dio la siguiente versión de los hechos: *“Desde el punto de vista institucional, el repentino cambio constituyó un avance más del gobierno nacional sobre el Banco Central. Constituyó un avance porque el gobierno quería que el saliente presidente de la entidad monetaria aceptara más directores nombrados en forma política, impidiéndole contar con directores calificados y de máxima confianza (restricción que a Redrado pareciera no afectarle, tal vez por estar más acostumbrado a la negociación con el poder político, producto de su vasta experiencia en la función pública).”*

---

<sup>29</sup> Redrado era el secretario de Comercio Internacional al momento de la designación como presidente del BCRA.

*Además, si bien Martín Redrado cuenta con buena reputación interna y externa, no tiene la misma especialización en cuestiones monetarias que tiene Alfonso Prat-Gay. Este último la había adquirido antes de hacerse cargo del Banco Central, en su rol de operador de monedas en un banco de inversión internacional, y durante el ejercicio del cargo durante casi 22 meses. En cambio, Martín Redrado dedicó los últimos tres años a llevar adelante las negociaciones comerciales de Argentina.”*

También se puede observar esta situación en una nota publicada en el diario Infobae, el 20 de septiembre de 2004, donde entre otras cosas se aseveraba: *“En la mayor parte del planeta, la autoridad monetaria es autónoma del poder político, lo que no se aplica en la Argentina. Para algunos observadores, más allá de los debates teóricos, la salida traumática de Prat Gay confirma el desprecio de la Argentina para con las instituciones y agrega un grado de incertidumbre a la economía, justo cuando el país está llegando a instancias clave en la negociación para salir del default.”*

Siguiendo esta línea el legislador radical Terragno<sup>30</sup> enunció: *“Ahora, el presidente Néstor Kirchner repite el error: quiere que el Banco Central sea una dependencia del Ejecutivo. Pone a un economista prestigioso al frente y copa el directorio con amigos”,* señaló el senador. De este modo, hizo alusión a la decisión de Kirchner de elegir a Martín Redrado como sucesor de Prat Gay al frente del directorio del BCRA. *“Esto no pasa en los países serios. A nadie se le ocurre que el presidente del Banco Central Europeo, Jean-Claude Trichet, deba cumplir un rol político; y a nadie se le ocurre que Alan Greenspan (titular de la reserva federal estadounidense) deba servir al gobierno norteamericano de turno”,* consideró Terragno.

De todas formas es pertinente aclarar que si bien esta situación generó mucho ruido, diversos analistas y las autoridades (tanto entrantes como salientes), trataron de no dramatizar la situación. Ya que como bien dejó claro Aldo Pignanelli<sup>31</sup>, lo que sucedió fue no renovar un mandato que vencía. De todas formas el ex titular de la entidad sostuvo que: *“No creo que haya demasiados cambios, más que nada cambios de estilos. La política monetaria y cambiaria es la que se estableció en 2002 con sus más y sus menos.”* Aunque reconoció que: *“nunca es bueno el cambio de la conducción del Central, porque es una de las instituciones que a nivel mundial más estabilidad tiene.”*

Sin embargo la falta de independencia no solo se evidenció al momento de la renovación en el cargo del presidente del BCRA. Desde un comienzo las diferencias entre el ministro de Economía, Roberto Lavagna, y Prat-Gay fueron de público conocimiento. La implementación de IT, desde sus comienzos fue criticada abiertamente tanto por los economistas cercanos a Lavagna, como por el mismo ministro.

Una de las grandes controversias técnicas que ha enfrentado a Prat Gay con Lavagna giró en torno de la responsabilidad y el papel del BC en la definición de la política económica. Para Prat Gay, el BCRA tiene la obligación de velar por la estabilidad monetaria y para ello fija las metas de inflación. Lavagna, al contrario, piensa que la fijación de ese objetivo de política monetaria es patrimonio suyo.

---

<sup>30</sup> En artículo publicado en Infobae Diario, el 18 de septiembre de 2004.

<sup>31</sup> En artículo publicado en Infobae Diario, el 18 de septiembre de 2004.

Lavagna tiene en la mira el modelo de política monetaria y cambiaria de Rusia. Desde hace varios años el BC ruso compra dólares del superávit comercial con emisión monetaria y acumula reservas. En cambio, el ministro descreo del esquema preventivo brasileño de IT, porque -considera- lleva inexorablemente a tasas de interés reales positivas y elevadas, según afirma un informe de la consultora M&S.

### **Ausencia de Dominancia Fiscal**

Fiscalmente la economía argentina presenta superávit, aportado en gran medida por las retenciones a las exportaciones, por lo tanto el de la dependencia fiscal es un obstáculo que por ahora el BCRA no tiene que pasar. De todas formas existe un aumento del gasto público en lo que va del año 2005 que según diversos analistas es un mal síntoma por que esto podría generar presiones de demanda, reforzando la tendencia inflacionaria.

En este punto entonces, lo que cabría preguntarse es si de haber déficit fiscal se recurriría o no a la emisión para solucionar el problema. Es difícil responder esa pregunta en el escenario actual, existiendo superávit fiscal.

Se podría responder recurriendo a la experiencia pasada y entonces se podría dudar de que el BCRA no sea quien tenga que solventar el déficit fiscal con emisión. Pero eso no sería totalmente correcto, porque se estaría analizando el cumplimiento de un requisito de la política monetaria actual, pero tomando en cuenta que es lo que sucedió en el pasado, bajo otros instrumentos monetarios.

Por lo tanto, lo único que se puede tomar como referencia en este punto es lo sucedido desde que se está implementando el esquema de IT. Como se ha dicho, la presencia de superávit no permite hacer un análisis real de la dependencia fiscal que se pudiera presentar.

Sin embargo, en diciembre de 2004, el BCRA dio una señal positiva en este tema, al negarse a aumentar los adelantos transitorios al Tesoro que están permitidos por ley. La Carta Orgánica del BCRA establece en su artículo 20° que el BCRA podrá financiar al Tesoro “hasta una cantidad equivalente al 12% de la base monetaria” y hasta el 10% de la recaudación fiscal. Sin embargo en diciembre de 2004, ante las demoras en el acuerdo con el FMI, el Gobierno debía pagar vencimientos sin esperar el reembolso, para ello necesitaba fondos, pero la financiación que ya había otorgado el BCRA estaba cerca de los límites permitidos por ley, por lo tanto desde el ministerio de Economía se pretendía una modificación de la Carta Orgánica con el fin de aumentar el monto de adelantos que la autoridad monetaria le puede otorgar al Tesoro. En esta oportunidad Redrado se mantuvo firme en no vulnerar los límites a menos que no se haga la necesaria reforma de la Carta Orgánica que catalogó como “inoportuna e innecesaria” y hasta acercó trabajos al Gobierno para demostrar que las necesidades de 2005 podrían ser financiadas con otros recursos, como los depósitos oficiales que - producto del ahorro efectuado en 2004- desbordan las cajas del Banco Nación o las utilidades anuales que, por la administración de las reservas, logra el BCRA para el presente ejercicio, y que superarían los 1200 millones de pesos.<sup>32</sup>

---

<sup>32</sup> Publicado en el diario La Nación, el 13 de diciembre de 2004.

## Ausencia de Conflicto con Otros Objetivos Nominales

Como ya se ha analizado este requerimiento es muy controversial en países emergentes donde se presentan altos coeficientes de *pass-through* (porcentaje esperado de traslado a precios de una devaluación cambiaria), y el denominado “*fear of floating*” (miedo a la flotación). Por lo tanto la teoría indicaría que, si bien no debe olvidarse que el objetivo primario en un régimen de IT es la tasa de inflación, habría que prestar singular atención a la evolución del tipo de cambio. De todas formas no debería existir un objetivo del tipo de cambio específico sino aquel que no afecte a la inflación.

Cabe aclarar en este punto que dada la coyuntura económica presentada en Argentina al momento de la devaluación (etapa recesiva del ciclo, deflación, etc.) el coeficiente de *pass-through* de la devaluación del 2001 no fue muy alto. Acorde con lo expuesto por Butler (2002) se concluyó que cada 10% de devaluación se esperaba una inflación aproximada del 5%.

Siguiendo los requisitos del esquema de IT, en las declaraciones oficiales, sobretodo en el mandato de Prat-Gay como presidente del BCRA, se sostiene que el objetivo de la entidad es la inflación y no así el tipo de cambio. Por ejemplo, el 19 de septiembre de 2003 Prat-Gay<sup>33</sup> dejó claro cuál era la postura oficial y pública del BCRA con respecto al tipo de cambio: “...*va de suyo que en un régimen de flotación las intervenciones cambiarias son solamente para eliminar fluctuaciones del tipo de cambio. Yo me canso de repetirlo, pero lo voy a volver a decir: al Banco Central no le importa, ni es un objetivo de política monetaria, el nivel del tipo de cambio. Lo que si nos importa es que el mercado cambiario funcione como debe funcionar, para de esa manera tener más instrumentos que nos permitan cumplir con el único objetivo de política monetaria que nos debemos esmerar en cumplir, que es el de la meta de inflación inferior al 22 por ciento para este año.*”

Sin embargo, la realidad pareciera indicar otra situación. Como sostiene el economista Miguel Broda: “jamás escuchamos a Kirchner ni a Lavagna comprometerse con un esquema de IT, como lo han hecho con el dólar alto”<sup>34</sup>. Paralelamente prácticamente todos los días es noticia las intervenciones del BCRA en el mercado cambiario. Hace ya casi dos años que el tipo de cambio oscila entre \$ 2,8 y \$ 3, debido a una intervención agresiva de la entidad en el mercado cambiario.

Y si se considera una clasificación tradicional de regimenes de tipo de cambio, en Argentina se estaría implementando lo que se denomina “flotación sucia”, ya que si bien no se ha comprometido *de jure* con una paridad cambiaria, la fuerte intervención del BCRA en el mercado cambiario, no permite sostener que el tipo de cambio en el país es flotante.

Por lo tanto, para definir el régimen de tipo de cambio actual del país no se va a utilizar la clasificación tradicional sino que se utilizará una clasificación desarrollada por Eduardo Levy-Yeyati y Federico Sturzenegger (2002). Dichos autores sostienen que muchos países que en teoría tienen un tipo de cambio flexible intervienen el mercado cambiario frecuentemente, por lo tanto en la práctica son muy poco diferentes

---

<sup>33</sup> En conferencia pronunciada en la Universidad Católica Argentina, en el marco del encuentro “Política Monetaria y Metas de Inflación”.

<sup>34</sup> En artículo publicado en diario La Nación, el 11 de Marzo de 2005.

(en términos de del desempeño observado) con respecto a los países que tienen regímenes de tipo de cambio fijo. En base a lo mencionado, hacen una distinción con la clasificación del régimen *de jure* que los países declaran en base a la clasificación del Fondo Monetario Internacional, y presentan una clasificación *de facto* alternativa.

Definen los regímenes de tipo de cambio en base al comportamiento de las siguientes variables: cambios en el tipo de cambio nominal, volatilidad de dichos cambios, y la volatilidad de las reservas internacionales. Donde los regímenes de tipo de cambio fijo están asociados con cambios en las reservas internacionales que apuntan a bajar la volatilidad en el tipo de cambio nominal, y donde los tipos de cambio flexibles están caracterizados por una sustancial volatilidad del tipo de cambio nominal con relativamente estables reservas internacionales.

Siguiendo los parámetros del test, en el 2004 Argentina presentaba un tipo de cambio de flotación sucia *de facto*, ya que presentaba una volatilidad promedio del tipo de cambio mensual de 1.33%, encontrándose dentro de los límites de la flotación sucia que son entre 0.16% y el 1.77%; presentaba también un promedio de la volatilidad de los cambios del tipo de cambio de 0.86%, que se corresponde al porcentaje central correspondiente a este tipo de régimen cambiario; y por último un promedio de la volatilidad de las reservas internacionales del 3.3%, que se corresponde con un sistema de flotación sucia o *crawling peg*.

En el 2005<sup>35</sup>, el promedio de la volatilidad del tipo de cambio fue del 0.61%, encontrándose por debajo del límite máximo de variación de esta variable para tipo de cambio fijo *de facto* que es del 0.63%; el promedio de la volatilidad de los cambios del tipo de cambio fue del 0.29%, por debajo del límite máximo del 0.66% para dicho régimen cambiario; por último las reservas internacionales se tornaron más volátiles, siendo el promedio de la volatilidad de las mismas del 5.54%, que se corresponde mejor con los valores límite de un sistema de flotación sucia, pero que no está tan alejado del límite inferior que debería tomar esta variable para régimen de tipo de cambio fijo *de facto*, que es del 5.65%. Consecuentemente, siguiendo esta clasificación, Argentina actualmente tiene un tipo de cambio fijo *de facto*. (Ver Anexo 4 para mayor información).

