



Metas de inflación en la Argentina a partir de 2017.

Noviembre 2016

**Informe Elaborado por:
OSVALDO KACEF**



El Banco Central ha anunciado que a partir de enero de 2017 la política monetaria se llevará adelante bajo un régimen de metas de inflación. El rango previsto para la tasa de inflación del año próximo se ubica entre 12% y 17% y el BCRA prevé llevarla a alrededor del 5% anual en 2019. Un objetivo por demás ambicioso.

En la presentación que realizó la autoridad monetaria para anunciar el régimen a implementar se señala que, de esta manera, el BCRA busca cumplir con el mandato explícito de su Carta Orgánica, de “promover la estabilidad monetaria, la estabilidad financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social”. A pesar de ello el anuncio solo explicita metas para la tasa de inflación y no hace ninguna consideración respecto del resto de los objetivos.

De esta forma, a partir del próximo año, la Argentina se incorporaría al grupo de alrededor de 30 países que implementan una política monetaria en base a metas de inflación, que incluye, entre las economías latinoamericanas, a Brasil, Chile, Colombia, Guatemala, Perú y México. Este enfoque fue implementado por primera vez en Nueva Zelanda en 1990 y fue luego adoptado por el Banco de Inglaterra unos años después.

La idea central en la que se basa esta manera de conducir la política monetaria es muy sencilla. El banco central fija una meta de inflación, si la tasa de inflación observada es mayor a la meta, sube la tasa de interés a fin de que esto de lugar a una contracción de la demanda y de esta forma el aumento de los precios se desacelere hasta llegar al umbral deseado por la autoridad monetaria. En el caso contrario, si la inflación está por debajo del objetivo, el banco central disminuye la tasa de interés buscando el efecto opuesto. Es interesante destacar que el esquema de metas de inflación no es una teoría, sino una herramienta de política monetaria de los bancos centrales, tal como en otros momentos fue la fijación de objetivos de crecimiento de la cantidad de dinero o el mantenimiento del tipo de cambio.

Esto se hace a través de colocaciones o retiros de títulos que el banco central realiza a través de licitaciones periódicas, en las que fija una tasa de interés orientada a inducir a la tasa de inflación hacia el objetivo buscado. Cuando el banco central absorbe todo el dinero que le ofrecen hasta la tasa de corte de la licitación, contrae la cantidad de dinero y orienta al conjunto de tasas de interés de la economía en dirección al alza. El mayor costo del financiamiento desincentiva la demanda de bienes que requieren de un crédito o, de manera similar, la mayor retribución que pueden recibir los depósitos a plazo, actúa como un incentivo a postergar decisiones de consumo. Cuanto más sensibles sean los precios al comportamiento de la demanda y más sensible sea la tasa de inflación a la evolución de la demanda, más rápido operará el canal de transmisión de la política monetaria, desde el aumento inicial de la tasa de referencia del banco central hasta la reducción de la tasa de inflación.

Una cuestión crucial para el funcionamiento del esquema es el modo en que empresarios y trabajadores forman precios y salarios. Por ejemplo, los trabajadores pueden demandar en las paritarias anuales aumentos salariales que compensen las pérdidas de salario real del último año. A su vez, los empresarios pueden fijar pautas de aumentos de precios que compensen los aumentos de sus costos salariales y del tipo de cambio sobre sus insumos, procurando mantener un margen de ganancia. El esquema de metas de inflación presupone que los precios y salarios de la economía se fijan tomando como referencia la inflación futura, ya que todos creen que la inflación va a ubicarse en un nivel cercano a la meta que



estableció el banco central y esto facilitará que la economía converja rápidamente al rango de tasas de inflación buscado. Como queda claro, la efectividad de este esquema requiere que los precios se fijen mirando al futuro y que las metas fijadas por el banco central sean creíbles, es decir que la reputación del banco central es un aspecto muy importante.

