

Trabajo Final de Grado

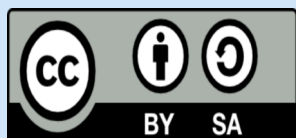
Florencia Karita

Implicancias de la instrumentación de metas de inflación en Argentina

2023

*Instituto de Ciencias Sociales y
Administración*

Carrera: Licenciatura en Economía



Esta obra está bajo una Licencia Creative Commons.

Atribución – Compartir igual 4.0

<https://creativecommons.org/licenses/by-sa/4.0/>

Documento descargado de RID - UNAJ Repositorio Institucional Digital de la Universidad Nacional Arturo Jauretche

Cita recomendada:

Karita, F. (2023). *Implicancias de la instrumentación de metas de inflación en Argentina* [Trabajo final de grado, Universidad Nacional Arturo Jauretche]. <https://rid.unaj.edu.ar/handle/123456789/3709>

Universidad Nacional Arturo Jauretche

Instituto de Ciencias Sociales

Trabajo Integrador Final para optar por el Título de Licenciado en
Economía

Orientación: Financiera

Implicancias de la Instrumentación de Metas de Inflación en Argentina

Presenta

Florencia Karita

Tutor

Lic. Mariano Beltrani

Mayo 2023

Resumen

En el presente trabajo se expondrán las implicancias que conllevó adoptar el modelo de Metas de Inflación en Argentina. Este régimen macroeconómico, conocido como *Inflation Targeting*, se puso en práctica a partir del año 2016 y hasta el año 2018 y evidenció resultados que fueron contrarios a los objetivos iniciales del modelo.

Las Metas de Inflación tienen como característica distintiva los resultados generalmente satisfactorios a la hora de mantener la inflación en niveles reducidos y estables. En efecto, la mayor parte de los países que adoptaron este régimen, tanto economías desarrolladas (Nueva Zelanda, Alemania, Reino Unido, etc.) como economías emergentes (Chile, Perú, etc.) lograron sostener en el tiempo la aplicación de esta política económica.

Argentina, que inició el régimen con un nivel de precios en aumento y lo abandonó en un período de tiempo relativamente corto, atravesó en consonancia con las Metas de Inflación un importante proceso de endeudamiento externo, que desencadenó una nueva crisis cambiaria de magnitud. Este desenlace pone en duda la procedencia de poner en práctica este tipo de esquema macroeconómico en un país como Argentina, en donde la configuración del régimen cambiario puede ser incompatible con algunas características de la economía de nuestro país.

Palabras claves: Metas de Inflación, nivel de precios, tipo de cambio, endeudamiento externo.

Agradecimientos

Quiero agradecer, en primer lugar, y recordarlo con mucho amor a mi abuelo Antonio, que me enseñó a que nunca es tarde para lograr lo que uno se proponga y que siempre estamos a tiempo.

En segundo lugar, quiero agradecer enormemente al amor de mi vida, mi hija Antonia. Gracias, hija. Te amo.

También, quiero destacar el apoyo de mi familia y de mis amigas/os que me acompañaron durante estos años, el apoyo y la solidaridad que me brindaron fue realmente de gran ayuda.

En tercer lugar, quiero agradecer a todas/os mis compañeras/os de la facultad, qué difícil hubiese sido transitar todo este camino sin ustedes.

Y finalmente, en cuarto lugar, quiero agradecer a mi tutor Mariano que me acompañó en este trayecto para finalizar este trabajo.

Gracias.

Índice

Resumen	2
Agradecimientos	3
Introducción	6
1. Inflación	8
2. Régimen de Metas de Inflación	10
2.1 Antecedentes	10
2.2 Metas de Inflación	13
3. Metas de Inflación en Argentina	17
3.1 Argentina pre - régimen de Metas de Inflación	17
3.1.1 Nivel de actividad por sector	18
3.1.2 Precios	20
3.2 Implementación del modelo en Argentina	22
3.2.1 Panorama para la política monetaria	22
3.2.2 Política monetaria y el tipo de cambio	25
3.2.3 Tasa de interés y el Mercado financiero	27
3.3 Consecuencias del modelo	31
Comentarios finales	33
Bibliografía	34

Índice de gráficos y cuadros

Cuadro 2.1: Implementación del <i>Inflation Targeting</i> en países de Latinoamérica.	11
Cuadro 2.2: Representación de los canales de política monetaria.	15
Gráfico 3.1: PBI a precios 2004 y variación en porcentaje del PBI en millones de pesos desde 2012 a 2015.	17
Gráfico 3.2: Deuda externa total como porcentaje del PBI en Argentina desde 1999 a 2015.	18
Gráfico 3.3: Variación mensual en porcentaje del EMAE desde 2012 a 2015	19
Gráfico 3.4: Variación interanual en porcentaje por sector del EMAE diciembre del año 2015	20
Gráfico 3.5: Tasa de crecimiento interanual del IPC de Argentina en porcentaje de diciembre desde 2010 a 2015.	21
Gráfico 3.6: Variación en porcentaje del índice de precios al consumidor desde 1979 a 2005.	23
Gráfico 3.7: Objetivo de tasa de inflación RMI y tasa de inflación anual.	24
Gráfico 3.8: Deuda externa total como porcentaje del PBI en Argentina desde 2015 a 2019.	25
Gráfico 3.9: Tipo de cambio y variación en porcentaje trimestral desde 2016 a 2019.	26
Gráfico 3.10: Evolución trimestral de la circulación de la base monetaria y de las LELIQ en millones de pesos en 2018 y 2019.	27
Gráfico 3.11: Tasa de interés de política monetaria trimestral desde 2016 a 2019.	28
Gráfico 3.12: Variación en porcentaje del promedio anual del índice de precios de las acciones desde 2016 a 2019.	29
Cuadro 3.1: Montos anuales operados en el Mercado de Valores de Buenos Aires y en el Mercado Abierto Electrónico en millones de dólares desde 2016 a 2019.	30

Régimen de Metas de Inflación

en Argentina

Introducción

Desde principios de los 90' varios países del mundo han optado por aplicar en sus economías el modelo de *Inflation Targeting*, denominado también régimen de Metas de Inflación. El primer país que aplicó dicho modelo fue Nueva Zelanda en 1989, luego Canadá y, posteriormente, se incorporaron no solo algunas economías avanzadas, sino que también economías latinoamericanas como Chile en 1990 (Abeles y Borzel, 2004).

Las Metas de Inflación buscan sostener en el tiempo una cierta situación de estabilidad de precios, mediante una estrategia concreta de política económica. Más allá de que la aplicabilidad del modelo en la mayoría de los casos se haya evaluado de manera exitosa (Rossi y Rochon 2007), la pertinencia generalizada de este régimen de política monetaria debe necesariamente ponerse en duda.

Con el cambio de gobierno en 2015, Argentina aplicó este esquema de Metas de Inflación durante 2016-2018, donde finalmente los resultados fueron contrarios a los principios del modelo. A diferencia de la mayor parte de los países que adoptaron el modelo, Argentina no solo lo abandonó, sino también terminó con un importante proceso de endeudamiento y con una crisis cambiaria (Beltrani, 2019).

Es por eso que, en un primer capítulo, se comenzará con una breve explicación sobre las diferentes visiones respecto de las causas de la inflación. Luego, en un segundo capítulo, se describirá el Régimen de Metas de Inflación (RMI), exponiendo sus criterios principales, los requisitos institucionales y el modelo económico en el que se basa. En particular, se analizará el funcionamiento del llamado “modelo de tres ecuaciones”: la ecuación de curva de demanda, la

ecuación de la curva de Philips y la ecuación de regla de tasas de interés, estudiando la importancia de cada una de ellas (Curia, 2006).

A su vez, en un apartado, se explicará brevemente los antecedentes de la aplicación del régimen en economías latinoamericanas ya que, para estos países, la aplicabilidad y viabilidad del régimen es un proceso de cierta complejidad (Galindo y Ros, 2006).

Luego, en un tercer capítulo, se expone el RMI en Argentina a partir de los siguientes apartados: en el primero se describe el contexto macroeconómico en la cual se encontraba la economía antes de adoptar el RMI; un segundo apartado donde se describe la implementación del régimen y, finalmente, una tercera sección, con las consecuencias que trajo adoptar dicho modelo en Argentina durante ese periodo.