La política del dólar alto y estable es abiertamente defendida desde el gobierno. Al respecto, Lavagna cree que hay que evitar medidas drásticas que puedan poner en riesgo la estabilidad económica. El ministro promete seguir trabajando junto con su equipo y con el BCRA en varios frentes, aunque con el reto de mantener al mismo tiempo la paridad del peso con el dólar en torno de los \$ 3, con el consecuente riesgo inflacionario que esto implica.<sup>36</sup> En Economía sostienen que una caída excesiva del tipo de cambio -que implique, por ejemplo, dejar que el dólar se sitúe por debajo de los \$ 2,85 - deterioraría la competitividad de las exportaciones y eso reforzaría las presiones de los sectores agropecuarios para que se eliminen las retenciones.

Pero el problema es que la estrategia para que no baje el dólar se contradice con la necesidad de no agregar presión a la escalada inflacionaria. El BCRA tiene que comprar divisas y eso implica emitir pesos cada vez que sale al mercado. Pero como esa emisión puede ejercer una presión inflacionaria, el BCRA a la vez tiene que absorber

---

<sup>35</sup> Calculado a Agosto del 2005.

<sup>36</sup> Publicado en el diario La Nación, el 19 de Julio de 2005.

una buena cantidad de pesos. Para esto coloca Letras (Lebac) entre los inversores financieros, para lo cual debe subir la tasa de interés, generando presiones sobre los costos y, en definitiva, sobre los precios.

Asimismo desde el BCRA y ya con la conducción de Martín Redrado, se defiende esta medida de compra de dólares. En el Informe de Inflación del tercer trimestre del 2005 se definió esta política como parte de una estrategia para acumular reservas que siguen otros bancos centrales de países emergentes. Se trata de aprovechar “la coyuntura del sector externo para implementar una política anticíclica de acumulación de reservas por motivos prudenciales; para reducir la vulnerabilidad externa del país y evitar movimientos disruptivos ante cualquier shock que pudiera afectar el flujo de pagos internacionales”. Al respecto, recuerda que la intervención en el mercado cambiario va de la mano de políticas de esterilización del dinero inyectado que no implican riesgo de “déficit cuasi fiscal” para todo 2005.

En la misma línea, Pérez, vicepresidente de la entidad, afirmó a una radio que *“el nivel actual de las reservas internacionales que tiene el Banco Central está por debajo de niveles óptimos”*. *“Lo que un Banco Central debe procurar es que esto no tenga el costo de la inflación, y claramente se está reabsorbiendo esa liquidez generada”*, sostuvo Pérez. De todos modos, destacó que *“el Banco Central tiene un objetivo de estabilidad inflacionaria”*, y aseguró que *“el cumplimiento del programa monetario disminuye el riesgo de inflación por estímulo monetario”*. El funcionario indicó que *“también es preciso cuidar que esta política de acumulación de reservas no genere déficit cuasifiscal al Banco”*. *“Lejos estamos de eso. Hoy tenemos un proyecto superávit cuasifiscal de más de 2.000 millones de pesos para todo el año”*, precisó el ejecutivo del BCRA.<sup>37</sup> El BCRA intenta compensar el crecimiento de la base monetaria con la emisión en lo que va del año de títulos Lebac y Nobac por \$ 8758 millones y la absorción en el mercado de pases interbancarios, que establece una tasa de interés de referencia de corto plazo y activa así el canal de transmisión de los tipos.

## **Transparencia**

El artículo tercero de la Carta Orgánica del BCRA establece que el Banco Central De La República Argentina deberá dar a publicidad, antes del inicio de cada ejercicio anual, su programa monetario para el ejercicio siguiente, informando sobre la meta de inflación y la variación total de dinero proyectada. Con periodicidad trimestral, o cada vez que se prevean desvíos significativos respecto de las metas informadas, deberá hacer público las causas del desvío y la nueva programación. El incumplimiento de esta obligación de informar por parte de los integrantes del Directorio del Banco Central De La República Argentina será causal de remoción a los efectos previstos en el Artículo 9º.

Ya ha quedado claro la importancia de la transparencia, como medio para contribuir a anclar las expectativas inflacionarias. Por lo tanto en el marco de del modelo de IT el BCRA se propuso conseguir aumentar su grado de transparencia. Los primeros pasos de la gestión de Adolfo Prat Gay estuvieron orientados en ese sentido. Para ello el BCRA cuenta con una serie de publicaciones de carácter diario, quincenal, mensual, trimestral, semestral y anual (Cuadro 1). Algunas de estas publicaciones ya

---

<sup>37</sup> Publicado en el diario Inboba, el 13 de Agosto de 2005.

existían pero habían dejado de publicarse en la década de los '90, y otras surgieron luego de la implementación del esquema de IT.

El documento más importante para la comunicación de la política monetaria es el **Informe de Inflación**, una herramienta de análisis que tienen todos los Bancos Centrales del mundo que operan con esquemas de IT. El Informe de Inflación es el documento más completo sobre cómo ve el BCRA la evolución global de la economía y las perspectivas de inflación. Desde octubre de 2003 se publica trimestralmente y a través de su lectura se puede comprender el contexto y la información desde la cual ésta entidad toma sus decisiones de política monetaria.

Cuadro 1  
**Publicaciones del BCRA**

<p><b>Anual</b> Informe al Congreso de la Nación</p> <p><b>Semestral</b> Boletín de Estabilidad del Sistema Financiero</p> <p><b>Trimestral</b> Informe de Inflación *</p> <p><b>Mensuales</b> Informe sobre Bancos * Informe Monetario Mensual Informe de Entidades Financieras Boletín Estadístico Evolución del Mercado de Cambios * Seguimiento del Programa Monetario</p>	<p><b>Quincenales</b> Informe sobre Medidas Cautelares</p> <p><b>Semanales</b> REM * Informe de Cambios * Informe de Lebac y Nobac *</p> <p><b>Diarios</b> Informe Monetario y Financiero * Seguimiento del Metas con el FMI * Seguimiento del Programa Monetario *</p> <p><b>Otros</b> Notas Técnicas Documentos de Trabajo</p>
--	--

\* Publicaciones incorporadas en el marco del régimen de Metas de Inflación.

Entre las novedades más recientes, a principios de enero de 2003 se lanzó el **Relevamiento de Expectativas del Mercado (REM)**, un informe semanal que reúne los pronósticos macroeconómicos de aproximadamente 40 analistas locales e internacionales. Se invitaron a 105 participantes, incluyendo consultores, bancos privados, universidades, centros de investigación y semanalmente se informa a través del sitio web del BCRA las perspectivas que ellos tienen sobre las 23 variables económicas más relevantes. Los pronósticos del mercado sirven al público para entender mejor lo que está pasando y lo que puede suceder en la economía y para el BCRA es una herramienta que aporta información adicional en el diseño de la política monetaria.

Un análisis más amplio de la evolución mensual del crédito, los depósitos, las tasas de interés, los distintos agregados monetarios, y el mercado de capitales, se brinda en el **Informe Monetario Mensual**, una publicación vigente desde julio de 2002. A su vez, semestralmente se publica el **Boletín Monetario y Financiero** donde se resume el comportamiento de las variables monetarias en el año y de la economía en general.

La necesidad de seguir de cerca la evolución del sistema bancario después de la crisis embarcó a esta entidad en un nuevo proyecto: el **Boletín de Estabilidad del Sistema Financiero**, un documento semestral que continúa el análisis que hasta ahora se realiza a través del Boletín Monetario y Financiero. Se complementa con el **Informe**

**sobre Bancos**, una publicación mensual que analiza el desempeño del sector bancario a través de la información de balances, incluyendo una estimación de los flujos de fondos, cambios en su estructura patrimonial y aspectos vinculados con la liquidez, solvencia, rentabilidad y riesgos. Comenzó a publicarse en noviembre de 2003. Para completar la información que brinda ese documento se publica el tradicional **Informe de Entidades Financieras** donde se recopilan todas las estadísticas de carácter público del sistema financiero.

Con el abandono del régimen de convertibilidad, el BCRA recuperó el control de la política monetaria y desde entonces cada año presenta su **Programa Monetario** anual al Senado donde se pautan una serie de metas para los agregados monetarios más significativos. La publicación del **Programa Monetario** (que se desarrolla minuciosamente en el Informe de Inflación) está acompañada a lo largo del año por una publicación trimestral que monitorea el cumplimiento o desvío de las pautas asumidas. A su vez, cada día en la página web del BCRA se difunde el **Informe Monetario Diario** con los valores actualizados de base monetaria, reservas, tasas, depósitos, el seguimiento diario del programa monetario y la explicación de los factores que operan en la variación registrada en los principales agregados monetarios. A través del **Seguimiento del Programa Monetario** se mantiene informada a la opinión pública acerca del cumplimiento de las metas pautadas.

Desde que el BCRA interviene en el mercado de divisas, se difunden mensualmente los resultados de sus operaciones en la publicación **Evolución del Mercado de Cambios**. En este informe se analiza detalladamente el desarrollo de las principales operaciones cursadas a través del mercado de cambios y se presenta el resultado del balance cambiario. Anticipando esta publicación, semanalmente se difunde el **Informe de Cambios** con los montos de divisas liquidados en la semana, la compra neta diaria de divisas realizadas por el BCRA, las operaciones entre terceros y el valor del peso en el mercado de futuros. Semanalmente, se publica el **Informe de LEBAC y NOBAC**, que describe la evolución de los títulos emitidos por el BCRA, el resultado de la licitación semanal, y demás cifras de interés.

De carácter más institucional, cada año el BCRA eleva al Congreso un informe (**Informe al Congreso de la Nación**) donde se especifican las actividades realizadas durante el año y se incluye el detalle del sistema de pagos, las reestructuraciones realizadas en el sistema financiero, las actuaciones en materia judicial y el balance general.

Todos estos documentos pueden obtenerse a través de la página web del BCRA, [www.bcra.gov.ar](http://www.bcra.gov.ar), en la cual se puede recabar información adicional referida al sistema financiero y la evolución de la economía.

## **Credibilidad**

Sin dudas este es uno de los requisitos que más se dificulta para cumplir en Argentina. Es difícil creer que un país con uno de los índices más bajos de confianza interpersonal, donde solo el 15% de la población cree que se puede confiar en el resto de las personas<sup>38</sup>, logre afianzar la credibilidad de una institución como el BCRA. No

---

<sup>38</sup> Datos publicados en el diario Clarín, el 9 de mayo de 2005.

se puede decir que esto constituye una situación particular en torno al BCRA, sino que en general en el país existe poco respeto y credibilidad hacia las instituciones. Como sostiene Marcos Aguinis (2005): *“Diría más, muchos ni siquiera entienden que son las instituciones. Borges lo atribuía a una escasa capacidad de abstracción. Decía que nos cuesta concebir algo tan etéreo como las instituciones y, en consecuencia, no tenemos una visión clara, por ejemplo, sobre esa entidad llamada Estado. Robarle al Estado es robarle a la nada.”*

De todas formas, si bien no contar con un alto grado de credibilidad como institución no es algo particular del BCRA, si existen situaciones particulares que hacen que la institución no cuente con la credibilidad necesaria para llevar a cabo una política monetaria con resultados satisfactorios. El hecho, por ejemplo, de la marcada inestabilidad en los cargos que se presenta en el BCRA (un presidente dura en su cargo en promedio 465 días), afecta, sin dudas, a la gobernabilidad, debido a que se hace muy difícil mantener un lineamiento en la política monetaria. Y sin gobernabilidad lograr ser creíble se torna muy difícil.

Por otra parte, la historia inflacionaria de la Argentina, y la falta de efectividad para reducir dichas inflaciones por parte del BCRA, crearon en la conciencia colectiva un gran recelo frente a las acciones de la entidad. Durante los períodos de inflación e hiperinflación que se presentaron, el BCRA no logró disminuir la tasa de crecimiento de los precios. Fue necesaria la implementación de un régimen de tipo de cambio fijo a través de una Caja de Conversión para lograr credibilidad, pero bajo el costo de quitarle la posibilidad al BC de llevar a cabo política monetaria autónoma.

Por lo tanto la implementación del régimen de IT plantea un gran desafío justamente en torno al logro de una mayor credibilidad por parte de la institución. Sobre todo si se considera que precisamente una dificultad que se presenta en torno a la credibilidad es que no se consigue de un momento a otro, sino que es un proceso que depende no solo de los resultados en materia inflacionaria, en este caso, sino además de cuestiones subjetivas que puedan tener los agentes económicos.

Asimismo la presencia de inflación actual, un mercado financiero todavía no del todo fortalecido, aumentos de tarifas aun no negociados, etc., dificultan predicciones futuras precisas. Por lo tanto el establecimiento de metas en estas condiciones daña aún más la credibilidad del BCRA.

