

EL RÉGIMEN DE METAS DE INFLACIÓN EN ARGENTINA 2017-2019: UNA MIRADA HACIA SU PRIMER AÑO DE VIDA

The Inflation Targeting Regime in Argentina 2017-2019:

A look at its first year of life

por **Claudio Coronel**

RESUMEN

Claudio Fabián Coronel es Contador Público por la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional de Entre Ríos y Maestrando en Desarrollo Socioeconómico por la misma Institución. Integrante de los PID's «Expansión del modelo de agronegocios en el Mercosur en los últimos 20 años: reprimarización, impactos y políticas públicas» y «Estructura de financiamiento de las PyMEs de Entre Ríos y acceso al Mercado de Capitales». Docente Adscripto de Macroeconomía II en la Facultad de Ciencias Económicas (UNER).

El objetivo del presente trabajo es, mediante la utilización de herramientas de análisis de políticas públicas y sobre la base teórica de un modelo racional de desinflación monetarista, determinar si el Programa de Metas de Inflación del Banco Central Argentino está siendo efectivo o si existen desvíos que estén impidiendo el cumplimiento de sus objetivos. Los resultados obtenidos sugieren que el mecanismo de transmisión no ha impactado sustancialmente en las expectativas de los agentes económicos debido, fundamentalmente, a problemas de credibilidad y a un inadecuado manejo de las metas; por lo que no solo dichas metas no podrán ser cumplidas, sino que además la tendencia hacia la baja observada en la inflación en el primer año comienza a revertirse.

Palabras clave: inflación - metas - credibilidad - Argentina.

ABSTRACT

The purpose of this paper is, by using public policy analysis tools and, on the theoretical basis of a rational model of monetarist disinflation, to determine if the Inflation Targets Program of the Argentine Central Bank is being effective or if there are deviations that are preventing the fulfillment of their objectives. The results obtained suggest that the transmission mechanism has not substantially impacted the expectations of economic agents due, fundamentally, to problems of credibility and inadequate management of the targets, so that not only that these cannot be met, but that the downward trend observed in inflation in the first year, begins to reverse.

Keywords: inflation - targets - credibility
- Argentina

Recibido: 19 de marzo 2018

Aceptado: 1 de mayo 2018

INTRODUCCIÓN

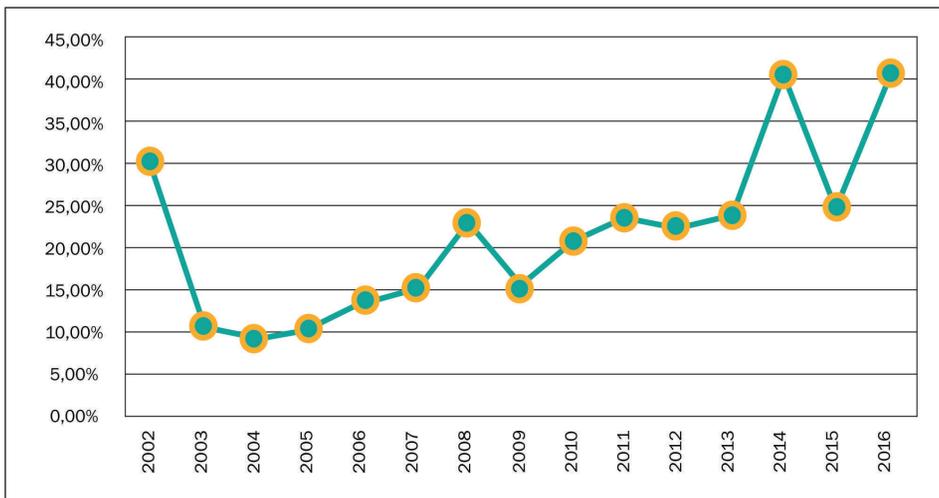
La Argentina presenta una larga y profunda historia en materia de inflación que, hasta nuestros días, parece no poder ser superada; por lo que este fenómeno forma parte de la cotidianeidad económica del país. Sin embargo, esto no significa, en absoluto, que no presente un problema grave que deba resolverse con urgencia.

Durante la postconvertibilidad y ya superada la crisis del 2001, la inflación comienza a resurgir¹ y a dar señales de no ser un mal enterrado en el pasado, afirmándose con fuerza en los últimos años del kirchnerismo, tal y como puede verse en el Gráfico I.

Mauricio Macri, al asumir como presidente a fin del 2015, ubica a la lucha contra la inflación como uno de los principales ejes dentro de sus propuestas económicas; por ello, cuando Alejandro Vanoli deja el cargo de presidente del Banco Central, Macri propone a Federico Sturzenegger para ocupar la vacancia. Esta decisión, de acuerdo al perfil del economista, configuró una definición del enfoque que se le estaba dando a la política económica en términos de inflación: un fenómeno monetario y de expectativas.

En línea con las perspectivas señaladas en el párrafo anterior, el 26 de septiembre de 2016 se lanza oficialmente el Régimen de Metas de Inflación, dándose inicio a las políticas en forma concreta a partir de febrero de 2017.

GRÁFICO I. VARIACIÓN PORCENTUAL DEL DEFLACTOR DEL PRODUCTO BRUTO INTERNO



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A DATOS DEL FMI (2017)

¹ Cabe recordarle al lector que durante la Convertibilidad y buena parte el Gobierno de Néstor Kirchner, la inflación no fue un tema que formara parte de los problemas.

Los economistas clásicos inician la discusión afirmando que el problema de las alzas generalizadas de precios radicaba en la abundancia de moneda (Cuadrado Roura, 2006), puesto que, según la Teoría Cuantitativa del Dinero, los aumentos

en la cantidad de dinero no afectan a la producción ni al empleo, sino solo a los precios. En esta línea, como señala Cuadrado Roura (2006): «[...] la política económica queda limitada, en cuanto a la consecución de la estabilidad de precios, al control monetario de la cantidad de dinero en circulación compatible con el crecimiento de la producción» (p. 176).