1. Inflación

Con el propósito de analizar la aplicación del modelo de *Inflation Targeting* en Argentina, en este capítulo se expondrá una definición de inflación y las diferentes teorías sobre las causas de la misma.

- **¿Qué es la inflación?**

A esta variable se la puede definir como el aumento generalizado de los precios de los bienes y servicios de una economía a lo largo de un tiempo determinado. Es decir, este aumento se puede dar de manera permanente como no y, a su vez, tal aumento de los precios se puede dar de manera desproporcional (Novak, 2018). Una de las formas de medir la inflación es a través del Índice de Precios al Consumidor (IPC), que mide los movimientos de las variaciones de los precios de un grupo de bienes y servicios determinados que representan el consumo de los hogares.

- **Teorías sobre la determinación de la inflación**

Una de las principales teorías sobre la inflación es la visión monetarista, encabezada por el economista M. Friedman, donde se afirma que la variación de los precios es consecuencia de fenómenos puramente monetarios. Bajo esta premisa, los impulsos en la oferta de dinero se traducen en fluctuaciones en el nivel de producto de la economía en el corto plazo y en variaciones en los precios en el largo plazo (Caldentey, 2001).

Esta visión se centra en la aceptación de la teoría cuantitativa del dinero descrita por Fisher (1911)¹. Partiendo de una situación donde la economía se encuentra en pleno empleo, y la velocidad del dinero es constante al igual que el nivel de producto, un incremento de la oferta monetaria se traduce indefectiblemente en un aumento de los precios (Santarcangelo, 2010).

¹ La ecuación de la teoría cuantitativa del dinero es: $M.V=P.Y$, donde M es la oferta de dinero, V es la velocidad de circulación del dinero, P es el nivel de precios de la economía e Y es el nivel de producto en una economía de pleno empleo. Es por eso que un incremento en la cantidad de dinero (V e Y constante) se traduce a un aumento del nivel de precios.

La visión impulsada por el economista J.M. Keynes, autor de la Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero, tiene premisas distintas al monetarismo respecto del comportamiento de la inflación. En una economía sin pleno empleo, aumentos de la demanda incrementan el nivel de empleo y el nivel de producción y no necesariamente aumentan los precios (Keynes, 1936).

En otras palabras, si la economía se encuentra con un cierto nivel de desempleo y el Estado aplica políticas expansivas de demanda para que aumente el nivel de empleo, esto no tiene necesariamente consecuencias inflacionarias. Luego, habiendo alcanzado el nivel de pleno empleo en dicha economía, si el Estado sigue aplicando políticas de demanda expansivas, puede producirse un aumento de los precios de la economía (Santarcangelo, 2010).

Por su parte, algunos autores de las escuelas poskeynesiana y estructuralista sostienen que la inflación se puede dar por motivos no monetarios a pesar de que la economía se encuentre en niveles cercanos al pleno empleo. Entre otros motivos, esto puede ocurrir por la puja distributiva entre los empleadores y los trabajadores y/o por los mecanismos de impulso-propagación que están presentes en economías con restricciones estructurales del lado de la oferta. Por ejemplo, según Olivera (1960) las alteraciones en la variación de los precios tienen que ver con desequilibrios no monetarios, los cuales se deben, en una parte, a la deficiente organización económica y social que encontramos en estos países, por lo que no tiene sentido el uso de restricciones monetarias para frenar la inflación.

Finalmente, la visión neoclásica moderna o neokeynesiana establece que las condiciones de equilibrio que se dan en los mercados a través de la interacción entre la oferta y la demanda de bienes llevan a que la economía se encuentre en una situación de equilibrio con desempleo (Novak y Saiegh, 2018). Las causas de la inflación de este enfoque se dan a través del incremento de los costos de producción, es decir, asumiendo que todo lo que se oferta, se demanda, un aumento de los costos salariales se traduce a un alza de los precios porque aumentaron los costos de producción.

2. Régimen de Metas de Inflación

2.1 Antecedentes

A partir de 1970, los países de América latina han llevado a cabo políticas macroeconómicas que no solo se han enfocado en la preservación del empleo sino también en combatir la inflación. Lo anterior diferencia a las economías de la región de los países desarrollados, cuyo objetivo se enfocaba en implementar políticas que estén dirigidas al mercado de trabajo, principalmente a combatir el desempleo y, como meta subsidiaria, limitar la inflación (Frenkel y Rapetti, 2004).

En las últimas décadas, la inflación ha tomado relevancia a nivel económico principalmente en las economías en vías de desarrollo, provocando notables problemas macroeconómicos.

Algunas de las consecuencias que provoca el aumento acelerado del nivel de precios son problemas sociales y políticos, desincentivo al consumo y contracción de la inversión (Rossi y Rochon, 2007). Por ejemplo, la pérdida del salario real de los trabajadores, producto de un aumento acelerado de los precios genera una caída del consumo interno y con ello desemboca en problemas sociales y de recesión económica.

El régimen de Metas de Inflación se ha implementado no solo en economías desarrolladas como, por ejemplo, Nueva Zelandia (1990), Australia (1993), Reino Unido (1992), Suiza (2000), Canadá (1991), Noruega (2001) sino también en economías emergentes como República Checa (1998), Israel (1997), Tailandia (2000) y en algunos países de Latinoamérica.

En el **Cuadro 2.1** se podrá observar aquellos países de Latinoamérica que implementaron el régimen de *Inflation Targeting*.

Cuadro 2.1: Implementación del *Inflation Targeting* en países de Latinoamérica.

Año de adopción del modelo IT	País	Tasa de inflación a la fecha de la adopción
1990	Chile	27,3
1999	Brasil	8,9
1999	Colombia	9,2
2001	México	4,4
2001	Perú	-0,1
2007	Uruguay	8,5
2016	Argentina	27,52

Fuente: elaboración propia con información de la base de datos CEPAL.

En el caso de Chile, luego del año 1930 esta economía atravesó periodos de inflación relativamente elevada, con cifras de hasta tres dígitos en 1973, año en el que el índice de precios trepó un 508,1%. Esto provocó que la inflación pase a ser un tema central para la implementación de políticas económicas en la economía chilena.

Posteriormente, luego de atravesar un periodo de hiperinflación por casi 4 años, la inflación comenzó a decrecer hasta alcanzar en 1991 el 18,7%. Después de más de 20 años del período de alta inflación, en 1999 Chile registra un 2,3% anual de inflación, momento a partir del cual se comienza a implementar formalmente el RMI y un esquema de tipo de cambio flexible. A partir de la década de los 90', el Banco Central de Chile ya había comenzado a impulsar medidas de política monetaria consistentes con lo que se conocería más tarde como RMI (Morandé, 2001).

Siguiendo esta línea, en México la autoridad monetaria comenzó a aplicar el RMI en 2001. Desde 1995 hasta el año 1999 la economía de México tuvo una

inflación alta, principalmente en 1995, con un incremento anual de precios del 52% debido a una crisis cambiaria y financiera (Mántey de Anguiano, 2009). La tasa de inflación decreció hasta llegar al 9% en el año 2000, por lo que cuando se comenzó a aplicar políticas de Metas de Inflación, en 2001, la economía mexicana ya había tenido una tendencia a la caída del nivel de precios.

Finalmente, es interesante considerar el caso de Perú. Luego de atravesar el periodo de inflación más alta de los últimos 30 años en el año 1990 (con una inflación anual del 7.646%), Perú decidió implementar, en el año 2001, el modelo de Metas de Inflación, anunciando las metas monetarias y las proyecciones macroeconómicas (Rossini Miñán, 2001).

2.2 Metas de Inflación

Las características principales del régimen de Metas de Inflación son, por un lado, que la autoridad monetaria debe tener independencia al gobierno. A su vez, el Banco Central debe tener la autonomía suficiente como para poder llevar a cabo el RMI y sus objetivos, como así también debe prevalecer la ausencia de dominancia fiscal². Esto quiere decir que la política fiscal se debe ocupar del equilibrio entre el gasto público y la percepción de impuestos (Arestis, 2013).

La teoría que sustenta el RMI puede representarse de manera simplificada a través del denominado “modelo de tres ecuaciones”, tal como se muestra a continuación:

RM: (

En primer término, la curva IS expresa el impacto negativo de la tasa de interés real sobre el producto. La curva de Phillips, por su parte, indica que si el producto real es mayor a su nivel natural se producirá una aceleración de la inflación, y viceversa. Finalmente, según la regla de política monetaria (o regla de Taylor) la tasa de interés va a cambiar a medida que la inflación observada difiera respecto del nivel objetivo del Banco Central.