### **Accountability (Responsabilidad)**

El artículo 9 de la Carta Orgánica del BCRA establece: “Los integrantes del Directorio podrán ser removidos de sus cargos, por el PODER EJECUTIVO NACIONAL, por incumplimiento de las disposiciones contenidas en la presente Carta Orgánica o por incurrir en alguna de las inhabilidades previstas en el artículo anterior. La remoción de los miembros del Directorio será decretada por el PODER EJECUTIVO NACIONAL cuando mediare mala conducta o incumplimiento de los deberes de funcionario público, debiéndose contar para ello con el previo consejo de una Comisión del HONORABLE CONGRESO DE LA NACION. La misma será presidida por el presidente de la Cámara de Senadores e integrada por los presidentes de las Comisiones de Presupuesto y Hacienda y de Economía de la misma y por los

presidentes de las Comisiones de Presupuesto y Hacienda y de Finanzas de la Cámara de Diputados de la Nación”.

En el párrafo anterior se observa como se dio un marco legal a la responsabilidad del presidente y el directorio del BCRA, en el artículo citado de la Carta Orgánica de la institución. Por lo tanto, si bien este incumplimiento de las funciones no es específico al incumplimiento de la meta de inflación, se puede afirmar que existe responsabilidad en las acciones y que el no cumplimiento de las funciones puede llevar a la destitución tanto del presidente como del directorio del BCRA.

## **2.4 ASPECTOS OPERATIVOS**

### **Meta puntual vs. Rango**

El BCRA eligió como meta de inflación, un rango objetivo. Esto es congruente con lo que se expuso en el Capítulo 1. Ya que, dado el contexto de inestabilidad económica de los últimos años y el largo camino que tiene el BCRA en el fortalecimiento de la credibilidad, comprometerse a una tasa puntual como meta sería contraproducente.

En el marco de las Jornadas Monetarias y Bancarias “Política Monetaria y Crecimiento Económico” desarrolladas los días 30 y 31 de mayo de 2005, el presidente del BCRA sostuvo que, entre otros factores, la amplitud del rango se debe a la incertidumbre existente al momento de modelar la evolución de la demanda de dinero. Ya que según el titular de la entidad: *“no sólo existe incertidumbre acerca de cómo evolucionarán los factores explicativos típicos de la demandas de dinero (producto, tasa de interés, entre otros) sino también acerca de la elasticidad de la demanda de dinero ante cambios en estos factores e incertidumbre con respecto a la evolución de la creación secundaria de dinero por parte del sistema financiero, esto es, incertidumbre con respecto a la evolución del crédito.”*

### **Instrumentos de Política Monetaria**

En el acuerdo firmado en el 2003 con el FMI se estableció un programa para controlar la inflación basado en agregados monetarios, con el fin de una vez fortalecido el régimen, migrar al manejo de la tasa de interés como instrumento de política monetaria.

Redrado en el marco de las Jornadas Monetarias y Bancarias “Política Monetaria y Crecimiento Económico” desarrolladas los días 30 y 31 de mayo de 2005, sostuvo que la utilización de agregados monetarios, en lugar de la tasa de interés, deriva de la volatilidad relativa a la velocidad de circulación en relación a la volatilidad de la tasa de interés real. Para presidente del BCRA: *“En general, luego de una crisis como la atravesada por Argentina, la tasa de interés real es más volátil que la velocidad de circulación, lo que hace más conveniente la instrumentación de la política monetaria a través del control de los agregados monetarios.”* Y continúa diciendo: *“luego de semejante cambio estructural, es muy difícil estimar cuál es la tasa de interés neutral, esto es, aquella consistente con un nivel de crecimiento sostenido de la actividad*

*económica. A medida que la economía se estabiliza, emerge la conveniencia de migrar hacia la utilización de la tasa de interés como instrumento de política monetaria.”*

### **Medida de Inflación**

En el acuerdo ya citado con el FMI se acordaron los siguientes rangos objetivos: para el 2003: 5-15%, 2004: 7-11%, 2005: 5-8% y para el 2006: 4-7%. Hasta el momento los programas monetarios de casa año respetaron estos rangos objetivos.

Los mismos fueron evaluados por el FMI y autoridades del gobierno nacional y del BCRA, en un programa macroeconómico acordado en dicho momento, que no sólo tenía en cuenta la inflación, sino que se proyectaba asimismo la tasa de crecimiento del PBI, el saldo primario del sector público, el saldo en cuenta corriente y las reservas internacionales brutas.

### **¿Quién decide la meta?**

Como ya se ha enunciado el BCRA tiene independencia tanto instrumental como de objetivos. Por lo tanto la meta de inflación que se fija en el programa monetario de cada año la fija en forma independiente el BCRA. No hay que confundir la meta de inflación del programa monetario que establece el BCRA, con la inflación que se deja expresada en el presupuesto de cada año, que formula el Ministerio de Economía y Producción.

Sin embargo, cabe aclarar que las metas acordadas con el FMI en el marco del acuerdo firmado en el 2003, documento donde se vio nacer al esquema de IT en el país, fueron acordadas conjuntamente por el presidente del BCRA, A. Prat-Gay, el presidente de Argentina, N. Kirchner y el Ministro de Economía y Producción, R. Lavagna. Consecuentemente fueron esas metas que se fijaron como objetivo en los programas monetarios de los años 2004 y 2005. Aunque seguramente esto ya no suceda en el 2006, y el BCRA tenga que fijar nuevas metas para dicho año.

### **Horizonte Temporal**

Si se toma como referencia el acuerdo con el FMI las metas de inflación se tomaron con un horizonte de tres años (se proyectó la inflación hasta el 2006), con rangos metas anuales. Sin embargo el horizonte que se debería tener en cuenta es el que plantea el Programa Monetario realizado por el BCRA, que se plantea objetivos anuales de inflación.

Si bien la teoría indica que el horizonte óptimo es aquel que se corresponda al *lag* de demora de la política monetaria, en Argentina no existen aún modelos que establezcan que un año es precisamente el período de tiempo donde se pueden observar la suma de los efectos de una política tomada hoy. Sin embargo la experiencia de países vecinos como Chile y Brasil, hace pensar que un año es un tiempo adecuado, hasta que no se cuente con un herramental econométrico más preciso, para definir el horizonte del objetivo de inflación.

## **Índice de inflación utilizado**

Como medida de inflación objetivo se utiliza el IPC, elaborado por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC). Si bien el BCRA también actualmente tiene en cuenta el denominado IPC Resto<sup>39</sup>, que se considera como un estimador *proxy* de la inflación subyacente, este no es utilizado como medida objetivo porque sería un indicador difícil de entender por el público en general, que tiene en cuenta históricamente el IPC.

## **Cláusulas de escape**

Ni el acuerdo con el FMI del 2003 ni los programas monetarios que desarrolla año tras año el BCRA, mencionan la posibilidad de abandonar el esquema de IT ante determinados escenarios macroeconómicos.

## **2.5 MODELO DE PROYECCIÓN**

Como la mayoría de los Bancos Centrales, el BCRA no pone a disposición del público los modelos econométricos que utiliza para analizar la realidad actual y hacer proyecciones futuras.

Sin embargo tanto Prat-Gay como Redrado en distintas oportunidades han dejado claro que existe mucha incertidumbre debido, por un lado, a que la historia de política monetaria reciente esta limitada dado que en los '90 no hubo política monetaria, y por otro lado, debido a la crisis sufrida en el 2000-2001 que debilitó el sistema financiero y los mecanismos de transmisión de política monetaria.

Sin dar datos precisos sobre los parámetros, si se ha enunciado como operan actualmente los distintos mecanismos de transmisión. Actualmente el canal de transmisión dado por el tipo de cambio no se utiliza dado que prácticamente el tipo de cambio está fijado como se ha dejado claro en el apartado sobre Ausencia de Otras Anclas Nominales. Por otro lado, el canal más rápido de transmisión estaría dado por las expectativas, mientras que el de la tasa de interés y el de los agregados monetarios sería más lento. Algunos analistas sostienen que modificaciones en los agregados monetarios repercuten rápidamente, porque analizan los efectos de la emisión de diciembre de 2004 y enero del 2005, sin embargo este rápido efecto puede haberse dado porque la emisión influyó en las expectativas de inflación, y fue este canal quien actuó.

Una breve caracterización de los canales de transmisión de la política monetaria en Argentina fue expuesta por Redrado en el marco de las Jornadas Monetarias y Bancarias "Política Monetaria y Crecimiento Económico". El presidente del BCRA en dicha oportunidad expuso lo siguiente:

\* El canal de la tasa de interés en Argentina funciona adecuadamente. La transmisión se produce desde las tasas de interés de los papeles de deuda que emite el BCRA (Lebac y Nobac) hacia el resto de las tasas de la economía, en especial las tasas de los depósitos a plazo ofrecidos por las entidades financieras. Merece destacarse también, el rápido y alto traspaso desde las tasas de corto plazo en el mercado de dinero (call) hacia las tasas

---

<sup>39</sup> IPC excluidos los bienes y servicios con componentes estacional y/o volátil significativo y aquellos sujetos a regulación o con alto componente impositivo.

de corto plazo para depósitos a plazo. Durante el bimestre marzo-abril de 2005, las tasas de 30 días de los papeles del BC (Lebac) se incrementaron en 180 puntos básicos. Induciendo un incremento de 171 puntos básicos en la tasa de plazo fijo a 30 días para los bancos privados.

\* El canal del crédito, por su parte, no opera de manera significativa sobre la economía argentina. Esto es consecuencia del reducido tamaño del sistema financiero post crisis, que vio reducido su nivel de préstamos de 24 a 8 puntos del PBI, a pesar de que el crédito muestra signos claros de recuperación, con incrementos interanuales de 30%.

\* El efecto del canal del tipo de cambio está acotado (bajo *pass-through*) consecuencia del desalineamiento que evidenciaba el tipo de cambio real con anterioridad a la crisis y de la significativa brecha del producto existente a comienzos de 2002, luego de que la actividad económica había caído cerca del 20%.

\* El canal generado por el precio de los restantes activos de la economía, es quizás el más importante, como resultado de la suba de más del 100% en los mercados de valores durante los últimos dos años y de la evolución del precio de las propiedades, en parte justificado por un cambio de portafolio como del sesgo que tomaron las carteras de residentes con posterioridad a la devaluación.

\* Por último cabe analizar el canal de las expectativas. Un elemento fundamental para la estabilidad de los precios es la influencia que el BC pueda tener sobre la formación de expectativas. Si el público espera que los precios se incrementen en el futuro, se demandarán hoy incrementos de salarios y compensaciones.

## **2.6 EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN EN ARGENTINA PERÍODO 2003-2005**

En este apartado se expondrá muy brevemente el comportamiento de la inflación en el período 2003-2005. Para facilitar el análisis se presentará año por año las variables relevantes explicativas de la tasa de inflación.

Asimismo, como el Modelo de Metas de Inflación en Argentina utiliza objetivos de agregados monetarios como instrumento de política monetaria, se presentará un breve análisis del cumplimiento del Programa Monetario para cada año en cuestión.

### **2003 - Inflación**

Luego de un brusco aumento de la tasa de inflación durante 2002, se observó un proceso de reacomodamiento de los precios durante el 2003. Este proceso de desinflación se desarrolló de manera más rápida a la esperada, tanto por los mercados como por el BCRA. De hecho la tasa de inflación prevista en el Presupuesto Nacional del 2003 era del 23% y en la revisión del Programa Monetario de Junio de 2003 se fijó una banda objetivo de inflación de 5-15%.

En los primeros meses del año la inflación fue cayendo y ya en Julio se ubicó dentro del rango objetivo. A partir de Agosto cayó por debajo de ese rango, estableciéndose en niveles algo inferiores al 4% en el último trimestre de 2003.

Para los analistas del BCRA, entre los factores que explican la dinámica de la desinflación sistemática de año 2003 se destacan: una evolución de tipo de cambio diferente de la incorporada e los precios de transables, la prudencia de la política monetaria y fiscal y su impacto sobre el proceso de formación de expectativas, la

existencia de recursos productivos ociosos, y la estabilidad de los precios de los servicios públicos regulados.

**Cuadro 2.** Seguimiento del PM de cada año y de la Meta de Inflación.

	2003		2004		2005	
	PM	Real	PM	Real	PM	Real*
Base Monetaria	32936	46320	51495		51932	
			56337	50647	56895	53229
Billetes y Monedas	16488	25890	28397		32858	
			31847	35838	35082	41502
Reservas Bancarias	16448	19898	23098		19074	
			24490	14698	21813	11616
Cuasimonedas		532	0	111	0	111
M2	48080	63405	70431		85494	
			78610	81594	93564	98892
M3	80144	114344	128718		155555	
			144000	144079	169763	174047
<b>Inflación</b>	<b>21,3%</b>	<b>13,4%</b>	<b>7-11%</b>	<b>4,4%</b>	<b>5-8%</b>	<b>8,15%</b>

\* Al 30 de Septiembre de 2005  
 Cifras en millones de pesos.  
 M2 se define como la suma del circulante en poder del público, el stock de cuasimonedas, y de depósitos en cuenta Corriente y en caja de ahorros en pesos.  
 M3 se define como la suma del circulante en poder del público, el stock de cuasimonedas y el total de depósitos en pesos.

Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA y el INDEC.

### Seguimiento del Programa Monetario 2003

El Programa Monetario 2003 (PM 2003 en adelante) perseguía como objetivo primario la estabilidad de precios, y como instrumento para lograr ese objetivo se contemplaba una meta de agregados monetarios consistente con el objetivo señalado, enmarcado en un régimen de tipo de cambio flotante, cumpliendo por tanto la oferta de dinero el rol de ancla nominal del sistema.

A la hora de explicar el cumplimiento del PM 2003, el BCRA sostiene que en el año 2003 el sector público nacional puso sus cuentas en orden y en lugar de ser un factor de expansión pasó a ser un factor de absorción. Al mismo tiempo que los Bancos comerciales recuperaron su liquidez, y en vez de pedir redescuentos al BCRA, empezaron a pagarlos. Asimismo en base a los objetivos del PM 2003 se fueron absorbiendo cuasimonedas, lo que generó una contracción monetaria adicional. Por otra parte mientras en el 2002 sólo el 4% de la expansión monetaria tuvo respaldo en divisas, en 2003 esa cifra era de casi el 180%.

Como queda ilustrado en el Cuadro 2, el PM 2003 original en materia de agregados monetarios fue incumplido. Sin embargo, cabe aclarar que en Junio de 2003 dado las diferencias evidenciadas sobre lo que se había proyectado y la realidad, se realizó una revisión del PM 2003 estableciendo nuevas metas.<sup>40</sup> Este cambio no se realizó con el fin de subsanar el no logro de las metas, sino más bien como una revisión para que el PM sea acorde con la realidad, una realidad que no fue contemplada dada la

<sup>40</sup> En el Cuadro 2 se exponen solamente las metas originales.

incertidumbre reinante hacia fines de 2002. El objetivo de inflación por tanto, se estableció en un rango entre el 5 y el 15%.

## **2004 - Inflación**

Más allá de la inflación a fines del 2003, que estaba por debajo de la prevista por el Programa Monetario, la banda objetivo para el 2004 se pautó en un 7-11% de inflación, concordante con la tasa de inflación del 10.5% incluida en el Presupuesto Nacional para el 2004 y con la mediana de tasa de inflación que arrojaba el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM<sup>41</sup> en adelante).

Si bien hacia fines de 2003 la inflación era del 3.7% se preveía que esta tendencia cambie debido a una serie de razones. Por un lado la desinflación sistemática parecía haber llegado a su fin. Por otra parte existía una cuestión relacionada con el índice de las materias primas, que a partir de Junio de 2003 comenzó a subir y, suponiendo que la economía se recuperaría, se esperaba la existencia del traslado de costos de los mayoristas a los minoristas. Asimismo aun estaba pendiente el ajuste de precios relativos. Así como los salarios que después de haber caído fuertemente en términos reales durante el 2002, hacia fines del 2003 se estabilizaron y a partir de entonces se vio una recuperación de todos los índices (formal, informal y estabilidad en el sector público).

Finalmente, la inflación acumulada del 2004 fue del 4,4%, siendo del 6,1% hacia fin de año, por debajo de lo pautado en el Programa Monetario 2004 (PM 2004 en adelante). Esto se dio por la moderación de la tendencia alcista que presentaban algunos precios volátiles hacia mediados de año, la casi inexistencia de ajuste de precios administrados con incidencia sobre el IPC y las menores presiones de costos sobre lo esperado.

## **Seguimiento del Programa Monetario 2004**

El PM 2004 teniendo en cuenta el leve ascenso que podría llegar a tener la tasa de inflación debido a las razones anteriormente enumeradas, se preveía un rango de inflación entre el 7 y el 11%. Se preveía el rescate total de los bonos provinciales. Se pretendía fortalecer el sistema financiero para que sea capaz de pagar redescuentos, así como un multiplicador monetario que vaya en ascenso, así la necesidad de emisión de pesos por parte del BCRA sea menor.

Por otra parte, se esperaba una expansión monetaria y dependiendo del comportamiento de las expectativas de inflación la base monetaria estaría entre los 51495 millones o los 56337 millones, como se observa en el Cuadro 2.

A fines de 2004 la Base Monetaria Ampliada (BMA en adelante) se ubicó en \$50.647 millones, lo cual implicó un crecimiento del 9% para el último trimestre del año y del 9,5% en términos interanuales. Los factores que explican las variaciones de la BMA se comportaron de manera similar durante todo el año, dados por sectores financiero y público contractivos y sector externo expansivo.

---

<sup>41</sup> Herramienta que utiliza el BCRA para hacer un seguimiento sistemático y transparente de los pronósticos de corto y mediano plazo que realiza un grupo de analistas conformado por economistas, Universidades, Consultoras, entre otros.

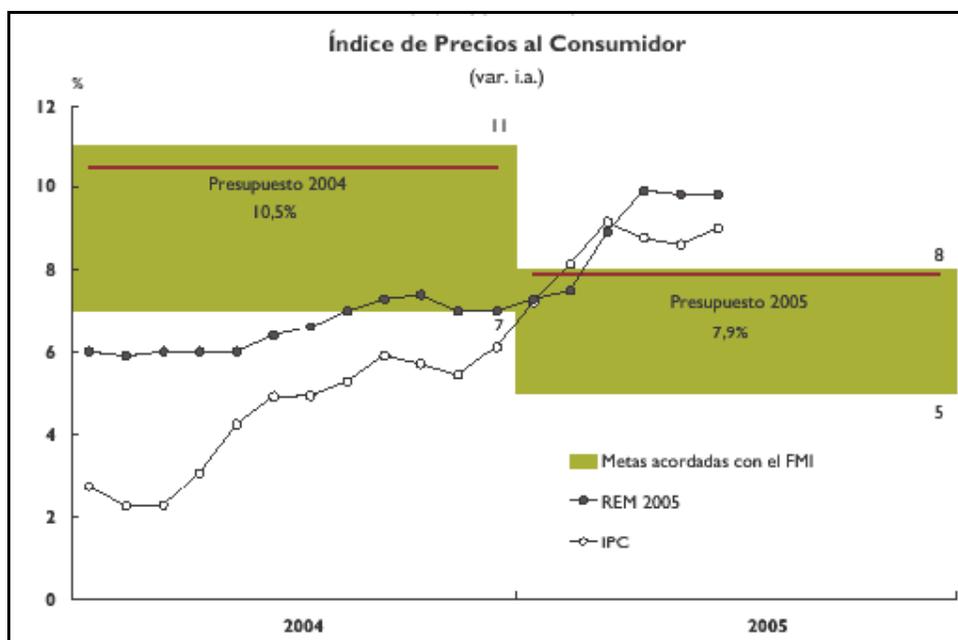
Los medios de pago (M2) mostraron un aumento del 33,1% anual. El agregado monetario más amplio (M3) registró un crecimiento del 21,8% inter anual. Su trayectoria no estuvo en línea con la evolución prevista en el PM 2004, como se observa en el Cuadro 2.

## 2005 - Inflación

A principio del 2005 se esperaba un incremento de la inflación dado por una serie de aumentos puntuales que se anunciaron hacia fines de 2004 (gas natural comprimido, colegios privados, medicinas prepagas y cigarrillos)

Asimismo, el fuerte crecimiento económico aceleró el cierre de la brecha de producto en el 2004. Por lo tanto, era de esperar, aún teniendo la economía margen para seguir abasteciendo la demanda creciente, que se efectivicen aumentos de precios, principalmente en aquellos sectores productores de bienes no transables.

La tasa de inflación pauta en el Programa Monetario 2005 (PM 2005) era de entre el 5 y el 8%, acorde con la tasa incluida en el Presupuesto Nacional del 7,9%<sup>42</sup> y la mediana del REM que era del 7,1%.



Fuente: BCRA con datos de INDEC, Secretaria de Hacienda y BCRA.

Como se observa en el gráfico precedente y en el Cuadro 2, la meta máxima prevista y acordada con el FMI en el 2003, se ha sobrepasado, y no se espera que esta situación se revierta sino por el contrario, que siga esta tendencia y que la tasa de inflación se sitúe en el 11 o 12% hacia fin de año. Como ilustra el gráfico, todos los pronósticos han sido sobrepasados a septiembre de 2005, tanto la proyección realizada

<sup>42</sup> La tasa de inflación incluida en el Presupuesto Nacional 2005 es del 7,9%, más allá de que muchos funcionarios del Ministerio de Economía y Producción sostengan públicamente que el nivel previsto en el Presupuesto se sitúa entre el 8,5 y el 10,5%.

por los analistas (representada por la evolución del REM), así como la proyección efectuada por el Ministerio de Economía y Producción y establecida en el Presupuesto Nacional.

En base al análisis realizado desde el BCRA el mayor incremento que registra el IPC obedeció fundamentalmente a los aumentos registrados por los bienes que se incluyen en el rubro alimentos, principalmente las frutas y verduras, que forman parte de los componentes volátiles y/o estacionales del indicador. En efecto, luego de haberse mantenido prácticamente estancados en el segundo trimestre del 2005, en el tercero los precios de los bienes y servicios volátiles y/o estacionales del IPC registraron una suba de 7,3%.

De este modo, excluyendo las alzas en los precios originadas en factores coyunturales de oferta, explicadas básicamente por problemas climáticos que afectaron algunas producciones específicas, y los cambios normativos en la aplicación del Programa de Uso Racional de la Energía Eléctrica (PURE) que se reflejó en una leve caída en los precios del componente regulados, el alza en el IPC del tercer trimestre se mantiene en línea con la trayectoria del segundo trimestre, compatible con un aumento anualizado de 8,15%. En particular los precios de los lácteos y carnes que habían sido los principales factores que explicaron la aceleración inflacionaria del primer trimestre, se moderaron a partir de algunas de las medidas tomadas por el Gobierno (aplicación de derechos de exportación en el primer caso y establecimiento de peso mínimo de la faena en el segundo) al tiempo que continuó operando dentro del IPC Resto la recomposición de precios relativos que se viene dando a favor de los servicios.

Para la entidad, los factores coyunturales de oferta mencionados anteriormente se revertirían en los próximos meses en la medida en que ingresen al mercado producciones de otras zonas geográficas, situación que sería parcialmente compensada por los aumentos en las tarifas de algunos servicios públicos ya anunciados en sectores como taxis, medicina prepaga y colegios.

Sin embargo, entre los economistas existen diferentes posturas en torno a la explicación de la actual tendencia de la inflación.

Muchos economistas coinciden en que el origen de la inflación está en el mayor gasto del gobierno. La inflación se origina “en el auge de la demanda interna” –que se disparó después de la crisis de 2000 y 2002-, impulsada por la política de control de tarifas que aplicó el gobierno sobre las empresas de servicios básicos, asegura el economista de Scotia Capital, Pablo Bréard.<sup>43</sup>

La administración gastó 30% más en el primer semestre de este año que en 2004, de acuerdo con la Asociación de Presupuesto de Argentina, un grupo no gubernamental. El gasto público refleja importantes aumentos salariales y un continuo crecimiento del erario público”, coincidió también el economista de Barclays Capital, José María Barrionuevo.<sup>44</sup>

El hecho de que el gasto público está aumentando por encima del ritmo de crecimiento de los ingresos fiscales fue reconocido por el gobierno y dentro de la

---

<sup>43</sup> En artículo publicado en Infobae Diario, el 1 de agosto de 2005.

<sup>44</sup> En artículo publicado en Infobae Diario, el 1 de agosto de 2005.

estrategia para reducir la inflación estaba la promesa de una política fiscal moderada para evitar un aumento en los precios.<sup>45</sup>

Asimismo en el Informe de Inflación del tercer trimestre de 2005 realizado por el BCRA se reconoce que: *“En el trimestre en curso se verifica una aceleración inflacionaria, alentada en parte por un aumento del gasto primario "algo superior al proyectado", y que se hará evidente en los próximos meses "cuando se reflejen recientes decisiones del Gobierno", en alusión a los aumentos en las jubilaciones y los salarios estatales.”*

Por otra parte, existen economistas que creen que la política cambiaria y de acumulación de reservas internacionales del BCRA es la principal causa que explica la inflación. Entre ellos el economista M. Broda que sugirió priorizar la tasa de interés por encima del tipo de cambio y restringir el consumo, quien no se cree que ello pueda frenar el crecimiento.<sup>46</sup>

Esta es la postura que tiene el FMI con respecto al control de la inflación en Argentina, para contener la suba de precios el FMI se inclina por limitar los márgenes de emisión de pesos, subir la tasa de interés, dejar que el dólar caiga y reducir el gasto público para disminuir el consumo.<sup>47</sup>

Desde el Ministerio de Economía sostienen que una caída excesiva del tipo de cambio -que implique, por ejemplo, dejar que el dólar se sitúe por debajo de los 2,85 pesos- deterioraría la competitividad de las exportaciones y eso reforzaría las presiones de los sectores agropecuarios para que se eliminen las retenciones.

Pero el problema es que la estrategia para que no baje el dólar se contradice con la necesidad de no agregar presión a la escalada inflacionaria. El BCRA tiene que comprar divisas y eso implica emitir pesos cada vez que sale al mercado. Pero como esa emisión puede ejercer una presión inflacionaria, el BCRA a la vez tiene que absorber una buena cantidad de pesos. Para esto coloca Letras (Lebac) entre los inversores financieros, para lo cual debe subir la tasa de interés, generando presiones sobre los costos y, en definitiva, sobre los precios.

Opinión contrastante es la del gobierno nacional, que descarta un freno convencional a la inflación (reducir la oferta monetaria y apreciar el peso). Lejos de las recetas tradicionales, la estrategia del presidente Kirchner para combatir la inflación incluye, una batería de medidas heterodoxas (subsidios, regulaciones de precios implícitas y explícitas, control de capitales, entre otras).

### **Seguimiento del Programa Monetario 2005**

En el PM 2005 se estableció un rango meta de inflación del 5 al 8% de inflación, como ya se enunció anteriormente.

En lo que respecta al cumplimiento del PM 2005, el BCRA informó que la BMA se ubicó por noveno trimestre consecutivo dentro de las bandas previstas en el PM 2005

---

<sup>45</sup> Publicado en el diario La Nación, el 19 de julio de 2005.

<sup>46</sup> Publicado en el diario Clarín, el 11 de marzo de 2005.

<sup>47</sup> En artículo publicado en Clarín, el 14 de marzo de 2005.

y alcanzó en septiembre un nivel promedio de \$53.229 millones, \$750 millones por debajo de la banda superior. De esta forma, acumuló en 2005 un aumento nominal del 5,2%. En términos reales, la BMA acumuló en 2005 una disminución del 3,5%.

Los medios de pago (M2) presentaron una suba del 5,2% en el tercer trimestre, que en términos reales no superó el 3%, y un alza interanual del 21,2% (9,9% en términos reales). El agregado monetario más amplio (M3) registró un crecimiento trimestral del 4,5%, que en términos reales rondó el 1,7%, y una variación interanual del 20,8%, equivalente al 9,5% en términos reales. Como se observa en el Cuadro 2, tanto M2 como M3 han superado lo previsto en el PM 2005, programa que hasta el momento estaría cumpliendo solo el objetivo pautado para la BMA.

Esta situación se ve reflejada en el Informe de Inflación del tercer trimestre de 2005, donde por primera vez el BCRA sostiene que dada la tendencia actual de la inflación, *“disminuyen las posibilidades de alcanzar la pauta indicativa máxima prevista de 8% para este año.”* Reconociendo esta situación el BCRA sostiene que se continuará con la reducción del estímulo monetario para evitar la evolución de los precios y las expectativas de inflación se autoalimenten.

## CONCLUSION

A lo largo de este trabajo se analizó el funcionamiento del esquema de IT como instrumento de política monetaria, analizando particularmente los aspectos característicos de su implementación en Argentina.

Dada la experiencia de su implementación en diversos países y los debates académicos referentes a dicho esquema se puede afirmar que en sí mismo no presenta falencias metodológicas, técnicas o económicas, que impidieran a priori su implementación por parte de algún BC. Con esto no se quiere decir que su implementación no puede ser errónea o perjudicial, sino que por el carácter discrecional del mismo no se puede decir que su ejecución en sí misma sea perjudicial.

Puede suceder que un BC en particular cometa errores en la predicción de la inflación (sea por el modelo utilizado, por la calidad de los datos, error en la distinción de factores permanentes y transitorios, etc.), por lo que seguramente tome medidas que no necesariamente reduzcan la inflación futura, e incluso la puedan llegar a estimular. Asimismo puede suceder que otro BC tenga como objetivo una tasa de inflación que comprometa significativamente el crecimiento, dado las altas tasas de interés necesarias para ello. Sin embargo estas u otras situaciones que se pueden presentar no son atribuibles al modelo en sí, sino a la capacidad de cada BC para implementarlo. Como se ha dejado expuesto en el Capítulo 1, el modelo no plantea reglas específicas de acción sino que es de carácter discrecional, por lo tanto si bien pueden surgir errores específicos estos no se derivan del modelo en sí, sino de las decisiones de cada BC en particular ante diferentes situaciones.

Lo único que pareciera que hasta ahora no se ha contemplado es que suceda una situación como la que llevó a Japón en las décadas del '80 y '90 a una crisis financiera de relevancia. Por lo menos en la literatura y en los debates sobre el esquema monetario no se ha hecho explícito la necesidad de controlar que la emisión, no repercutiendo en la inflación, si lo haga en los mercados de activos (así como emisiones que repercutan en bienes que no estén contemplados en la canasta de referencia). De todas formas, por más que estos no estén incluidos en el objetivo explícito de la política monetaria que es la tasa de inflación, seguramente los países con mercados de activos fortalecidos estén contemplando la evolución de los precios de los mismos.

En el Capítulo 1, también se ha dejado claro la tendencia mundial ha una baja inflación, ejemplificada con la convergencia de las tasas de inflación de los países que primeramente utilizaron dicho régimen. Como ya se ha sostenido algunos autores mantienen que esta convergencia es producto de la implementación de IT, pero además favorecida por un contexto macroeconómico internacional favorable, argumento que resulta falaz si se consideran la crisis asiática de 1997, los shocks financieros y comerciales sufridos por Australia, Chile, Israel, y Nueva Zelanda, entre otros, que llevaron a la devaluación en dichos países y que son pruebas significativas del logro de la aplicación de IT en dichos países.

Por otra parte la hipótesis principal de este trabajo, que establecía que la implementación de este esquema de política monetaria en Argentina estaba fuertemente limitada por la no independencia del BCRA ha quedado validada. Esto se ha dejado claro en el Capítulo 2 con diversos ejemplos. Asimismo cabe resaltar que no sólo la

falta independencia del BCRA limita la eficacia del instrumento, sino que todos los requisitos necesarios para la implementación del régimen se ven teñidos de ciertas particularidades que erosionan las bases necesarias para que la política monetaria logre los objetivos que se propone. Cabe recordar en este punto brevemente dichas particularidades para cada requisito separadamente:

- Independencia del Banco Central: Si bien el BCRA cuenta con independencia tanto instrumental como de objetivos, esta independencia es *de jure* pero no *de facto*. En la realidad se presentan reiteradas intervenciones del Poder Ejecutivo Nacional en decisiones que deberían ser tomadas independientemente. Esto quedo evidenciado en el 2001, con la destitución de Pedro Pou como presidente del BCRA, así como por la no renovación en su cargo de Prat-Gay en septiembre de 2004, pero además se visualiza a diario por la fuerte injerencia que tiene el gobierno nacional en materia de política monetaria, función que le es propia al BCRA. Esta falta de independencia compromete significativamente la credibilidad de la entidad y de su política monetaria, por lo que el logro de los objetivos que se plantean se ven comprometidos.
- Ausencia de Dominancia Fiscal: Este requisito es el que, dado el superávit fiscal actual, plantea menos inconvenientes. Sin embargo la duda se presenta en torno a que es lo que podría suceder si desaparece el superávit fiscal. Si bien la única prueba por la que tuvo que pasar el BCRA respecto a este tema (el pedido de aumento de los adelantos al Tesoro en enero del 2005) fue superada con éxito, la falta de independencia actual del BCRA da un marco de sospechas sobre cuál sería el accionar de la entidad ante tal situación.
- Ausencia de Conflicto con Otros Objetivos Nominales: Junto con el requisito incumplido de independencia del BCRA, el requisito más controversial que se incumple es este. Actualmente, es explícito el objetivo que tiene el Gobierno Nacional, y que el BCRA apoya con su accionar, de mantener un tipo de cambio en torno a \$2,84-\$3. El cumplimiento de este objetivo no es sólo importante desde el punto de vista institucional o formal, sino es el que más estrechamente está relacionado con el logro del objetivo que se plantea la política monetaria. Es técnicamente imposible tener como objetivo simultáneo dos anclas nominales, ante ciertas situaciones hay que priorizar cuál es el ancla a mantener. Bajo un Modelo de Metas de Inflación, dicha ancla debería ser la tasa de inflación, situación que en Argentina no sucede, ya que se ancló *de facto* el tipo de cambio, por lo tanto mantener la inflación se hace más difícil.
- Transparencia: Como se ha enunciado desde la implementación del régimen de IT, se ha estado haciendo un esfuerzo importante en fortalecer la transparencia del BCRA, manifestándose esto en la gran cantidad de información relevante que la institución hace pública. Sin embargo, esta transparencia no parece ser tal, cuando se es poco claro en cuanto a la política que actualmente esta implementando el BCRA. En los últimos meses del 2005, no se ha cumplido con el Programa Monetario, como se vio en el apartado 2.6 Evolución de la Inflación en Argentina período 2003-2005, por una razón clara, no se ha seguido lo que se proponía en dicho Programa, sino que el objetivo del BCRA ha pasado a ser el tipo de cambio, y ya no más la tasa de inflación como oficialmente se sostiene. Por lo tanto si bien se han conseguido grandes logros en cuanto al aumento de la transparencia, en mi consideración el BCRA no esta siendo completamente transparente, sobre todo a la hora de dar cuenta al público de sus objetivos reales.

- Credibilidad: Como se ha dicho, la falta de credibilidad en Argentina es generalizada y no atañe únicamente al BCRA. Pero sin dudas que dada la historia pasada, y reciente, en materia inflacionaria, el BCRA no cuenta con el grado de credibilidad necesario para neutralizar, aunque sea en parte, el poder de las expectativas.
- Accountability: Si bien se ha visto como en la Carta Orgánica del BCRA se establece que debe existir rendición de cuentas por parte del presidente y del directorio del BCRA, una vez más podemos estar frente a una accountability *de jure* pero quizás no *de facto*. Ya que si bien la legislación contempla la responsabilidad en las funciones de los funcionarios del BCRA, no se ha visto en los últimos años, que un presidente o el directorio del BCRA sea removido de su cargo por falta de resultados en materia monetaria, sino más bien esto se ha dado por cuestiones políticas como ya ha quedado claro cuando se trató el tema de la independencia del BCRA. Por otra parte, si bien el público en general, está en disconformidad por la inflación no existe un pedido real de la sociedad de explicaciones en este tema, ya que muchos consideran que es un mal “propriadamente” argentino, y además no se tiene la confianza de una real voluntad para solucionarlo.

Cabe destacar de todas formas, como ya se ha dejado claro en el Capítulo 1, que el cumplimiento de los requisitos anteriormente analizados no establece un fin en sí mismo, y que de hecho la mayoría de los países que implementaron IT lo han hecho en circunstancias similares a nuestro país (recordemos por ejemplo, que el Banco Central de Brasil no cuenta con independencia formal). Lo que sucede es que la diferencia fundamental entre esos países y Argentina es que en dichos países se tenía la firme convicción de hacia donde había que dirigir la política monetaria y los esfuerzos estaban destinados a conseguir los logros institucionales necesarios para conseguir transparencia, independencia, credibilidad, etc. Por lo tanto, lo que alarma no es que no se cumpla alguno de estos requisitos, sino que las señales que se reciben tanto desde el BCRA como del Gobierno Nacional, no son congruentes a la implementación de IT, sino todo lo contrario.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC.

Por otra parte, para analizar la evolución de la inflación del período 2003-2005, se hace necesario realizar un análisis año por año, debido a las características coyunturales diferentes que se han dado en cada uno de los años.

Como se observa en el gráfico precedente, luego del pico inflacionario del 2002, se dio una desinflación sistemática hasta mediados del 2004. Esta desinflación se dio principalmente por la gran recesión que sufría la economía argentina es ese momento, la significativa brecha entre el producto real y potencial (que no generaba ningún tipo de presión inflacionaria), un bajo *pass-through* (consecuencia del desalineamiento que evidenciaba el tipo de cambio real con anterioridad a la crisis), entre otras razones.

Por lo tanto, si bien en durante el 2003 el BCRA tomó las medidas necesarias para dar fortalecimiento al mercado financiero, creó un marco institucional para llevar a cabo el Modelo de Metas de Inflación, no se puede decir cual ha sido el papel que cumplió específicamente para reducir la inflación, ya que esta se redujo casi “naturalmente” dadas las circunstancias de la economía real de dicho momento. De hecho si se observa el PM 2003 original, los objetivos monetarios planteados pudieron ser sobrepasados ampliamente sin que ello tenga algún tipo de injerencia en la inflación, que hacía fin de año era del 4%<sup>48</sup>, por debajo del rango objetivo proyectado en Junio del 2003, cuando incorporando nueva información, se realizó la Revisión del PM 2003. Esta situación se presentó producto de la desmonetización en términos reales ocasionada por la devaluación, que permitió que se realice una fuerte monetización sin provocar presiones inflacionarias.

La inflación durante el 2004 se esperaba mayor al 2003, porque se consideraba que esta desinflación “natural” ya había llegado a su fin. De todas formas, nuevamente se situó por debajo de la meta objetivo del PM 2004, ya que la inflación acumulada de dicho año fue del 4,4%, siendo la meta entre el 7 y el 11%, aunque la tendencia hacia fin de año ya era creciente, y fue aquí donde comenzaron algunas preocupaciones en torno a la inflación. Si se hace un seguimiento de las metas de agregados monetarios, se observa que se cumple con el objetivo de BMA, sin embargo no con el de los agregados monetarios más amplios (M2, y M3).

Por lo tanto, dadas las características de la economía real (baja inflación internacional, profunda desmonetización provocada por la devaluación en el país, brecha entre el producto potencial y real, recesión que no permitía traslado a precios minoristas los aumentos en los insumos, etc.) en el período 2003 – 2004, no se puede afirmar cual ha sido el papel de la política monetaria en ese período. De todas formas, tampoco se puede decir que de no haberse hecho nada en materia monetaria, la inflación se hubiera contenido. Solo se puede analizar la realidad, y la realidad es que con una política monetaria activa tendiente a reducir la inflación, esta se redujo; pero no nos podemos olvidar que el contexto era favorable para que esto suceda.

Como se ilustra en el gráfico precedente la inflación en el 2005 continuó con la tendencia creciente de fines del 2004. La inflación acumulada al 30 de Septiembre de 2005, es del 8,15%, sobrepasando entonces el rango objetivo planteado en el PM 2005,

---

<sup>48</sup> La inflación anual del 2003 fue del 13,4%, por debajo de la meta del PM 2003.

de 5 al 8% de inflación. Si bien existen diversos factores que explican la tendencia actual de la inflación, como sean, el reajuste de algunos precios relativos luego de la devolución del 2002, las presiones inflacionarias dadas por el cierre de la brecha de producto, aumentos puntuales de ciertos bienes y servicios, etc., lo cierto es que el BCRA no está tomando acciones concretas para frenar esta tendencia. Y además no se están cumpliendo los objetivos monetarios planteados en el PM 2005, ya que sólo se estaría cumpliendo al 30 de Septiembre de 2005, el objetivo de BMA.

Por lo tanto, al observar el accionar del BCRA durante el 2005, las declaraciones públicas de sus funcionarios, las declaraciones de funcionarios del Ministerio de Economía y Producción, se puede afirmar que por el momento en Argentina no se está implementando el Modelo de Metas de Inflación. Ya que como se ha enunciado: no se cumplen los requisitos para implementarlo, ni se observa un esfuerzo enfocado al logro de los mismos; no se toman medidas monetarias tendientes a encauzar la inflación dentro de la banda objetivo; se tiene un objetivo explícito de mantener el tipo de cambio en torno a los \$2,85-\$3; y se tiene un objetivo explícito de acumulación de reservas.

Por último, cabe aclarar que la presente tesis no tenía por objetivo evaluar cual es la política monetaria óptima para Argentina, ni pretendía hacer un aporte en cuanto al accionar que se debe tener en cuenta para controlar la inflación en el país. Si, debido a lo primordial de tener una baja inflación (sobre todo en un contexto de pobreza y desempleo), se pretendía hacer un análisis de la política monetaria actual que “dice” llevar a cabo el BCRA, política monetaria que en la actualidad utiliza la mayoría de los países (tanto desarrollados como en desarrollo), y que los ha llevado a una tendencia decreciente de la tasa de inflación.

De todas formas, más allá del análisis específico desarrollado, el debate que plantea la tesis debería ir más allá del Modelo de Metas de Inflación y su implementación. El debate debería centrarse en torno a la carencia de bases institucionales sólidas que afecta al país en todos sus aspectos. Por lo tanto, más allá de que instrumentos específicos se utilicen tanto en política monetaria como a la hora de implementar cualquier tipo de política económica, social, etc., está claro que ninguno va a ser eficaz si no se hace lo que se dice, si no se es transparente, creíble, responsable, si la gobernabilidad es dañada constantemente por intereses encontrados, en definitiva, si no se cuenta con instituciones fuertes y capaces de realizar lo que pretenden hacer.

## ANEXOS

### Anexo 1. Marco operacional básico de los principales *Inflation Targeters*.

<b>Pais</b>	<b>Índice de Inflación</b>	<b>Ítems Excluidos del Índice</b>	<b>Meta Inflación (% anual)</b>	<b>Horizonte objetivo</b>	<b>Cláusula de Ajuste</b>	<b>Quien fija el valor de la meta</b>	<b>Publica Pronóstico de Inflación</b>	<b>Fecha de adopción</b>
<b>Nueva Zelanda</b>	IPC	Comodities, Precios Controlados Intereses y Cargos Crediticios	0-3 desde Dic. 1996	Sí	Eventos Inusuales en efectos no perm. sobre la inflación	Ambos	Sí	Mar. 1990
<b>Chile</b>	IPC	No	3±1 desde 2001	No	No	Banco Central	Sí	Sep. 1990
<b>Israel</b>	IPC	No	7-10 (1998)	Sí	Fuertes cambios en ciertos comp. Volátiles del IPC	Banco Central	Sí	Ene. 1991
<b>Canadá</b>	IPC	Imp. Indirectos Energía y Alimentos	1 – 3 desde 1993	No	No	Ambos	No	Feb. 1991
<b>Reino Unido</b>	IPC	Int Hipotecarios	2,5 desde 1997	No	No	Gobierno	Sí	Oct. 1992
<b>Australia</b>	IPC	Int. Hipotecarios Precios Controlados Energía	2-3 prom. en el ciclo	No	No	Gobierno	No	Ene. 1993
<b>Suecia</b>	IPC	Condiciona a Imp. Indirectos, Subsidios	1 – 3 desde 1995	No	No	Banco Central	Sí	Ene. 1993
<b>Brasil</b>	IPC	No	3,5±2 (2002)	Sí	No	Ambos	Sí	Jun. 1999
<b>Sudrfrica</b>	IPC	Int. Hipotecarios	3-6 (2002)	Sí	Eventos Inesperados fuera del control del BC	Ambos	No	Ene. 2000
<b>Tailandia</b>	IPC	Alimentos primarios y energía	0 - 3,5 (2001)	Sí	No	Banco Central	Sí	May. 2000

Fuente: PAGNOTTA, Emiliano (2002). "Elementos de Análisis para la Adopción de Metas Inflacionarias como Estrategia Monetaria". Universidad de Buenos Aires y FLACSO. Buenos Aires.

**Anexo 2. Listado de países utilizados en el estudio realizado por Mishkin (2001).**

Implementan Metas de Inflación		No implementan Metas de Inflación
Australia	México	Alemania
Brasil	Nueva Zelanda	Dinamarca
Canadá	Perú	Estados Unidos
Chile	Polonia	Francia
Colombia	Reino Unido	Italia
Corea	República Checa	Japón
España	Sudáfrica	Noruega
Finlandia	Suecia	Portugal
Israel	Tailandia	Suiza

### Anexo 3. Índice de Precios al Consumidor. Serie Histórica.

Serie histórica del Índice de Precios al Consumidor (IPC) en el Gran Buenos Aires  
Variaciones porcentuales respecto de: mes anterior, diciembre del año anterior, mismo mes del año anterior

Empalme de las Series Base 1943, 1960, 1974 y 1988 con la Serie Base 1999=100

Período	Nivel general	Var, % respecto al mismo mes del año anterior
1970	0,0000000047536	13,6
1971	0,0000000064042	34,7
1972	0,0000000101478	58,5
1973	0,0000000162672	60,3
1974	0,0000000202065	24,2
1975	0,0000000571430	182,8
1976	0,0000000310863	444,0
1977	0,0000000858081	176,0
1978	0,0000002364090	175,5
1979	0,000000613507	159,5
1980	0,000001231702	100,8
1981	0,000002518500	104,5
1982	0,0000066686	164,8
1983	0,0000295952	343,8
1984	0,0002150780	626,7
1985	0,001660790	672,2
1986	0,00315700	90,1
1987	0,00730320	131,3
1988	0,0323500	343,0
1989	1,028554	3079,5
1990	24,828900	2314,0
1991	67,4531	171,7
1992	84,2489	24,9
1993	93,1890	10,6
1994	97,0818	4,2
1995	100,3594	3,4
1996	100,5156	0,2
1997	101,0469	0,5
1998	101,9813	0,9
1999	100,7915	-1,2
2000	99,8449	-0,9

<b>2001</b>	98,7800	-1,1
<b>2002</b>	124,33	25,9
<b>2003</b>	141,05	13,4
<b>2004</b>	<b>147,28</b>	<b>4,4</b>
Enero	143,20	2,7
Febrero	143,34	2,3
Marzo	144,20	2,3
Abril	145,43	3,1
Mayo	146,50	4,2
Junio	147,32	4,9
Julio	148,00	4,9
Agosto	148,51	5,3
Septiembre	149,45	5,9
Octubre	150,04	5,7
Noviembre	150,04	5,4
Diciembre	151,30	6,1
<b>2005</b>	<b>159,29</b>	<b>8,15</b>
Enero	153,54	7,2
Febrero	155,00	8,1
Marzo	157,39	9,1
Abril	158,16	8,8
Mayo	159,11	8,6
Junio	160,57	9,0
Julio	162,18	9,6
Agosto	162,89	9,7
Septiembre	164,79	10,3

Fuente: INDEC, Dirección de Índices de Consumo.

#### Anexo 4. Test Levy-Yeyati – Sturzenegger

##### Parámetros del Test

	Promedio del Cambio Mensual del Tipo de Cambio			Promedio de Volatilidad del Cambio Mensual del T d C			Promedio de Volatilidad en las R. Internacionales		
	Mínimo	Centro	Máximo	Mínimo	Centro	Máximo	Mínimo	Centro	Máximo
<b>Flotación</b>	0,72%	1,18%	2,37%	0,36%	0,96%	1,37%	0,25%	3,19%	6,46%
<b>Flotación Sucia</b>	0,16%	0,95%	1,77%	0,33%	0,86%	1,58%	5,38%	7,86%	10,63%
<b>F. Sucia / Crawling Peg</b>	0,02%	0,53%	1,05%	0,24%	0,50%	1,44%	0,35%	4,29%	7,53%
<b>Fijo</b>	0,00%	0,00%	0,63%	0,00%	0,00%	0,66%	5,65%	7,51%	11,02%

##### Variabilidad Reservas Internacionales -Argentina - Año 2004

Año-Mes	2003M12	2004M1	2004M2	2004M3	2004M4	2004M5	2004M6	2004M7	2004M8	2004M9	2004M10	2004M11	2004M12
Official Rate	2,91	2,91	2,9	2,84	2,82	2,94	2,94	2,96	2,98	2,96	2,95	2,92	2,96
Foreign Assets	40.733,1	43.918,1	43.897,7	42.872,4	44.886,5	49.553,2	51.691,5	53.814,5	54.233,5	54.376,7	55.404,8	55.983,3	58.444,3
Reserve Money	50.157,7	50.902,5	51.209,5	50.016,0	52.171,8	54.569,4	56.474,2	55.495,5	56.034,2	56.524,7	54.957,5	57.062,0	60.525,3
Foreign Liabilities	45.652,2	46.615,5	46.282,0	44.230,9	42.566,4	44.863,7	43.788,3	43.340,3	43.321,4	42.275,2	42.382,8	42.632,1	41.915,0
Central Government Deposits	259,0	1.123,4	75,6	989,5	625,1	160,3	580,8	137,9	144,3	162,3	922,2	356,1	161,3
e(t)	2,91	2,91	2,9	2,84	2,82	2,94	2,94	2,96	2,98	2,96	2,95	2,92	2,96
Activos Extranjeros(t)	40.733,1	43.918,1	43.897,7	42.872,4	44.886,5	49.553,2	51.691,5	53.814,5	54.233,5	54.376,7	55.404,8	55.983,3	58.444,3
Pasivos Extranjeros(t)	45.652,2	46.615,5	46.282,0	44.230,9	42.566,4	44.863,7	43.788,3	43.340,3	43.321,4	42.275,2	42.382,8	42.632,1	41.915,0
Depositos Gob. Central(t)	259,0	1.123,4	75,6	989,5	625,1	160,3	580,8	137,9	144,3	162,3	922,2	356,1	161,3
Base Monetaria(t)	50.157,7	50.902,5	51.209,5	50.016,0	52.171,8	54.569,4	56.474,2	55.495,5	56.034,2	56.524,7	54.957,5	57.062,0	60.525,3
<b>R(t)</b>	<b>-1.779,4</b>	<b>-1.313,0</b>	<b>-848,2</b>	<b>-826,8</b>	<b>601,1</b>	<b>1.540,6</b>	<b>2.490,6</b>	<b>3.492,0</b>	<b>3.613,3</b>	<b>4.033,5</b>	<b>4.101,6</b>	<b>4.450,4</b>	<b>5.529,7</b>
<b>r(t)</b>		<b>2,71%</b>	<b>2,66%</b>	<b>0,12%</b>	<b>8,11%</b>	<b>5,08%</b>	<b>5,12%</b>	<b>5,21%</b>	<b>0,65%</b>	<b>2,23%</b>	<b>0,36%</b>	<b>1,87%</b>	<b>5,52%</b>

Fuente: FMI.

$$R(t) = ( \text{Activos E} - \text{Pasivos E} - \text{DepGobCentral} ) / e(t)$$

$$r(t) = ( R(t) - R(t-1) ) / ( BM(t-1) / e(t-1) )$$

Variabilidad Reservas Internacionales -Argentina - Año 2005

Año-Mes	2004M12	2005M1	2005M2	2005M3	2005M4	2005M5	2005M6	2005M7	2005M8
Official Rate	2,96	2,9	2,92	2,9	2,89	2,86	2,89	2,86	2,91
Foreign Assets	58.444,3	58.920,3	60.993,8	59.456,8	60.902,0	63.847,4	66.639,0	71.872,0	73.526,0
Reserve Money	60.525,3	57.281,1	58.683,1	55.738,0	56.852,5	58.409,6	56.871,0	59.724,0	60.962,0
Foreign Liabilities	41.915,0	40.049,9	39.490,9	36.896,6	35.797,3	34.116,8	32.331,8	31.505,0	31.794,4
Central GovernmentDeposits	161,3	1.068,2	331,8	2.225,0	1.339,6	527,8	602,0	5.303,0	1.220,0
e(t)	2,96	2,9	2,92	2,9	2,89	2,86	2,89	2,86	2,91
ActivosExtranjeros(t)	58.444,3	58.920,3	60.993,8	59.456,8	60.902,0	63.847,4	66.639,0	71.872,0	73.526,0
Pasivos Extranjeros(t)	41.915,0	40.049,9	39.490,9	36.896,6	35.797,3	34.116,8	32.331,8	31.505,0	31.794,4
DepositosGov.Central(t)	161,3	1.068,2	331,8	2.225,0	1.339,6	527,8	602,0	5.303,0	1.220,0
BaseMonetaria(t)	60.525,3	57.281,1	58.683,1	55.738,0	56.852,5	58.409,6	56.871,0	59.724,0	60.962,0
<b>R(t)</b>	<b>5.529,7</b>	<b>6.138,7</b>	<b>7.250,4</b>	<b>7.012,1</b>	<b>8.223,2</b>	<b>10.210,8</b>	<b>11.662,7</b>	<b>12.260,1</b>	<b>13.921,5</b>
<b>r(t)</b>		<b>2,98%</b>	<b>5,63%</b>	<b>-1,19%</b>	<b>6,30%</b>	<b>10,10%</b>	<b>7,11%</b>	<b>3,04%</b>	<b>7,96%</b>

Fuente: FMI

### Valores de las variables - Argentina - Año 2004

	Tipo de cambio Nominal	% Cambio Absoluto	Variabilidad RI
enero-04	2,8928	2,29%	2,71
febrero-04	2,9319	1,35%	2,66
marzo-04	2,8976	1,17%	0,12
abril-04	2,8359	2,13%	8,11
mayo-04	2,9197	2,95%	5,08
junio-04	2,9603	1,39%	5,12
Julio-04	2,9552	0,17%	5,21
agosto-04	3,0136	1,98%	0,65
septiembre-04	2,9960	0,58%	2,23
octubre-04	2,9692	0,90%	0,36
noviembre-04	2,9546	0,49%	1,87
diciembre-04	2,9709	0,55%	5,52
Promedio		<b>1,33%</b>	<b>3,30333333</b>
Variabilidad del Cambio del tipo de Cambio		<b>0,86%</b>	

Fuente: Elaboración propia con datos BCRA y FMI.

### Valores de las variables - Argentina - Año 2005

	Tipo de cambio Nominal	% Cambio Absoluto	Variabilidad RI	Variabilidad Abs. RI
enero-05	2,9460	0,84%	2,98	2,98
febrero-05	2,9153	1,04%	5,63	5,63
marzo-05	2,9266	0,39%	-1,19	1,19
abril-05	2,9004	0,90%	6,3	6,3
mayo-05	2,8909	0,33%	10,1	10,1
junio-05	2,8836	0,25%	7,11	7,11
Julio-05	2,8696	0,49%	3,04	3,04
agosto-05	2,8880	0,64%	7,96	7,96
Promedio		<b>0,61%</b>		<b>5,53875</b>
Variabilidad del Cambio del Tipo de Cambio		<b>0,29%</b>		

Fuente: Elaboración propia con datos BCRA y FMI.

## **BIBLIOGRAFÍA**

- ABELES, Martín y BOZEL, Mariano, (2004). “Metas de Inflación: Implicancias para el Desarrollo”. CEFID-AD, Documento de Trabajo N° 1. Buenos Aires.
- AGUINIS, Marcos (2004). “¿Qué Hacer?”, Bases para el renacimiento argentino”. Editorial Planeta, Buenos Aires.
- AMATO J. y GERLACH S. (2002), “Inflation Targeting in Emerging Market and Transition Economies: Lessons After a Decade”, Bank for International Settlement. En: PAGNOTTA, Emiliano (2002). “Elementos de Análisis para la Adopción de Metas Inflacionarias como Estrategia Monetaria”. Universidad de Buenos Aires y FLACSO. Buenos Aires.
- ARGENTINA. Banco Central de la República Argentina. Ley 24144: Carta Orgánica del Banco Central. Boletín Oficial de la Republica Argentina. Buenos Aires, 23 de Septiembre de 1992.
- ARGENTINA. Banco Central de la República Argentina. Programa Monetario 2003. En página web BCRA: <[www.bcra.gov.ar](http://www.bcra.gov.ar)>.
- ARGENTINA. Banco Central de la República Argentina. Programa Monetario 2004. En página web BCRA: <[www.bcra.gov.ar](http://www.bcra.gov.ar)>.
- ARGENTINA. Banco Central de la República Argentina. Programa Monetario 2005. En página web BCRA: <[www.bcra.gov.ar](http://www.bcra.gov.ar)>.
- BANCO CENTRAL DE CHILE. <[www.bcentral.cl](http://www.bcentral.cl)>.
- BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA ARGENTINA. <[www.bcra.gov.ar](http://www.bcra.gov.ar)>.
- BANCO CENTRAL DESESTIMA QUE COMPRA DE DOLARES ELEVE LOS PRECIOS. Infobae Diario, Capital Federal, 13 de Agosto, 2005. (Economía).
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. <[www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)>.
- BERMUDEZ, Ismael, (2005). “La inflación entró en la agenda de discusiones con el FMI”. Clarín, Capital Federal, 14 de Marzo. (El País).
- BERNANAKE B. S., LAUBACH T., MISHKIN F. y POSEN A. (1999), “Inflation Targeting: Lessons from the International Experience”. Princeton University. Centre for Central Banking Studies, Bank of England, 2000. En: PAGNOTTA, Emiliano (2002). “Elementos de Análisis para la Adopción de Metas Inflacionarias como Estrategia Monetaria”. Universidad de Buenos Aires y FLACSO. Buenos Aires.
- BLANCO, Alfredo Félix, (2005). “Inflación: Una mirada al pasado”. En Observatorio de la Economía Latinoamericana N° 42, Mayo. Texto completo en <<http://www.eumed.net/cursecon/ecolat/ar/>>. [Consulta: Agosto, 2005].
- BLANCO, Javier (2004). “Por pagos al FMI, agotan los fondos disponibles del BCRA”. La Nación, Capital Federal, 13 de diciembre. (Economía).
- BLINDER, Alan (1998). “Central Banking in Theory and Practice”, The MIT Press, Boston. En: KALMANOVITZ, Salomón (2000). “La Independencia del Banco Central y la democracia en América Latina”. Preparado para el Coloquio « Mondialisation économique et gouvernement des sociétés : l’Amérique latine, un laboraotire? ». Organizado por la Universidad de Paris 1 (CRI-IEDES), Paris, Junio.
- BRASH, Don (1999), “Inflation Targeting: Is New Zealand’s Experience Relevant to Developing Countries?” *The Sixth L.K. Jha Memorial Lecture*, Junio. En: TAYLOR, John B. (2000). “Uso de Reglas de Política Monetaria en Economías de Mercado Emergente”. Versión revisada del documento

presentado en la conferencia por el 75 aniversario del Banco de México, “Estabilización y Política Monetaria: La Experiencia Internacional”, Noviembre.

- CACHANOSKY, Roberto, (2005). “El Banco Central y la institucionalidad del país”. En <http://www.hacer.org/current/ARGRHC35.php>. [Consulta: Septiembre, 2005].
- CALVO G. y REINHART C. (2000), “Fear of Floating”, Bank of Canada Conference on Revisiting the Case for Flexible Exchange Rates, Noviembre. En: CLINTON, Kevin y PERRAULT, Jean-Francois. (2001). “Metas de inflación y tipos de cambio flexibles en economías emergentes”. Traducción del artículo «On Inflation Targeting and Flexible Exchange Rates for Emerging Market Countries», Departamento de Asuntos Internacionales, Banco de Canadá, Marzo.
- CARARE A. y STONE M. (2003), “Inflation Targeting Regimes”, IMF Working Papers 03/09. En: SOLDANO DEHEZA, Juan Carlos (2002). “Argentina y el Inflation Targeting. ¿Es posible su implementación? - Algunas consideraciones provenientes de la experiencia Brasileña.” Universidad del Congreso, Departamento de Investigaciones Económicas. Febrero.
- CHILE. Banco Central De Chile. “Modelos Macroeconómicos y Proyecciones del Banco Central de Chile”. 2003.
- CHILE. Banco Central De Chile. “Política Monetaria del Banco Central de Chile: Objetivos y Transmisión”. Mayo de 2000.
- CLINTON, Kevin y PERRAULT, Jean-Francois. (2001). “Metas de inflación y tipos de cambio flexibles en economías emergentes”. Traducción del artículo «On Inflation Targeting and Flexible Exchange Rates for Emerging Market Countries», Departamento de Asuntos Internacionales, Banco de Canadá, Marzo.
- COMITÉ LATIIONAMERICANO DE ASUNTOS FINANCIEROS (2001). “Independencia del Banco Central. La opción acertada para Latinoamérica”. Declaración N° 4, Montevideo, Octubre.
- CORTEZ CONDE, Roberto, (2003). “La Crisis Argentina de 2001 – 2002”. Cuadernos de Economía, Año 40, N° 121, pp. 762-767 (diciembre).
- DE LA SOTA, Candelaria (2005). “Precios: ahora los pronósticos para 2005 apuntan a 10%”. Clarín, Capital Federal, 11 de Marzo. (El País).
- DEPARTAMENTO ECONOMICO DE JOAQUIN LEDESMA & ASOCIADOS (2005). Informe económico semanal, N° 218 NOVECO.
- EINHGREEN (2002). “Can Emerging Markets float? Should they Inflation Target?”. University of California at Berkeley. En: SOLDANO DEHEZA, Juan Carlos (2002). “Argentina y el Inflation Targeting. ¿Es posible su implementación? - Algunas consideraciones provenientes de la experiencia Brasileña.” Universidad del Congreso, Departamento de Investigaciones Económicas. Febrero.
- ESCUDE, Guillermo J. (2005) “¿Quo vadis Argentina? Estrategia de desarrollo, tipo de cambio real y régimen de política monetaria y cambiaria”. En el marco de la XL Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política, La Plata, Noviembre.
- FERREYROS, Guillermo et al. (2000) “Medidas alternativas de inflación subyacente en un esquema de Inflation Targeting”. Versión Preliminar, Perú, Julio.

- FMI (2003) “Memorandum de Políticas Económicas y Financieras del Gobierno Argentino para el período 2003-2006”.
- HACIA LAS METAS EXPLÍCITAS DE INFLACIÓN (2003). En Finanzas y Desarrollo. Junio de 2003. Pp. 24-25.
- INFORME DE INFLACIÓN (2004) Elaborado por el Banco Central de la República Argentina. Primer Trimestre de 2004. ISSN: 1668-0561. Capital Federal, Enero de 2004.
- INFORME DE INFLACIÓN (2004) Elaborado por el Banco Central de la República Argentina. Cuarto Trimestre de 2004. ISSN: 1668-0553. Capital Federal, Octubre de 2004.
- INFORME DE INFLACIÓN (2005) Elaborado por el Banco Central de la República Argentina. Primer Trimestre de 2005. ISSN: 1668-0553. Capital Federal, Enero de 2005.
- INSTITUTO PARA EL DESARROLLO SOCIAL ARGENTINO (2005). “La inflación en Argentina ya está entre las más altas del mundo”. En <<http://www.idesa.org/prensa.asp>>. 4 de Septiembre. [Consulta: Octubre, 2005].
- JALIL, Munir A. (2005) “Comunicación y Bancos Centrales: o sobre la economía de formación de expectativas”. Recopilación de la sesión “Central Bank Communication” realizada durante la reunión anual de la Asociación Americana de Economía en Filadelfia, Enero 9.
- KALMANOVITZ, Salomón (2000). “La Independencia del Banco Central y la democracia en América Latina”. Preparado para el Coloquio « Mondialisation économique et gouvernement des sociétés : l’Amérique latine, un laboratoire? ». Organizado por la Universidad de Paris 1 (CRI-IEDES), Paris, Junio.
- KANENGUISER, Martín (2005) “Descartan medidas drásticas para combatir la inflación”. La Nación, Capital Federal, 19 de Julio. (Economía).
- KING M., Bank of England (2000) Address to the joint luncheon of the American Economic Association and the American Finance Association, Boston, 7 January 2000. En: JALIL, Munir A. (2005) “Comunicación y Bancos Centrales: o sobre la economía de formación de expectativas”. Recopilación de la sesión “Central Bank Communication” realizada durante la reunión anual de la Asociación Americana de Economía en Filadelfia, Enero 9.
- LABAQUI, Ignacio (2003). “*Accountability* y Corrupción: Obstáculos y Amenazas para la Consolidación”. Universidad Católica Argentina, Instituto para la Integración del Saber, CYCP 07/2003.
- LEVY-YEYATI, Eduardo y STURZENEGGER, Federico, (2003). “A *de facto* Classification of Exchange Rate Regimes: A Methodological Note”. American Economic Review, Vol. 93, No. 4, Septiembre.
- MASSON, SAVASTANO Y SHARMA (1998), ‘The scope for inflation targeting in developing economies’, IMF Working Paper No 130. En: PAGNOTTA, Emiliano (2002). “Elementos de Análisis para la Adopción de Metas Inflacionarias como Estrategia Monetaria”. Universidad de Buenos Aires y FLACSO. Buenos Aires.
- MC NEES S. (1987), “Prospective Nominal GDP *targeting*: an Alternative Framework for Monetary Policy”, New England Economic Review. En: PAGNOTTA, Emiliano (2002). “Elementos de Análisis para la Adopción de Metas Inflacionarias como Estrategia Monetaria”. Universidad de Buenos Aires y FLACSO. Buenos Aires.

- METAS DE INFLACIÓN VS. CRECIMIENTO. Infobae Diario, Capital Federal, 20 de Septiembre, 2004. (Economía).
- MISHKIN F. y SAVASTANO M. (2000), “Monetary Strategies for Latin America”, NBER Working Paper 7617. En: MORON, Eduardo y WINKELRIED, Diego (2002). “Reglas de política monetaria para economías financieramente vulnerables”. Banco Central de Reserva del Perú, Revista de Estudios Económicos, N° 8, Junio.
- MISHKIN, Frederic (2003). “Comments of Fraga, Goldfajn and Minella, “*Inflation Targeting in Emerging Market Economies*”. Graduate School of Business, Columbia University.
- MISHKIN, Frederic (2004). “Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries?”. National Bureau of Economic Research. Working Paper 10646.
- MISHKIN, Frederic y JONAS, Jiri, (2003) “Inflation Targeting in Transition Countries: Experience and Prospects”. National Bureau of Economic Research. Working Paper 9667.
- MISHKIN, Frederic y SCHMIDT-HEBBEL Klaus, (2001). “One decade of inflation targeting in the world: What do we know and what do we need to know?”. National Bureau of Economic Research. Working Paper 8397.
- MORENO, Liliana. “Argentina, uno de los países con más baja confianza interpersonal”. Clarín, Capital Federal, 9 de Mayo, 2005. (Sociedad).
- MORON, Eduardo y WINKELRIED, Diego (2002). “Reglas de política monetaria para economías financieramente vulnerables”. Banco Central de Reserva del Perú, Revista de Estudios Económicos, N° 8, Junio.
- PAGNOTTA, Emiliano (2002). “Elementos de Análisis para la Adopción de Metas Inflacionarias como Estrategia Monetaria”. Universidad de Buenos Aires y FLACSO. Buenos Aires.
- PAPP, Paula I. (2002). “Control de la Inflación en Argentina”. Junio. En <<http://www.econlink.com.ar/economia/inflacion/inflacion.shtml>>. [Consulta: 20/10/2004].
- PIGNALELLI, Aldo (2002). Discurso del Presidente del Banco Central de la República Argentina, en el XVII Congreso Internacional de la Federación Iberoamericana de Asociaciones Financieras (FIBAFIN). Buenos Aires, 7 de noviembre.
- PIGNANELLI RESPALDO LA DESIGNACIÓN DE REDRADO. Infobae Diario, Capital Federal, 18 de Septiembre, 2004. (Economía).
- POOLE, W. (1970), “Optimal Choice of Monetary Policy Instrument in a Simple Stochastic Macro Model,” *Quarterly Journal of Economics*, Mayo, 197-216. En: TAYLOR, John B. (2000). “Uso de Reglas de Política Monetaria en Economías de Mercado Emergente”. Versión revisada del documento presentado en la conferencia por el 75 aniversario del Banco de México, “Estabilización y Política Monetaria: La Experiencia Internacional”, Noviembre.
- PRAT GAY CRITICO LA NEGOCIACION DE LA DEUDA Y LO ECHARON. La Capital, Rosario, 18 de Septiembre, 2004. (Economía).
- PRAT-GAY, Alfonso (2003). “Política Monetaria y Metas de Inflación”. Conferencia pronunciada en la Universidad Católica Argentina el 19 de Marzo. En página web BCRA: <[www.bcr.gov.ar](http://www.bcr.gov.ar)>, eventos y discursos/Banco Central/gestiones anteriores.
- PRAT-GAY, Alfonso (2003). Discurso del Presidente del BCRA, ante las comisiones de Economía y Hacienda del Senado. Buenos Aires, 18 de

Diciembre. En página web BCRA: <[www.bcra.gov.ar](http://www.bcra.gov.ar)>, eventos y discursos/Banco Central/gestiones anteriores.

- PRAT-GAY, Alfonso (2004). Discurso del Presidente del BCRA, como apertura del acto de presentación del Régimen Informativo de Transparencia en el Banco Central de la República Argentina. Buenos Aires, 9 de Septiembre. En página web BCRA: <[www.bcra.gov.ar](http://www.bcra.gov.ar)>, eventos y discursos/Banco Central/gestiones anteriores.
- RECOMIENDAN DISCIPLINA FISCAL CONTRA LA INFLACIÓN. La Nación, Capital Federal, 11 de Marzo, 2005. (Economía).
- REDRADO, Martín (2005). “Política Monetaria en Latinoamérica: el caso argentino”. Discurso del Presidente del BCRA, en el marco de las Jornadas Monetarias y Bancarias “Política Monetaria y Crecimiento Económico”, Buenos Aires, Mayo.
- RESERVE BANK OF NEW ZEALAND. <[www.rbnz.govt.nz](http://www.rbnz.govt.nz)>.
- ROUILLET, María Josefina (2004). Comentarios al trabajo “Inflation Targeting in Emerging Market Countries. Too Much Exchange Rate Intervention?: A Test” de Alberto Ades (Goldman, Sachs & Co); Marcos Buscaglia (IAE-UA) y Rumi Masih (Goldman, Sachs & Co).
- SAINZ, Alfredo. “Preocupan los efectos de la inflación en la economía”. La Nación, Capital Federal, 7 de Julio, 2005. (Economía).
- SCHMIDT-HEBBEL, Klaus (2005). Comentario al libro: “The Inflation-Targeting Debate”. Banco Central de Chile, Revista Economía Chilena, Volumen 8 – N° 1, Abril.
- SOLDANO DEHEZA, Juan Carlos (2002). “Argentina y el Inflation Targeting. ¿Es posible su implementación? - Algunas consideraciones provenientes de la experiencia Brasileña.” Universidad del Congreso, Departamento de Investigaciones Económicas. Febrero.
- STERNE G. (2000), “Inflation Targets in a Global Context” Centre for Central Banking Studies, Bank of England. En: PAGNOTTA, Emiliano (2002). “Elementos de Análisis para la Adopción de Metas Inflacionarias como Estrategia Monetaria”. Universidad de Buenos Aires y FLACSO. Buenos Aires.
- STIGLITZ, Joseph E. “No dejemos la economía en manos de los tecnócratas” Diario Clarín, 18 de Mayo de 2004.
- SVENSSON E. O. (2000), “How Should Monetary Policy be Conducted in an Era of Price Stability?”. NBER Working Paper 7516. En: PAGNOTTA, Emiliano (2002). “Elementos de Análisis para la Adopción de Metas Inflacionarias como Estrategia Monetaria”. Universidad de Buenos Aires y FLACSO. Buenos Aires.
- SVENSSON E.O. (2001), Inflation Targeting: Should It Be Modeled as an Instrument Rule or a Targeting Rule? Princeton University. En: PAGNOTTA, Emiliano (2002). “Elementos de Análisis para la Adopción de Metas Inflacionarias como Estrategia Monetaria”. Universidad de Buenos Aires y FLACSO. Buenos Aires.
- SVENSSON E.O. y WOODFORD M. (1999), “Implementing Optimal Policy through Inflation Forecast *Targeting*,” University of Princeton Working Paper. En: PAGNOTTA, Emiliano (2002). “Elementos de Análisis para la Adopción de Metas Inflacionarias como Estrategia Monetaria”. Universidad de Buenos Aires y FLACSO. Buenos Aires.

- SVENSSON E.O., “Optimal Inflation Targets, Conservative Central Banks, and Linear *Inflation Contracts*”, *American Economic Review* 87. En: PAGNOTTA, Emiliano (2002). “Elementos de Análisis para la Adopción de Metas Inflacionarias como Estrategia Monetaria”. Universidad de Buenos Aires y FLACSO. Buenos Aires.
- TAYLOR, J. B. (1979), “Estimation and Control of a Macroeconomic Model with Rational Expectations,” *Econometrica*, Vol. 47. En: TAYLOR, John B. (2000). “Uso de Reglas de Política Monetaria en Economías de Mercado Emergente”. Versión revisada del documento presentado en la conferencia por el 75 aniversario del Banco de México, “Estabilización y Política Monetaria: La Experiencia Internacional”, Noviembre.
- TAYLOR, John B. (2000). “Uso de Reglas de Política Monetaria en Economías de Mercado Emergente”. Versión revisada del documento presentado en la conferencia por el 75 aniversario del Banco de México, “Estabilización y Política Monetaria: La Experiencia Internacional”, Noviembre.
- TERRAGNO PROPONE CREAR UN BANCO CENTRAL “INDEPENDIENTE”. Infobae Diario, Capital Federal, 18 de Septiembre, 2004. (Economía).
- VEGA, Marco (2003). “Reportando la Distribución de la Proyección de Inflación”. Banco Central de Reserva del Perú, Revista de Estudios Económicos, N° 10, Noviembre.
- WALSH Carl (1995), “Optimal Contracts for Central Bankers” *American Economic Review* 76. En: PAGNOTTA, Emiliano (2002). “Elementos de Análisis para la Adopción de Metas Inflacionarias como Estrategia Monetaria”. Universidad de Buenos Aires y FLACSO. Buenos Aires.
- WINTER, Magdalena. “Analistas culpan al gobierno argentino por alza de inflación”. Infobae Diario, Capital Federal, 1 de Agosto, 2005. (Economía).
- WOODFORD, Michael (2005). “Central Bank communication and Policy Effectiveness”. Trabajo presentado en el marco de la conferencia: “The Greenspan Era: Lessons for the future”. Jackson Hole, Estados Unidos, Agosto.