Otra condición básica es que el banco central pueda decidir con independencia y sin condicionamientos la política monetaria, sin las presiones que podrían provenir de otros objetivos, como pueden ser el mantenimiento del tipo de cambio o el financiamiento del déficit fiscal. Por ejemplo, en caso de que el Banco Central tuviese por objetivo mantener el tipo de cambio en un contexto de exceso de oferta de divisas, ello daría lugar a la emisión de dinero para comprar moneda extranjera y de esa manera evitar la apreciación del tipo de cambio, o, por el contrario, a una contracción de la cantidad de dinero como contrapartida de la venta de moneda extranjera para evitar la depreciación en una situación de exceso de demanda de moneda extranjera. Del mismo modo, como hemos visto en la primera mitad de esta década, el banco central puede emitir dinero para financiar al sector público cuando este no consigue por otra vía los fondos necesarios para cubrir sus gastos. Por ello, cuando el banco central sigue un esquema de metas de inflación, ello se asocia al mismo tiempo con un banco central independiente y autónomo, con un sector público equilibrado o con capacidad para financiar su déficit en los mercados financieros y con un tipo de cambio flexible cuya cotización se fije en función de la oferta y la demanda en el mercado de cambios sin intervención de la autoridad monetaria. Estas condiciones están vigentes en la actual coyuntura de la economía argentina, ya que hay fluidez y libre acceso al financiamiento externo, el déficit fiscal es elevado pero, de acuerdo con el informe del BCRA, su financiamiento es consistente con las metas programadas para el próximo año y la autoridad monetaria solo interviene ocasionalmente en el mercado de cambios para, como se señala en el informe de presentación del régimen de metas de inflación, “prevenir fluctuaciones injustificadas”.

La implementación práctica del esquema de metas de inflación ha ido cambiando con el tiempo. Así, aunque en sus inicios fue planteado en términos de un único objetivo, la tasa de inflación, actualmente muchos bancos centrales no se restringen a ese único objetivo, sino que lo combinan con algún otro, en lo que se denomina como esquema flexible de metas de inflación. Bajo un esquema flexible la regla no es mantener a la tasa de inflación dentro del rango de la meta todo el tiempo, sino hacerlo en un plazo extendido. Esto permite atender al mismo tiempo otros problemas, como pueden ser una elevada tasa de desempleo o una baja tasa de crecimiento de la economía. Por ejemplo, cuando la Reserva Federal adoptó el esquema de metas a comienzos del 2012 lo hizo sobre la base de su mandato doble de mantener la mínima tasa de desempleo posible en un marco de precios estables. Más aún, después de la crisis de 2008, la decisión de la Reserva Federal consistente en mantener la tasa de interés en niveles muy bajos se explica por el objetivo de sostener el nivel de actividad y recuperar el empleo.

En los 26 años de vigencia de este esquema las economías atravesaron situaciones muy disímiles y los bancos centrales fueron adecuándose a las coyunturas cambiantes. Gran parte del período coincidió con lo que se denominó como la “gran moderación”, caracterizado por una tasa de inflación relativamente baja y un crecimiento bastante estable. Este entorno económico facilitó la adopción del esquema de metas de inflación por un número creciente de bancos centrales. Mas aun, los defensores de la adopción de metas de inflación han

argumentado que esta ha sido una contribución fundamental para la baja tasa de inflación y la estabilidad de la tasa de crecimiento. Es un argumento difícil de contrastar empíricamente, pero lo cierto es que el período caracterizado por estas condiciones comenzó a mediados de los 80, antes de la adopción de esquemas de metas de inflación, y fue generalizado a nivel de países, incluyendo tanto a quienes adoptaron este esquema como a quienes no lo hicieron.

Posteriormente, el mundo enfrentó la más grave crisis económica de la que se tenga registro, al menos desde 1930 y esto implicó nuevos desafíos para la política macroeconómica en general y para la política monetaria en particular. La principal preocupación en las economías desarrolladas no fue la inflación sino su opuesto, la deflación, y los esfuerzos de las autoridades monetarias se enfocaron en dinamizar las economías disminuyendo las tasas de interés. Sin embargo, cuando la tasa desciende tanto que está próxima a cero, la eficacia del esquema de metas de inflación y de la política monetaria en general para reactivar la economía va disminuyendo. Adicionalmente, se cuestiona la eficacia de las metas de inflación para evitar la formación de burbujas en los mercados de activos como las que antecedieron a la crisis financiera internacional. Por estas razones, hoy es motivo de debate la necesidad de introducir cambios en la manera de implementar este esquema, flexibilizándolo e introduciendo otras variables como objetivo.

Por otra parte, la utilización de este enfoque en nuestro país merece algunos comentarios adicionales. Uno de ellos tiene que ver con el nivel previo de la tasa de inflación y su relación con el rango objetivo. Si observamos la experiencia de las economías latinoamericanas que utilizan este enfoque (Brasil, Chile y Colombia desde 1999, México desde 2001 y Perú desde 2002), en todos los casos las tasas de inflación previas eran inferiores al 10% anual y el rango meta su ubicó inicialmente cerca de ese nivel. Esto contrasta con nuestro caso donde de una tasa de inflación del orden del 40% en 2016 se plantea converger a un nivel de no más de 17% el próximo año. Las diferencias entre ambas situaciones tienen varias derivaciones importantes:

- Tasas de inflación relativamente bajas, en comparación con la nuestra, dan lugar a cambios de ingresos y precios relativos menos importantes y eso contribuye a que trabajadores y empresarios anhelan salarios y precios pensando en la inflación futura, porque es más fácil de predecir y porque no originaría variaciones bruscas de sus ingresos.
- Con una tasa de inflación previa de alrededor de 40% y en un contexto de variaciones importantes de precios relativos es más difícil convencer a los asalariados de que acepten la caída del salario real y pretendan un incremento basado en la expectativa de inflación inducida por el BCRA. Máxime cuando no hay en nuestro país una historia reciente que avale ese voto de confianza basado en la reputación de las autoridades económicas.
- Parece probable, en cambio, que la inflación pasada sea una referencia importante en la negociación salarial del próximo año. Es un dato más fácil de obtener y permite reparar pérdidas relativas previas, especialmente si el deterioro del salario real es significativo.
- Establecer una meta cercana a la inflación observada, como han hecho los otros países de nuestra región, aumenta la probabilidad de cumplimiento y contribuye a construir reputación de la autoridad monetaria, elemento crucial para el funcionamiento del esquema de metas de inflación.



- Proyectar una caída de la magnitud implícita en las metas anunciadas por el BCRA aumenta el riesgo de incumplimiento y con ello conspira contra la reputación de la autoridad monetaria.

En el caso particular de nuestra economía debe tenerse en cuenta además que estamos en un momento en que persisten significativos desalineamientos de precios relativos que requerirían correcciones en un plazo cercano. De hecho, está prevista en el presupuesto la corrección de las tarifas de los servicios públicos, que implicarían variaciones de precios con un fuerte impacto sobre los ingresos reales de los consumidores.

En suma, hay un contexto que torna muy difícil de alcanzar una reducción de la tasa de inflación como la planteada. El costo de fijar una meta cuyo cumplimiento sea percibido como poco probable es que la tasa de interés de referencia de la política monetaria necesaria para “encuadrar” las expectativas puede ser excesivamente alta y esto podría demorar la recuperación de la actividad económica y el aumento de la inversión que el gobierno espera (además de acelerar el crecimiento del déficit cuasifiscal). Es difícil pensar que esta será la estrategia a seguir por los costos políticos que puede implicar, teniendo en cuenta que el próximo año van a tener lugar elecciones de medio término cuyo resultado es crucial para el gobierno. De hecho, por el contrario, esto podría dar lugar al mantenimiento de un sesgo expansivo de la política fiscal, que complicaría adicionalmente la tarea del Banco Central.

Una alternativa que la autoridad monetaria tiene a mano es un manejo de la liquidez que le permita apreciar el tipo de cambio y de esta forma acercar la tasa de inflación al objetivo deseado. Es probable que este sea el camino elegido si las negociaciones salariales de principios del próximo año tienden a orientarse por la inflación pasada y resultan en incrementos cercanos al doble del objetivo del 17% incluido en el presupuesto y consistente con las metas de inflación anunciadas. La apreciación cambiaria podría contribuir a disminuir la inflación y a aumentar el consumo en el corto plazo, pero al costo de deteriorar el ya castigado nivel de competitividad de la producción local y a aumentar el desequilibrio externo y el endeudamiento, minando la sustentabilidad de largo plazo del programa económico, y la credibilidad misma del régimen de metas de inflación.