Supóngase que en la economía hay un shock de demanda que desplaza la curva IS a la derecha. Esto provoca que aumente el producto (Y), y que en el mercado de trabajo los trabajadores tiendan a exigir un aumento salarial por la caída del desempleo. Sin embargo, no solo ellos actúan frente al shock de

² Según este enfoque, la política monetaria es preferible a la fiscal para estabilizar el ciclo económico, ya que la primera no está sujeta a la restricción que impone la equivalencia ricardiana y, por lo tanto, la política monetaria puede ser más eficaz que la fiscal. A su vez, como el Banco Central tiene independencia del gobierno, no tiene presiones para mantener el desempleo bajo.

demanda sino también los capitalistas que, para no perder su margen de ganancia aumentan los precios, ().

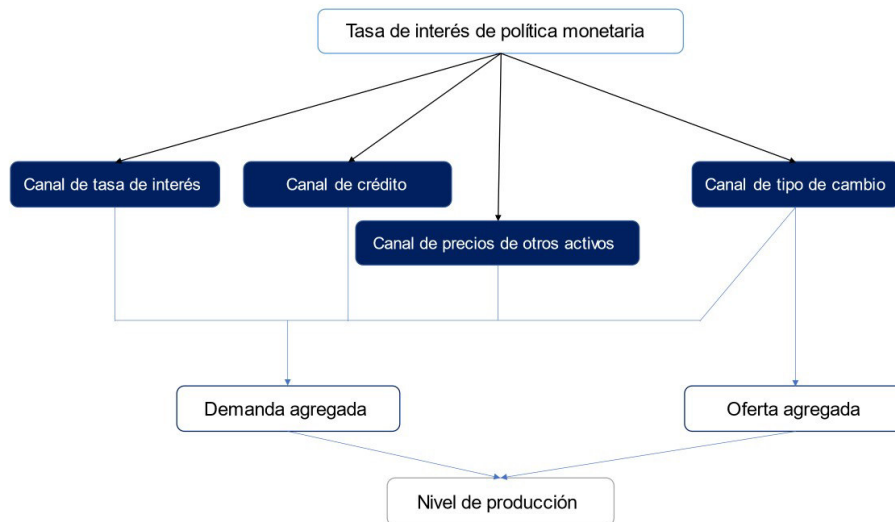
Frente a esta situación, donde la inflación es mayor al *target* establecido por el Banco Central (), este incrementará la tasa de interés para contraer la demanda agregada (). Por lo tanto, la economía entrará en recesión y con el tiempo las demandas salariales disminuirán, lo que hará que baje la inflación. A su vez, las expectativas de inflación (representadas en este modelo en forma adaptativa) caerán () y la curva de Phillips se desplazará hacia la derecha. En consecuencia, el Banco Central reducirá lentamente la tasa de interés hasta que el nivel de producto sea compatible con la NAIRU.

En lo relacionado a la implementación, el RMI cuenta con cinco pilares elementales (Mishkin, 2000):

1. El Banco Central debe tener un esquema creíble al momento de llevar a cabo la estabilización de precios.
2. El Banco Central debe comunicar como se utiliza la política y sus resultados.
3. Debe anunciarse el objetivo de la meta de inflación para el corto/mediano plazo.
4. Al momento de comunicar el Banco Central debe tener una forma clara de expresarse.
5. La estabilidad de precios debe ser el objetivo principal de la política monetaria.

Ahora bien, habiendo expuesto los elementos principales del modelo se procederá a explicar los canales de política monetaria a través de los cuáles opera la autoridad monetaria (Abeles y Borzel, 2004).

Cuadro 2.2: Representación de los canales de política monetaria.



Fuente: elaboración propia.

El primer canal es el *interest rate channel* (el canal de la tasa de interés), que se basa fundamentalmente en que los cambios en la tasa de interés del Banco Central influyen positiva/negativamente en la demanda agregada de la economía. Es decir, los cambios en el nivel de la tasa de interés de corto plazo que se trasladan al resto de las tasas de interés de la economía pueden afectar las decisiones de los agentes económicos (familias/empresas).

El segundo canal es el *credit channel*, conocido también como el canal de crédito, que considera la existencia de asimetrías de la información. Se lo puede relacionar con el primer mecanismo, donde la provisión del crédito afecta a la demanda agregada. En este sentido, las imperfecciones en el mercado de crédito pueden repercutir en la diferencia en términos de costo entre obtener fondos internamente (utilidades reinvertidas) y fondos externos (emisión de deuda y acciones).

El tercer canal es el de precios de activos, que toma en consideración los aportes de Tobin (1958). La “q de Tobin” representa el cociente entre el valor de mercado (VM) de una firma y el costo de reposición (CR) de su capital (Abeles y Borzel, 2004). En este caso, la teoría sostiene que los cambios que se producen por medio de la política monetaria alteran el precio de las

acciones. Por ejemplo, si se decide aplicar una política monetaria contractiva, la tasa de interés aumenta (y el precio de las acciones cae, por lo cual el valor de mercado de las empresas cae, dando como resultado que $<$, haciendo que la inversión caiga y genere un menor nivel ingreso en la economía (Alvarado Gutiérrez, 2017).

Por último, el cuarto canal es el *exchange rate channel* (canal de tipo de cambio). En una economía abierta con libre movilidad de capitales, los cambios en la tasa de interés influyen en la salida o entrada de capitales al exterior. Así como en el modelo IS-LM con economía abierta, ante una política monetaria expansiva se contraerá la tasa de interés doméstica respecto a la tasa de interés internacional, por lo que la moneda doméstica se devaluará, repercutiendo en la demanda agregada por medio de las exportaciones netas.

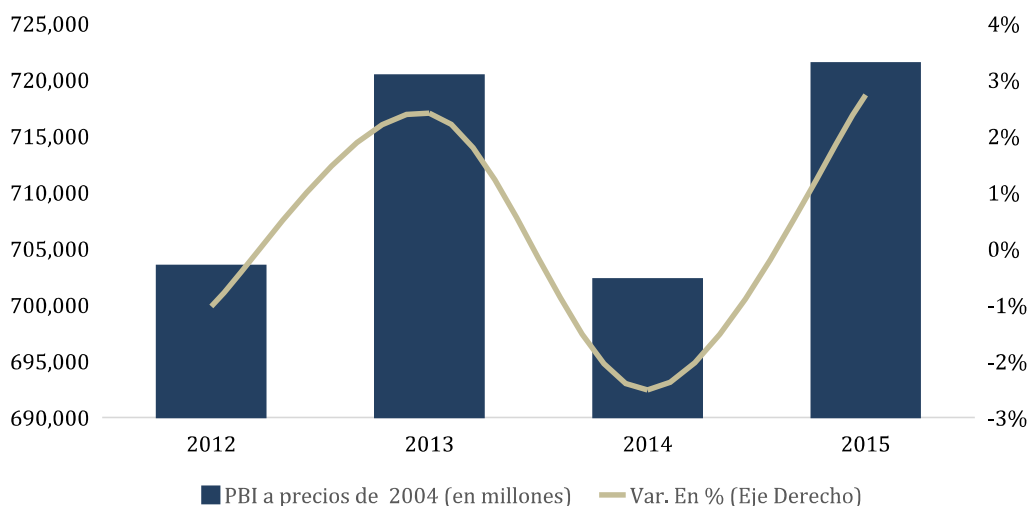
3. Metas de Inflación en Argentina

En este tercer apartado se presentará, por un lado, la situación previa en la que se encontraba el país antes de implementar las políticas antinflacionarias en el nuevo gobierno liderado por Mauricio Macri. Por el otro, se presentará el desarrollo de dicho régimen y, finalmente, las consecuencias de implementar este modelo en un país como Argentina.

3.1 Argentina pre - régimen de Metas de Inflación

Para empezar, antes de afrontar dicho régimen la economía argentina se encontraba en una situación de crecimiento del PBI. Como se puede observar en el **Gráfico 3.1** pese a la variación negativa del PBI de -2,5% en 2014, mucho mayor al año 2012 (-1%), en el año 2015 la variación del PBI fue positiva en 2,7%.

Gráfico 3.1: PBI a precios 2004 y variación en porcentaje del PBI en millones de pesos desde 2012 a 2015.