Los canales de transmisión pueden ser variados, como ser por reducción de la tasa de interés real (precio del dinero) e incremento de la Demanda Agregada sin contrapartida en la Oferta Agregada, cambio de Activo locales por internacionales con incremento del Tipo de Cambio nominal, entre otros. Amén de esto, la raíz del problema, para esta corriente, no deja de ser la cantidad de dinero en circulación.

Finalmente, siguiendo a Fernández Díaz, Parejo Gámir y Rodríguez Sáiz (2006), un programa basado en metas de inflación consiste habitualmente en el establecimiento de un intervalo inflacionario (o bandas) considerado tolerable, dentro del cual la autoridad monetaria se compromete a mantener a la inflación, mediante el manejo discrecional de la política monetaria. Para ello puede recurrir al control del crecimiento de la cantidad de dinero, la fijación de tasas de interés de referencia, el control de los redescuentos, etcétera.

En cuanto a las experiencias referidas a regímenes de metas de inflación, se pueden mencionar algunos trabajos como el de Angeriz y Arestis (2009) donde se evalúa la evidencia empírica al respecto, concluyendo que un Banco Central no necesita seguir una estrategia de metas de inflación para alcanzar y mantener baja la tasa de crecimiento de los precios. Por su parte, para el caso de Brasil, para

el período 1999-2008, a Ferrari Filho y Fabris (2009), quienes concluyen que este tipo de estrategias antiinflacionarias no funcionan en forma efectiva en países donde los shocks de oferta predominan sobre los shocks de demanda, a su vez, lo propio sugiere Mántey de Anguiano para la experiencia mexicana.

Teniendo en cuenta el contexto hasta aquí descripto, el presente trabajo pretende analizar el Programa de Metas de Inflación en Argentina 2017-2019 como una política pública concreta y establecida con el fin de reducir la inflación, para lo cual, en la primera parte se analiza específicamente la política en cuestión mediante la idea de ciclo de la política pública, en la segunda se estudian los principales actores involucrados y su entramado relacional, en la tercera se abordan las principales reglas de juego que de allí de desprenden, para concluir en la última parte con una descripción de los principales resultados que se persiguen, así como los alcanzados hasta este momento.

EL CICLO DE LA POLÍTICA PÚBLICA

El análisis basado en el ciclo de la política pública consiste en el abordaje de las mismas como un proceso estructurado en distintas etapas o fases interrelacionadas (Jaime, Dufour, Alessandro y Amaya, 2013), a partir de un esquema procedimental que se propone, examina, realiza e intenta concluir acerca una política determinada (deLeon, 1997). Siguiendo metodológicamente a Jaime, Dufour, Alessandro y Amaya (2013), las etapas serían: **1)** definición del problema; **2)** estructuración del problema; **3)** formulación de alternativas; **4)** toma de decisiones; **5)** implementación; y **6)** evaluación.

A partir de este esquema, es que se intentará describir la lógica el Régimen de Metas de Inflación en Argentina 2017-2019 como una política pública concreta.

DEFINICIÓN DEL PROBLEMA

En la introducción se hizo referencia acerca del estado de situación de la inflación previo a la decisión, por parte del Banco Central de la República Argentina, de adoptar el Régimen de Metas de Inflación. En este punto, se podría suponer que el nuevo gobierno decidió encarar acciones concretas para combatir el fuerte proceso inflacionario que ya se evidenciaba.

Para comprender las razones que podrían haber llevado al Estado a tomar cartas en el asunto, es necesario tener en cuenta que la inflación no es para nada un fenómeno neutral, menos aun cuando es sostenido en el tiempo y a elevadas tasas.

En la bibliografía, los autores suelen coincidir al momento de definir los problemas que acarrea una inflación descontrolada. En este sentido y considerando solo alguno autores, tales como Cuadrado Roura (2006), Larraín y Sachs (2002), Mankiw (2012), Samuelson y Nordhaus (2010), entre otros, se podría mencionar que la inflación persistente genera distorsiones en los precios relativos y en los impuestos, una mala asignación de los recursos en la economía, promueve la desconfianza de los agentes económicos, distribuye regresivamente la riqueza, lleva a que los agentes económicos quieran desprenderse rápidamente del dinero por su pérdida de valor real, aumenta los costos (directos e indirectos) por actualizaciones de precios, profundiza la pérdida de competitividad de un país e impacta negativamente en las reservas

internacionales y en la Balanza Comercial.

Lo anterior suele llevar a una economía a un contexto de inestabilidad macroeconómica con desempleo, pobreza, crisis externa, etcétera, que afecta tanto al Estado, como a las Empresas y a los que viven de un ingreso de tipo salarial²; por lo que, razonablemente, no es de esperar que esta situación acabe por terminar bien. Aquí es entendible que, al menos, el Estado haya iniciado acciones para combatir a la inflación, como ya se dijo, asumiéndola como un problema monetario.

ESTRUCTURACIÓN DE LA AGENDA

Retomando el Gráfico I de la Introducción, puede observarse que desde 2004 la inflación fue incrementándose sostenidamente, tomando valores superiores al 20% a partir de 2013, por lo que ya era a las claras un problema que tomaba relevancia. Esta situación ya mereció atención por parte del gobierno kirchnerista que, si bien era reacio a reconocerlo como un problema, inició acciones tendientes a reducir la presión de los precios mediante el sostenimiento del tipo de cambio nominal (ancla cambiaria) y controles de precios (Programa Precios Cuidados); sin embargo, estas no parecieron ser suficientes por sí solas.

Ya en campaña electoral y cuando asume como presidente de la Nación, Mauricio Macri incorpora la problemática de la inflación como un tema primordial dentro de su agenda, a diferencia del gobierno anterior que, al menos a *prima facie*, no

² Aunque sea una obviedad, se aclara al lector que el listado no es taxativo, puesto que la inflación afecta a la población en general y sobre todo a aquellos que no poseen siquiera un ingreso.

parecía tenerla en su lista de prioridades.

Como una primera aproximación, en el esquema de análisis de la inflación aparecen al menos tres actores o agentes económicos claramente identificables: El Estado, las empresas y los trabajadores. Esto es así porque desde una mirada más clásica, el Estado (o Banco Central, según el enfoque) es el principal responsable de garantizar la estabilidad de precios; las empresas son, en general, quienes fijan los precios en una economía; y los trabajadores, quienes reclaman mayores aumentos salariales cuando observan pérdidas de poder adquisitivo. Vía aumento de costos, las Empresas terminan por trasladar este reclamo a los precios, observándose aquí un claro esquema de transmisión de la inflación.

FORMULACIÓN DE ALTERNATIVAS

En general, se le atribuye al Banco Central la responsabilidad de mantener la estabilidad en los precios. Aquí la figura de Federico Sturzenegger guarda particular relevancia al momento de comprender el modo en el que el Gobierno interpreta el fenómeno inflacionario y, con ello, identificar de qué herramientas se valdrá para combatirlo. En efecto, lo anterior sugiere que el problema es interpretado como un fenómeno monetario, por lo que la alternativa de acción será la estabilización por medio de la política monetaria.

La teoría indica que, en general, para el control monetario puede optarse por la utilización de operaciones en el mercado abierto, la regulación de los redescuentos o el establecimiento de reservas bancarias, entre otras técnicas de regulación de la liquidez.

TOMA DE DECISIONES

El 26 de septiembre de 2016 fue anunciado el Régimen de Metas de Inflación 2017-2019, el cual establecía la fijación para 2017 de un rango de inflación tolerable entre un 12% y 17%, 8% y 12% en 2018 y 3,5% y 6,5% en 2019, para lo cual se utilizaría la tasa de interés de corto plazo como mecanismo de transmisión de la política monetaria.

Desde una mirada monetarista u ortodoxa, el afirmar que la inflación es un fenómeno meramente monetario, deja por sentado que el control de la oferta monetaria es la mejor y la única alternativa técnicamente viable para poder combatirla de forma efectiva. Desde esta perspectiva, se entiende justificada la elección del plan.

Desde el punto de vista político, si bien la caída en la demanda agregada que pueda producirse por la contracción monetaria y el aumento en la tasa de interés representan un problema no menor, el cumplimiento de las metas y la credibilidad del Gobierno –entendiendo que una baja en la inflación debería reactivar la economía– deberían más que compensar los efectos negativos, al menos, desde un punto de vista racional, según el cual los agentes responden de acuerdo a los parámetros de un modelo económico clásico.

IMPLEMENTACIÓN

Como ya se dijo, el Banco Central es el responsable de implementar las medidas, por lo que, si este observa que la inflación está por encima del umbral, subirá la tasa de interés (de referencia o de política monetaria) mediante la colocación de títulos³ para contraer la demanda agregada

³ En la práctica lo hace a través de la emisión y colo-

y, en el caso opuesto, reduce la referida tasa. Estas acciones deberían afectar la liquidez, las inversiones y las decisiones de consumo en el sentido opuesto al de la tasa de interés. En este esquema lógico, es fundamental la credibilidad de los agentes económico hacia las políticas del Banco Central, puesto que, de no ser así, por ejemplo, y como se profundizará más adelante, si los trabajadores no creen en que se logrará reducir la inflación, continuarán reclamando aumentos salariales de acuerdo a la inflación pasada y no a la prevista por la autoridad monetaria, por lo que el aumento de costos para las empresas se traducirá en aumentos de precios no deseados.

EVALUACIÓN

Desde un punto de vista racional, se deberían considerar cumplidos los objetivos si la inflación se ubicara dentro de los valores previstos para los tres años del Régimen. Ahora bien, de no ser así, habría que evaluar si los resultados alcanzados son de todos modos positivos, en el sentido de si, al menos, se evidencia una tendencia a la desaceleración de la inflación; sin embargo, el no cumplimiento de las metas fijadas podría afectar la credibilidad del Banco Central y, por lo tanto, reanimar expectativas hacia el alza de precios que renueven el problema. Téngase en cuenta que, como se explicará más adelante, las expectativas juegan un papel fundamental en la efectividad de las políticas monetarias que buscan reducir la inflación.

cación de Letras del Banco Central (LEBAC), con sus respectivos pases activos y pasivos a 7 días. Las LEBAC en pesos a 35 días de plazo son utilizadas como instrumento de regulación de la liquidez.

LOS ACTORES Y SU ENTRAMADO RELACIONAL

Para el análisis de los actores y su entramado relacional existen en la literatura diversos modelos, tales como el de Coaliciones Promotoras, Triángulos de Hierro, Redes de Políticas, entre otros. En este trabajo se ha optado, sin embargo, por adoptar el último modelo, el cual, siguiendo a Jaime, Dufour, Alessandro y Amaya (2013), entiende que las políticas públicas son el resultado de la interacción entre actores gubernamentales, estatales, sociales, políticos y económicos. En dicha interacción desaparece la jerarquía dominante del Estado en el proceso de elaboración y ejecución de dichas políticas, por lo que los actores no estatales pueden resistirse a las consecuentes directivas del Gobierno. Aquí las redes son tomadas como variables dependientes, mientras que su estructura es la variable independiente (Jaime, Dufour, Alessandro y Amaya, 2013).

DEFINICIÓN DE LOS ACTORES

En economía suelen definirse tres grandes grupos de actores: los trabajadores, las empresas y el Estado⁴; es por ello que se los considerará como los integrantes de la red que se pretende analizar.

Como se dijo anteriormente, el Banco Central es quien tiene bajo su responsabilidad el control de la inflación, por lo que, suponiendo todo lo demás constante, este será el actor que representará al Estado en el análisis. En el caso de los trabajadores y las empresas, en la práctica, son sus organizaciones

⁴ Fácilmente el lector se dará cuenta que no son otra cosa que los Agentes de la Producción (o económicos).

quienes los representan, por lo que serán considerados como sinónimos de sindicatos y cámaras empresariales, respectivamente.

Siguiendo la tipología de Adam y Kriesi (2007) mencionada en Jaime, Dufour, Alessandro y Amaya (2013), podría pensarse que el comportamiento de los actores mencionados está explicado por dos dimensiones bien definidas. En la primera, la dimensión del poder, se supone que el mando está compartido entre los tres, ya que, como fue introducido anteriormente, para que la política antiinflacionaria adoptada por el Banco Central surta los efectos esperados, es necesario que los agentes económicos creen que los precios tendrán el comportamiento manifestado por la autoridad monetaria, lo que implicaría, en general, que los sindicatos demanden incrementos salariales menores a los de años anteriores o, al menos, en consonancia con la inflación «esperada». De este modo, las empresas, con la seguridad de que el costo salarial no aumentará más de lo esperado, así como el de los insumos (atados a la inflación de la economía), no aumentarán sus precios más de lo «esperado». Como puede verse en este simple análisis, hay un juego de credibilidad y expectativas que impactan en el efecto de las políticas antiinflacionarias que no debe obviarse⁵.

La segunda dimensión refiere a los patrones de interacción. En este caso, y por lo visto hasta aquí, se supone que las interacciones dentro de la red se ven fuertemente influidas por patrones de intercambio basados en la negociación.

La combinación de estas dos dimensiones,

⁵ Resulta obvio que la idea de cambio es compartida por todos los agentes, puesto que la inflación se supone siempre perjudicial y un mal que debe ser atacado. El problema se encuentra en la herramienta.

permite inferir, de acuerdo a los autores citados anteriormente, que existe un potencial alto-moderado de que se produzca un cambio gradual con la aplicación de la política pública, siempre y cuando, las señales enviadas por el Banco Central sean las adecuadas.

ENTRAMADO RELACIONAL

Siguiendo a Jordana (1995) el análisis del entramado relacional trata de analizar cómo se generan las directrices que se dirigen por el interior de la red y que terminan generando resultados específicos y referidos a acciones concretas de los Actores.

Como ya fuere mencionado, el Banco Central ha definido al problema de la inflación como un fenómeno monetario y es por ello que ha adoptado el Régimen de Metas de Inflación bajo análisis.

Si bien explicar los supuestos teóricos que hay detrás de los modelos económicos sobre los que descansa la política económica excede los objetivos de este trabajo, resulta importante señalar algunas cuestiones. En primer lugar, el rol de las expectativas en el desempeño de la política antiinflacionaria elegida resulta fundamental para comprender el comportamiento esperado de los agentes económicos por parte del Banco Central⁶. En efecto, Cuadrado Roura (2006) sugiere que la falta de credibilidad sobre la política antiinflacionaria permite que se mantengan expectativas crecientes en torno al nivel de precios, por lo que estas terminan impactando en la negociación

⁶ Téngase en cuenta que los economistas ortodoxos sostienen que los agentes se rigen por las denominadas «expectativas racionales», por lo que el comportamiento desarrollado en el presente trabajo, sigue dicha línea.

de los contratos, llevando a la economía por ese sendero. En la misma línea, Fernández Díaz, Parejo Gámir y Rodríguez Sáiz (2006), mencionan la importancia de la credibilidad de tanto de la política como del objetivo de inflación, puesto que actúan como ancla para las expectativas. En este sentido, consiguiendo la suficiente credibilidad, bajo un esquema de expectativas racionales, los agentes económicos tomarán sus decisiones basados en lo que se espera para el futuro (política antiinflacionaria) y no lo sucedido en el pasado (alta inflación), logrando así que la tendencia inflacionaria sea hacia la baja. Para lograr este impacto sobre los agentes, el Banco Central adopta medidas de desaceleración de la emisión monetaria, suba de la tasa de interés, regulación de la liquidez, etcétera.

Bajo este esquema lógico se analizará el entramado relacional:

- Banco Central:

Para el cumplimiento de sus objetivos, el Banco Central procede a aumentar la tasa de interés⁷. Esto impacta negativamente en el nivel de consumo y de la inversión, por lo que se reduce la actividad económica, es decir, se reduce la demanda de bienes y servicios, lo que genera el primer efecto sobre las negociaciones de salarios. A su vez, como la suba en la tasa de interés implica (en el marco de una política antiinflacionaria explícita) una señal a los agentes de que la inflación será menor, esta medida impacta sobre las expectativas inflacionarias (hacia la baja) y, luego, sobre las negociaciones salariales (segundo impacto). Estos hechos deberían impactar sobre las decisiones de precios de las empresas.

⁷ A partir del 2 de enero de 2017 la tasa de referencia de la política monetaria es el centro del corredor de pases en pesos a siete días de plazo, reemplazando a la tasa de LEBAC en pesos a 35 días de plazo.

Finalmente, la inflación debería tender a desacelerarse. Aquí la comunicación a los otros agentes es indirecta, es decir, vía señales económicas (por medio de la tasa de política monetaria).

- Trabajadores:

Los trabajadores están interesados en evitar que el poder adquisitivo de los salarios disminuya y sostener el nivel de empleo. En un contexto de inestabilidad de precios, si la actividad económica se ve deteriorada por la suba en la tasa de interés, el nivel de empleo necesariamente se verá también afectado, por lo que, en las negociaciones paritarias, el poder de negociación de los sindicatos también se debilitará, lo que dificulta que puedan reclamar fuertes subas nominales en los salarios. Si los trabajadores confían en que la inflación descenderá como lo afirma el Banco Central, en un contexto de expectativas racionales, las demandas salariales deberían regirse por esas afirmaciones.

- Empresas:

Si la actividad económica se ve afectada, las empresas cuentan con un contexto favorable para negociar aumentos salariales menores frente a los sindicatos. Este escenario también impide que las empresas puedan incrementar sus precios, debido a que la demanda se ha reducido y esto solo empeoraría las cosas. A su vez, si la política antiinflacionaria del Banco Central es creíble, las empresas considerarán que la tasa de crecimiento de sus costos se desacelerará y, por ende, lo mismo debería suceder con la tasa de crecimiento de sus precios.

Se evidencia de lo anterior que existe un esquema de negociaciones que,

fundamentalmente, se sucede entre las empresas y los sindicatos, sin embargo, se requiere que las políticas llevadas adelante por parte del Banco Central sean creíbles; de lo contrario, no surtirán el efecto esperado, agravará la situación y reducirá su margen de acción, por la sistemática pérdida de credibilidad que esto ocasiona.

LAS PRINCIPALES REGLAS DE JUEGO

Desde una mirada institucionalista puede asimilarse el concepto de *reglas de juego* al de *institución*, ya que constituyen «[...] las limitaciones ideadas por el hombre que dan forma a la interacción humana» (North; 1990, p. 3). En este sentido y siguiendo a Jaime, Dufour, Alessandro y Amaya (2013), estas reglas pueden ser entendidas como el conjunto de normas abstractas (en sentido amplio) que organizan los intercambios entre los distintos actores, con sus diversos recursos y poderes dentro de la red; las cuales, a su vez, son conocidas por todos y, por lo tanto, determinan el sentido que toman esos intercambios.

El enfoque institucional propone analizar el modo en el que las instituciones afectan a los «[...] incentivos que enfrentan los individuos, sus comportamientos y sus formas de interacción, influyendo así sobre el resultado del proceso de las políticas» (Jaime, Dufour, Alessandro y Amaya; 2013, p. 154). Supone actores racionales que, en el marco de las instituciones imperantes, ven afectado su comportamiento estratégico y sus expectativas por el entorno en el que se encuentran.

Aceptando, como sugiere North (1990), que las instituciones afectan

inegablemente el desempeño de la economía, el enfoque recientemente descripto será el utilizado para analizar las reglas de juego que se desprenden de la política antiinflacionaria que se estudia en el presente trabajo.

LOS ACTORES Y SUS RECURSOS EN EL CAMPO DE ACCIÓN

Como fuere mencionado anteriormente, una política antiinflacionaria basada en metas supone que los actores⁸ forman sus expectativas en forma racional, por lo que la información sobre la que basan sus decisiones es tomada de las señales que da la autoridad monetaria, sin que esto se vea influenciado por los hechos sucedidos en el pasado⁹. En este contexto de interpretación de los actores, el Banco Central informa explícitamente cuál es su meta de inflación al mercado y, luego, actúa en consecuencia; esto es: reducir la tasa de emisión monetaria para adecuarla al crecimiento de la producción y a la demanda de dinero, a la vez que sostener en un nivel elevado la tasa de interés. Si la inflación persistiese, lo más probable es que aumente aún más la tasa de interés y/o contraiga la base monetaria, de modo tal de señalarle al mercado que no ha cedido en su objetivo y accionar sobre el nivel de actividad. Aquí la credibilidad de su política es fundamental.

Lo anterior, en el contexto de racionalidad descripto, debería impactar en la formación de las expectativas de los trabajadores y de las empresas, por lo que si suponen que la inflación que anuncia la autoridad monetaria será la

⁸ Esto es, en este análisis, las empresas y los trabajadores.

⁹ A diferencia de lo que ocurre con los modelos basados en expectativas adaptativas

que efectivamente suceda, sus acciones tenderán a ello, es decir: los salarios serán negociados de acuerdo a la inflación futura anunciada y las empresas fijarán sus precios (para mantener su margen de ganancia) con la misma visión.

De aquí podrían suponerse dos escenarios¹⁰ (con empresas y trabajadores formando igual sus expectativas), con sus respectivos costos y beneficios.

En el primer escenario, si las expectativas se compatibilizan con lo anunciado por el Banco Central, es decir, credibilidad absoluta, los tres actores alcanzan sus objetivos: las empresas mantienen sus márgenes de ganancias; los trabajadores, el poder de compra de sus salarios; y el Banco Central reduce la inflación y afirma su credibilidad.

En el segundo, si las expectativas son mayores por falta de credibilidad hacia la política del Banco Central, este no cumple con sus objetivos, mientras que los trabajadores y las empresas podrían mantener su poder adquisitivo y sus márgenes de ganancia, respectivamente¹¹.

El último escenario invita a pensar que no existen efectos negativos nunca para empresas y trabajadores, sin embargo, no deben olvidarse los efectos negativos que trae sobre la economía la inflación, los cuales, ya fueron desarrollados al principio de este trabajo, por lo que estos deben ser considerado costos para todos los actores.

SITUACIONES DE ACCIÓN Y EL LÍMITE A LA POLÍTICA ANTIINFLACIONARIA

¹⁰ Existen más escenarios posibles, pero se los ha limitado a los fines del presente trabajo.

¹¹ Como bajo expectativas racionales los actores poseen toda la información disponible y no se equivocan sistemáticamente en sus expectativas, probablemente estas sean iguales a la inflación efectiva.

Se desprende de lo anterior, como lo sigue la bibliografía, que existe un requisito fundamental para que este tipo de políticas surtan el efecto esperado: la credibilidad de los actores hacia la autoridad monetaria.

Puede suceder, por ejemplo, que la meta fijada por el Banco Central sea demasiado ambiciosa y que los actores así lo interpreten. En este contexto, cabe esperar que los trabajadores creen que la inflación será mayor a la anunciada, por lo que trasladarán esas expectativas a sus negociaciones salariales e, incluso, a sus patrones de consumo. Las empresas por su parte, recibirán mayores demandas salariales, a la vez que sus expectativas de inflación también serán al alza. Evidentemente, la acción de los actores conducirá la inflación por el camino de sus expectativas y no por las del Banco Central.

Se desprende, por tanto, que, si bien existe un entorno de negociación, debe darse una compatibilización de expectativas para que la política antiinflacionaria surta el efecto esperado, obviamente, en ausencia de un shock externo.

La lógica de la negociación descansa sobre la idea de que el Banco Central busca reducir la inflación, fundamentalmente, sobre la vía de las expectativas. Ahora bien, aunque las empresas y los trabajadores tampoco desean la inflación, sus acciones van en otra dirección. En efecto, los primeros desean, al menos, mantener sus márgenes de ganancia, por lo que todo aumento (aún los esperados) de sus costos (salariales o de insumos) serán trasladados a precios. Por el lado de los trabajadores, estos están interesados en el mantenimiento del poder adquisitivo de los salarios, por lo que en sus demandas

incluirán toda expectativa de inflación que atente contra dicho objetivo.

PRINCIPALES RESULTADOS DE LA POLÍTICA DE METAS DE INFLACIÓN A LA FECHA

Como ya fue explicitado en las primeras páginas de este trabajo, la política antiinflacionaria definida por el Banco Central abarca los años 2017, 2018 y 2019, por lo que en esta etapa inicial resulta conveniente hacer una *evaluación externa del proceso*, lo cual implica, siguiendo la idea de Cohen y Franco (1988), analizar la implementación de la política, para obtener información que permita su revisión, para determinar posibles correcciones a realizar con el fin de aumentar sus probabilidades de éxito o, en su caso, explicar la razón de los desvíos que se evidencien.

Para efectuar la evaluación, se recurre a un método *explicativo*, de modo tal de destacar, mediante análisis cualitativos y cuantitativos (Niremberg, Brawerman, y Ruiz; 2005), los factores que favorecen o entorpecen a la política y que aparecen en las distintas alternativas de implementación (Cohen y Franco, 1988).

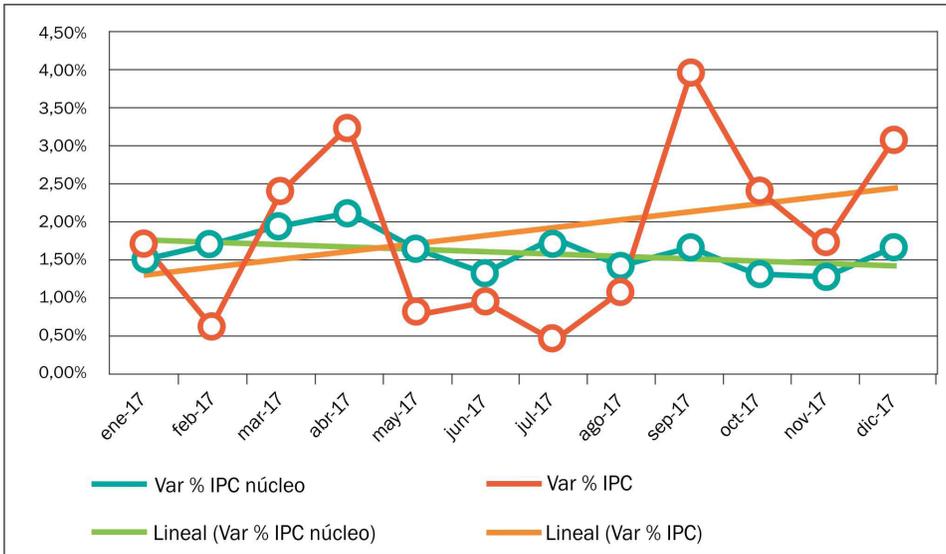
EL DESEMPEÑO DE LA POLÍTICA ANTIINFLACIONARIA: ENTRE METAS Y REALIDAD

Al cierre del mes de diciembre de 2017 puede hacerse un análisis completo de cómo terminó el año en materia de inflación, lo que, en definitiva, dirá si la política llevada adelante por el Banco Central está dando los frutos que el modelo aplicado promete.

Para hacer un seguimiento riguroso del comportamiento de los precios, el Banco Central utiliza como referencia el Índice de Precios al Consumidor (IPC) Núcleo: un índice de IPC basado en una canasta de bienes que excluye aquellos bienes con fuerte incidencia impositiva, así como los estacionales (INDEC, 2017), lo que le permite observar la tendencia de la inflación con mayor claridad.

El Gráfico II muestra la diferencia entre la medición del IPC General con el IPC Núcleo, a modo de ejemplificar la definición anterior y determinar qué ha sucedido con el comportamiento de la inflación.

GRÁFICO II. TASAS MENSUALES DEL IPC NÚCLEO, IPC GENERAL Y LÍNEAS DE TENDENCIA EN 2017



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A DATOS DE INDEC A FEBRERO DE 2018

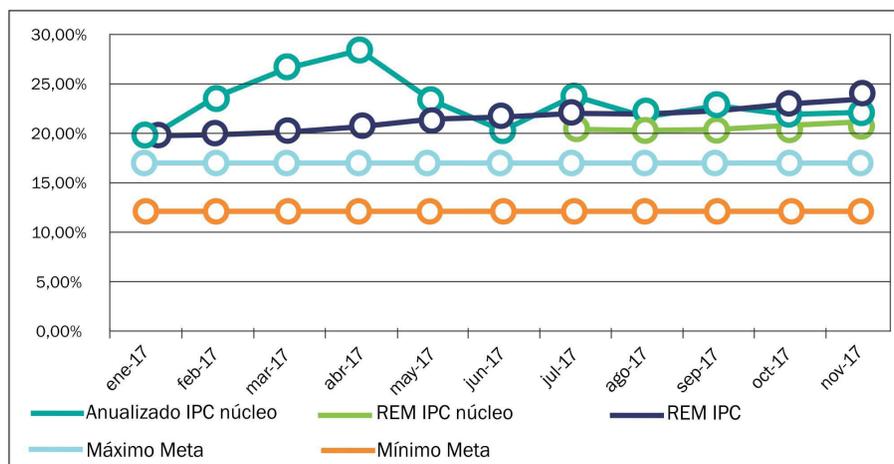
La primera impresión, al observarse el comportamiento del IPC Núcleo durante 2017, permite sugerir la existencia de una desaceleración de la inflación, sin embargo, estos datos aún no permiten determinar si este comportamiento estuvo dentro de lo definido por el Banco Central para 2017, es decir, si su política fue efectiva.

Para cumplir con lo anterior, resulta conveniente analizar los datos mensuales, de modo tal de tener un panorama del comportamiento de la inflación en relación con las metas fijadas y con las expectativas del mercado. Esto último se obtiene a partir del Relevamiento de Expectativas del Mercado (REM) que elabora el Banco Central, el cual permite, mediante una serie de encuestas, conocer cuáles son los principales pronósticos macroeconómicos de corto y mediano plazo. Parte de esos pronósticos se

relacionan con el comportamiento de los precios.

La comparación de los indicadores mencionados anteriormente permite evaluar si las señales enviadas por parte del Banco Central han sido las acertadas o, en el marco del modelo de análisis desarrollado en este trabajo, si la política anunciada cuenta con la credibilidad suficiente como para impactar en la formación de expectativas de los trabajadores y de las empresas de modo tal que sus acciones impulsen la inflación hacia la meta anunciada. En este sentido, si las expectativas acerca del comportamiento de los precios son mayores a las metas y, por lo tanto, la inflación también lo es, esto estaría implicando que se suscitaron desvíos en el camino que ponen en serias dudas el cumplimiento de los objetivos ya señalados.

GRÁFICO III. COMPARATIVA ENTRE EL COMPORTAMIENTO DE LA INFLACIÓN ANUALIZADA, LAS EXPECTATIVAS Y LAS METAS PARA 2017



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A DATOS DE INDEC (2018) Y BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA ARGENTINA (2018).

Durante el año bajo análisis, tanto las expectativas de inflación como el comportamiento efectivo de los precios dieron señales de que la política antiinflacionaria llevada adelante por parte del Banco Central no estaba siendo efectiva, al menos en lo que a las metas se refiere¹². Esta situación derivó en que la inflación efectiva en 2017 ascendiera a 24,8%, lo cual implicó un desvío del 7,8% en relación con el extremo superior de la Meta.

Lo anterior puede encontrar justificativos de diversa índole¹³, sin embargo, el enfoque sobre el cual se sentaron las bases del análisis permite presumir que es razonable pensar que existieron una serie de acciones del Banco Central que lo hacen responsable de los desvíos, esto es, de no orientar adecuadamente las

expectativas de los agentes.

En primer lugar, la tasa de interés no parece ser una referencia que los agentes utilicen para formar sus expectativas, puesto que a pesar de que esta pasó del 24,75% en febrero al 28,75% en noviembre de 2017, según la propia autoridad monetaria, no logró que las expectativas ni la inflación efectiva se alinearan con las metas. En segundo lugar, el Banco Central relajó su política monetaria en julio, permitiendo que la base se expanda, solo entre mayo y junio, un 8% (valor explicado fundamentalmente por creación primaria de dinero), momento en el cual se observa un repunte del IPC anualizado. Además, hasta noviembre, la tasa de creación mensual de base monetaria se expandió en promedio un 1,74%, mientras que la inflación lo hizo al 1,65%, por lo que lejos estuvo de ser contractiva y evitar la convalidación de precios. En diciembre, la expansión fue del 6,11%. Finalmente, estos hechos impactan negativamente sobre la credibilidad de la autoridad monetaria: debilitan aún más sus herramientas de

¹² Se recuerda al lector que no es objeto del análisis determinar si el instrumento o modelo aplicado, es adecuado. Esa es agua de otro cántaro.

¹³ Si bien es cierto que en diciembre el tipo de cambio se devaluó un 7,51%, constituyendo un shock, el impacto sobre los precios presenta cierto rezago y no explica en su totalidad la tendencia observada.

acción y, por lo tanto, hacen que sea cada vez menos probable que la inflación converja hacia las metas fijadas.

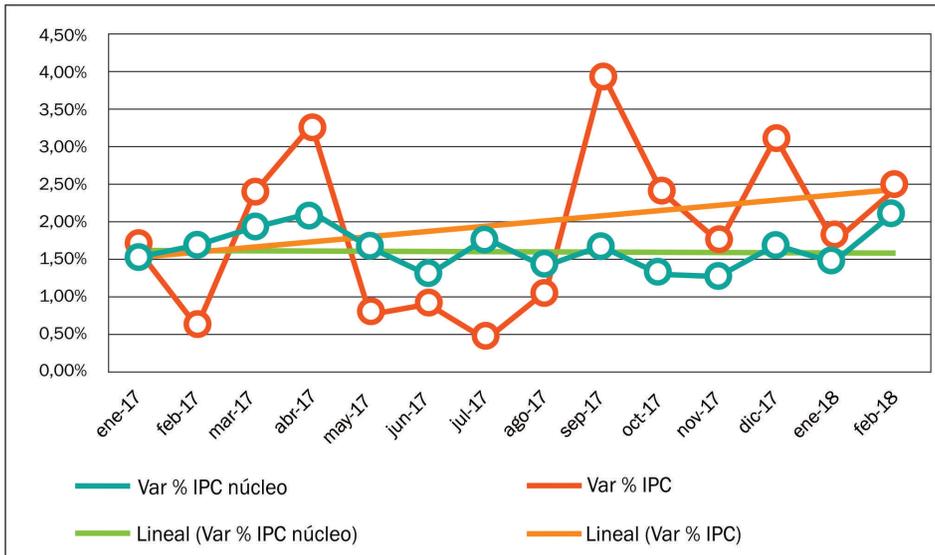
Lo anterior puede observarse con claridad al analizar las expectativas que habían sido fijadas para los años 2018 y 2019, en relación con las metas correspondientes a esos años. En efecto, según datos del REM a diciembre, para el 2018 las expectativas de inflación se encontraban en torno al 17%, mientras que la Meta máxima fijada por la autoridad monetaria ascendía a 12%. Para el 2019, 11,6% y 6,50%, respectivamente.

En vistas de los resultados, días antes de finalizar el año, el Gobierno anunció un reajuste al alza en las Metas, eliminando, además, las franjas. A partir de allí, el nuevo objetivo del Banco Central sería llevar la inflación a un 15% en 2018 y un 10% para 2019, en un claro alineamiento con las expectativas de mercado.

Ahora bien, esta decisión, así como el propio incumplimiento de la meta inicial, en el marco del modelo analizado, debería afectar negativamente a la credibilidad del Banco Central y, por lo tanto, la desconfianza en los agentes llevaría a que los instrumentos de transmisión pierdan aún más su capacidad de acción.

En efecto, la tendencia observada en Inflación Núcleo en 2017 (véase Gráfico II) muestra una desaceleración en la tasa de incremento de los precios no regulados, sin embargo, en los primeros meses de 2018 el comportamiento parece corroborar lo dicho en el párrafo anterior.

GRÁFICO IV. TASAS MENSUALES DEL IPC NÚCLEO, IPC ESTACIONAL Y LÍNEAS DE TENDENCIA EN 2017-2018



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A DATOS DE INDEC A FEBRERO DE 2018.

Mientras que en enero y febrero de 2017, la Inflación Núcleo en cada mes fue del 1,50% y 1,68% respectivamente, en 2018 fue de 1,49% y 2,12%. Estos datos explican el aplanamiento en la línea de tendencia y sugieren que la desaceleración comienza a perder su dinámica, lo que afecta negativamente en el comportamiento de la inflación a nivel general.

Por su parte, las expectativas de inflación a febrero de 2018 se ubicaron en torno al 19,8%, es decir casi 3 puntos porcentuales por encima de diciembre.

CONCLUSIONES

Es evidente que el Banco Central se mantuvo muy lejos de cumplir con su meta inflacionaria durante todo 2017, sin embargo, hasta allí se observaba una clara tendencia hacia la baja en la tasa de crecimiento de los precios. Ante esta situación, el equipo económico decidió aumentar sus metas de inflación para los próximos años, a pesar de que la lógica teórica que está detrás de la política sugería la no conveniencia de dicha medida.

Como era esperable, el comportamiento de las variables analizadas, bajo el modelo descrito en el presente trabajo, permite suponer que, efectivamente, los agentes interpretaron la decisión del Gobierno (y por ende, de la autoridad monetaria) como una señal de debilidad, por lo que la tasa de inflación esperada por estos para 2018 se incrementó a febrero de 2018, prácticamente, en la misma cuantía en la que se aumentó la Meta.

Lo anterior se refleja en la inflación efectiva, la cual muestra una clara reducción en la desaceleración en relación con lo observado en 2017, hecho que

permitiría suponer, si los instrumentos de transmisión de Banco Central continúan perdiendo su efectividad, que podría producirse un cambio de tendencia, es decir, una aceleración.

Por lo dicho hasta aquí, la decisión de modificar las Metas sugiere, en primer lugar, un error en el diagnóstico inicial, lo que desembocó en un exceso de confianza hacia el instrumento de transmisión, el cual, no logró modificar las expectativas inflacionarias del modo esperado; y, en segundo lugar, la posibilidad de que esa acción se transforme en un nuevo obstáculo a los objetivos de desinflación, puesto que profundiza el debilitamiento de la credibilidad del Banco Central.

Finalmente, a pesar de que muchos economistas propusieron el cambio en las Metas, los datos hasta el momento sugieren que no se trató de una medida acertada, ya que significó una señal de debilidad y, por lo tanto, volvió poco creíble la política antiinflacionaria y dio lugar a las consecuencias que prevé el modelo desarrollado. En este sentido, resulta más razonable revisar la efectividad de las señales económicas enviadas a los agentes y actuar en consecuencia, de modo tal de evitar que se produzca un rebote inflacionario y que los resultados del programa sean solo promesas y fracasos.

BIBLIOGRAFÍA

- Adam, S. y H. Kriesi (2007). *The Network Approach*. En P. A. Sabatier (Ed.), *Theories of the Policy Process* (pp. 129-154). Cambridge: Westview Press.
- Angeriz, Á., y Arestis, P. (2009). *Objetivo de inflación: evaluación de la evidencia*. *Investigación Económica*, 68 (Número Especial 2009), 21-46.
- Banco Central de la República Argentina. (2018). *Relevamiento de expectativas de Mercado (REM)*. Recuperado el 16 de Marzo de 2018 de <http://www.bcra.gov.ar>
- Cuadrado Roura, J. R. (2006). *Política Económica: Objetivos e Instrumentos* (3.ª ed.). Madrid: Mc Graw Hill.
- Cohen, E. y R. Franco (1988). *Evaluación de Proyectos Sociales*. Buenos Aires: Grupo Editor Latinoamericano.
- deLeon, P. (1997). *Una revisión del proceso de las políticas públicas: de Lasswell a Sabatier*. *Gestión y Política Pública*, 6(1), 5-17.
- Fernández Díaz, A., Parejo Gámir, J. A., y Rodríguez Sáiz, L. (2006). *Política Económica* (4.ta ed.). Madrid: Mc Graw Hill.
- Ferrari Filho, F., & Fabris, M. J. (2009). *El régimen de metas de inflación en Brasil, 1999-2008: evaluación crítica y desempeño macroeconómico*. *Investigación económica*, 68 (Número Especial 2009), 147-167.
- Fondo Monetario Internacional (2017). *World Economic Outlook Database*. Recuperado el 8 de noviembre de 2017 de <http://www.imf.com>
- Instituto Nacional de Estadística y Censo de la República Argentina (INDEC) (2017). *Metodología para la medición de la inflación núcleo en la Argentina* (1.ª ed.). Ciudad Autónoma de Buenos Aies: INDEC.
- Instituto Nacional de Estadística y Censo de la República Argentina (INDEC). (2018). *Índices de precios*. Recuperado el 16 de marzo de 2018 de <http://www.indec.gov.ar>
- Jaime, F. M., G. Dufour, M. Alessandro y P. Amaya (2013). *Introducción al Análisis de las Políticas Públicas*. Buenos Aires: Universidad Nacional Arturo Jauretche.
- Jordana, J. (1995, enero-agosto). *El análisis de las policy networks: una nueva perspectiva sobre la relación entre políticas públicas y Estado*. *Gestión y Análisis de Políticas Públicas*, 3, 505-525.
- Larraín, F. y J. Sachs (2002). *Macroeconomía en la economía global* (2.ª ed.). Buenos Aires: Pearson Education.
- Mankiw, N. G. (2012). *Principios de Economía*. México D.F.: Cengage Learning Editores.
- Mántey de Anguiano, G. (2009). *Intervención esterilizada en el mercado de cambios en un régimen de metas de inflación: la experiencia de México*. *Investigación*

Económica, 68 (Número Especial 2009), 47-78.

Niremberg, O. J. Brawerman y V. Ruiz (2005). *Evaluar para la transformación. Innovaciones en la evaluación de programas y proyectos sociales*. Buenos Aires: Paidós.

North, D. C. (1990). *Institutions, institutional change and economic performance*. New York: Cambridge University Press.

Parsons, W. (2007). *Políticas Públicas: Una introducción a la teoría y a la práctica de análisis de políticas públicas*. Buenos Aires: Miño y Davila Editores.

Samuelson, P. A., y W. D. Nordhaus (2010). *Economía con aplicaciones a Latinoamérica* (19.^{na} ed.). México D.F.: Mc Graw Hill.