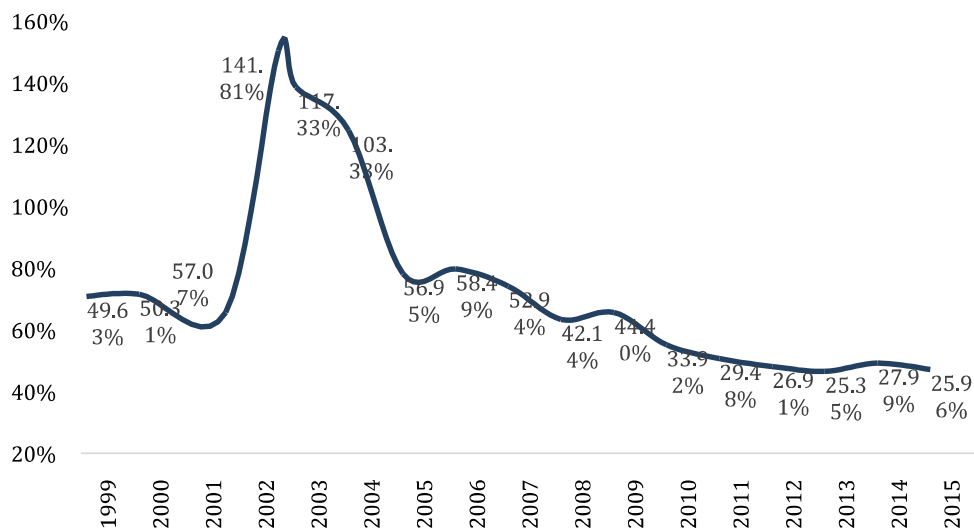


Fuente: elaboración propia en base a Dirección Nacional de Cuentas Nacionales – INDEC.

A su vez, el tipo de cambio pasó de \$8,55 en 2014 a \$13,04 en 2015, un aumento de casi \$5 en el último año. En relación con la deuda externa en porcentaje del PBI, como se podrá observar en el **Gráfico 3.2**, en los últimos 5

años desde 2011-2015 la economía argentina registró el porcentaje de deuda más bajo en los últimos 16 años, siendo en 2015 de casi el 26%, en total 115 pp. menos que en el año 2001 (141,8%) y 8 pp. menos que en 2010 (34%).

Gráfico 3.2: Deuda externa total como porcentaje del PBI en Argentina desde 1999 a 2015.



Fuente: elaboración propia en base a CEPAL.

3.1.1 Nivel de actividad por sector

El nivel de actividad económica mensual de diferentes sectores productivos medido por el EMAE (Estimador Mensual de Actividad Económica) arroja conclusiones similares. Como se puede observar en el **Gráfico 3.3**, la variación mensual desde 2012 hasta el año 2015 tuvo una evolución positiva en el período a pesar del comportamiento en los años pares.

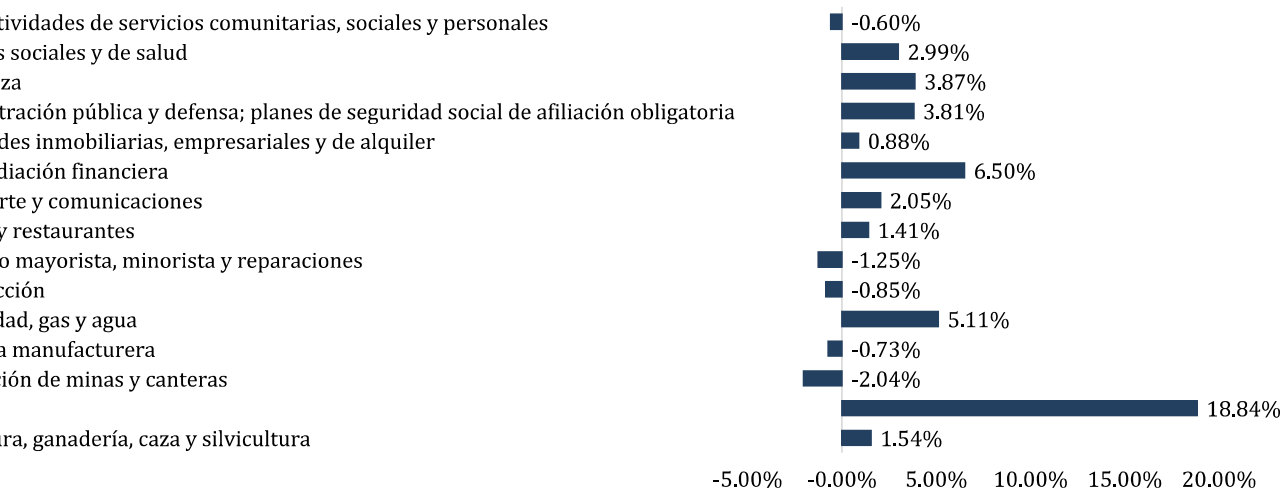
Gráfico 3.3: Variación mensual en porcentaje del EMAE desde 2012 a 2015.

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Nacionales – INDEC.

Como se había mencionado anteriormente, en 2015 el nivel de actividad registró una recuperación significativa. En relación con el comportamiento interanual entre diciembre 2014 y diciembre 2015, las actividades con mayor crecimiento en dicho periodo fueron la pesca, con una variación del 18,8% y, por el otro, la rama intermediación financiera, con una variación del 6,5%. Así mismo, también se destaca el sector de electricidad, gas y agua, con un aumento de 5,1%.

Por el contrario, la rama de actividad económica con mayor retroceso fue explotación de minas y canteras, con una variación del -2%. En segundo lugar, corresponde mencionar al comercio mayorista, minorista y reparaciones, con -1,3% y, finalmente, la actividad de la construcción, con una variación del -0,8% (ver **Gráfico 3.4**).

Gráfico 3.4: Variación interanual en porcentaje por sector del EMAE diciembre del año 2015.



Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Nacionales – INDEC.

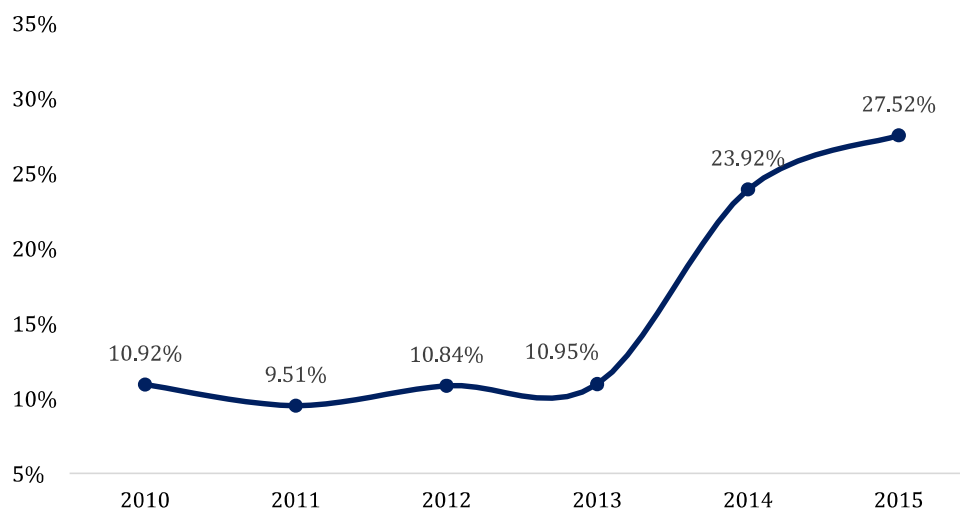
3.1.2 Precios

La economía argentina ha tenido a lo largo de su historia periodos hiperinflacionarios, así como también periodos de deflación. Los periodos de alta inflación que atravesó el país fueron de los momentos más significativos de la historia económica argentina. Por ejemplo, en 1975 Argentina registró en ocasión del llamado “Rodrigazo” un nivel de inflación del 300%, con un fuerte impacto en los salarios y el consumo de los hogares. Por otro lado, en 1989 el país sufrió propiamente dicho una hiperinflación, con un incremento de los precios del 3.000% que provocó el aumento de la deuda pública, la devaluación exponencial de la moneda nacional y una desaceleración del PBI (Rapoport, 2010). Los conflictos sociales y políticos por puja distributiva, los periodos de inestabilidad económica, los conflictos con el sector externo y las dificultades con el tipo de cambio son algunas de las tantas características que acompañaron estos periodos de inestabilidad de precios.

En el **Gráfico 3.5** se muestra la tasa de inflación oficial, que desde el año 2010 al año 2013 se ubicó aproximadamente en el orden del 10%. Luego, en 2014 la

inflación aumentó alrededor de 14 p.p. llegando a ser del 23,9% y, para el año siguiente, la inflación alcanzó el 27,5%.

Gráfico 3.5: Tasa de crecimiento interanual del IPC de Argentina en porcentaje de diciembre desde 2010 a 2015.



Fuente: elaboración propia en base a CEPAL.

Todas las particularidades que se reseñaron anteriormente, como el nivel de precios, el porcentaje de deuda externa en relación con el PBI, etc., marcan el contexto en el cual se encuentra la economía argentina previo a adoptar un nuevo esquema macroeconómico con un modelo de Metas de Inflación.

3.2 Implementación del modelo en Argentina

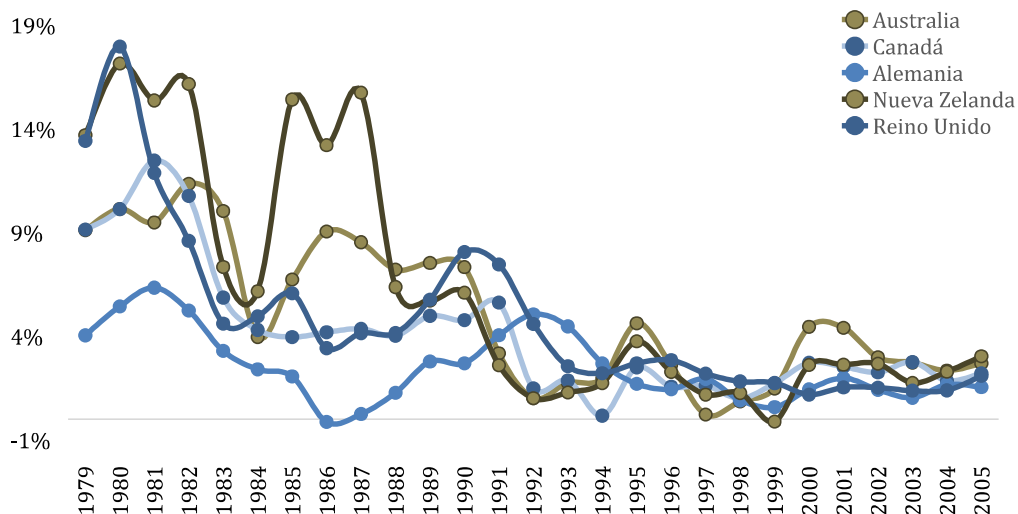
El modelo de Metas de Inflación estuvo vigente en Argentina desde comienzos de 2016 hasta finales de 2018. Una de las características más destacadas del RMI es que el Banco Central decidió abandonar prematuramente el modelo e implementar otro tipo de políticas para hacer frente a la situación económica que estaba viviendo el país. Esta sección se dividirá en los siguientes apartados: en primer lugar, se expondrá el contexto de la política monetaria. En segundo lugar, la relación de dicho régimen con el tipo de cambio y, finalmente, la relación de la tasa de interés de política monetaria con el mercado financiero argentino.

3.2.1 Panorama para la política monetaria

El RMI se implementó en un momento en el cual la inflación había empezado a incrementarse desde los dos últimos años, pasando de 10,9% en 2013 a 27,5% en 2015 (ver **Gráfico 3.5**). A diferencia de los demás países que adoptaron el régimen de Metas de Inflación por primera vez, Argentina lo llevó a cabo con una tendencia de los precios contraria a las demás economías.

En el **Gráfico 3.6** se podrá observar, por ejemplo, que dos años antes de implementar el RMI Nueva Zelanda tuvo una inflación del 15,7%, pero al momento de poner en práctica el régimen la inflación había decrecido 10 p.p., llegando a ser de 5,7% en 1989. Lo mismo sucedió con los demás países representados en el gráfico: al momento de aplicar el RMI la tendencia del crecimiento de la variación del nivel de precios era decreciente.

Gráfico 3.6: Variación en porcentaje del índice de precios al consumidor desde 1979 a 2005.

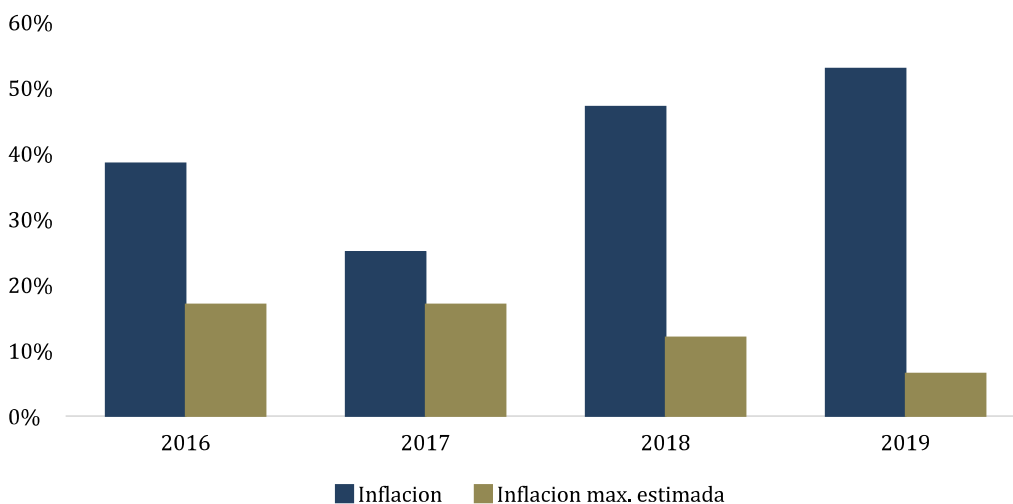


Fuente: elaboración propia en base a Fondo Monetario Internacional – FMI.

En el caso de Argentina, en septiembre del año 2016 el Banco Central de la República Argentina (BCRA) presentó las metas para el nivel general de precios. Para el año 2017 se estimaba que la inflación se desacelere y ronde entre el 12% al 17% anual. En el año 2018 el máximo sería del 12% y el mínimo sería del 8% y para el año 2019 la variación interanual rondaría entre el 6,5% y el 3,5%.

Como se podrá observar en el **Gráfico 3.7**, durante 2016-2019 la inflación se fue incrementando. En efecto, la inflación pasó de 27,5% en 2015 a 52,9% en 2019, lo que representó una aceleración de casi 26 p.p.; la brecha entre la inflación que el BCRA quería lograr y la inflación observada fue cerca de 50 p.p.

Gráfico 3.7: Objetivo de tasa de inflación RMI y tasa de inflación anual.



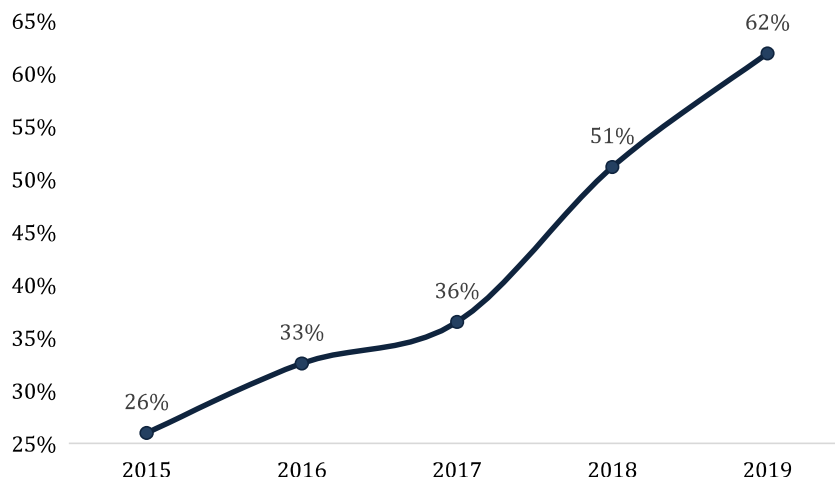
Fuente: BCRA – INDEC.

No solo el propósito de la estabilidad de precios no llegó a concretarse, sino que en un intento por combatir la crisis cambiaria el gobierno firmó un Acuerdo de Derechos de Giro (ADG) con el Fondo Monetario Internacional (FMI) por un monto total de DEG 35.379 millones³, equivalente a US\$45.000 millones de nueva deuda externa (Navarrete, 2021).

Como se observa en el **Gráfico 3.8**, durante ese periodo, la deuda externa superó el umbral del 30% como porcentaje del PBI luego de 8 años, alcanzando en 2019 el 62%.

³ Los Derechos Especiales de Giro (DEG) del FMI se consideran como una reserva de eficacia asimilable a la del dólar estadounidense, aunque no se la puede considerar como moneda de curso legal. Los DEG son básicamente un activo para la participación monetaria entre economías que queda bajo la supervisión del Fondo (Pérez Álvarez, 2022).

Gráfico 3.8: Deuda externa total como porcentaje del PBI en Argentina desde 2015 a 2019.



Fuente: elaboración propia en base a CEPAL.

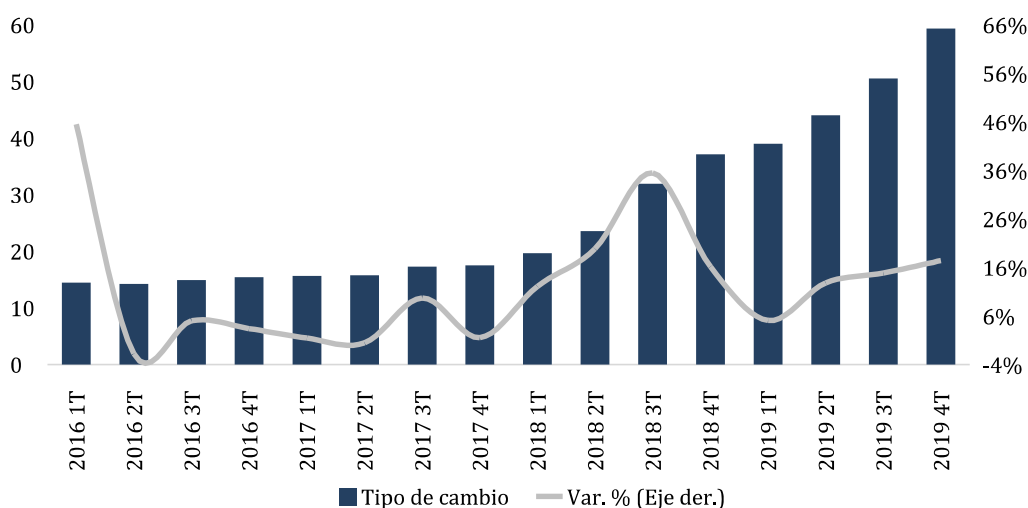
Estos ciclos de endeudamiento, recurrentes en la historia argentina, están vinculados con la restricción externa que ha padecido la economía doméstica a lo largo de su historia, lo cual ha traído dificultades vinculadas con la escasez de divisas, la desaceleración de la economía, los desequilibrios en la balanza de pagos, etc. (Wainer, 2018). En efecto, una de las consecuencias que trajo el endeudamiento fue la insolvencia externa que afectó al país. Esto se debe a la escasez de reservas que tenía el BCRA, en un contexto de importantes déficits de cuenta corriente (Brenta, 2019).

3.2.2 Política monetaria y el tipo de cambio

Bajo este régimen de Metas de Inflación y siendo Argentina una economía abierta, la intervención del Banco Central es sustancial para tratar la volatilidad del tipo de cambio (Libman, 2017). Esto se debe a que el tipo de cambio desempeña un rol importante en las economías bimonetarias como Argentina, que son propensas a atravesar crisis financieras. El control del tipo de cambio amortigua los efectos negativos que se podrían generar en la balanza de pagos de las economías vulnerables al sobreendeudamiento externo (Frenkel, 2008).

La política cambiaria que impulsó el gobierno al comienzo del año 2016 fue de flexibilización del tipo de cambio y libre movilidad de capitales. Como se podrá observar en el **Gráfico 3.9**, en el tercer trimestre del año 2018 variación interanual del tipo de cambio fue del 85% pasando de \$17,2 en el tercer trimestre del año 2017 a \$32.

Gráfico 3.9: Tipo de cambio y variación en porcentaje trimestral desde 2016 a 2019.



Fuente: elaboración propia en base a BCRA.

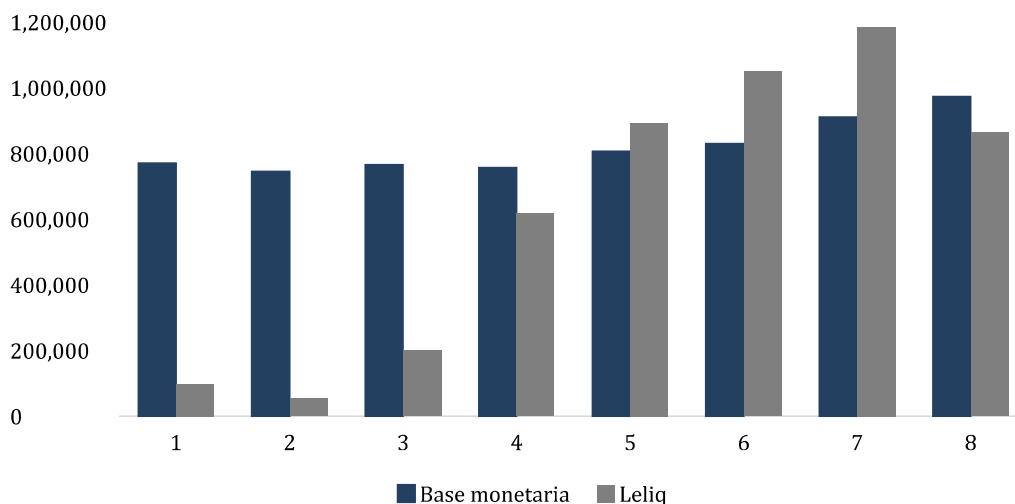
El inicio del periodo bajo RMI comenzó con un tipo de cambio menor a \$15 y concluyó, luego de que la autoridad monetaria haya decidido dejar el modelo de Metas de Inflación en 2018, con una devaluación altísima de alrededor del 200% al final del periodo en el año 2019. A su vez, no solo se intentó controlar el tipo de cambio, sino que a través de otros instrumentos monetarios como las LEBAC y LELIQ, el BCRA comenzó a controlar la emisión de pesos (Cibils y Pinazo, 2018)⁴.

La circulación de la base monetaria (ver **Gráfico 3.10**) durante el año 2018 y el año 2019 aumentó un 26% en total. El mayor incremento se dio en el cuarto trimestre del año 2019. Las LELIQ, por su parte, alcanzaron el mayor aumento

⁴ Las letras LEBAC son instrumentos que emite el Banco Central, que tienen un plazo de hasta nueve meses. Por su parte, las LELIQ (Letras de Liquidez) son instrumentos que solo se ofrecen a los bancos y que tienen un menor plazo que las LEBAC.

en el tercer trimestre del año 2019 con un total de \$1.184.144 millones de pesos.

Gráfico 3.10: Evolución trimestral de la circulación de la base monetaria y de las LELIQ en millones de pesos en 2018 y 2019.



Fuente: elaboración propia en base a BCRA.

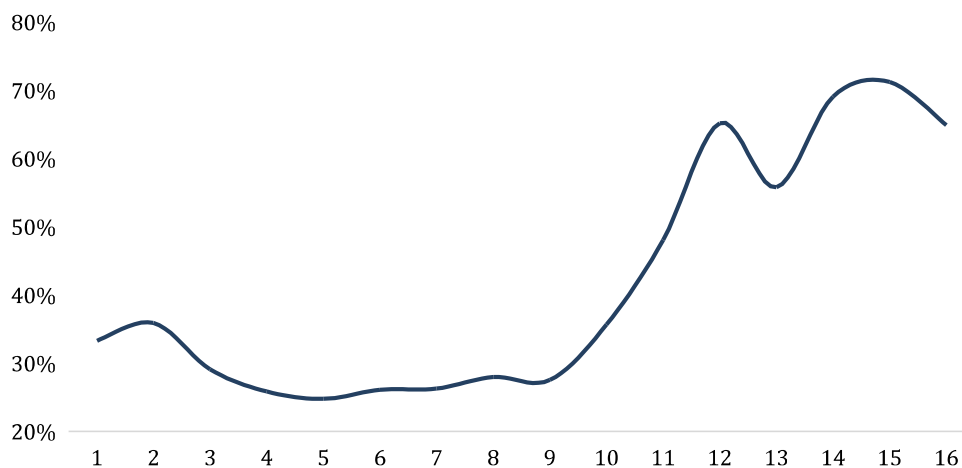
El incremento de las LELIQ en el último año en relación con la base monetaria puede entenderse a la luz de la teoría monetarista, que afirma que si aumenta la circulación de la base monetaria eso se traduce en un aumento de los precios: si la autoridad monetaria incrementa la tasa de interés de modo tal que sea lo más atractiva posible para los agentes económicos, el resultado será un crecimiento del stock de letras y una consecuente absorción monetaria.

3.2.3 Tasa de interés y el Mercado financiero

Como se ha mencionado anteriormente, el canal de la tasa de interés provoca cambios en los comportamientos de las familias y de las empresas. Estos cambios se producen a través de las decisiones que toma el Banco Central, mediante una política monetaria tanto expansiva como contractiva. Tales políticas pueden influir en la emisión de dinero o en la regulación de la tasa de interés para generar efectos en la economía (Blanchard y Pérez Enri, 2000).

En línea con el modelo de Metas de Inflación, el Banco Central decidió bajar la tasa de interés y mantenerla entre el 25% y 30% durante 2016 y 2017 con aumentos de entre un 1 p.p. y 2 p.p. trimestral. A partir del segundo trimestre del 2018 la tasa de interés aumentó 8 p.p., llegando a ser aproximadamente del 35%. Durante este periodo la tasa de interés de referencia fue la de las Letras de Liquidez (LELIQ).

Gráfico 3.11: Tasa de interés de política monetaria trimestral desde 2016 a 2019.



Fuente: elaboración propia en base a BCRA.

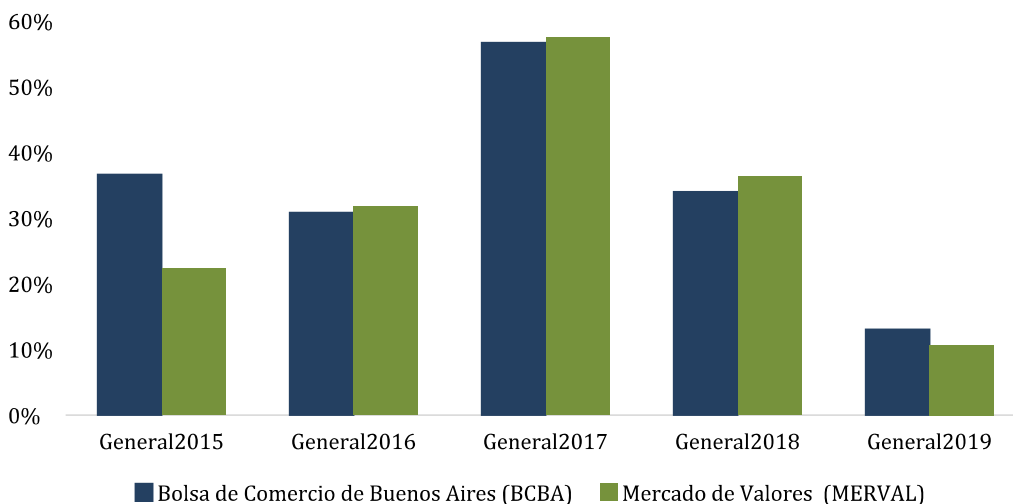
A fines del año 2019 la tasa de interés alcanzó el 71%, dando como resultado un aumento de más de 40 p.p. hasta el tercer trimestre. Tal como se puede observar en el gráfico anterior, el BCRA impulsó medidas económicas contrarias a las iniciadas en los primeros años.

Como se menciona en la sección referida a canales de transmisión, la tasa de interés puede repercutir en el precio de las acciones (Alvarado Gutiérrez, 2017). Se puede observar que tales efectos de política monetaria impactaron en el precio de las acciones durante este periodo.

Por ejemplo, en el año 2017 cuando la tasa de interés del BCRA rondaba el 30%, la variación del precio de las acciones superó un aumento del 55%. De forma contraria, cuando en 2019 la tasa de interés aumentó entre 10 p.p. y 20

p.p., la variación del índice del precio de las acciones cayó aproximadamente 30 p.p. (ver **Gráfico 3.12**).

Gráfico 3.12: Variación en porcentaje del promedio anual del índice de precios de las acciones desde 2016 a 2019.



Fuente: elaboración propia en base a INDEC.

Estos movimientos de la tasa de interés se pueden ver reflejados en los montos negociados de los distintos mercados que conforman el sector financiero de la economía. Como se puede observar en el **Cuadro 3.1**, de acuerdo con ByMA (Bolsas y Mercados Argentinos), las acciones en el año 2018 alcanzaron un monto negociado de US\$ 8.259 millones de dólares, aunque para el 2019 los montos operados descendieron más de US\$ 3 millones de dólares. Por su parte, los CEDEARs tuvieron un notable aumento de US\$ 667 millones de dólares en ese mismo año.

Por otro lado, el Mercado Abierto Electrónico registró un aumento de volumen en los títulos públicos y en las obligaciones negociables; los títulos públicos alcanzaron casi los US\$ 850 mil millones de dólares para el año 2018 y las obligaciones negociables se incrementaron. Esta tendencia creciente no solo se puede observar en el MAE sino también en el MAV (Mercado Argentino de Valores).

Cuadro 3.1: Montos anuales operados en el Mercado de Valores de Buenos Aires y en el Mercado Abierto Electrónico en millones de dólares desde 2016 a 2019.

	2016	2017	2018	2019
Bolsas y Mercados Argentinos (ByMA) ex-MERVAL	77.354	137.005	136.026	163.263
<i>Títulos públicos</i>	70.289	124.872	123.593	153.351
<i>Acciones</i>	4.664	7.340	8.259	4.541
<i>Obligaciones negociables y fideicomisos financieros</i>	2.162	4.594	4.004	4.515
<i>CEDEAR</i>	239	193	168	835
Mercado Argentino de Valores (MAV)	1.240	1.262	1.093	1.769
<i>Títulos públicos</i>	99	96	48	36
<i>Acciones</i>	1	2	1	1
<i>Obligaciones negociables</i>	2	2	6	4
Mercado Abierto Electrónico (MAE)	253.199	522.017	853.452	223.234
<i>Títulos públicos</i>	250.603	518.379	848.827	220.483
<i>Obligaciones negociables</i>	2.430	3.253	4.422	2.640
<i>Otros títulos privados (²)</i>	166	385	203	111

Fuente: elaboración propia en base a INDEC.

La inestabilidad económica generó desincentivos en los mercados financieros y en los inversores para elegir otros activos que no sean los de Argentina. Durante este período, el riesgo país fue en aumento; si bien para el año 2016 el promedio anual del riesgo país fue de 481 puntos básicos (p.b.) y en el año 2017 de 411 p.b., coincidiendo con una baja del índice de inflación, para los dos últimos años este indicador pasó de 560 p.b. en 2018 a un promedio anual a 1.318 p.b. en 2019.

3.3 Consecuencias del modelo

De acuerdo con lo señalado, desde el año 2016 al año 2018, período durante el cual rigió un esquema de Metas de Inflación orientado al manejo de políticas monetarias y cambiarias, se puede observar que el aumento de la emisión de títulos públicos conllevó a un aumento de la deuda pública.

En el año 2016, la deuda pública como porcentaje del PBI era del 35%. Posteriormente, a fines del año 2019 la deuda pública ascendió al 46%, reflejando un aumento de más de 10 p.p.

Al mismo tiempo, recurrir al Fondo Monetario Internacional generó que la deuda externa del país sea de aproximadamente del 60% del PBI, lo que provocó que la economía este más arraigada a la necesidad de obtener divisas para poder servir los dólares obtenidos por la toma de deuda.

Este escenario de escasez de divisas incrementó el déficit que la economía argentina tiene en materia de balanza de pagos, impactando en el crecimiento económico y en el desarrollo de la economía del país. Durante todo este período, la cuenta corriente tuvo un balance deficitario, registrando en el año 2017 el saldo negativo más alto de todo el periodo bajo RMI, con un valor de US\$ 31.000 millones.

Analizando la economía argentina y teniendo en cuenta los aportes de la visión estructuralista, deben considerarse las consecuencias macroeconómicas de la estructura productiva desequilibrada que posee nuestro país. En efecto, una de sus características esenciales es la exportación de productos primarios y la divergencia relativa de productividad entre los sectores que dispone la estructura productiva del país, que limita la expansión del sector menos productivo (Diamand, 1972). Por tal motivo, las exportaciones de productos primarios son el principal elemento dinamizador del PBI en esta economía.

Durante este periodo, el saldo comercial fue superavitario; en el año 2016 por un monto de más de US\$ 2.000 millones, mientras que para el año 2019 esta cifra ascendió a aproximadamente los US\$ 16.000 millones. Durante estos dos años, las exportaciones se incrementaron, principalmente, en el último año con un valor de US\$ 65.000 millones. Por otro lado, las importaciones descendieron aproximadamente US\$ 7.000 millones en relación con el año 2016.

Respecto al núcleo de esta economía bajo el esquema de *Inflation Targeting*, se puede observar que los resultados fueron opuestos a los objetivos iniciales del modelo, a saber, lograr una desaceleración en la variación del nivel de precios.

A lo largo de los años 2016 y 2017 la inflación logró descender 13 p.p., pasando del 38% al 25%. No obstante, al final del periodo, luego del abandono del modelo la inflación fue en ascenso, hasta llegar en 2019 al 53%. Evidenciándose así un aumento de casi 28 p.p.

Por otro lado, en 2016 la autoridad monetaria optó por flexibilizar el tipo de cambio, lo cual dio como resultado un periodo de depreciación de la moneda local. En el año 2016, el tipo de cambio tuvo un valor menor de \$16 y, finalizando el año 2019 la devaluación fue más del 200%.

Frente al escenario de marcado estancamiento económico, con un grado alto de devaluación, el abandono del régimen de Metas de Inflación y un ascenso acelerado del nivel de precios en la economía, en agosto del 2019 el riesgo país rompió el techo de los 1.000 p.b., a pesar de que en los dos primeros años el promedio anual de este indicador no había superado los 600 p.b.

Estos valores repercutieron en el mercado financiero del país. El financiamiento a las empresas cayó y la demanda de activos de renta variable como las acciones se desplomaron. Lo mismo ocurrió en el caso de los títulos públicos, que en los primeros años fueron altamente demandados.

Comentarios finales

Aplicar un modelo de Metas de Inflación de tal magnitud en Argentina resultó no ser viable. En primer lugar, por cuestiones estructurales: si bien Argentina es un país en vías de desarrollo, los problemas idiosincráticos marcan una diferencia importante con el resto de los países de Latinoamérica.

En segundo lugar, por el carácter de economía bimonetaria que detenta nuestro país: en Argentina el dólar es utilizado como reserva de valor por parte de los agentes económicos (entre otros usos), ya que los cambios en el manejo de la política monetaria se traducen en aumento o reducción de la demanda de dólares.

Finalmente, en tercer lugar, poner en práctica este modelo, en un momento en donde la economía presenta un nivel acelerado en el aumento de los precios y, partir de la base que la inflación es consecuencia de factores puramente monetarios, generó que el modelo de RMI no logró concretarse y que en materia económica se siga cuestionando los fenómenos de la inflación en Argentina.

Bibliografía

- Abeles M. y Borzel M. (2004), "Metas de Inflación: Implicancias para el desarrollo". Centro de Economía y Finanzas para el Desarrollo de la Argentina. Argentina.
- Alvarado Gutiérrez C. D. (2017), "El canal de crédito en un esquema de Metas de Inflación y competencia imperfecta en el sector bancario". Universidad Autónoma Metropolitana. Ciudad de México.
- Banco Central de la República Argentina (2017), "Informe de Política Monetaria". Subgerencia General de Investigaciones Económicas, octubre de 2017. Buenos Aires.
- Beltrani, M. (2019), "Una nota sobre la experiencia de las Metas de Inflación en Argentina". Divulgatio. Perfiles académicos de posgrado, Vol. 3, Número 9, 134-148. Argentina.
- Blanchard, O. y Pérez Enrri, D. (2000), "Macroeconomía. Teoría y Política Económica con aplicaciones a América Latina". Pearson Education. Buenos Aires.
- Brenta N. (2019), "Historia de la deuda externa argentina: de Martínez de Hoz a Macri". 1ra Edición. Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina. Capital Intelectual.
- Cibils A. y Pinazo G. (2018), "Dólares, Lebac y FMI: el abismo conocido". Márgenes. Revista de economía política N°4, pp 67- 78. Buenos Aires, Argentina Ediciones UNGS.
- Curia, E. (2006), "Metas de Inflación y política monetaria: enfoque canónico y alternativo". Centro de Análisis Social y Económico. Buenos Aires, Argentina.
- Diamand, M. (1972), "La Estructura Productiva Desequilibrada Argentina y el Tipo de Cambio". Desarrollo Económico Vol. 12 N.º 45.

- Frenkel, R. (2008), "Tipo de cambio real, inflación y política monetaria". Revista de Economía Política de Buenos Aires, año 2, vol. 3 y 4. Buenos Aires, Argentina.
- Frenkel, R. y M. Rapetti (2004), "Políticas macroeconómicas para el crecimiento y el empleo". OIT. Buenos Aires, Argentina. Oficina Regional para América Latina y el Caribe
- Galindo, L. M. y Ros, J. (2006), "Banco de México: política monetaria de Metas de Inflación". Economía UNAM vol.3 no.9. Ciudad de México.
- Keynes, J. M. ([1936] 2001), "Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero". Fondo de Cultura Económica. México.
- Libman, E. (2017), "Una nota sobre la devaluación contractiva bajo un esquema de Metas de Inflación". El Trimestre Económico, 384, núm. 336, 869-898. Ciudad de México.
- 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, vol.68. Ciudad de México.
- Memorándum de Políticas Económicas y Financieras (2018). Gobierno argentino al FMI. Buenos Aires, Argentina.
- https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/argentina_loi_-_mefm_-_tmou_-_espanol.pdf
- Mishkin F. (2000), "De Metas Monetarias a Metas de Inflación: Lecciones de los Países Industrializados". Banco de México. Ciudad de México.
- Morandé F. (2001), "Una Década de Metas de Inflación en Chile: desarrollos, lecciones y desafíos". Banco Central Chile, Vol. 4, nº1. Chile.
- Navarrete, L (2021), "Acuerdo stand-by de Argentina con el FMI (junio 2018). Análisis de política económica". Buenos Aires, Argentina.
- Novak, D. (2018), "Introducción al Análisis Económico. Un enfoque para economías periféricas". Buenos Aires, Argentina. Editorial: UNAJ.

- Novak, D. y Saiegh, J. (2018), "Introducción al Análisis Económico. Un enfoque para economías periféricas Inflación". Capítulo XI. Buenos Aires, Argentina. Editorial: UNAJ.
- Olivera J. H. (1960), "La teoría no monetaria de la inflación". El Trimestre Económico, Vol. 27, No. 108, pp. 616-628. Argentina. Fondo de Cultura Económica.
- Pérez Álvarez M. (2022), "Nueva asignación de derechos especiales de giro". Banco de España. Madrid, España. Documentos Ocasionales. N.º 2201.
- Perez Caldentey, E. (2001), "Milton Friedman", Revista Comercio Exterior del Banco Nacional de Comercio Exterior, Vol. 51 – pp. 15-30. México.
- Rapoport M. (2000), "Historia económica, política y social de la Argentina (1880-2000)". Buenos Aires, Ediciones Macchi.
- Rossi S. y Rochon L. (2007), "Metas de Inflación, desempeño económico y distribución del ingreso". Consejo Latinoamericano de Ciencias Sociales. Buenos Aires.
- Rossini Miñán, R (2001). "Aspectos de la adopción de un régimen de Metas de Inflación en el Perú". Estudios Económicos. Lima, Perú.
- Santarcángelo J. E. (2010). "La inflación en la Argentina en el siglo XXI: Debates teóricos y evidencia empírica". Ensayos de economía No.36. Buenos Aires.
- Tobin, J. (1958). "Liquidity preference as behavior toward risk". Review of Economics Studies, n. 25, pp. 68-85.
- Wainer A. (2018). "La restricción externa al crecimiento en Argentina en el periodo kirchnerista (2003-2015)". Semestre económico. Vol. 21, Núm. 47, pp. 95-122. Medellín, Colombia. Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas.