

Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas
Escuela de Estudios de Posgrado

**CARRERA DE ESPECIALIZACIÓN EN ADMINISTRACIÓN
DE ORGANIZACIONES FINANCIERAS**

TRABAJO FINAL DE ESPECIALIZACIÓN

Las metas de inflación en Argentina (2016-018):
implementación, funcionamiento y abandono

AUTOR: CARLOS FRANCISCO SIROLI BETHENCOURT

TUTOR: MARIANO BORZEL

DICIEMBRE 2020

Resumen

A partir de diciembre de 2015, las nuevas autoridades del Banco Central de la República Argentina (BCRA) llevaron a cabo acciones tendientes a preparar la implementación de un Régimen de Metas de Inflación (RMI) a partir de enero de 2017. Este régimen sería utilizado para conducir el proceso de desinflación de la economía argentina. Durante el primer año de vigencia del RMI, el BCRA no logró alcanzar la meta establecida lo que llevó a la conducción de la autoridad monetaria a redefinir las metas para los años siguientes. Asimismo, para finales del tercer trimestre del segundo año, el alza del nivel general de precios había duplicado la nueva meta fijada para ese año. En ese contexto y tras dos recambios de autoridades en el BCRA en ese período, se decidió abandonar el RMI para ser reemplazado por un Régimen de Metas de Agregados Monetarios.

La presente investigación tiene por objetivo general determinar las causas de la ineffectividad del RMI en Argentina para encarar el proceso de desinflación que derivaron en su abandono luego de casi dos años desde su implementación formal. Para ello, se analizarán el cumplimiento de los requisitos para su funcionamiento, las diferencias de implementación entre el caso argentino y otros casos a nivel internacional, y los hechos estilizados observados durante su vigencia.

Para abordar el problema planteado, se desarrollará un estudio de enfoque mixto de investigación (cualitativo y cuantitativo). En cuanto al diseño metodológico, el mismo tendrá un alcance descriptivo. La investigación será no experimental de corte longitudinal, mientras que la unidad de análisis será el proceso de desinflación encarado por el BCRA mediante la aplicación de metas de inflación

Del diagnóstico realizado, se concluye que la decisión de optar por este régimen monetario como estrategia para conducir el proceso planteado por la autoridad monetaria, partiendo de una elevada inflación y sin haber contemplado los factores causantes de la misma, sumado a la imposibilidad de garantizar el cumplimiento de determinados requisitos para su vigencia, tornaron infectivo al RMI para para tal fin.

Palabras clave: Régimen de Metas de Inflación, Política Monetaria, Regímenes Monetarios, Metas de Inflación en Argentina, Banco Central de la República Argentina.

Índice

1. Introducción	1
1.1. Fundamentación y planteamiento del problema.....	1
1.2. Objetivos	5
1.3. Aspectos metodológicos.....	5
2. Marco teórico	8
2.1. Los regímenes de política monetaria.....	8
2.2. Los canales de transmisión de la política monetaria.....	10
2.3. Requisitos para la implementación de un RMI.....	12
2.4. Las metas de inflación y las teorías de inflación.....	14
2.5. Implicancias de la aplicación de un RMI.....	15
2.6. El RMI en la práctica a nivel mundial.....	16
3. Diagnóstico.....	19
3.1. Hacia la formalización de las metas de inflación.....	19
3.2. El cumplimiento de los requisitos del régimen.....	23
3.2.1. Independencia.....	23
3.2.2. Credibilidad.....	24
3.2.3. Equilibrio fiscal.....	26
3.2.4. Estabilidad financiera.....	28
3.2.5. Estabilidad externa.....	30
3.3. El desempeño del RMI durante su vigencia.....	32
3.3.1. El primer año del régimen.....	33
3.3.2. El segundo año y su abandono.....	38
3.3.3. El cumplimiento de los requisitos durante su vigencia.....	42
4. Conclusiones	47
5. Referencias bibliográficas	51

1. Introducción

1.1. Fundamentación y planteamiento del problema

En diciembre de 2015, con el cambio de gobierno, se realizó el reemplazo de autoridades al frente del Banco Central de la República Argentina. De acuerdo al diagnóstico inicial efectuado por la nueva conducción, desde comienzos de la década de 2010 y hasta entonces la economía argentina había registrado un escaso o nulo crecimiento, cuantiosos déficits fiscales financiados parcialmente por el Banco Central, un sistema de tipos de cambios múltiples y restricciones de acceso al mercado de cambios que dificultaban la generación genuina de divisas de exportación e inversión, y niveles de inflación superiores al 25% anual observados desde 2007 (Banco Central de la República Argentina [BCRA], 2015). Asimismo, concluyeron que “la gradual pérdida de foco del Banco en las funciones descriptas por su Carta Orgánica fue un aspecto clave del deterioro macroeconómico argentino en los años previos a 2015” (BCRA, 2015, p. 6). Como consecuencia de ello, desde el inicio de su gestión, las nuevas autoridades llevaron a cabo acciones que -a criterio de éstas- comenzarían a subsanar las cuestiones señaladas en dicho diagnóstico y facilitarían la posterior implementación de un régimen monetario de metas de inflación. En los lineamientos generales de los objetivos del BCRA para el año 2016 se planteó:

En línea con lo establecido en el artículo 3º de su Carta Orgánica, el primer objetivo del Banco Central será velar por la estabilidad monetaria de la economía argentina. Dicho propósito implica priorizar, en el contexto actual, la disminución de la tasa de variación de los precios domésticos, hasta niveles semejantes a los que hoy en día experimentan las economías emergentes que manejan su política monetaria con sistemas de metas de inflación (...).

La prioridad absoluta en obtener, en un plazo razonable, una moneda con poder de compra estable implicará dejar de lado objetivos que han sido característicos del manejo monetario del país, enfocado tradicionalmente en el valor externo de la moneda, es decir, en el tipo de cambio. Al contrario, el Banco Central considera que para obtener un gradual descenso en la tasa de inflación es imprescindible la flotación cambiaria, lo cual permite además comenzar a disociar las dinámicas de precios domésticos respecto de la evolución del tipo de cambio (...) (BCRA, 2015, p. 4).

Bajo este paradigma, desde mediados de diciembre de 2015 y durante el año 2016 la nueva conducción del Banco Central se avocó a lo que denominaron la “normalización cambiaria y monetaria de la economía”. En este sentido, se trabajó en la unificación y liberalización del mercado de cambios, la redefinición de instrumentos¹ para la normalización de las operaciones de mercado abierto del BCRA y el fortalecimiento de la hoja de balance de la Institución (BCRA, 2015). Estas medidas fueron tomadas con el fin preparar el terreno para la implementación de un régimen de metas de inflación, el cual fue formalmente presentado el 26 de septiembre de 2016. De este modo, se definió que la política monetaria² del BCRA se orientaría al cumplimiento de las siguientes metas de inflación: para el año 2017, la inflación anual se situaría entre el 12% y 17%; para el año 2018, debería ubicarse entre el 8% y 12%; y para el año 2019, se fijaría en torno al 5% anual, con una banda inferior del 3,5% y una superior del 6,5%. Complementariamente, en cuanto al tipo de cambio, se ratificó su flotación y, respecto a la asistencia al Tesoro Nacional, se acordó con el Poder Ejecutivo limitar las transferencias por este concepto a un máximo anual de \$150.000 millones para 2017, monto que equivalía a la tercera parte de la asistencia efectuada durante el año 2014 en términos reales (BCRA, 2016c).

Con un tipo de cambio nominal promedio de \$16,57 por dólar durante 2017, el cual osciló de forma relativamente estable entre los \$15,71 y \$17,41 durante la mayor parte del año, la inflación anual al 31 de diciembre ascendió a 24,8%, es decir, casi ocho puntos porcentuales por encima de la banda superior de la meta establecida para ese período. Esta evolución se dio en un marco de tasas de política monetaria reales positivas que tenían impacto sobre el nivel de actividad³. En ese contexto, el 28 de diciembre de 2017 el Presidente del BCRA junto con el Jefe de Gabinete de Ministros de la Nación, y los Ministros de Hacienda y Finanzas anunciaron adecuar las metas de inflación para los siguientes períodos con el fin de conseguir una convergencia más lenta a la inflación de largo plazo fijada en torno al 5% anual (BCRA, 2017d). De este modo, en los objetivos y planes de política monetaria para 2018 se establecieron las metas de 15%, 10% y 5% para los años 2018, 2019 y 2020, respectivamente. Para cumplir con

¹ Consistentes en Letras y Notas del Banco Central de la República Argentina (Lebacs y Nobacs), en pesos y dólares, con plazos de colocación más diversificados.

² Hasta el 29 de diciembre de 2016, la tasa de interés de las Lebacs a 35 días de plazo fue la tasa de referencia de política monetaria. A partir del 2 de enero de 2017, ésta fue reemplazada formalmente por la tasa de interés central del corredor de pasivos y pasivos en pesos a siete días de plazo (BCRA, 2016c).

³ A dos años de iniciadas las nuevas administraciones del BCRA y del gobierno nacional, el producto bruto interno de 2017 registraba los mismos niveles que el de 2015, medidos a precios constantes.

las mismas, la autoridad monetaria continuaría operando sobre la tasa de interés de referencia (BCRA, 2017d).

En cuanto al mercado de divisas, se ratificó la política de no intervención mantenida hasta entonces argumentando que “el tipo de cambio flotante también desincentiva los flujos de capitales de corto plazo. Las oscilaciones cambiarias eliminan cualquier garantía de ganancia para quienes deciden comprar activos argentinos desde el exterior” (BCRA, 2017d, p. 8) con carácter especulativo.

Por último, con el objetivo de fortalecer la confianza en las nuevas metas de inflación, se limitó aún más la asistencia del Banco Central al Tesoro Nacional respecto a la estipulada originalmente, mientras que las autoridades gubernamentales se comprometieron a resolver los desequilibrios de las cuentas públicas anunciando metas fiscales (BCRA, 2017d). De este modo, se fijaron los siguientes montos máximos de transferencias por este concepto: \$140.000 millones para 2018, \$70.000 millones para 2019 y un monto equivalente al producto entre la base monetaria y la tasa real de crecimiento de la economía a partir de 2020 (BCRA, 2017d).

Desde principios de mayo de 2018, se produjo una corrida cambiaria que provocó una devaluación del peso argentino en torno al 25% mensual y casi 33% respecto al valor con que el dólar finalizó el año 2017. El 8 de mayo, el Presidente de la Nación anunció el inicio de negociaciones con el Fondo Monetario Internacional (FMI) para el financiamiento mediante un Acuerdo *Stand-By*⁴. En este contexto de volatilidad del dólar, las autoridades del Banco Central intervinieron decididamente en el mercado cambiario, colocando órdenes de ventas diarias por las cuales ofrecían dólares en el mercado mayorista a \$25 por dólar, por un total de hasta U\$S5.000 millones. La medida, que intentaba contener la escalada de la divisa norteamericana, fue abandonada a principios del mes de junio provocando que el tipo de cambio ascendiera nuevamente, lo que representaba una devaluación de 44,91% en los primeros seis meses del año. Por su parte, a finales de los meses de mayo y junio de 2018, el Índice de Precios al Consumidor (IPC) publicado por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC) marcaba una inflación acumulada de 11,9% y 16,0%, respectivamente, superando en este último caso la meta para 2018 (inflación anual del 15%). El 14 de junio de 2018 se produjo la renuncia del Presidente y del Vicepresidente del BCRA, asumiendo como nuevo titular del organismo el entonces Ministro de Finanzas.

Bajo la nueva conducción del Banco Central, se publicó en junio de 2018 un documento técnico en el que se anunciaba el fortalecimiento del RMI mediante la profundización de la

⁴ Esta línea de crédito es la que posee el organismo para financiar a países de mercados emergentes y avanzados que presentan problemas en sus balanzas de pagos.

autonomía operacional y financiera del BCRA, el establecimiento de nuevas metas de inflación del 17%, 13%, 9% y 5% para los años 2019, 2020, 2021 y 2022, respectivamente –sin meta para el año en curso–, la ratificación del esquema de tipo de cambio flotante, y la eliminación completa de la asistencia financiera al Tesoro Nacional (BCRA, 2018a). Adicionalmente, en dicho documento se informaba que el Gobierno Nacional asumía el compromiso de cancelar Letras Intransferibles del Tesoro en poder del BCRA en el orden de los U\$S25.000 millones con el fin de mejorar el balance de la Institución. Paralelamente, el 20 de junio el Directorio del FMI aprobó el Acuerdo *Stand-By* para Argentina por U\$S50.000 millones⁵ (Fondo Monetario Internacional [FMI], 2018a).

Durante el mes de agosto de 2018, se produjo una segunda corrida contra el peso argentino, devaluándose la moneda en tan solo ese mes un 35,8% (97,8% en el año). La inflación de agosto, de acuerdo al IPC publicado por el INDEC, ascendía a 24,3%. En ese contexto, el Gobierno Nacional anunció el inicio de contactos con el FMI para una renegociación de los términos del Acuerdo *Stand-By* aprobado dos meses antes. Durante septiembre de 2018, el tipo de cambio nominal se depreció otro 10,2% mensual (117,9% en el año) y la inflación ascendió a 32,4% en los primeros nueve meses del año. A raíz de esta situación, el 25 de septiembre el Presidente del BCRA presentó su renuncia, siendo reemplazado en el puesto por el entonces Secretario de Política Económica del Ministerio de Hacienda. Desgastado el régimen de metas de inflación, el nuevo titular de la autoridad monetaria anunció el abandono del mismo y su reemplazo por un régimen de metas de agregados monetarios a partir del 01 de octubre de 2018.

Conforme a la contextualización que se ha brindado, surge el interés de estudiar las causas que llevaron al abandono del RMI en Argentina a menos de dos años de su implementación formal. Para ello, se analizarán el cumplimiento de los requisitos para su desempeño, las diferencias de implementación que existieron respecto a la experiencia internacional, y los hechos estilizados observados durante su vigencia. Describir y caracterizar las particulares condiciones en las que se llevó a cabo la adopción de este régimen de política monetaria permitirá dar cuenta de una forma más acabada de las causas que impidieron la consecución de los objetivos y metas fijados, y el abandono final de dicho régimen en el corto plazo.

⁵ Una primera transferencia por U\$S15.000 millones se destinó en partes iguales a reforzar las reservas del BCRA y al financiamiento presupuestario. El resto se transferiría en desembolsos parciales conforme se superaran las revisiones técnicas trimestrales del organismo respecto a las metas establecidas en el acuerdo.

1.2. Objetivos

Objetivo General

Determinar las causas de la ineffectividad del RMI en Argentina para encarar el proceso de desinflación que derivaron en su abandono a dos años de implementarlo formalmente.

Objetivos Específicos.

- a) Analizar el cumplimiento de los requisitos para el funcionamiento del RMI en Argentina.
- b) Comparar las diferencias que existieron en la implementación del RMI en el caso argentino respecto de la experiencia internacional.
- c) Describir los hechos estilizados observados durante la vigencia del RMI en el país.

1.3. Aspectos metodológicos.

Para abordar el problema planteado, el presente trabajo se desarrollará bajo un enfoque mixto de triangulación de métodos cualitativo y cuantitativo de investigación, con preponderancia de este último. De acuerdo con Hernández Sampieri, Fernández Collado y Baptista Lucio (2010), este tipo de enfoque comprende un conjunto de procesos sistemáticos, empíricos y críticos de investigación que integran la recolección y análisis de datos de carácter cuantitativo y cualitativo con el fin de lograr un entendimiento más acabado del caso de estudio. Mientras la investigación cuantitativa presenta las ventajas de controlar los fenómenos bajo estudio, cuantificar las magnitudes de éstos y generalizar los resultados para la comparación entre casos similares, la investigación cualitativa permite dar una riqueza interpretativa de los datos analizados, contextualizar los fenómenos bajo estudio y abordar experiencias únicas con mayor flexibilidad (Dalle, Boniolo, Sautu, y Elbert, 2005; Hernández Sampieri *et al.*, 2010). Por su parte, con la triangulación de métodos se pretende conseguir la complementariedad de la investigación cuantitativa y cualitativa, haciendo un uso conveniente de cada una de ellas, de forma tal garantizar el cumplimiento de los objetivos del proyecto de investigación (Fasio, Pascual y Suárez, 2002). De esta forma, el enfoque mixto tiene la virtud de superar las limitaciones que presentan individualmente los enfoques de investigación únicos a la hora de estudiar fenómenos complejos (Hernández Sampieri *et al.*, 2010).

En cuanto al diseño metodológico del presente trabajo, el mismo tendrá un alcance descriptivo por cuanto se pretende especificar y detallar las características y variables propias del fenómeno bajo análisis (Fasio *et al.*, 2002; Hernández Sampieri *et al.*, 2010). Asimismo, la

investigación será no experimental de corte longitudinal dado que las variables involucradas en el caso estudiado, sobre las cuales se describirá su evolución durante el desarrollo del mismo, no pueden ser controladas o manipuladas en la investigación mediante, por ejemplo, el empleo de grupos de control. De acuerdo con Fasio *et al.* (2002), los diseños no experimentales permiten interpretar cómo se manifiestan, qué características tienen y cómo interactúan entre sí los procesos de un fenómeno determinado.

Continuando con el autor anteriormente citado, las unidades de análisis de un proyecto suelen ser muy variadas y pueden estar constituidas por individuos, grupos, organizaciones y procesos, entre otros. En particular, la unidad de análisis del presente trabajo será el proceso de desinflación encarado por el BCRA mediante la aplicación de metas de inflación. Sobre el mismo se analizarán los siguientes siete conceptos de los que se desprenden las respectivas variables para cada uno de ellos:

- a) Política Monetaria: (i) tasa de política monetaria, (ii) índice de inflación, (iii) otros instrumentos de política monetaria, (iv) activos y pasivos de BCRA.
- b) Dominancia Externa: (i) tipo de cambio nominal, (ii) saldos de cuenta corriente y cuenta capital y financiera, (iii) variación de reservas internacionales.
- c) Dominancia Fiscal: (i) resultados primario y global del gobierno central, (ii) asistencia del BCRA al Tesoro Nacional.
- d) Dominancia Financiera: (i) indicadores de liquidez y solvencia del sistema financiero argentino, (ii) créditos del BCRA al sistema financiero.
- e) Independencia: (i) mecanismo de toma de decisión de la política monetaria.
- f) Credibilidad: (i) canales de rendición de cuentas de la política monetaria.
- g) Actividad Económica: (i) producto bruto interno, (ii) consumo, (iii) gasto público, (iv) inversión, (v) exportaciones netas.

El objeto de estudio del presente proyecto configura un estudio de caso intrínseco, dado que el interés por su análisis surge por ser un fenómeno único (Stake, 1999). En este sentido, la muestra será no probabilística y se seleccionará de forma intencional por cuanto el objetivo es comprender el caso en sí mismo (Simons, 2011; Hernández Sampieri *et al.*, 2010).

En cuanto a los instrumentos y técnicas de recolección de la información, los datos cuantitativos y cualitativos serán obtenidos principalmente de la página web institucional del BCRA y, complementariamente, de la página web del INDEC, por lo que ambas configuran las unidades de información. En tal sentido, la totalidad de datos utilizados serán de fuentes secundarias. Asimismo, se aplicarán las técnicas que se detallan a continuación sobre los instrumentos que se indican para cada una de ellas:

- a) Lectura y análisis de documentos: (i) Informes de Política Monetaria (BCRA), (ii) Informes Anuales al Honorable Congreso de la Nación–(BCRA), (iii) Informes de Estabilidad Financiera (BCRA), (iv) Informes sobre Bancos (BCRA), (v) Informes de Balanza de pagos, Posición de Inversión Internacional y Deuda Externa (INDEC).
- b) Análisis e interpretación de series estadísticas: (i) monetarias y financieras (BCRA), (ii) cambiarias (BCRA), (iii) sector externo (INDEC), (iv) índice de precios al consumidor (INDEC), (v) agregados macroeconómicos (INDEC), (vi) sector público (INDEC).

2. Marco teórico

2.1. Los regímenes de política monetaria.

La teoría económica tradicional suele clasificar las políticas que ejecutan los bancos centrales en su rol de autoridad monetaria en tres regímenes monetarios: i) el régimen de metas de agregados monetarios, ii) el régimen de metas de tipo de cambio, y iii) el régimen de metas de inflación. Cada uno de ellos se caracteriza por tener un ancla nominal –es decir, una restricción sobre el valor del dinero nacional– que limita el accionar discrecional de la política monetaria y permite que el nivel de precios de la economía sea determinado de forma unívoca de manera tal de propiciar su estabilidad (Mishkin, 1999). Estas anclas son las variables nominales sobre las que se establecen las metas para cada régimen: i) los agregados monetarios, ii) el tipo de cambio y iii) la inflación, respectivamente.

En un régimen de metas de agregados monetarios, el banco central se vale de la utilización de sus instrumentos de política, como la determinación del efectivo mínimo o la tasa de interés, para controlar los agregados monetarios buscando cumplir las metas previamente definidas con miras de alcanzar su objetivo final (Croce y Khan, 2000), el cual podría ser, por ejemplo, una inflación baja y estable a largo plazo. De acuerdo con Mishkin (2000):

Una estrategia de metas monetarias se compone de tres elementos: 1) la confianza en la información que es expresada por un agregado monetario para conducir la política económica, 2) el anuncio de metas de agregados monetarios, y 3) algún mecanismo de responsabilidad que impida desvíos grandes y sistemáticos de las metas monetarias (p.1)⁶.

Si bien este régimen de política ha tenido su auge durante la década de 1970 (Mishkin, 2000; Croce y Khan, 2000), a partir finales de la década de 1980 y principios de 1990 los bancos centrales a nivel mundial han relegado la determinación de objetivos operativos en términos cuantitativos dentro de sus balances, como los agregados monetarios, por objetivos operativos

⁶ “A monetary targeting strategy comprises three elements: 1) reliance on information conveyed by a monetary aggregate to conduct monetary policy, 2) announcement of targets for monetary aggregates, and 3) some accountability mechanism to preclude large and systematic deviations from the monetary targets” (Mishkin, 2000, p. 1).

de precio del dinero, ya sea en términos de tasa de interés (precio interno del dinero) como del tipo de cambio (precio externo del dinero) (Rule, 2015).

Por su parte, en un régimen de metas de tipo de cambio el banco central establece una regla de determinación del tipo cambio y hace uso de los instrumentos de política monetaria para alcanzar las metas definidas inicialmente. Dicha regla puede incluir, entre otras, fijar el valor de la moneda local al de un *commodity* (por ejemplo, el oro) o al de otra moneda de un país con una inflación baja y estable, o permitir que el tipo de cambio fluctúe entre bandas previamente definidas, lo que se conoce en la literatura económica como *crawling peg* (Mishkin, 1999). De acuerdo con Croce y Khan (2000), “Bajo una regla de tipo de cambio, la política monetaria está severamente limitada, porque está dirigida únicamente al tipo de cambio, lo que limita la capacidad del banco central para responder a shocks domésticos o externos” (p. 48)⁷.

Por último, en un régimen de metas de inflación (RMI) el banco central preanuncia en forma explícita los objetivos de inflación para un período determinado que serán perseguidos mediante la utilización de instrumentos de política –principalmente mediante una tasa de interés de referencia– y periódicamente publicará información sobre las estrategias y decisiones de política con el fin de dotar de transparencia y certidumbre al proceso (Croce y Khan, 2000). Mishkin (2000) afirma que:

Las metas de inflación comprenden cinco elementos claves: 1) anunciar públicamente la meta numérica de inflación a mediano plazo; 2) un compromiso institucional de mantener la estabilidad de precios como un objetivo primario y de largo plazo y un compromiso para alcanzar el objetivo inflacionario; 3) una estrategia de información inclusiva en la que varias variables y no solo los agregados monetarios son utilizadas para tomar las decisiones de política monetaria; 4) mayor transparencia de la estrategia de política monetaria mediante la comunicación con el público y los mercados sobre los planes y objetivos de los hacedores de política monetaria; y 5) mayor responsabilidad del banco central para alcanzar sus objetivos de inflación (p. 10)⁸.

⁷ “Under the exchange rate rule, monetary policy is severely limited, because it is directed only at the exchange rate, thus constraining the ability of the central bank to respond to domestic or external shocks” (Croce y Khan, 2000, p. 48).

⁸ “Inflation targeting involves five key elements: 1) public announcement of medium-term numerical targets for inflation; 2) an institutional commitment to price stability as the primary, long-run goal of monetary policy and a commitment to achieve the inflation goal; 3) an information inclusive strategy in which many variables and not just monetary aggregates are used in making decisions about monetary policy; 4) increased transparency of the monetary policy strategy through communication with the public and the markets about the plans and objectives

2.2. Los canales de transmisión de la política monetaria.

La lógica causal de un RMI puede resumirse en tres etapas. Primero, la determinación de la tasa de interés de política monetaria incide sobre el precio de los activos y las restantes tasas de interés de los mercados financieros. Segundo, estas variaciones impactan sobre las decisiones de las familias y las firmas alterando la demanda agregada. Finalmente, la alteración de la demanda agregada, dado el nivel de oferta, incide sobre la inflación de la economía (Abeles y Borzel, 2004).

Siguiendo a autores como Mies, Morandé y Tapia (2002) o Mishkin (1996), existen cinco principales canales de transmisión de la política monetaria en el marco de un RMI que, si bien pueden ser identificados individualmente, en la práctica operan en forma conjunta.

El primero de ellos, el canal de la tasa de interés, es el mecanismo básico y principal de propagación de la política monetaria y, por ende, no contempla los efectos de intermediación de las entidades del sistema financiero. El mismo se inicia con variaciones sobre la oferta monetaria que realiza el banco central mediante operaciones de mercado abierto que repercuten en la determinación del nivel de tasa interés nominal en el mercado de dinero y en las tasas de interés reales en el mercado de bienes. Las modificaciones de éstas últimas inciden en las decisiones de consumo e inversión de los agentes y, consecuentemente, sobre el producto y los precios de la economía. Al respecto, Mies *et al.* (2002) señalan que:

La política monetaria será más efectiva en la medida que pueda afectar, con el manejo de una tasa de interés de corto (cortísimo) plazo, toda la estructura de tasas de interés. En particular, aquellas de más largo plazo, relevantes para las decisiones de inversión y de consumo de bienes durables (p. 3).

Por su parte, el canal de activos surge como un mecanismo más abarcador que el anteriormente descrito al reconocer que la política monetaria tiene efectos no solo sobre el precio del dinero –es decir, la tasa de interés–, sino también sobre el precio de otros bienes de la economía, principalmente el de las divisas –a través del tipo de cambio– y el de las acciones bursátiles (Mishkin, 1996). En este sentido, la variación en la valuación de estos bienes producirá una modificación del stock de riqueza de los agentes, lo que repercutirá en sus

of monetary policymakers; and 5) increased accountability of the central bank for attaining its inflation objectives” (Mishkin, 2000, p. 10).

decisiones de consumo e inversión incidiendo sobre la demanda agregada y el nivel de precios, lo que reforzará finalmente los efectos del mecanismo básico de transmisión de la política monetaria a través del canal de la tasa de interés (Mies *et al.*, 2002).

El canal de tipo de cambio, que como se señaló es un caso particular del canal de activos, suele ser individualizado por la literatura económica como un canal adicional por la importancia del valor de las divisas como precio relativo de la economía (Mies *et al.*, 2002; Mishkin, 1996). Bajo un esquema de libre flotación cambiaria y libre movilidad de capitales, el tipo de cambio dependerá de las fluctuaciones de la tasa de interés doméstica. De este modo, un incremento de ésta por encima de la tasa de interés internacional producto de una política monetaria contractiva incentiva el ahorro en instrumentos en moneda local, tanto de inversionistas nacionales como internacionales a través del ingreso de capitales, lo que genera una revalorización de la moneda doméstica. La apreciación cambiaria repercute en una reducción de la competitividad del país mediante el encarecimiento de los bienes de producción local valuados en moneda extranjera que afecta las exportaciones netas. La caída de las exportaciones, en simultáneo con el aumento de las importaciones, deprime la demanda agregada y, consecuentemente, el nivel de precios de la economía. “Además, el tipo de cambio afecta directamente la inflación a través del componente de las importaciones. Una política monetaria contractiva, que conduce a una apreciación de la moneda, disminuirá el componente importado de la inflación” (Mies *et al.*, 2002, p. 6). Tal disminución se deriva del abaratamiento relativo de los bienes importados denominados en moneda local.

El canal del crédito bancario, a diferencia del canal de la tasa de interés, refleja los efectos de intermediación de las entidades del sistema financiero en la economía (Mies *et al.*, 2002; Mishkin, 1996). En tal sentido, mediante este mecanismo de transmisión, una política monetaria contractiva reduce la oferta de dinero provocando una disminución de los depósitos bancarios, lo que deriva en un encarecimiento del costo de fondeo de los bancos a través del incremento de las tasas pasivas de interés que éstos pagan a sus depositantes. Tanto la menor cantidad de fondos prestables como el mayor costo de los mismos, el cual se traduce en un aumento de las tasas activas de interés de los bancos, restringen la oferta crediticia del sistema financiero. El menor acceso al crédito afecta los niveles de consumos e inversión de los agentes reduciendo la demanda agregada y, consecuentemente, la inflación.

Finalmente, el canal de expectativas hace referencia a la capacidad que tienen los agentes de realizar inferencias sobre el desarrollo de las variables económicas en el tiempo. En tal sentido, el hecho de que el banco central se fije objetivos creíbles y sean comunicados de forma fehaciente permite a los agentes generar expectativas claras y poco erráticas sobre el

comportamiento de la política monetaria en el futuro, lo que refuerza su efectividad. En particular, el canal de expectativas toma especial relevancia en regímenes de metas de inflación, donde la autoridad monetaria buscará, a través del manejo de la tasa de interés de referencia, alinear las expectativas de inflación de los agentes sobre las que se fijan los precios y salarios de la economía de modo tal que sean consistentes con las metas previamente fijadas (Mies *et al.*, 2002).

2.3. Requisitos para la implementación de un RMI.

A nivel teórico, la implementación de un RMI precisa el cumplimiento de ciertos requisitos iniciales, los cuales deben mantenerse durante su vigencia. Abeles y Borzel (2004), en su descripción crítica sobre este régimen monetario, identifican cinco de estos requisitos que se plantean en la literatura. Los dos primeros corresponden a características propias del rol que debe ejercer la autoridad monetaria: su independencia y credibilidad. Los últimos tres corresponden a condiciones macroeconómicas que debe cumplir la economía del país: el equilibrio fiscal, la estabilidad financiera y la estabilidad externa.

Respecto a la independencia del banco central, se espera que los responsables de su conducción posean la suficiente autonomía para tomar decisiones sobre los instrumentos de política monetaria tal que no se vean condicionados por necesidades o requerimientos de las autoridades gubernamentales electas y se aboquen de lleno a la persecución de una inflación baja y estable, la cual es el objetivo prioritario del banco central en un RMI (Croce y Khan, 2000; Mishkin, 1999; Roger, 2009). Cualquier otro objetivo que pudiera considerarse queda subordinado al cumplimiento de las metas de inflación previamente fijadas para el funcionamiento del régimen. En base a este requisito, se considera crucial que la autoridad monetaria posea un alto grado de autonomía operacional y que las autoridades gubernamentales brinden su compromiso con el marco de metas de inflación de la política monetaria (Roger, 2009).

En cuanto a su credibilidad, se considera fundamental que la conducción del banco central rinda cuentas periódicamente a los agentes de las decisiones que adoptan para el cumplimiento de las metas y objetivos previamente establecidos, identificando y explicando las causas de los eventuales desvíos que pudieran surgir y cuáles serían las medidas a tomarse para su remediación (Croce y Khan, 2000; Mishkin, 1999; Roger, 2009). La rendición de cuentas suele realizarse a través de la publicación de diferentes documentos entre los que se encuentran informes periódicos de inflación o del desarrollo de la política monetaria, informes especiales

o comunicados ante desvíos significativos en el cumplimiento de las metas, minutas con las decisiones adoptadas por el comité de política monetaria e informes de rendición de gestión de las autoridades del banco central ante el Congreso o cuerpo legislativo equivalente (Roger, 2009). Complementariamente, la construcción de credibilidad dependerá también del cumplimiento de las metas fijadas por la autoridad monetaria en los sucesivos períodos, alineando de este modo las expectativas de los agentes económicos.

Por su parte, el equilibrio fiscal (o la ausencia de dominancia fiscal) refiere al requisito de que la política monetaria del banco central no se vea subordinada a las necesidades de financiamiento derivadas de los déficits en las cuentas públicas en los que pudieran incurrir las autoridades gubernamentales (Fraga, Goldfajn y Minella, 2003). En este sentido, Roger (2009) señala:

La dominancia fiscal, o la amenaza de ella, puede socavar completamente la credibilidad de las metas de inflación. De hecho, una política fiscal que es fundamentalmente inconsistente con la meta de inflación puede desencadenar una crisis de tipo de cambio, al igual que puede llevar al colapso de una paridad cambiaria (p. 24)⁹.

Asimismo, la estabilidad financiera (o la ausencia de dominancia financiera) alude a que las decisiones de política monetaria no se encuentren sujetas a la necesidad de dotar de liquidez al sistema financiero (Fraga *et al.*, 2003). En este sentido, un sistema bancario sin problemas de liquidez o solvencia no requeriría que la autoridad monetaria intervenga como prestamista de última instancia para asistir a las entidades bancarias que lo necesiten. De este modo, se evitaría la expansión monetaria que dicha asistencia conlleva, impidiendo que esta última incentive un incremento del nivel de precios de la economía y que el banco central se aparte de la persecución de sus metas de inflación.

Finalmente, la estabilidad externa (o la ausencia de dominancia externa) conlleva a que la política monetaria no se vea condicionada por la necesidad de realizar intervenciones para definir o defender un determinado tipo de cambio, toda vez que el objetivo central de la autoridad monetaria bajo un RMI es mantener una inflación baja y estable. Al respecto, el marco teórico que sustenta este régimen monetario sostiene que el banco central no puede perseguir y alcanzar en forma consistente múltiples objetivos con un único instrumento, es decir, la tasa de

⁹ “Fiscal dominance, or the threat of it, may completely undermine the credibility of inflations targeting. Indeed, fiscal policy that is fundamentally inconsistent with the inflation target can trigger an exchange rate crisis just as it may lead to the collapse of an exchange rate peg” (Roger, 2009, p. 24).

interés de política monetaria (Roger, 2009). Sobre el problema de la dominancia externa, Fraga *et al.* (2003) señalan que debe abordarse a través de la mejora de los *fundamentals* de la economía, lo que implica dejar que el valor externo de la moneda se determine por las fuerzas del mercado, adoptando para ello un régimen cambiario de flotación limpia y la liberalización de la cuenta capital y financiera de la balanza de pagos.

2.4. Las metas de inflación y las teorías de inflación.

La corriente teórica sobre la que se sustenta el RMI entiende que los procesos inflacionarios son de naturaleza estrictamente monetaria. Como afirma Rapoport (2011):

“(...) para la economía ortodoxa, la inflación depende ante todo de una emisión monetaria por sobre la tasa de crecimiento de la economía. Cualquiera sea la razón inicial del aumento de los precios –se señala–, si el Banco Central pone más dinero en manos del público, éste aumentará sus compras y convalidará la inflación. Los salarios, el gasto público y la expansión monetaria actúan como causas de la inflación al generar demandas que presionan sobre el mercado y elevan los precios” (p. 136).

No obstante, continuando con este autor, desde la heterodoxia económica se reconoce a la inflación como un fenómeno multicausal, es decir, se identifican otros factores de índole no monetaria que originan o influyen en los procesos de aumentos sostenidos de precios. De acuerdo a su génesis, se distinguen distintos tipos de inflación que pueden actuar de forma concurrente retroalimentándose mutuamente. El primero de éstos es la inflación por costos, donde el incremento de la mano de obra y/o la materia prima encarece los costos de producción de los bienes y, para mantener el margen de ganancia, los productores se ven obligados a incrementar los precios de los bienes que producen. En segundo término, se identifica la inflación como fenómeno de mercado, donde ésta puede originarse tanto por excesos de demanda, dado el nivel de producto de la economía, como por una insuficiencia de la oferta para abastecer un determinado nivel de demanda. En tercer lugar, se menciona la inflación estructural que se origina por rigideces y asimetrías propias de la economía, por ejemplo, el estrangulamiento de la balanza de pagos o un escenario de puja distributiva entre asalariados y capitalistas (espiral inflacionaria de precios–salarios). En cuarto lugar, se describe a la inflación de origen externo. En este tipo de inflación, una devaluación o un incremento de los precios internacionales de los bienes transables provoca el incremento de los precios de estos bienes en

moneda local al interior de la economía del país. Finalmente, se reconoce a la inflación por poder monopólico, donde las empresas que cuentan con estas posiciones de mercado tienen la posibilidad de incrementar los precios de forma especulativa independientemente del nivel de demanda sobre los bienes que comercializan (Rapoport, 2011).

2.5. Implicancias de la aplicación de un RMI.

Las metas de inflación como régimen de política monetaria tienen ciertas implicancias no deseadas para los países que las ponen en práctica, particularmente para aquellos en vías de desarrollo. Siguiendo a Abeles y Borzel (2010), una de estas implicancias es la fijación de metas de inflación innecesariamente exigentes por parte de la autoridad monetaria con el fin de asegurar su credibilidad, la cual reviste una importancia crucial en este tipo de régimen donde el ancla nominal son las propias metas. En igual sentido, con el objetivo de salvaguardar dicha credibilidad, el banco central puede sobrereaccionar ante shocks que desvíen la inflación respecto a las metas previamente fijadas incrementando anticipadamente las tasas de interés y/o haciéndolo en una cuantía que sea perjudicial para la producción de bienes y servicios. Estas respuestas de la autoridad monetaria se enmarcan en la concepción monocausal de los fenómenos inflacionarios que sustenta la teoría en la que se basa el RMI, dejando de lado la consideración y abordaje de las causas no monetarias de estos procesos.

Otra implicancia que surge de la propia naturaleza del RMI es la tendencia permanente a la apreciación cambiaria producto del constante ingreso de capitales derivado de las mayores tasas de interés que suelen prevalecer. De acuerdo con Abeles y Borzel (2010), dada la preponderancia del control de la inflación como objetivo en este tipo de régimen por sobre otros objetivos posibles y la relevancia del canal cambiario como mecanismo de transmisión de la política monetaria en economías pequeñas y abiertas, la autoridad monetaria suele ser más permisiva ante apreciaciones cambiarias en contraposición a las depreciaciones. En tal sentido, el banco central procurará actuar inmediatamente ante el alza del tipo de cambio aumentando la tasa de interés de referencia a fin de evitar su traspaso a precios, pero ese accionar no será recíproco ante una caída del valor de la moneda extranjera. Cabe remarcar que la tolerancia sobre las apreciaciones cambiarias también encuentra su justificación dentro de la lógica de un RMI en que éstas contribuyen a los procesos de desinflación mediante el abaratamiento relativo de los bienes importados denominados en moneda local. La consecuencia de la tendencia permanente al atraso cambiario es el perjuicio a los sectores productivos dependientes de un

tipo de cambio competitivo y la primarización de las economías en vía de desarrollo, lo que repercute en su crecimiento y nivel de empleo.

Finalmente, la desregulación en forma plena de la cuenta capital y financiera de la balanza de pagos exigida para la implementación de un RMI y el sesgo permanente a la apreciación cambiaria van en detrimento de la estabilidad financiera en economías pequeñas y abiertas al elevar la exposición al riesgo de fuertes depreciaciones del tipo de cambio como consecuencia de una reversión repentina de los flujos de capitales hacia exterior (*sudden stops*), lo que terminaría impactando negativamente sobre el nivel de inflación a través del canal cambiario (Abeles y Borzel, 2010; Fraga *et al.*, 2003). Los fenómenos de *sudden stops* suelen originarse ante shocks en los mercados internacionales, como alteraciones de las tasas de interés internacional o una mayor aversión al riesgo a nivel global de los fondos de inversiones internacionales, lo que provoca el retorno de capitales desde economías emergentes hacia aquellas desarrolladas, derivando en las fuertes depreciaciones señaladas. Adicionalmente, de una reversión repentina de los flujos de capitales hacia el exterior podrían sucederse situaciones de bancarota, destrucción de capital humano y del crédito local, y dificultades para el financiamiento de los déficits en cuenta corriente de la balanza de pagos con su consecuente impacto contractivo en la actividad económica (Calvo, 1998).

2.6. El RMI en la práctica a nivel mundial.

De acuerdo a Roger (2009), la primera experiencia a nivel mundial sobre la aplicación de este régimen monetario data de finales de 1989 cuando Nueva Zelanda adoptó en su legislación las metas de inflación, las cuales entraron en vigencia a partir del primer trimestre del año siguiente. Durante casi toda la década de 1990 los RMI fueron un esquema monetario adoptado prácticamente en forma exclusiva por países industrializados. Recién hacia finales de los años 90's y comienzos de la década del 2000 éstos comenzaron a ser puestos en práctica por países emergentes y en vías de desarrollo.

Hasta 2009 solo 29 países habían adoptado las metas de inflación, 15 naciones de altos ingresos¹⁰ y 14 de bajos ingresos¹¹ (Roger, 2009), lo que totalizaba apenas el 15% de las economías a nivel mundial. De los restantes países, las naciones industrializadas continuaban

¹⁰ Nueva Zelanda, Canadá, Reino Unido, Suecia, Finlandia, Australia, España, República Checa, Israel, Corea del Sur, Islandia, Noruega, Hungría y Eslovaquia, en base a indicadores de desarrollo del Banco Mundial.

¹¹ Polonia, Brasil, Chile, Colombia, Sudáfrica, Tailandia, México, Perú, Filipinas, Guatemala, Indonesia, Rumania, Turquía, Serbia y Ghana, en base a indicadores de desarrollo del Banco Mundial.

optando mayoritariamente por regímenes de flotación administrada y objetivos múltiples, mientras que las no industrializadas se volcaban por regímenes de metas cambiarias en mayor proporción (ver Figura 1). Asimismo, las metas de agregados monetarios fueron perdiendo relevancia a nivel global dejando de ser utilizadas completamente por los países industrializados hacia finales de la década de 1990.

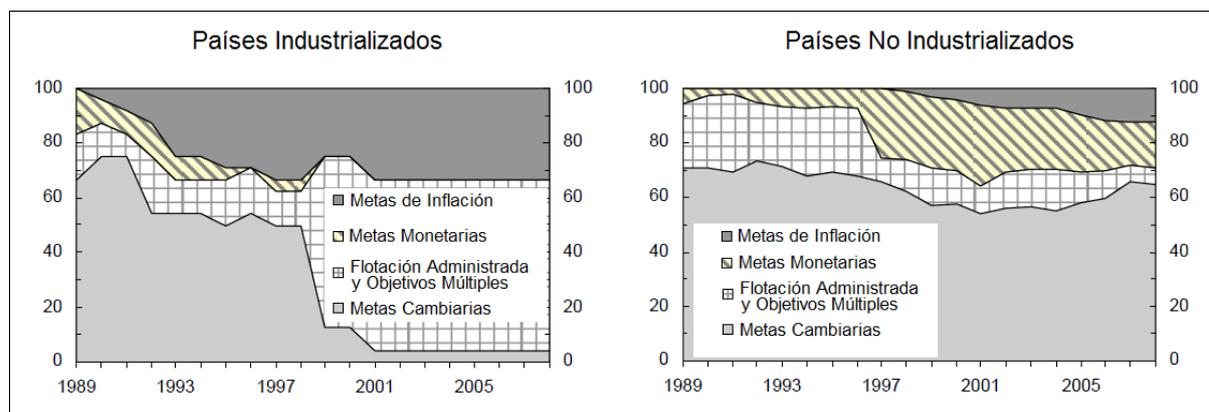


Figura 1. Evolución de los Regímenes de Política Monetaria, 1989 – 2008 (Roger, 2009, p. 5).

En cuanto a los contextos en que fueron implementados, Roger (2009) señala que los países de ingresos altos pusieron en funcionamiento los RMI con índices de inflación iniciales del 4,8% anual en promedio, mientras que en los países de bajos ingresos fueron adoptados con niveles de inflación iniciales del 6,5% anual en promedio.

Tabla 1

Países y tasa de inflación anual a fecha efectiva de adopción del RMI entre 1989 – 2009 (en porcentaje).

País	Fecha de adopción	Inflación inicial	País	Fecha de adopción	Inflación inicial
1. Nueva Zelanda	1° Trim. 1999	3,3	16. Corea del Sur	Ene. 2001	2,9
2. Canadá	Feb. 1991	6,9	17. México	Ene. 2001	9,0
3. Reino Unido	Oct. 1992	4,0	18. Islandia	Mar. 2001	4,1
4. Suecia	Ene. 1993	1,8	19. Noruega	Mar. 2001	3,6
5. Finlandia	Feb. 1993	1,0	20. Hungría	Jun. 2001	10,8
6. Australia	Abr. 1993	2,0	21. Perú	Ene. 2002	-0,1
7. España	Ene. 1995	4,2	22. Filipinas	Ene. 2002	4,5
8. República Checa	Dic. 1997	6,8	23. Guatemala	Ene. 2005	9,2
9. Israel	Jun. 1997	8,1	24. Eslovaquia	Ene. 2005	5,8
10. Polonia	Oct. 1998	10,6	25. Indonesia	Jul. 2005	7,4
11. Brasil	Jun. 1999	3,3	26. Rumania	Ago. 2005	9,3
12. Chile	Sep. 1999	3,2	27. Turquía	Ene. 2006	7,7
13. Colombia	Sep. 1999	9,3	28. Serbia	Sep. 2006	10,8

14. Sudáfrica	Feb. 2000	2,6	29. Gana	May. 2007	10,5
15. Tailandia	May. 2000	0,8			

Fuente: Elaboración propia en base a Roger (2009, 2010).

Respecto a los países sudamericanos que adoptaron un RMI a partir de 1999 (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú), la evidencia histórica demuestra que estos regímenes fueron implementados como una estrategia de consolidación (*lock in*) de los niveles de inflación reducidos a lo largo de la década que antecedió a su puesta en marcha (ver Tabla 2) y no como una estrategia para iniciar un proceso de desinflación (Abeles y Borzel, 2010; Borzel, 2008). Estos países, con las particularidades de cada caso, se valieron de diferentes herramientas económicas, como el establecimiento de tipos de cambio semifijos, bandas cambiarias, controles a la entrada y salida de flujo de capitales, y hasta cambios de la moneda nacional¹², con el objetivo de reducir los niveles de inflación creciente que experimentaron hasta principios de la década de 1990¹³. Solo años después de haber logrado estabilizar los precios de sus economías, las autoridades monetarias de estas naciones implementaron las metas de inflación como régimen de política monetaria.

Tabla 2

Tasas de inflación anual a diciembre de cada año de los países sudamericanos que adoptaron el RMI entre 1990 – 2003 (en porcentaje).

País	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Brasil	2.101,3	463,2	1149	2.477,2	916,5	22,4	9,6	5,2	1,7	8,9	6,0	7,7	12,5	9,3
Chile	27,3	18,7	12,7	12,2	8,9	8,2	6,6	6,0	4,7	2,3	4,5	2,6	2,8	1,1
Colombia	32,4	26,8	25,1	22,6	22,6	19,5	21,6	17,7	16,7	9,2	8,8	7,6	7,0	6,5
México	29,9	18,8	11,9	8,0	7,1	52,0	27,7	15,7	18,6	12,3	9,0	4,4	5,7	4,0
Perú	7.646,8	139,2	56,7	39,5	15,4	10,2	11,8	6,5	6,0	3,7	3,7	-0,1	1,5	2,5

Fuente: Elaboración propia en base a Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL, 2020). Se destaca la inflación anual a diciembre según el año en que cada país implementó el RMI.

¹² En 1991, en el marco de un severo plan de ajuste para combatir la hiperinflación, Perú sustituyó el Inti (adoptado en 1985) por el Nuevo Sol. Dicho plan de ajuste tuvo una fuerte incidencia negativa en los indicadores socioeconómicos peruanos. Por su parte, en 1994 Brasil sustituyó el Cruzeiro por el Real como una de las medidas para combatir la hiperinflación que venía experimentando hasta entonces.

¹³ México experimentó un rebrote inflacionario a partir de 1995 con la crisis de deuda mexicana desatada en diciembre de 1994 que implicó una fuerte devaluación de su moneda.

3. Diagnóstico

3.1. Hacia la formalización de las metas de inflación.

En diciembre de 2015, con el cambio de gobierno, se designaron nuevas autoridades al frente del Banco Central de la República Argentina. En tal sentido, mediante los Decretos N° 36/2015 y 87/2015, el Poder Ejecutivo Nacional nombró como Presidente y Vicepresidente del BCRA a Federico Sturzenegger y Lucas Llach, respectivamente. De acuerdo a su diagnóstico inicial, desde comienzos de la década de 2010 y hasta entonces la economía argentina había registrado un escaso o nulo crecimiento, cuantiosos déficits fiscales financiados parcialmente por el Banco Central, un sistema de tipos de cambios múltiples y restricciones de acceso al mercado de cambios que dificultaban la generación genuina de divisas de exportación e inversión, y niveles de inflación superiores al 25% anual observados desde 2007 (BCRA, 2015). Asimismo, concluyeron que “La gradual pérdida de foco del Banco en las funciones descriptas por su Carta Orgánica fue un aspecto clave del deterioro macroeconómico argentino en los años previos a 2015” (BCRA, 2015, p. 6). Por tal motivo, desde el inicio de su gestión, las nuevas autoridades se avocaron a lo que denominaron la normalización cambiaria y monetaria de la economía con el objeto de corregir los desequilibrios mencionados en forma previa a implementar un régimen monetario de metas de inflación. Esta normalización, cuyas medidas se extenderían a lo largo del año 2016, implicarían la resolución de los siguientes aspectos: i) la dominancia fiscal, la cual consideraban la causa del nivel de inflación al ser la contracara de la emisión monetaria; ii) las restricciones de acceso al mercado de cambios, que limitaban el ingreso de divisas por exportaciones e inversiones extranjeras; y iii) el deterioro de la hoja de balance del BCRA producto tanto de los dos aspectos anteriores como de las intervenciones en el mercado de futuros de divisas realizadas hasta entonces (BCRA, 2016a).

Sobre el primer aspecto, el BCRA y el Gobierno Nacional acordaron limitar el financiamiento al Tesoro (adelantos transitorios y las transferencias de utilidades) a un monto de \$160.000 millones para el año 2016 (BCRA, 2017c). Como reflejan los datos de la Tabla 3, la asistencia al Gobierno Nacional se ubicó dentro de los límites establecidos entre las autoridades monetaria y gubernamental para el año en cuestión. Cabe destacar que esta medida, más que resolver el escenario de dominancia fiscal como pretendían las autoridades del BCRA, solo lo acotaba al mantener constante el monto nominal girado al gobierno durante 2015, comprometiéndose a reducirlo paulatinamente en los años siguientes.

Tabla 3

Asistencia del BCRA al Tesoro Nacional entre 2004 – 2016 (cifras en millones de pesos).

Año	Adelantos Transitorios	Transferencia de Utilidades	Total Asistencia	PIB a precios corrientes	Asistencia Total / PIB
2004	5.940	1.000	6.940	485.115	1,43%
2005	2.689	---	2.689	582.538	0,46%
2006	2.332	1.150	3.482	715.904	0,49%
2007	3.000	1.150	4.150	896.980	0,46%
2008	5.250	4.400	9.650	1.149.646	0,84%
2009	10.000	4.400	14.400	1.247.929	1,15%
2010	9.600	20.255	29.855	1.661.721	1,80%
2011	20.950	8.696	29.646	2.179.024	1,36%
2012	60.600	7.722	68.322	2.637.914	2,59%
2013	54.870	32.181	87.051	3.348.308	2,60%
2014	68.850	78.418	147.268	4.579.086	3,22%
2015	80.400	78.124	158.524	5.954.511	2,66%
2016	50.380	109.617	159.997	8.228.160	1,94%

Fuente: Elaboración propia en base a Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC, 2020a) y BCRA (2020b).

Más aún, lo que el Gobierno Nacional comenzó a realizar desde 2016 fue cambiar sus fuentes de financiamiento volcándose a la colocación de deuda en el mercado de capitales, tal como se expresa en el Informe de Política Monetaria de enero de 2017:

Por su parte, la resolución del litigio con tenedores de deuda pública en default permitió a la Argentina acceder nuevamente al mercado de deuda. El resultado fue una sustitución del financiamiento monetario del déficit fiscal por financiamiento no monetario (títulos públicos), lo que implicó una reducción de la participación de adelantos y transferencias en los factores de variación de la base monetaria (BCRA, 2017c, p. 76).

En cuanto al segundo aspecto, las nuevas autoridades dispusieron una serie de medidas tendientes a la eliminación de las restricciones de acceso al mercado de divisas, la unificación cambiaria y la flexibilización de las regulaciones que regían en el mercado de cambios¹⁴ con el

¹⁴ Entre dichas medidas se encontraban la eliminación de las restricciones al acceso de mercado de divisas (Comunicación “A” 5850), la modificación de las normas sobre efectivo mínimo (Comunicación “A” 5853), la transferibilidad de los depósitos en moneda extranjera en el sistema financiera (Comunicación “A” 5899), la liberación de operaciones de compra de moneda extranjera para importación (Comunicaciones “A” 5861 y 5955) y la flexibilización de las normas que regulaban el Mercado Único y Libre de Cambios –MULC– (Comunicaciones “A” 6037 y 6038) (BCRA, 2016a).

objeto de establecer un esquema de tipo de cambio flotante. Paralelamente, el BCRA implementó desde diciembre de 2015 una política de tasas de interés reales positivas con el objetivo de fomentar un proceso de desinflación a través de las colocaciones de Lebac. Dicha política tasas reales positivas en pesos promovió el desarme de posiciones de cartera en moneda extranjera y la mayor demanda de activos en moneda local (BCRA, 2017c). Esta situación, junto con la liquidación de los dólares obtenidos a través de la colocación de deuda del Gobierno Nacional, permitió a la autoridad monetaria recomponer sus niveles de reservas internacionales. El excedente de emisión producto de la compra neta de divisas fue esterilizado por la propia política de absorción monetaria instrumentada a través de las Lebac.

Tabla 4

Factores explicativos de la variación de reservas internacionales durante 2016 (cifras en millones de dólares).

Fecha	Reservas Internac.	Compra de Divisas	Organismos Internacionales	Otras Oper. del Sector Público	Efectivo Mínimo	Otros ¹⁵
Ene-16	4.511	196	-97	-75	-1.701	6.188
Feb-16	-1.675	-377	-184	-35	-2.031	951
Mar-16	1.173	140	-277	-119	1.718	-288
Abr-16	4.808	303	-220	6.689	-302	-1.662
May-16	-4.208	1.506	-156	-4.462	2.363	-3.460
Jun-16	336	323	-128	52	260	-172
Jul-16	2.004	719	-96	2.565	404	-1.588
Ago-16	-1.362	6	-182	215	-1.254	-147
Sept-16	-1.248	0	-281	-587	-322	-59
Oct-16	7.309	11	-45	2.801	7.232	-2.690
Nov-16	167	4	-150	4.124	-3.437	-374
Dic-16	1.931	706	-55	-379	1.888	-229
Total 2016	13.745	3.536	-1.869	10.789	4.817	-3.529

Fuente: Elaboración propia en base a BCRA (2020b).

Con la eliminación de las restricciones de acceso al mercado de divisas el 17/12/2015, el tipo de cambio nominal pasó de \$9,83 en la jornada anterior a \$12,97 al último día hábil de diciembre 2015 para luego finalizar el 2016 en \$15,85.

¹⁵ Incluye pasivos en dólares con el exterior.

En cuanto a la mejora la hoja de balance de la Institución, se llevaron a cabo diferentes acciones. La primera de ellas fue adoptada en diciembre de 2015 mediante el canje de Letras Intransferibles que el Tesoro Nacional había colocado al Banco Central en 2006 y 2010 por un monto de U\$S16.000 millones a cambio de nuevas emisiones de títulos públicos con cotización de mercado, lo cual brindaba una mayor flexibilidad para administrar sus activos y nuevos instrumentos para la ejecución de su política monetaria a través de operaciones de mercado abierto. La segunda fue la cancelación de los contratos de futuros de divisas que había realizado la gestión anterior con el objeto de contener las expectativas de devaluación del tipo de cambio nominal, los cuales llegaron a representar el 70% de las reservas internacionales de las que disponía el Banco Central. Finalmente, la tercera acción llevada a cabo –como ya se mencionó– fue limitar la asistencia al Tesoro Nacional con el objetivo no solo de acotar la dominancia fiscal sino también de mejorar la hoja de balance de la propia Institución (BCRA, 2016a).

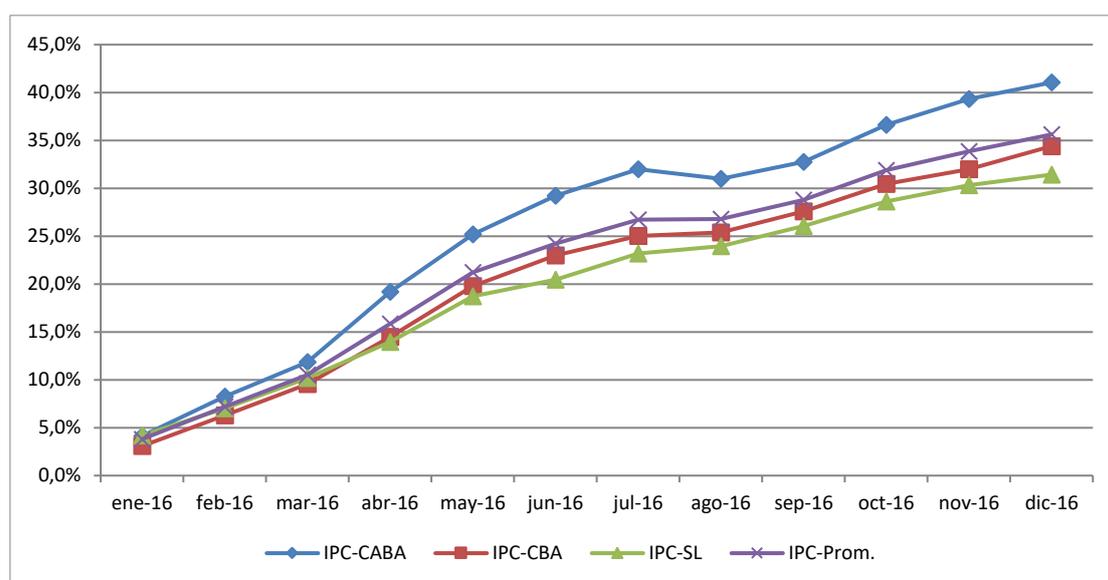


Figura 2. Índices de precios al consumidor provinciales y promedio – nivel general. Variaciones mensuales acumuladas respecto a diciembre 2015. Elaboración propia en base a Dirección General de Estadísticas y Censos de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires (DGEyC CABA, 2020), Dirección General de Estadísticas y Censos de la Provincia de Córdoba (DGEyC CBA, 2020) y Dirección Provincial de Estadísticas y Censos de la Provincia de San Luis (DPEyC San Luis, 2020).

El contexto económico local del año 2016 que acompañó el proceso de normalización cambiaria y monetaria antes descripto estuvo caracterizado por una contracción del producto bruto interno del 2,1% anual en términos reales, el cual se vio deteriorado en todos sus componentes: consumo privado (-0,8%), gasto público (-0,5%), inversión (-5,8%) y exportaciones netas (-7,5%)¹⁶. Por otro lado, el contexto inflacionario lejos estuvo de verse

¹⁶ Variaciones anuales en términos reales (INDEC, 2020a).

contenido a pesar de la política monetaria contractiva aplicada por el BCRA a través de los esfuerzos de absorción del circulante mediante la colocación de Lebacs con tasas de interés reales positivas. Tal como se muestra en la Figura 2, a diciembre de 2016 la inflación promedio acumulada¹⁷ rondó el 35,6% anual.

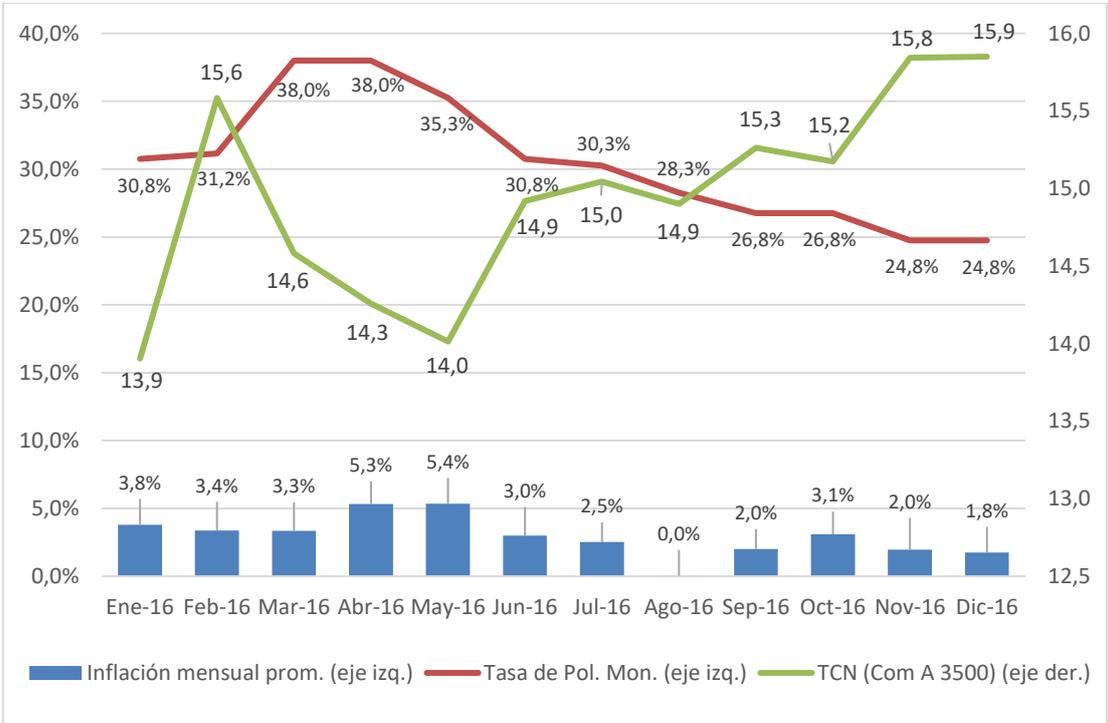


Figura 3. Inflación mensual promedio, tasa de política monetaria y tipo de cambio (Com. “A” 3500) entre enero y diciembre 2016. Elaboración propia en base a BCRA (2020b).

3.2. El cumplimiento de los requisitos del régimen.

A continuación, se analizará el cumplimiento de los requisitos teóricos en forma previa a la implementación del régimen de metas de inflación en Argentina a partir de enero del año 2017.

3.2.1. Independencia.

¹⁷ A través del Decreto PEN N° 55/2016 del 07/01/2016, el Poder Ejecutivo declaró en estado de emergencia administrativa al Sistema Estadístico Nacional y a su órgano rector, el INDEC. En este sentido, el mencionado organismo dispuso la interrupción del cálculo y publicación del índice de precios al consumidor (IPC) para una revisión metodológica y la elaboración de un nuevo índice a nivel nacional, el cual comenzó a ser publicado a partir de 2017. A raíz de esta situación y como una aproximación, para el año 2016 se tomó el promedio simple de los IPC elaborados por los institutos de estadística de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y las provincias de Córdoba y San Luis. Cabe señalar que distritos como Santa Fe y Mendoza, con importantes conglomerados urbanos, no elaboraban sus propios IPC por ese entonces.

La carta orgánica del Banco Central (Ley N° 26.739, 2012), en sus artículos 1° y 3°, establece que el BCRA es una entidad autárquica del Estado nacional la cual tiene por finalidad, en el marco de las políticas establecidas por el gobierno nacional, la estabilidad monetaria, la estabilidad financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social. Adicionalmente, en sus artículos 6° y 7°, determina que estará gobernado por un Directorio compuesto por un Presidente, un Vicepresidente y ocho Directores que durarán en sus cargos un período de seis años, renovable, y que éstos son designados por el Poder Ejecutivo nacional con acuerdo del Senado. Asimismo, en su artículo 16°, establece que la administración del BCRA será ejercida por intermedio de los Subgerentes Generales, quienes revisten el carácter de asesores del Presidente y el Directorio. Estos funcionarios dependerán funcionalmente, según el caso, del Presidente o del Gerente General designado por éste.

Independientemente de los aspectos formales de la carta orgánica del BCRA, la condición de independencia para la aplicación del RMI implica que los responsables de conducir la política monetaria, una vez designados, posean la suficiente autonomía operativa para tomar decisiones sobre los instrumentos de política a fin de cumplir con los objetivos y metas previamente establecidos.

En este sentido, desde inicios de la nueva gestión se constituyó el Consejo de Política Monetaria, el cual se encontraba compuesto por el Presidente y los Vicepresidentes Primero y Segundo, el Gerente General, y los Subgerentes de Investigaciones Económicas y de Operaciones del BCRA. Su principal función era definir la tasa de política monetaria, la que durante 2016 estuvo conformada por la tasa de interés de las Lebacs a 35 días de colocación mientras que a partir de 2017 pasó a ser la tasa de interés central del corredor de pases activos y pasivos en pesos a siete días de plazo. En este sentido, el Consejo de Política Monetaria establecía los términos de las licitaciones de las letras, en forma semanal durante su primer año de funcionamiento y luego mensualmente a partir del segundo, y las operaciones de pases pasivos que realizaba la entidad (Instituto Provincial de Estadísticas y Censos de la Provincia de Santa Fe [IPEC SF], 2017). La comunicación de las decisiones adoptadas por el Consejo se realizaba a través de, en una primera instancia, comunicados de prensa y, luego, a través de comunicados de política monetaria, mientras que los resultados de las licitaciones se informaban al público a través de Comunicación “B”. De este modo, el requisito de independencia establecido en la teoría para la aplicación de un RMI se encontraba cumplido.

3.2.2. Credibilidad.

De acuerdo a la teoría, al menos inicialmente al implementar un RMI, la rendición de cuentas en forma periódica de las decisiones adoptadas por la autoridad monetaria resulta una condición necesaria para la construcción de credibilidad. En este sentido, los mecanismos que utilizó el BCRA para la rendición de cuentas de su política monetaria se basaron en la divulgación de tres tipos de documentos (IPEC SF, 2017). El primero de ellos fueron los Comunicados de Política Monetaria que formalmente comenzaron a emitirse a partir del 03 de enero de 2017 de forma semanal en ocasión de comunicar la tasa de política monetaria establecida. En ellos, además, el Banco Central informaba las condiciones y perspectivas sobre las que basaba sus decisiones de mantener o modificar dicha tasa¹⁸. El segundo tipo de documento utilizado fueron los Informes Monetarios Mensuales¹⁹. Estos informes de frecuencia mensual tenían por finalidad analizar y dar a conocer la evolución de determinadas variables monetarias y financieras, entre las que se encuentran: la base monetaria y los agregados monetarios, las reservas internacionales, las tasas de intereses activas y pasivas, los préstamos bancarios al sector privado, la liquidez del sistema financiero, y el mercado de divisas. El tercer tipo de documento que utilizó el BCRA como medio de rendición de cuentas fueron los Informes de Política Monetaria, los cuales comenzaron a publicarse a partir del mes de mayo de 2016 con una frecuencia trimestral. El objetivo de estos informes fue evaluar el contexto económico nacional e internacional, analizar la dinámica de precios de la economía y sus perspectivas, y explicar las razones de las decisiones de la política monetaria.

Complementariamente a estos medios de rendición de cuentas, la Carta Orgánica del BCRA establece en su artículo 10, inciso i), que el Presidente de la Institución deberá presentar un informe anual al Honorable Congreso de la Nación en el cual se describe las principales gestiones desarrolladas durante ese período, la evolución de la economía y el desenvolvimiento del sistema financiero. Asimismo, el mismo inciso establece que deberá comparecer ante las comisiones de Presupuesto y Hacienda de ambas Cámaras, de Economía del Senado de la Nación y de Finanzas de la Cámara de Diputados, en sesiones públicas y conjuntas de las mismas, a los efectos de informar sobre los alcances de las políticas monetarias, cambiarias y financieras en ejecución (Ley N° 26.739, 2012).

Cabe aclarar, como se ha mencionado al comienzo de este apartado, que la rendición de cuentas a los agentes económicos es la condición sobre la cual la autoridad monetaria va a

¹⁸ Hasta diciembre de 2016, la tasa de política monetaria –es decir, la tasa de las Lebac a 35 días– era difundida a través de la publicación de los resultados de las licitaciones de letras del Banco Central.

¹⁹ Cabe aclarar que, si bien los Informes Monetarios Mensuales comenzaron a publicarse desde finales de la década de 1990, dentro del RMI se utilizaron como un mecanismo más de rendición de cuentas.

construir su credibilidad inicialmente. Para que esta construcción sea alcanzada a lo largo del tiempo, el Banco Central debe lograr el cumplimiento periódico de las metas y objetivos del RMI previamente establecidos. Por tal motivo, se puede afirmar que la credibilidad como requisito previo se encontraba cumplida por cuanto el BCRA había generado los mecanismos de rendición de cuentas sobre sus decisiones de política monetaria.

3.2.3. Equilibrio fiscal.

Las cuentas fiscales del Gobierno Nacional han mostrado un sostenido resultado deficitario en los últimos años, el cual se ha ido profundizando con el correr del tiempo. Tal como se muestra en la Figura 4, los resultados fiscales primarios anuales –es decir, los ingresos menos los egresos del fisco sin considerar los intereses de la deuda pública– se mantuvieron superavitarios o equilibrados hasta 2012, comenzando a partir de 2013 a arrojar posiciones deficitarias. En cuanto a los resultados globales o financieros anuales de las cuentas públicas – es decir, considerando los intereses de deuda–, se observa una situación similar, con posiciones deficitarias ya desde el año 2011.

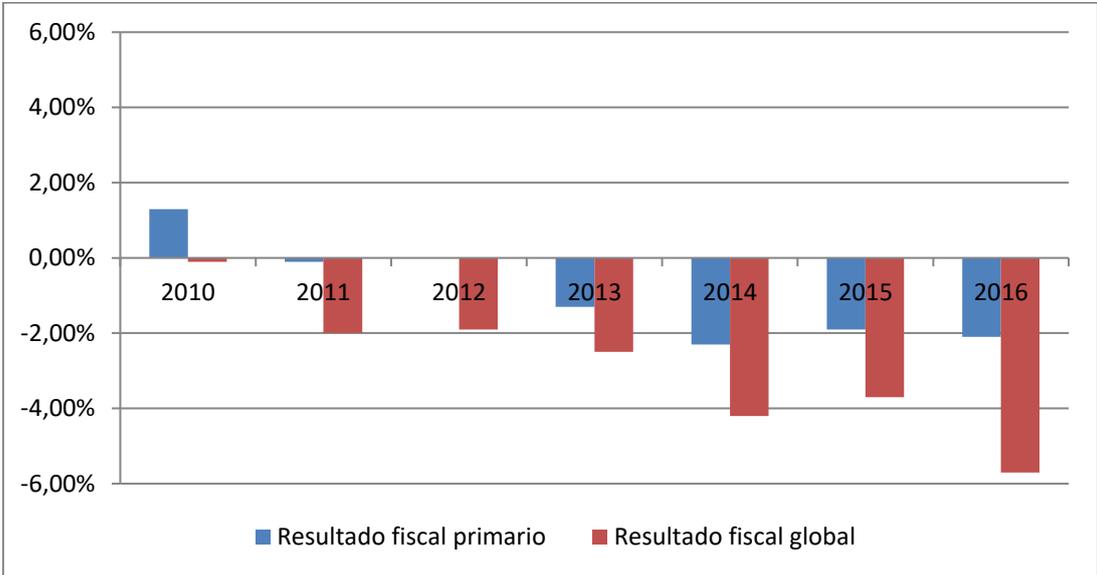


Figura 4. Resultados fiscales primario y global del Gobierno Nacional entre 2010 y 2016 como porcentaje del PIB. Elaboración propia en base a CEPAL (2019).

A diciembre de 2015, tal como se muestra en la Tabla 5, los déficits primario y global del Gobierno Nacional ascendían a \$113.136 y \$220.317 millones, los que equivalían a 1,9% y 3,7% del PIB, respectivamente. Asimismo, los intereses de la deuda pública totalizaban \$107.181 millones. En coordinación con la autoridad monetaria, el 13 de enero de 2016 el

Ministerio de Hacienda dio a conocer las metas fiscales para el período 2016–2019 que acompañarían el proceso denominado de normalización cambiaria y monetaria por el BCRA y las metas de inflación que éste formalizaría hacia finales de 2016. En este sentido, las metas fiscales establecían un déficit fiscal primario de 4,8%, 3,3%, 1,8% y 0,3% del PIB para los años 2016, 2017, 2018 y 2019, respectivamente (IPEC SF, 2017).

Tabla 5

Variables fiscales del Gobierno Nacional entre 2015 – 2016 (cifras en millones de pesos).

Variables Fiscales	2015		2016	
	Monto	% sobre PIB	Monto	% sobre PIB
Ingresos totales	1.214.720	20,4%	1.662.088	20,2%
Ingresos tributarios	1.024.176	17,2%	1.407.015	17,1%
Gastos totales	1.429.083	24,0%	2.131.093	25,9%
Gastos corrientes	1.274.265	21,4%	1.958.302	23,8%
Intereses	107.181	1,8%	296.214	3,6%
Gastos de capital	160.772	2,7%	172.791	2,1%
Resultado primario	-113.136	-1,9%	-172.791	-2,1%
Resultado global	-220.317	-3,7%	-469.005	-5,7%

Fuente: Elaboración propia en base a INDEC (2020a) y de CEPAL (2019).

Al momento de la implementación del RMI, los resultados primario y global del Gobierno Nacional finalizaban 2016 con déficits de \$172.791 y \$469.005 millones de pesos, lo que equivalía al 2,1% y 5,7% del PIB. En este contexto, tal como fuera mencionado anteriormente, la autoridad monetaria y la autoridad gubernamental acordaron limitar el financiamiento al Tesoro (adelantos transitorios y las transferencias de utilidades) a un monto de \$160.000 millones para el año 2016. Cabe remarcar que tanto esta limitación en la asistencia al Tesoro como la meta fiscal para el año 2016 se cumplieron (ver Tablas 3 y 5). No obstante, es dable reiterar que estas medidas no resolvían el escenario de dominancia fiscal presente al momento de la puesta en marcha del RMI, sino que lo acotaban en el sentido monetario. Adicionalmente, lo que el Gobierno Nacional hizo a partir de 2016 fue cambiar sus fuentes de financiamiento volcándose a la colocación de deuda en el mercado de capitales (BCRA, 2017c). En este contexto, el requisito de equilibrio fiscal no se encontraba cumplido en forma previa a la implementación del RMI.

3.2.4. Estabilidad financiera.

Al momento de entrar en vigencia el régimen de metas de inflación, el sistema financiero argentino gozaba de buenos niveles de liquidez. Los indicadores a diciembre de 2016 mostraban sólidas posiciones, incluso mejores que los años previos. En este sentido, la liquidez²⁰ del sistema financiero alcanzaba el 31,7% de los depósitos totales, lo cual reflejaba una mejora en dicho indicador del 4,2% respecto a diciembre de 2015. Por su parte, la liquidez con países²¹ y la liquidez amplia²² del sistema financiero representaban el 34,7% y 49,0% de los depósitos totales, con incrementos de 6,5% y 2,3% anual, respectivamente, en comparación a igual período del año anterior.

Tabla 6

Liquidez del sistema financiero argentino entre 2013 – 2016 (% a diciembre de cada año).

Indicadores de liquidez del SFA	2013	2014	2015	2016
Liquidez	26,7%	23,9%	27,5%	31,7%
Liquidez con países	26,8%	26,2%	28,2%	34,7%
Liquidez amplia	38,5%	45,4%	46,7%	49,0%

Fuente: Elaboración propia en base a BCRA (2020c).

Por su parte, los ratios de cobertura de liquidez (LCR)²³, tanto de las entidades financieras obligadas por la Comunicación “A” 5703 del BCRA como de las no obligadas, excedían a diciembre de 2016 el triple del mínimo exigido por la autoridad monetaria, situación que les habría permitido cumplir ampliamente con sus depositantes ante un eventual retiro masivo de efectivo.

²⁰ Determinada como: (Saldo de cuenta corriente en BCRA en moneda nacional y extranjera + Otras disponibilidades en moneda nacional y extranjera) / Depósitos totales.

²¹ Calculada como: (Saldo de cuenta corriente en BCRA en moneda nacional y extranjera + Otras disponibilidades en moneda nacional y extranjera + Saldo acreedor neto por operaciones de países de las entidades financieras contra el BCRA) / Depósitos totales.

²² Determinada como: (saldo de cuenta corriente en BCRA en moneda nacional y extranjera + Otras disponibilidades en moneda nacional y extranjera + Saldo acreedor neto por operaciones de países de las entidades financieras contra el BCRA + Tenencia de títulos del BCRA + Títulos públicos admisibles para integración de efectivo mínimo) / Depósitos totales.

²³ De acuerdo con los estándares del Comité de Basilea, el LCR se determina como el cociente entre los fondos de activos líquidos de alta calidad (FALAC) y las salidas de efectivo netas totales (SENT) previstas para un período de 30 días bajo un escenario de estrés.

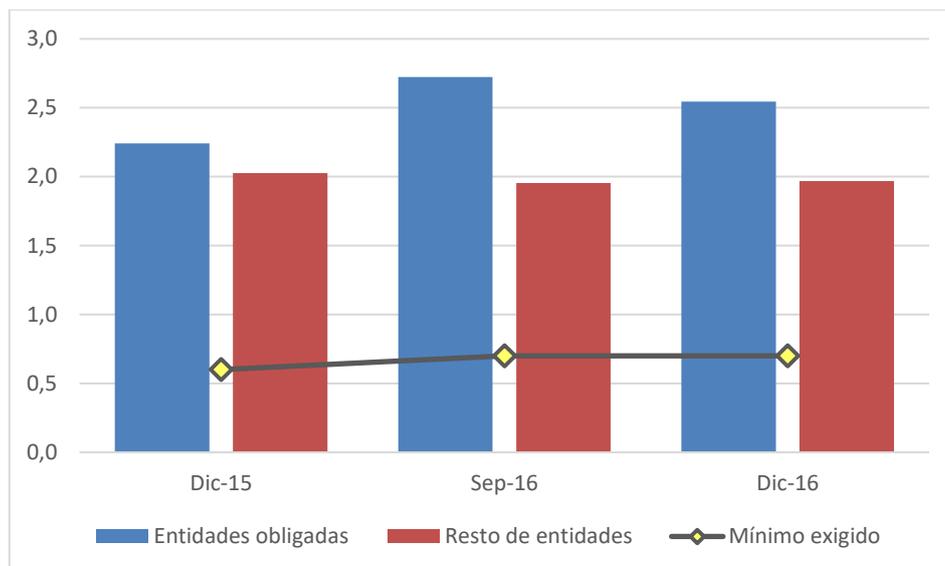


Figura 5. Ratio de cobertura de liquidez de las entidades del sistema financiero argentino entre 2015 y 2016. Elaboración propia en base a BCRA (2017b).

En cuanto a la solvencia del sistema financiero, las entidades en conjunto mostraban indicadores de cobertura robustos que les permitían gestionar y afrontar escenarios inesperados potencialmente adversos, a la vez que les otorgaban la suficiente holgura como para continuar expandiendo el otorgamiento de créditos (BCRA, 2016b). A diciembre de 2016, la integración de capital de nivel I²⁴ alcanzaba el 15,2% de los activos ponderados por riesgo (APR), mientras que la integración de capital total²⁵ ascendía al 16,7% de los APR. Asimismo, la posición de capital²⁶ –la cual refleja el exceso de integración sobre la exigencia regulatoria– se situaba en el 93% de los requerimientos de capital a nivel agregado, reflejando de este modo una posición de sobreintegración de recursos propios.

Tabla 7

Solvencia del sistema financiero argentino entre 2013 – 2016 (% a diciembre de cada año).

Indicadores de solvencia del SFA	2013	2014	2015	2016
Integración de capital de nivel I	12,5%	13,7%	12,4%	15,2%
Integración de capital total	13,6%	14,7%	13,3%	16,7%
Posición de capital	76,3%	90,1%	78,5%	93,0%

Fuente: Elaboración propia en base a BCRA (2020c).

²⁴ Calculado, según las normas sobre capitales mínimos del BCRA, como: (Patrimonio neto básico – Cuentas deducibles del patrimonio neto básico) / Activos ponderados por riesgos totales.

²⁵ Determinado, según las normas sobre capitales mínimos del BCRA, como: Integración de capital (RPC) / Activos ponderados por riesgos totales. Incluye los requerimientos de capital de nivel II y las franquicias a la integración de capital.

²⁶ Calculada como: (Integración de capital - Exigencia de capital) / Exigencia de capital. Incluye las franquicias a la integración de capital.

En forma agregada, si se observan los estados contables del Banco Central, el saldo de créditos que éste mantenía con las entidades del sistema financiero argentino al 31 de diciembre de cada año evidenció una constante reducción, pasando de \$5.600 millones en 2013 a \$2.315 millones en 2016 (ver Figura 6), lo que configuró una reducción del 58,7% en este rubro.

En el contexto descripto, no se vislumbra un escenario de dominancia financiera para la aplicación de un régimen de metas de inflación a partir de enero de 2017.

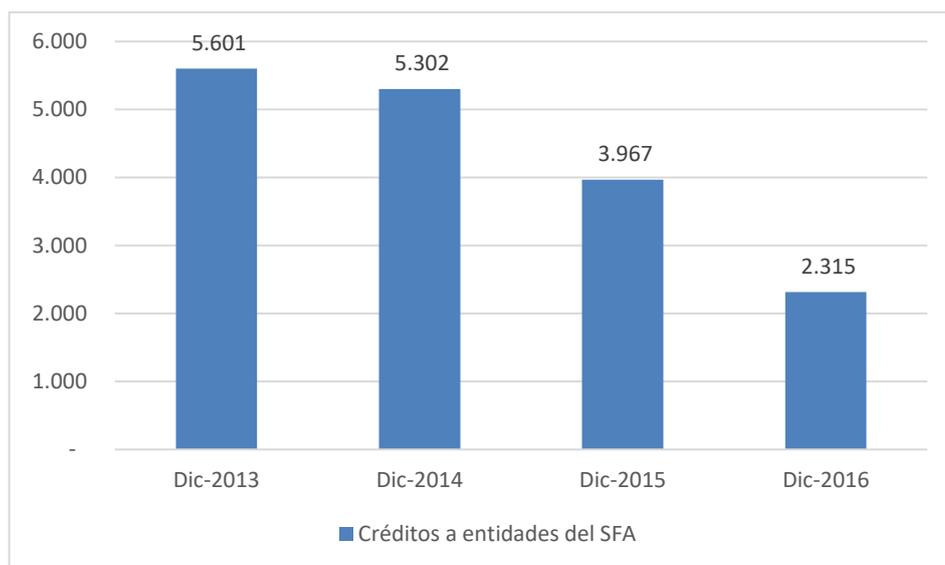


Figura 6. Saldo de créditos del BCRA a las entidades del sistema financiero argentino entre 2013 y 2016. Elaboración propia en base BCRA (2020a).

3.2.5. Estabilidad externa.

El 17 diciembre de 2015, las nuevas autoridades del BCRA decidieron levantar las restricciones al acceso del mercado de divisas, lo que provocó que el tipo de cambio nominal de referencia (Comunicación “A” 3500) pasara de \$9,83 el día previo a \$12,97 al último día hábil de ese año. Tal como se muestra en la Figura 7, el tipo de cambio, al último día hábil de cada mes, promedió durante 2016 los \$14,94 por dólar, oscilando entre los \$13,90 y \$15,85.

Por su parte, las compras de divisas por parte del Banco Central al sector privado totalizaron ese año los U\$3.536 millones, registrando operaciones de compras o ventas esporádicas en la medida que la autoridad monetaria detectaba apreciaciones o depreciaciones disruptivas del tipo de cambio buscando evitar su excesiva volatilidad. Este esquema es conocido en la literatura económica como “flotación sucia”, el cual no se ajusta a la condición de flotación limpia o libre que exige el requisito teórico de estabilidad externa en un RMI.

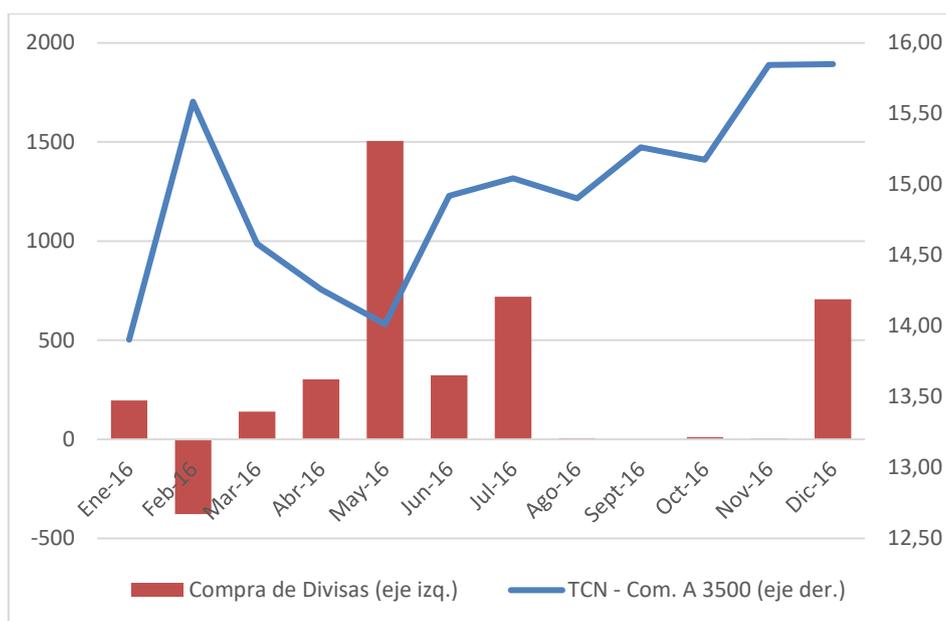


Figura 7. Compras de divisas del BCRA al sector privado y tipo de cambio nominal (Com. "A" 3500) durante 2016. Elaboración propia en base a BCRA (2020b).

Como se observa en la Figura 7, en coincidencia con las cosechas gruesa de soja y fina de otros cultivos que se dan anualmente en el país durante los períodos marzo-junio y noviembre-diciembre respectivamente, el tipo de cambio se vio presionado -además del ingreso de capitales financieros que se detalla más adelante- por las liquidaciones de las exportaciones agropecuarias. Hasta ese entonces, regía la obligatoriedad de ingreso y liquidación de divisas en el Mercado Único y Libre de Cambios dentro de los 30 días de concertadas las exportaciones. Con el fin morigerar estas apreciaciones, entre las desregulaciones del mercado cambiario, las autoridades gubernamental y monetaria fueron flexibilizando el plazo máximo de ingreso y liquidación de divisas hasta su eliminación²⁷.

Si se analiza la situación previa a la implementación del RMI a través de la balanza de pagos (ver Tabla 8), se puede observar que el frente externo ya presentaba riesgos latentes. En este sentido, se evidencia que durante 2016 la cuenta corriente arrojó una posición deficitaria de U\$S15.105 millones, situación que se venía reiterando desde años previos. No obstante, el crónico déficit por cuenta corriente señalado fue más que compensado ese año por el ingreso de divisas a través de la posición superavitaria de la cuenta capital y financiera por U\$S29.416 millones, lo que permitió al Banco Central incluso acumular reservas aun sin la necesidad de restricciones en el mercado de cambios.

²⁷ Durante el año 2016, el plazo de ingreso y liquidación de divisas por exportaciones pasó de 30 días a cinco años, el cual se extendió a 10 años en enero de 2017 hasta ser suprimido en noviembre de 2017 mediante el Decreto N° 893/2017 del Poder Ejecutivo Nacional y la Comunicación "A" 6363 del BCRA.

Tabla 8

Saldos anuales de la Balanza de Pagos entre 2013 – 2016 (cifras en millones de dólares).

Balanza de Pagos	2013	2014	2015	2016
Balanza de cuenta corriente	-13.124	-9.179	-17.622	-15.105
Balanza de bienes	4.635	5.541	-785	4.416
Exportaciones FOB	75.928	68.440	56.809	57.960
Importaciones FOB	71.293	62.899	57.594	53.544
Balanza de servicios	-5.329	-4.641	-5.815	-8.452
Balanza de renta	-13.165	-11.614	-12.105	-12.192
Balanza de transferencias corrientes	734	1.535	1.083	1.123
Balanzas de capital y financiera	1.301	10.374	12.716	29.416
Inversión extranjera directa neta	8.932	3.145	10.884	1.474
Inversión de cartera	433	-2.339	437	35.255
Otros movimientos de capital ⁽²⁸⁾	-8.064	9.568	1.395	-7.313
Variación en activos de reserva	-11.824	1.195	-4.906	14.311

Fuente: Elaboración propia en base INDEC (2020b) y CEPAL (2019).

Sobre este punto, cabe destacar que el ingreso de divisas a través de la cuenta capital y financiera en 2016 encuentra su explicación en la colocación de deuda mayoritariamente pública en los mercados de capitales internacionales, los niveles de tasa de interés reales positivas en activos libres de riesgo –por ejemplo, las Lebac– más altos que el promedio internacional y la propia estabilidad del tipo de cambio que garantizaba que los altos rendimientos de dichos instrumentos en moneda local se tradujeran en rendimientos prácticamente iguales en moneda extranjera. Asimismo, también es importante mencionar que la inversión extranjera directa neta, –es decir, la inversión productiva de largo plazo– resultó ser significativamente inferior a la de los años previos mientras que la inversión de cartera presentó una situación inversa, lo que podía anticipar el carácter cortoplacista del ingreso de capitales desde el exterior. En el presente contexto, la condición de estabilidad externa no se encontraba cumplida.

3.3. El desempeño del RMI durante su vigencia.

²⁸ Abarca los saldos por otros conceptos de las cuentas capital y financiera, incluyendo los saldos por errores y omisiones.

A continuación, se analizará el desempeño del régimen de metas de inflación durante los años 2017 y 2018, y el cumplimiento de los requisitos para su funcionamiento en dicho período.

3.3.1. El primer año del régimen.

En un contexto en el que la inflación a diciembre de 2016 cerró en torno al 35,6% anual y luego del denominado proceso de normalización cambiaria y monetaria de la economía, a partir de enero de 2017 comenzó a funcionar en Argentina el régimen de metas de inflación. Bajo este régimen, el Banco Central utilizaría la tasa de política monetaria para influir en el nivel de inflación a través de sus canales de transmisión, especialmente a través de los canales de tasa de interés y de expectativas. La base monetaria y los demás agregados monetarios, de esta manera, se determinarían de forma endógena de acuerdo a las necesidades liquidez, la cual sería administrada por el BCRA a través de las operaciones de pases, la compra y la venta de títulos y las subastas de letras del BCRA (BCRA, 2017a).

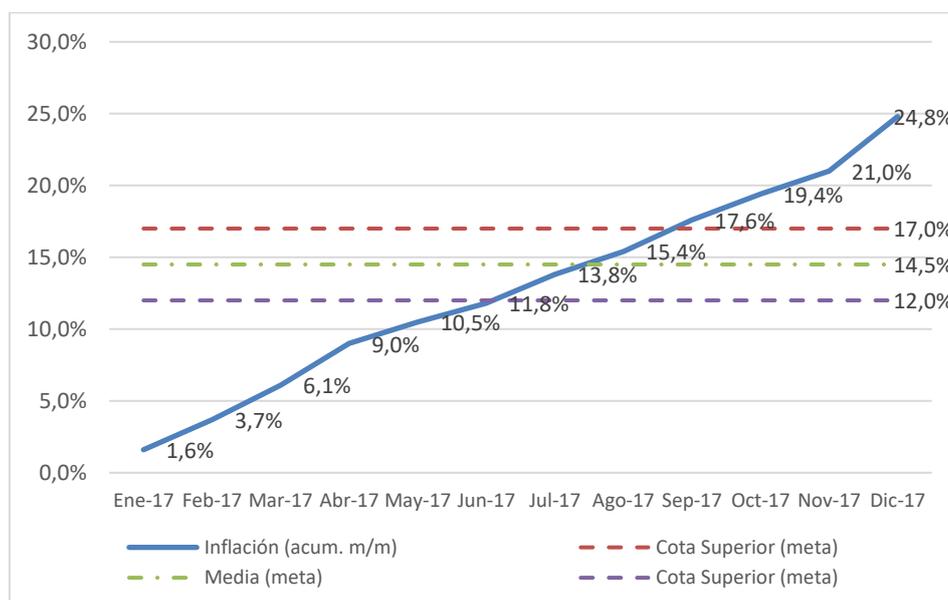


Figura 8. Inflación mensual acumulada entre enero y diciembre de 2017. Elaboración propia en base a INDEC (2020c) y BCRA (2017d).

Como muestra la Figura 8, la inflación mensual²⁹ acumulada bajo la administración de la tasa de política monetaria y la utilización de las demás herramientas para gestionar el

²⁹ Medida a través del Índice de Precios al Consumidor Nacional (IPC Nacional) calculado por el INDEC a partir del mes de enero de 2017.

excedente de liquidez en el marco del RMI alcanzó la cota inferior (12%) de la meta de 2017 en el mes de junio y traspasó la cota superior (17%) en el mes de septiembre. A diciembre de 2017, la inflación anual se situó en el 24,8%, rebasando la banda superior de la meta de ese año en 7,8%.

Sobre el incumplimiento de la meta en el primer año de funcionamiento del RMI, las autoridades del Banco Central brindaron las siguientes explicaciones dentro de la lógica del régimen monetario. En primer lugar, se afirmó que la reducción del nivel de tasa de interés entre octubre de 2016 y marzo de 2017 en base a la inflación observada resultó ser mayor a la requerida para encaminar la inflación dentro del sendero necesario para cumplir con la meta.

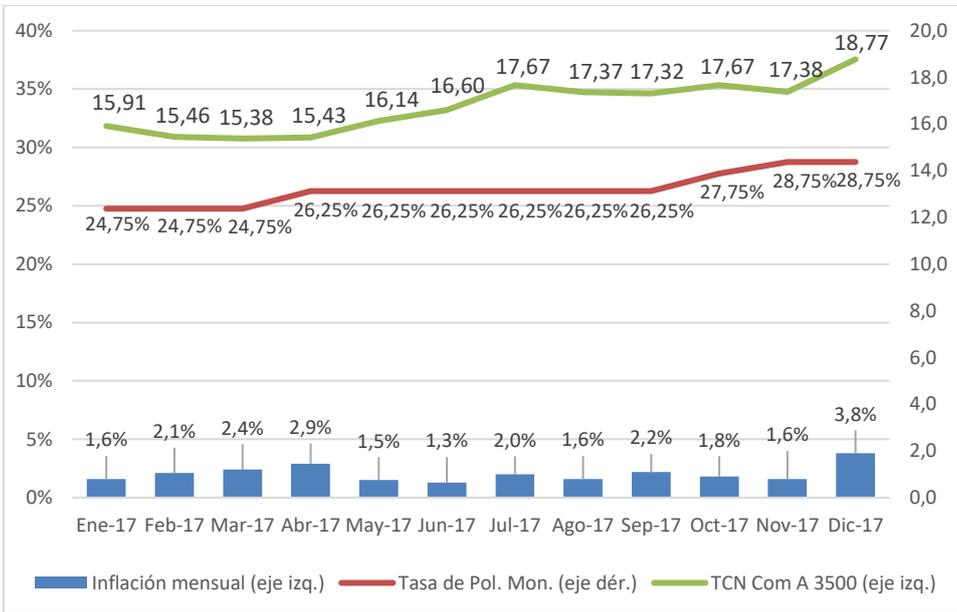


Figura 9. Inflación mensual, tasa de política monetaria y tipo de cambio (Com. “A” 3500) entre enero y diciembre 2017. Elaboración propia en base a INDEC (2020c) y BCRA (2020b).

En segundo lugar, muchos contratos nominales de mediano plazo, incluidos los salarios, se pactaron ponderando la inflación registrada en 2016 lo que provocó que no fueran compatibles con la meta establecida para 2017, aun cuando sus incrementos fueran menores que el año anterior. Por último, en tercer lugar, el aumento de los precios regulados³⁰ por encima de lo previsto fue, en menor medida, otro de los factores que contribuyeron al desvío respecto de la meta (BCRA, 2017a, 2017c).

³⁰ Entre ellos, los precios de los combustibles, la medicina prepaga, la educación privada y los servicios públicos de electricidad, gas, agua y transporte (BCRA, 2017a, 2017c).

En el mercado de divisas, el tipo de cambio nominal mantuvo otro año de relativa estabilidad con un valor promedio anual de \$16,57 por dólar, oscilando entre los \$15,71 y \$17,41 durante la mayor parte de 2017 para finalizarlo en \$18,77.

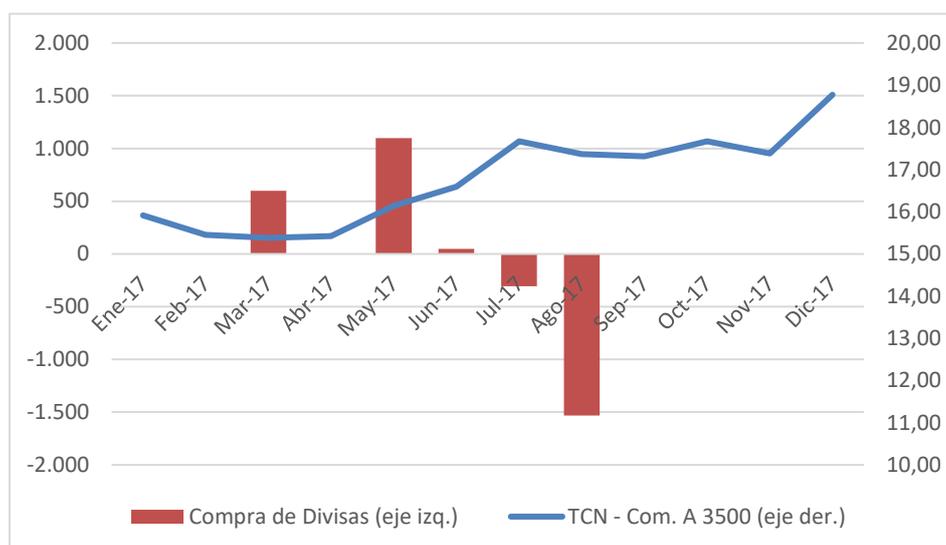


Figura 10. Compras de divisas del BCRA al sector privado y tipo de cambio nominal (Com. "A" 3500) durante 2017. Elaboración propia en base a BCRA (2020b).

Tabla 9

Saldos trimestrales y anual de la Balanza de Pagos de 2017 (cifras en millones de dólares).

Balanza de Pagos	2017				
	I	II	III	IV	Anual
Balanza de cuenta corriente	-7.257	-6.590	-8.142	-9.174	-31.163
Balanza de bienes	-620	-712	-1.679	-2.435	-5.447
Exportaciones FOB	12.765	15.524	15.852	14.521	58.662
Importaciones FOB	13.385	16.236	17.531	16.956	64.109
Balanza de servicios	-3.085	-2.054	-2.545	-2.029	-9.713
Balanza de renta	-3.778	-4.035	-3.842	-4.726	-16.381
Balanza de transferencias corrientes	226	210	-76	17	377
Balanzas de capital y financiera	18.195	3.786	10.027	13.711	45.719
Inversión extranjera directa neta	3.174	2.021	3.043	2.124	10.361
Inversión de cartera	14.043	3.760	7.208	10.910	35.922
Otros movimientos de capital ⁽³¹⁾	979	-1.995	-224	677	-564
Variación en activos de reserva	10.938	-2.804	1.885	4.537	14.556

Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC (2020b).

En cuanto a la balanza de pagos, el saldo deficitario de la cuenta corriente (U\$S31.163 millones), el cual duplicó el valor promedio de los años anteriores, fue más que compensando

³¹ Abarca los saldos por otros conceptos de las cuentas capital y financiera, incluyendo los saldos por errores y omisiones.

por el saldo superavitario de las cuentas capital y financiera (U\$S45.719 millones), siendo significativo por segundo año consecutivo el ingreso de capitales en concepto de inversión de cartera (U\$S35.922 millones).

En este contexto de sostenido flujo de capitales hacia Argentina producto de las altas tasas de interés -ya sean medidas en pesos como en dólares-, el Banco Central continuó acumulando reservas internacionales durante 2017. Para esterilizar la expansión monetaria derivada del ingreso de divisas, el BCRA absorbió la emisión de pesos a través de Lebacs, principalmente. Cabe acotar que desde diciembre de 2015 estas letras pasaron de ser un instrumento de regulación monetaria operado por el Banco Central exclusivamente con las entidades del sistema financiero a ser un instrumento de inversión al alcance del público en general, tanto de residentes como de no residentes. De este modo, el stock de Lebacs en pesos pasó de \$385.619 millones a finales de 2015 a \$698.425 millones en diciembre de 2016 para terminar ascendiendo a \$1,16 billones a igual período de 2017, lo que representó una relación de stock de Lebacs sobre la base monetaria de 61,8%, 85,0% y 115,9% para cada período, respectivamente.

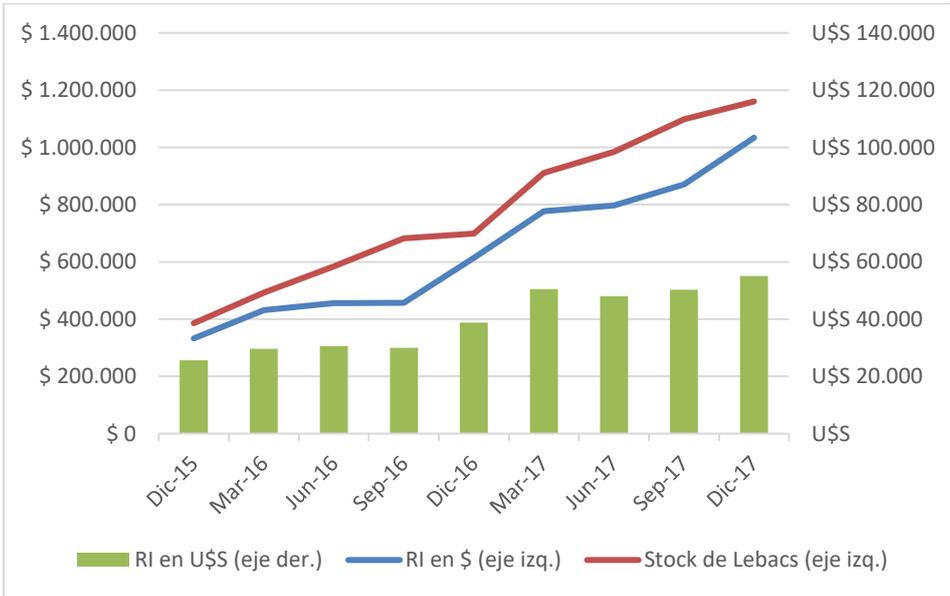


Figura 11. Reservas internacionales (RI) en pesos y dólares, y stock de Lebacs durante el período diciembre 2015 – diciembre de 2017. Elaboración propia en base a BCRA (2020a,2020b).

Por su parte, la absorción de circulante a través de operaciones de pasivos con las entidades financieras ascendió a diciembre de 2017 a \$337.498 millones, un 26,3% más respecto a igual período del año anterior.

En cuanto al nivel de actividad económica, el producto bruto interno creció un 2,7% anual, recuperando la contracción verificada durante 2016 y situándose en los valores del año 2015 en términos reales. De los componentes de la demanda agregada, el consumo privado (4,0%), el gasto público (2,7%) y la inversión (12,2%) experimentaron incrementos anuales. Por su parte, las exportaciones netas de bienes y servicios sufrieron una fuerte contracción respecto a 2016 (-59,3%)³² producto del estancamiento de las exportaciones y un significativo crecimiento de las importaciones.

Las altas tasas de interés, que incentivaban el desvío de recursos económicos de la actividad productiva a la actividad financiera, y el vertiginoso incremento de los pasivos del BCRA (Lebac) comenzaron a generar posturas críticas dentro del gabinete nacional respecto a la conveniencia de continuar con los niveles de tasas de interés mantenidos hasta entonces para combatir la inflación en detrimento del crecimiento económico. En ese contexto, el 28 de diciembre de 2017 el Presidente del BCRA junto con el Jefe de Gabinete de Ministros de la Nación, y los Ministros de Hacienda y Finanzas anunciaron adecuar las metas de inflación para los siguientes períodos con el fin de conseguir una convergencia más lenta a la inflación de largo plazo fijada en torno al 5% anual. De este modo, en los objetivos y planes de política monetaria para 2018 se establecieron las metas de 15%, 10% y 5% para los años 2018, 2019 y 2020, respectivamente. Para cumplir con las mismas, la autoridad monetaria continuaría operando sobre la tasa de interés de referencia (BCRA, 2017d).

En cuanto al mercado de divisas, se ratificó el esquema cambiario de flotación mantenido hasta entonces argumentando que “El tipo de cambio flotante también desincentiva los flujos de capitales de corto plazo. Las oscilaciones cambiarias eliminan cualquier garantía de ganancia para quienes deciden comprar activos argentinos desde el exterior” (BCRA, 2017d, p. 8) con carácter especulativo.

Por último, con el objetivo de fortalecer la confianza en las nuevas metas de inflación, se estableció limitar aún más la asistencia del Banco Central al Tesoro Nacional respecto a la estipulada originalmente, mientras que las autoridades gubernamentales se comprometieron a resolver los desequilibrios de las cuentas públicas anunciando nuevas metas fiscales. De este modo, se fijaron los siguientes montos máximos de transferencias por este concepto: \$140.000 millones para 2018, \$70.000 millones para 2019 y un monto equivalente al producto entre la base monetaria y la tasa real de crecimiento de la economía a partir de 2020 (BCRA, 2017d).

³² Variaciones anuales en términos reales (INDEC, 2020a).

3.3.2. El segundo año y su abandono.

Durante el primer trimestre de 2018, el mercado cambiario argentino presentó una relativa estabilidad, con un tipo de cambio nominal que osciló entre los \$18,77 y los \$20,14 por dólar. No obstante, hacia finales de dicho período, se produjeron una serie de factores a nivel internacional que alterarían la calma cambiaria. En primer lugar, a partir de marzo de ese año se desató una “guerra comercial” entre las dos economías más grandes del mundo: Estados Unidos y China. Al respecto, ambas naciones incrementaron los aranceles aduaneros a los principales bienes y servicios que éstas comerciaban con el objetivo de mitigar los perjuicios que el intercambio bilateral producía en sus respectivas economías. En segundo lugar, la Reserva Federal de Estados Unidos (FED) decidió aumentar su tasa de política monetaria en un contexto de crecimiento de la economía norteamericana mayor al esperado. En tercer término, tanto la FED como el Banco Central Europeo resolvieron independientemente recortar los estímulos monetarios en sus respectivas economías. Estos factores contribuyeron a generar un contexto de incertidumbre en la economía global que llevó a una reversión de los flujos de capitales internacionales desde las economías emergentes hacia las economías centrales (BCRA, 2018e).

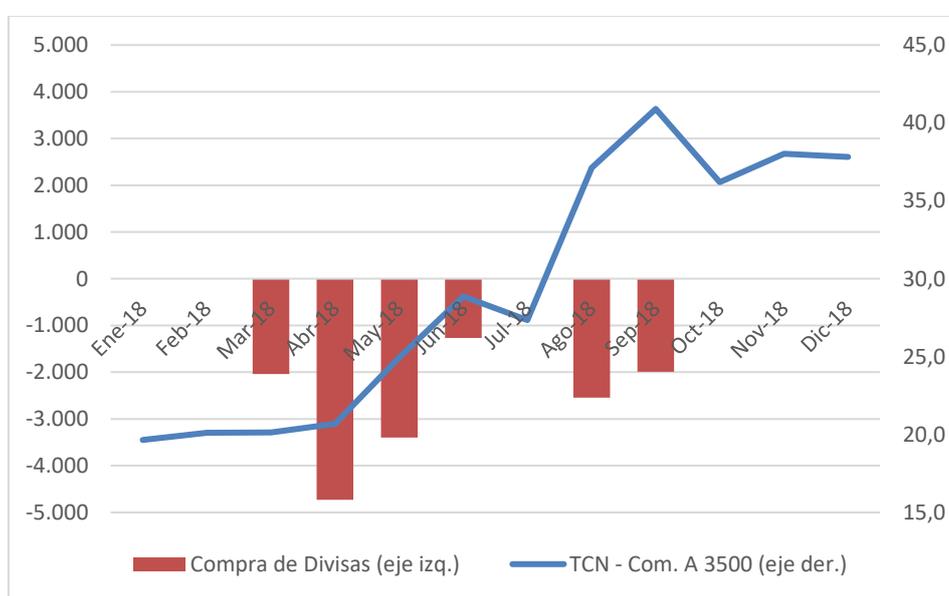


Figura 12. Compras de divisas del BCRA al sector privado y tipo de cambio nominal (Com. “A” 3500) durante 2018. Elaboración propia en base a BCRA (2020b).

A nivel local, desde el segundo trimestre del año se produjo una corrida cambiaria que provocó una devaluación del tipo de cambio en torno al 25% mensual y casi 33% respecto al valor con que finalizó el año 2017, llevando su cotización a \$24,95 por dólar. Cabe remarcar,

tal como se muestra en la Figura 12, que el BCRA comenzó a intervenir con ventas en el mercado de divisas a partir de marzo para mantener el valor de la divisa.

El 08 de mayo, el Presidente de la Nación anunció el inicio de negociaciones con el Fondo Monetario Internacional con el objetivo de acceder al financiamiento mediante un Acuerdo *Stand-By*. Este tipo de asistencias que provee el organismo internacional está destinado a financiar a países de mercados emergentes y avanzados que presentan problemas en sus balanzas de pagos.

En medio de la gran presión cambiaria que tuvo lugar en mayo de 2018, las autoridades del Banco Central decidieron intervenir con firmeza en el mercado de divisas. A tal efecto, anunciaron que colocarían órdenes de ventas diarias por las cuales ofrecían dólares a los demandantes en el mercado mayorista a una cotización de \$25 por dólar por un total de hasta U\$S5.000 millones. La medida, que en principio intentaba contener la escalada de la divisa norteamericana en torno a la cotización señalada, fue abandonada a principios del mes de junio ante la incesante demanda de dólares.

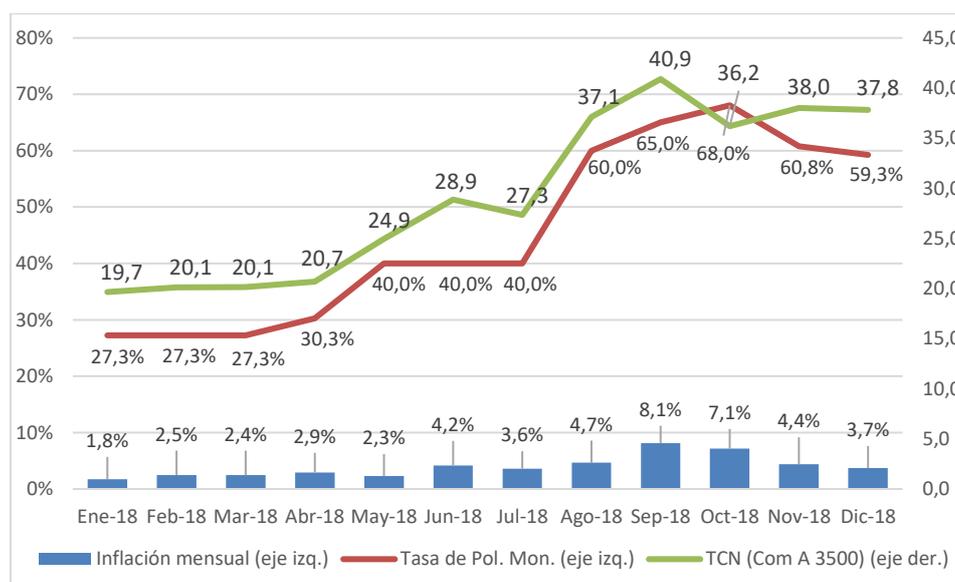


Figura 13. Inflación mensual, tasa de política monetaria y tipo de cambio (Com. "A" 3500) entre enero y diciembre 2018. Elaboración propia en base a INDEC (2020c) y BCRA (2020b).

En cuanto al proceso de alza de precios internos, la inflación mensual del primer semestre del año promedió el 2,4%. En comparación, durante el segundo semestre del año 2017 (ver Figura 9) la inflación mensual osciló entre 1,6% y 2,0% entre los meses de julio y noviembre para culminar el mes de diciembre de ese año en 3,8% acompañada por el alza del tipo de cambio. Del mismo modo, como consecuencia de la devaluación del mes de mayo de

2018, la inflación mensual de junio se aceleró hasta alcanzar 4,2%. Como respuesta, además de la intervención en el mercado de divisas mencionada anteriormente para contener el tipo de cambio nominal, el Banco Central dispuso una fuerte suba de la tasa de política monetaria para contener el proceso inflacionario.

Respecto al cumplimiento de la meta de inflación anual, a finales de los meses de mayo y junio el IPC publicado por el INDEC marcaba una inflación acumulada de 11,9% y 16,0%, respectivamente, superando en los primeros seis meses del año la meta anual establecida por el BCRA para todo el año 2018 (15%).

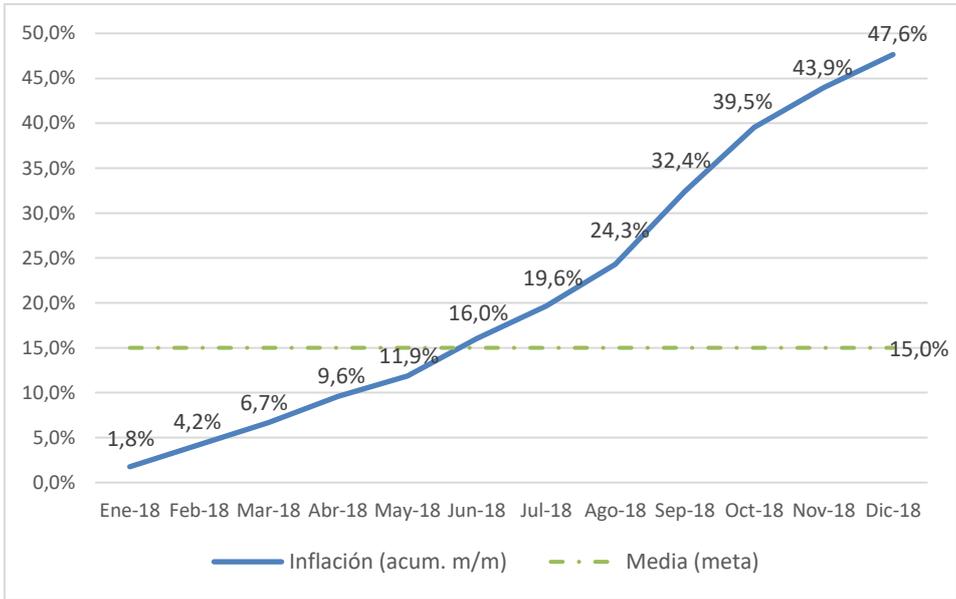


Figura 14. Inflación mensual acumulada entre enero y diciembre de 2018. Elaboración propia en base a INDEC (2020c) y BCRA (2017d).

El 14 de junio de 2018 se produjo la renuncia del Presidente y del Vicepresidente del BCRA, asumiendo como nuevo titular del organismo Luis Caputo, quien se había desempeñado hasta entonces como Ministro de Finanzas. Bajo la nueva conducción del Banco Central, se publicó en junio de 2018 un documento técnico en el que se anunciaba el fortalecimiento del RMI mediante la profundización de la autonomía operacional y financiera del BCRA, el establecimiento de nuevas metas de inflación del 17%, 13%, 9% y 5% para los años 2019, 2020, 2021 y 2022, respectivamente –sin meta para el año en curso–, la ratificación del esquema de tipo de cambio flotante, y la eliminación completa de la asistencia financiera al Tesoro Nacional (BCRA, 2018a). Adicionalmente, en dicho documento se informaba que el Gobierno Nacional asumía el compromiso de cancelar Letras Intransferibles del Tesoro en poder del BCRA en el orden de los U\$S25.000 millones con el fin de mejorar el balance de la Institución. El programa de reducción del stock de Letras Intransferibles en el activo del BCRA se utilizaría para reducir

simultáneamente el stock de Lebac en el pasivo de la Institución, las cuales habían alcanzado un saldo de \$1,24 billones a mayo de 2018³³ (BCRA, 2018e, 2020b).

Paralelamente, el 20 de junio el Directorio del FMI aprobó el Acuerdo *Stand-By* para Argentina por U\$50.000 millones. De acuerdo al mismo, se realizaría una primera transferencia por U\$15.000 millones -la cual se efectivizó el 22 de junio- que se destinaría en partes iguales a reforzar las reservas del BCRA y al financiamiento presupuestario. El resto se sería transferido en desembolsos parciales conforme se superaran las revisiones técnicas trimestrales del organismo respecto a las metas establecidas en el acuerdo (FMI, 2018a).

Durante los meses de junio y julio de 2018, con el refuerzo de las reservas internacionales mediante el primer desembolso del Acuerdo *Stand-By*, la cotización de la divisa norteamericana se estabilizó en torno a los \$28,10 promedio por dólar. No obstante, las condiciones que dieron origen a la reversión del flujo de capitales internacionales desde las economías emergentes hacia los países centrales continuaron profundizándose durante el tercer trimestre del año (BCRA, 2018f). En este contexto, en el mes de agosto se produjo una segunda corrida contra el peso argentino, devaluándose la moneda tan solo ese mes un 35,8% (97,8% en el año). A raíz de esta situación, el Gobierno Nacional anunció el inicio de contactos con el FMI para una renegociación de los términos del Acuerdo *Stand-By* aprobado dos meses antes³⁴. Las presiones en el mercado cambiario continuaron durante septiembre de 2018, lo que provocó que el tipo de cambio nominal se depreciara otro 10,2% mensual (117,9% en el año) alcanzando una cotización de \$40,90 por dólar.

Por su parte, la inflación mensual del tercer trimestre se situó en el orden del 5,5% promedio, alcanzando un 8,1% mensual en septiembre. El Banco Central, quien había dejado de efectuar ventas de dólares en el mercado cambiario durante el mes de julio, tuvo que apelar a nuevas intervenciones sin poder contener con éxito la demanda de divisas. Adicionalmente, con el objetivo de frenar la aceleración mensual en el alza de precios, el BCRA incrementó la

³³ El saldo de Letras Intransferibles del Tesoro Nacional fue reduciéndose parcialmente a partir del segundo semestre de 2018 hasta diciembre de 2019, mientras que el stock de Lebac fue cancelado completamente en diciembre de 2018. La parte de dicho stock en manos de entidades financieras fue sustituida por la colocación de Letras de Liquidez (Leliqs) (BCRA, 2020b). Estas letras, creadas en enero de 2018 como un nuevo instrumento regulación monetaria adjudicable únicamente a las entidades financieras (BCRA, 2018d), tuvieron su auge a partir del programa de cancelación de Lebac en junio de 2018.

³⁴ El Directorio del organismo aprobó la modificación del Acuerdo *Stand-By* el 26 de octubre de 2018, el cual quedó ampliado a U\$55.700 millones de dólares (FMI, 2018b). Bajo la vigencia del RMI, el único desembolso que se efectivizó fue el del mes de junio de 2018 por U\$15.000 millones. Posteriormente, entre octubre de 2018 y julio de 2019 se efectuaron cuatro desembolsos adicionales, los cuales -incluido el desembolso de junio de 2018- totalizaron U\$44.700 millones (BCRA, 2020b).

tasa de política monetaria³⁵ pasando del 40% (TNA) en julio a 60% y 65% en agosto y septiembre, respectivamente. A pesar de las medidas aplicadas, hacia el final del tercer trimestre de 2018 la inflación acumulada en los primeros nueve meses del año ascendió a 32,4%.

En cuanto al nivel de actividad del país, el producto bruto interno al tercer trimestre de 2018 evidenció una contracción del 3,7% anual en términos reales respecto a igual período del año 2017. Los componentes de la demanda agregada que mostraron evoluciones en igual sentido fueron el consumo (-5,4%), el gasto público (-4,2%) y la inversión (-11,7%). Por su parte, las exportaciones netas de bienes y servicios arrojaron una mejora del 18,1%³⁶. durante el tercer trimestre de 2018 respecto a igual período del año anterior como consecuencia de la fuerte devaluación del tipo de cambio.

A raíz de esta situación, el 25 de septiembre el recientemente nombrado Presidente del BCRA presentó su renuncia, siendo reemplazado en el puesto por Guido Sandleris, el hasta entonces Secretario de Política Económica del Ministerio de Hacienda. Desgastado el régimen de metas de inflación, el nuevo titular de la autoridad monetaria anunció el abandono del mismo y su reemplazo por un régimen de metas de agregados monetarios a partir del 01 de octubre de 2018 con un esquema de flotación administrada del tipo de cambio nominal entre bandas móviles.

3.3.3. El cumplimiento de los requisitos durante su vigencia.

En el presente apartado se analizará el cumplimiento de los requisitos teóricos para el funcionamiento del régimen de metas de inflación durante su vigencia, señalando la continuidad o variación de las condiciones observadas hacia finales de 2016, previo a su implementación.

Comenzando por la estabilidad financiera, el sistema financiero argentino continuó gozando de buenos niveles de liquidez durante los años 2017 y 2018. Si bien se observó una pequeña contracción en los indicadores de liquidez, liquidez con pasés y liquidez amplia durante el primer año de vigencia del RMI, durante su segundo año estos indicadores tuvieron un incremento situándose en niveles superiores a los del año 2016. Asimismo, el indicador LCR (ratio de cobertura de liquidez) se ubicó en 2,1 durante el segundo semestre de 2017 y 2,2

³⁵ A partir del 8 de agosto de 2018, la tasa de referencia de política monetaria pasó a ser la de las Leliqs, reemplazando desde entonces a la tasa de interés central del corredor de pasés activos y pasivos en pesos a siete días de plazo (BCRA, 2018f, 2020b).

³⁶ Variaciones anuales en términos reales (INDEC, 2020a).

durante el primer semestre de 2018, duplicando el valor regulatorio de 1 sugerido por Basilea y establecido por el BCRA (2018b, 2018c).

Tabla 10

Liquidez y solvencia del sistema financiero argentino entre 2016 – 2018 (% a diciembre).

Indicadores de liquidez y solvencia del SFA	2016	2017	2018
Liquidez	31,7%	25,2%	35,9%
Liquidez con pasas	34,7%	28,5%	36,3%
Liquidez amplia	49,0%	42,6%	56,6%
Integración de capital de nivel I	15,2%	14,1%	14,2%
Integración de capital total	16,7%	15,6%	16,0%
Posición de capital	93,0%	80,2%	84,5%

Fuente: Elaboración propia en base a BCRA (2020c).

En cuanto a la solvencia del sistema, las entidades financieras en conjunto continuaron mostrando indicadores de cobertura robustos. La integración de capital por parte de las entidades superó en un 80,2% y 84,5% durante 2017 y 2018, respectivamente, las exigencias regulatorias establecidas por el Banco Central.

Por otra parte, el saldo de acreencias del BCRA por créditos a las entidades financieras del país continuó reduciéndose, pasando de \$2.315 millones en 2016 a \$1.357 millones y \$504 millones a diciembre de 2017 y 2018, respectivamente (BCRA, 2020c). Bajo este escenario, se evidencia que durante la vigencia del RMI no se produjo un escenario de dominancia financiera.

Respecto a un escenario de dominancia fiscal, se observó para el período señalado que tanto los resultados primario y global del gobierno central continuaron arrojando posiciones deficitarias, aunque levemente decrecientes en términos del PIB en comparación con los años 2016 y 2017. Sin embargo, si se contrasta la situación fiscal con la observada a finales de la gestión anterior, el déficit primario de 2018 se ubicó en el nivel registrado durante 2015, mientras que el déficit global se vio deteriorado. El mismo pasó de representar el -3,7% al -5,6% del PIB (ver Figura 4 y Tabla 11) impulsado por un considerable incremento de los intereses de la deuda. En cuanto a las asistencias totales del BCRA al Tesoro Nacional, se evidenció el cumplimiento de las limitaciones establecidas por la misma autoridad monetaria para cada período³⁷. Como ya se mencionó, estas limitaciones no resolvían el escenario de

³⁷ Cabe destacar que los adelantos transitorios por \$30.500 millones anuales registrados durante 2018 corresponden a \$69.900 millones transferidos durante el primer semestre del año mientras que en el segundo semestre se registraron cancelaciones por \$39.400 millones. Vale recordar que hasta junio de 2018 el límite de asistencia al Tesoro Nacional se encontraba establecido en \$140.000 millones.

dominancia fiscal sino que lo acotaban en el sentido monetario. Si bien el BCRA no se vio obligado a asistir al Tesoro Nacional, el gobierno central recurrió a los mercados de capitales para financiar su gasto. Por todo lo expuesto, el incumplimiento del requisito de equilibrio fiscal que se observó en forma previa a la implementación del RMI se vio agravado durante la vigencia del régimen.

Tabla 11

Asistencia del BCRA al Tesoro Nacional y Resultado del Gobierno Central entre 20016 – 2018 (cifras en millones de pesos).

Año	Banco Central de la República Argentina			Gobierno Central		
	Adelantos Transitorios	Transferencia de Utilidades	Total Asistencia	Asistencia / PIB	Resultado Primario	Resultado Global
2016	50.380	109.617	159.997	1,9%	-2,1%	-5,7%
2017	90.000	60.000	150.000	1,4%	-2,8%	-5,8%
2018	30.500	---	30.500	0,2%	-1,9%	-5,6%

Fuente: Elaboración propia en base a INDEC (2020a), BCRA (2020b) y CEPAL (2019).

Por su parte, el requerimiento de independencia operativa exigido a los responsables de conducir la política monetaria no se vio alterado durante el período de vigencia del RMI. En este sentido, el único hecho ocurrido que podría ser interpretado como una señal de falta de independencia del Banco Central fue el cambio de metas de inflación producido a fines de diciembre de 2017. Si bien algunos miembros del Gabinete de Ministros de la Nación abogaron en ese entonces por una tasa de interés que no afectara el crecimiento económico, los propios responsables de política monetaria estimaron necesario adecuar el proceso de desinflación encarado con el fin de conseguir una convergencia más lenta a la inflación de largo plazo del 5% anual (BCRA, 2017a, 2017d). En este sentido, es posible inferir que la conducción del BCRA consideró tardíamente que las metas inicialmente establecidas resultaban excesivamente exigentes para su cumplimiento en el plazo de tres años. Por último, es dable destacar que la autonomía operativa en la toma de decisiones sobre los instrumentos de política para el cumplimiento de las metas siempre estuvo en cabeza del Consejo de Política Monetaria, el cual funcionó durante toda la vigencia del régimen.

Paralelamente, el frente externo se vio profundamente deteriorado hacia el final del régimen monetario. A la estabilidad del mercado cambiario producto del ingreso de divisas a través de la cuenta capital y financiera de la balanza de pago en 2017 (ver Tabla 9 y Figura 10) y primer trimestre de 2018 (ver Tabla 12), le siguió un proceso de reversión de los flujos de

capitales derivado de un contexto económico internacional adverso para las economías emergentes. En este sentido, a nivel local se produjo una desinversión en las posiciones de cartera por un importe neto de U\$S2.098 millones y U\$S1.909 millones durante el segundo y tercer trimestre de 2018, respectivamente. En el caso del segundo trimestre, la balanza de pagos apenas pudo mantenerse equilibrada gracias al ingreso de divisas por un importe neto de U\$S8.988 millones producto, principalmente, de la asistencia del FMI a través del Acuerdo *Stand By* (INDEC, 2018a, 2018b, 2020b). Por el contrario, la posición de la balanza de pagos en el tercer trimestre finalizó fuertemente deficitaria con una variación de reservas internacionales por U\$S12.287 millones.

Tabla 12

Saldos trimestrales y anual de la Balanza de Pagos de 2018 (cifras en millones de dólares).

Balanza de Pagos	2018				Anual
	I	II	III	IV	
Balanza de cuenta corriente	-9.388	-8.430	-7.353	-1.877	-27.049
Balanza de bienes	-1.665	-1.696	-746	3.364	-743
Exportaciones FOB	14.535	15.518	15.665	16.082	61.801
Importaciones FOB	16.200	17.215	16.411	12.718	62.544
Balanza de servicios	-3.401	-2.548	-1.964	-1.052	-8.965
Balanza de renta	-4.482	-4.648	-4.893	-4.597	-18.619
Balanza de transferencias corrientes	160	462	250	407	1.279
Balanzas de capital y financiera	15.542	9.171	-4.933	18.547	38.326
Inversión extranjera directa neta	2.394	2.281	2.743	2.653	10.071
Inversión de cartera	12.946	-2.098	-1.909	-2.256	6.683
Otros movimientos de capital ⁽³⁸⁾	201	8.988	-5.767	18.150	21.572
Variación en activos de reserva	6.153	741	-12.287	16.670	11.277

Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC (2020b).

En términos anuales, la inversión de cartera de la cuenta capital y financiera se desplomó desde los U\$S35.255 millones y U\$S35.922 millones en 2016 y 2017, respectivamente, hasta los U\$S6.683 millones en 2018. La reversión del flujo de capitales internacionales producida a partir del segundo trimestre del año, sumado a la dolarización de las carteras de residentes por motivos precautorios, forzó al BCRA a intervenir en el mercado de divisas para tratar de mantener -infructuosamente- la estabilidad del tipo de cambio. En este sentido, las ventas totales de dólares por parte del Banco Central alcanzaron los USD15.968 millones entre enero

³⁸ Abarca los saldos por otros conceptos de las cuentas capital y financiera, incluyendo los saldos por errores y omisiones.

y septiembre de 2018 (BCRA, 2020b). De esta manera, el contexto internacional y la consecuente salida de capitales terminaron por concretar el escenario de dominancia externa latente en los años previos.

Finalmente, como se ha mencionado, el requisito de credibilidad en un RMI depende tanto de la rendición de cuentas sobre las decisiones adoptadas por la autoridad monetaria para alcanzar los objetivos establecidos como del cumplimiento de las metas previamente establecidas. En este sentido, por un lado, la rendición de cuentas mediante los comunicados semanales y los informes mensuales y trimestrales sobre los pormenores de la política monetaria, así como el informe anual al Honorable Congreso de la Nación, mantuvieron la periodicidad y los atributos de información propios de cada documento durante toda la vigencia del régimen. No obstante, por otro lado, la construcción de credibilidad a lo largo de 2017 y 2018 se vio socavada por el constante incumplimiento de las metas y la continua modificación de estas. Así, las metas de inflación formalizadas el 26 de septiembre de 2016, las cuales comenzaron a operar a partir de enero del año siguiente, fueron modificadas el 28 de diciembre de 2017 tras su primer incumplimiento, el cual excedió en 7,8% la banda superior de la meta fijada para ese año. Al respecto, los responsables de la política monetaria consideraron la conveniencia de converger a una inflación de largo plazo baja y estable en un tiempo más prolongado a los tres años establecidos originalmente. De igual modo, potenciado por los eventos ocurridos en el ámbito internacional a partir del primer trimestre de 2018, el incumplimiento de la meta de ese año, fijada en 15% anual, se produjo en el mes de junio cuando se alcanzó una inflación acumulada del 16% en los primeros seis meses del año. Producto de esta situación y tras el recambio de autoridades, la nueva conducción del Banco Central decidió modificar las metas nuevamente para el período 2019-2022, sin establecerla para el año 2018. Complementariamente, el anuncio realizado a principios de mayo sobre el inicio de negociaciones con las autoridades del FMI para acceder a un Acuerdo *Stand-By* con el objetivo de mitigar los problemas del sector externo y el posterior pedido de renegociación de los términos del acuerdo en agosto terminaron de erosionar la confianza de los agentes económicos. En suma, la sucesión de hechos enumerados no permitió a la autoridad monetaria lograr la credibilidad necesaria para mantener la vigencia de un régimen de metas de inflación en el país.

4. Conclusiones

La adopción de un RMI en Argentina demostró ser inefectivo para lograr el proceso de desinflación de la economía que pretendió encarar la autoridad monetaria del país entre 2017 y 2018, lo que terminó derivando en su abandono a menos de dos años de su implementación formal.

En primer lugar, se observa como causa de este hecho el error en la estrategia establecida por la conducción del BCRA al elegir este régimen monetario para llevar a cabo el proceso de desinflación deseado. Las más de dos décadas de evidencia empírica internacional demuestran que los RMI siempre han sido aplicados en contextos económicos de baja inflación. Al momento de adoptarlos, los países de ingresos altos lo hicieron con inflaciones anuales que promediaban el 4,8%, mientras que en los países de ingresos bajos la inflación promedio fue del 6,5% anual. Más aún, la experiencia de los países latinoamericanos -cuyas características económicas son comparables con las de Argentina- señala que la implementación de este tipo de régimen se efectuó con posterioridad a la ejecución de planes tendientes a reducir y estabilizar el alza de precios de sus respectivas economías. En este sentido, los RMI implementados por Brasil, Colombia, Chile, México y Perú fueron adoptados como una estrategia de *lock in* de los niveles de inflación previamente reducidos a su puesta en marcha y no como una estrategia para llevar a cabo un proceso de desinflación. Por el contrario, en el caso de Argentina se evidencia que la estrategia fue utilizar el RMI para reducir los altos niveles de inflación anual que venía registrando la economía del país hasta entonces, partiendo de un alza de precios del orden del 35,6% anual a diciembre de 2016, con una inflación mensual promedio del 1,9% durante el segundo semestre de ese año. Asimismo, es de destacar que la única acción preparatoria que llevó a cabo el Banco Central en forma previa a la puesta en marcha del RMI fue el denominado proceso de normalización cambiaria y monetaria de la economía argentina, el cual consistió principalmente en la desregulación del mercado de divisas a fin de permitir, aunque con intervenciones, la flotación del tipo de cambio. Basado en los datos empíricos analizados tanto a nivel internacional como a nivel local, cabría la posibilidad de plantear como futura línea de investigación la inclusión dentro de los requisitos teóricos para la implementación de los RMI la condición económica de una inflación baja y estable.

Otro aspecto dentro del error en la estrategia de utilizar el RMI como método para conducir un proceso de desinflación fue la omisión de otros posibles factores causantes del proceso de aumento sostenido de precios en el país en su diagnóstico inicial. La adopción de

este régimen implica considerar al proceso inflacionario como de naturaleza netamente monetaria, ignorando los factores no monetarios que podrían explicarlo propuestos desde la teoría económica heterodoxa. Si bien no se encuentra dentro de los objetivos de este trabajo dilucidar los causantes de la inflación en Argentina, es posible inferir factores estructurales de su propia economía que contribuyen al proceso inflacionario. En este sentido, a modo de ejemplo, el estrangulamiento del sector externo a través de déficits crónicos en la cuenta corriente de la balanza de pagos, sumado a la preferencia de los agentes económicos por dolarizar sus ahorros como estrategia de cobertura ante eventuales devaluaciones, han sido factores que contribuyeron a la génesis de la inflación en Argentina durante varias décadas, incluidos los años del período bajo estudio.

Complementariamente a lo señalado en los párrafos precedentes, desde la lógica propia de la teoría que lo sustenta, las falencias en el cumplimiento de algunos de los requisitos para su implementación y funcionamiento³⁹, en mayor o menor grado, contribuyeron a la infectividad de la aplicación del RMI en el país.

Respecto a la condición de equilibrio fiscal, si bien se evidenciaron déficits primarios y globales crónicos desde antes de la implementación de las metas de inflación, cabe mencionar el cumplimiento de los compromisos por parte de la autoridad monetaria de limitar en forma decreciente las asistencias al Gobierno Nacional. En este sentido, no se le requirió al Banco Central financiar al gobierno central más allá de lo explicitado inicialmente al implementar el RMI. No obstante, lejos de solucionar el escenario de dominancia fiscal, simplemente se lo acotó en el sentido monetario. La contracara de la reducción del financiamiento del BCRA al Tesoro Nacional hasta su efectiva eliminación fue el cambio de la fuente de financiamiento del Gobierno Nacional, el cual recurrió a los mercados de deuda. Esta decisión deterioró aun más el escenario de dominancia fiscal que existía en forma previa a la implementación del RMI, pasando de un déficit global en 2015 de -3,7% a uno de -5,6% del PIB impulsado por los intereses de la deuda, los cuales más que duplicaron su representación sobre el producto. Asimismo, el endeudamiento tomado mayoritariamente en moneda extranjera contribuyó a profundizar las consecuencias que se originaron en el frente externo de la economía argentina.

³⁹ Por su parte, se observó el cumplimiento del requisito de independencia de la autoridad monetaria y el de estabilidad financiera. En el primer caso, el Consejo de Política Monetaria mantuvo durante toda la vigencia del RMI la potestad de decisión sobre los instrumentos operativos de la política monetaria exigidos teóricamente, aun ante los sucesivos cambios de metas. En el segundo caso, el requisito de estabilidad financiera se cumplió por cuanto el BCRA no se vio obligado en ningún momento a asistir a las entidades locales en base a los muy buenos indicadores de liquidez y solvencia de éstas dentro del sistema financiero argentino.

Por su parte, el incumplimiento del requisito de estabilidad externa configuró uno de los principales desencadenantes del final del RMI en Argentina durante el año 2018. Tal como lo señala la teoría económica, la implementación de un RMI en economías pequeñas y abiertas eleva la exposición al riesgo de fuertes depreciaciones del tipo de cambio como consecuencia de una reversión repentina de los flujos de capitales hacia exterior, lo que terminaría impactando negativamente sobre el nivel de inflación a través del canal cambiario. Esto fue lo que ocurrió a partir del mes de marzo de 2018 cuando se desencadenaron una serie de factores a nivel internacional que provocaron un *sudden stop* de los flujos de capitales que ingresaron hasta ese entonces al país financiando los déficits de cuenta corriente en la balanza de pagos: la “guerra comercial” entre China y Estados Unidos, el aumento de la tasa de referencia de la FED y los recortes de estímulos tanto de la FED como del Banco Central Europeo en sus respectivas economías. Como se ha advertido en los hechos analizados, el desequilibrio externo existió en forma previa a la implementación del RMI, el cual fue compensado por el constante ingreso de capitales motivado por la relativa estabilidad cambiaria entre 2016 y 2017, y las altas tasas en activos libres de riesgo en moneda local (Lebacs) que se traducían en similares rendimientos en moneda extranjera. En un contexto de flotación cambiaria y liberalización de la cuenta capital y financiera de la balanza de pagos, la reversión de los flujos de capitales internacionales buscando una mayor estabilidad en los mercados financieros de los países desarrollados, sumado a la dolarización de los agentes residentes por motivos precautorios, impactó directamente en el índice de inflación a través del canal cambiario de la política monetaria, marcando un desvío incorregible respecto a la meta del 2018. Lo sucedido en el caso argentino pone de manifiesto la necesidad de un análisis más exhaustivo sobre los desequilibrios estructurales de la balanza de pagos en economías pequeñas y abiertas previo a la implementación de un RMI. El cumplimiento del requisito de estabilidad externa, entonces, no puede quedar limitado únicamente a la libre flotación cambiaria y la desregulación a la entrada y salida de capitales.

Adicionalmente, el Banco Central no logró construir la credibilidad necesaria para la vigencia del régimen de metas de inflación en Argentina. Independientemente de las rendiciones de cuentas periódicas efectuadas por el BCRA, las metas iniciales excesivamente exigentes por las que se pretendía reducir la inflación al 5% anual en el término de tres años, los constantes incumplimientos de éstas a raíz de desvíos significativos y sus consecuentes redefiniciones, sumado a los factores internacionales que potenciaron los incumplimientos, terminaron erosionado la confianza de los agentes económicos en este régimen y en la propia

autoridad monetaria para conducir el proceso de desinflación que se pretendía llevar a cabo. De este modo, en el último año de vigencia del RMI, la política monetaria perdió toda efectividad de sus canales de transmisión para alinear las expectativas de inflación de los agentes sobre las que se fijan los precios y salarios de la economía de modo tal que sean consistentes con las metas previamente establecidas.

En conclusión, ni desde la evidencia empírica internacional sobre la aplicación de este tipo de régimen, ni desde su propia base teórica de corte monetarista que establece los requisitos para su implementación y funcionamiento, y menos aún desde una perspectiva económica heterodoxa, que entiende a la inflación como un fenómeno multicausal, estaban dadas las condiciones objetivas para abordar por medio de un RMI el proceso de desinflación que pretendía encarar la autoridad monetaria.

5. Referencias bibliográficas

- Abeles, M. y Borzel, M. (20004). Metas de Inflación: Implicancias para el Desarrollo. *CEFID-AR, Documento de Trabajo*, (1), 1-68.
- Abeles, M. y Borzel, M. (2010). El Régimen bajo presión: los esquemas de metas de inflación en Brasil, Chile, Colombia y Perú durante el boom en los precios internacionales de materias primas. *CEFID-AR, Documento de Trabajo*, (31).
- Banco Central de la República Argentina. (2015). *Objetivos y planes respecto del desarrollo de la política monetaria, cambiaria, financiera y crediticia para el año 2016*. Recuperado de <http://www.bcra.gov.ar/>
- Banco Central de la República Argentina. (2016a). *Informe Anual al Honorable Congreso de la Nación Argentina. Año 2016*. Recuperado de <http://www.bcra.gov.ar/>
- Banco Central de la República Argentina. (2016b). *Informe de Estabilidad Financiera. Segundo Semestre de 2016*. Recuperado de <http://www.bcra.gov.ar/>
- Banco Central de la República Argentina. (2016c). *Objetivos y planes respecto del desarrollo de la política monetaria, cambiaria, financiera y crediticia para el año 2017*. Recuperado de <http://www.bcra.gov.ar/>
- Banco Central de la República Argentina. (2017a). *Informe Anual al Honorable Congreso de la Nación Argentina. Año 2017*. Recuperado de <http://www.bcra.gov.ar/>
- Banco Central de la República Argentina. (2017b). *Informe de Estabilidad Financiera. Primer Semestre de 2017*. Recuperado de <http://www.bcra.gov.ar/>
- Banco Central de la República Argentina. (2017c). *Informe de Política Monetaria. Enero de 2017*. Recuperado de <http://www.bcra.gov.ar/>
- Banco Central de la República Argentina. (2017d). *Objetivos y planes respecto del desarrollo de la política monetaria, cambiaria, financiera y crediticia para el año 2018*. Recuperado de <http://www.bcra.gov.ar/>
- Banco Central de la República Argentina. (2018a). *Fortalecimiento del Régimen de Metas de Inflación*. Recuperado de <http://www.bcra.gov.ar/>
- Banco Central de la República Argentina. (2018b). *Informe de Estabilidad Financiera. Primer Semestre de 2018*. Recuperado de <http://www.bcra.gov.ar/>
- Banco Central de la República Argentina. (2018c). *Informe de Estabilidad Financiera. Segundo Semestre de 2018*. Recuperado de <http://www.bcra.gov.ar/>

- Banco Central de la República Argentina. (2018d). *Informe de Política Monetaria. Enero 2018*. Recuperado de <http://www.bcra.gov.ar/>
- Banco Central de la República Argentina. (2018e). *Informe de Política Monetaria. Julio 2018*. Recuperado de <http://www.bcra.gov.ar/>
- Banco Central de la República Argentina. (2018f). *Informe de Política Monetaria. Octubre 2018*. Recuperado de <http://www.bcra.gov.ar/>
- Banco Central de la República Argentina. (2020a). *Balances Semanales*. Buenos Aires, Argentina: BCRA. Recuperado de http://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/balances_semanales.asp
- Banco Central de la República Argentina. (2020b). *Cuadros estandarizados de series estadísticas*. Buenos Aires, Argentina: BCRA. Recuperado de http://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Cuadros_estandarizados_series_estadisticas.asp
- Banco Central de la República Argentina. (2020c). *Informe Sobre Bancos. Anexo del Informe sobre Bancos – Actualizado*. Buenos Aires, Argentina: BCRA. Recuperado de https://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Informe_mensual_sobre_bancos.aspx
- Borzel, M. (2008). Una crítica a la política de Metas de Inflación: los casos del Brasil y de México. *Realidad Económica*, (33), 111-137.
- Calvo, G. (1998). Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops. *Journal of Applied Economics*, 1(1), 35-54. Recuperado de <https://ucema.edu.ar/>
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe. (2019). *Argentina*. Recuperado de https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/46070/28/EE2020_Argentina_es.pdf
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe. (2020). *CEPALSTAT | Bases de Datos y Publicaciones*. Santiago de Chile, Chile: CEPAL. Recuperado de <https://estadisticas.cepal.org/>
- Croce, E. y Khan, M. (2000). Monetary Regimes and Inflation Targeting. *Finance & Development*, 37(3), 48-51. Recuperado de <http://www.imf.org/>
- Dalle, P., Boniolo, P., Sautu, R. y Elbert, R. (2005). *Manual de metodología. Construcción del marco teórico, formulación de los objetivos y elección de la metodología*. Buenos Aires, Argentina. CLACSO.
- Dirección General de Estadísticas y Censos de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires. (2020). *Índice de Precios al Consumidor – IPCBA*. Buenos Aires, Argentina: DGEyC CABA. Recuperado de <https://www.estadisticaciudad.gob.ar/eyc/?cat=124>

- Dirección General de Estadísticas y Censos de la Provincia de Córdoba. (2020). *Dirección General de Estadísticas y Censos*. Córdoba, Argentina: DGEyC CBA. Recuperado de <https://estadistica.cba.gov.ar/economia/>
- Dirección Provincial de Estadísticas y Censos de la Provincia de San Luis. (2020). *IPC San Luis*. San Luis, Argentina: DPEyC San Luis. Recuperado de: <http://www.estadistica.sanluis.gov.ar/indice-de-precios-al-consumidor-san-luis/>
- Fasio, A., Pascual, L. y Suárez, F. M. (2002). *Introducción a la metodología de la investigación aplicada al saber administrativo*. Buenos Aires, Argentina. Ediciones Cooperativas.
- Fraga, A., Goldfajn, I. y Minella, A. (2003). Inflation Targeting in Emerging Market Economies. *NBER Working Paper Series*, (10019). Recuperado de <https://www.nber.org/papers/>
- Fondo Monetario Internacional. (2018a). *Comunicado de Prensa N° 18/245*. Washington D.C., Estados Unidos: Departamento de Comunicaciones del FMI. Recuperado de <https://www.imf.org/es/News/Articles/2018/06/20/pr18245-argentina-imf-executive-board-approves-us50-billion-stand-by-arrangement>
- Fondo Monetario Internacional. (2018b). *Comunicado de Prensa N° 18/395*. Washington D.C., Estados Unidos: Departamento de Comunicaciones del FMI. Recuperado de <https://www.imf.org/es/News/Articles/2018/10/26/pr18395-argentina-imf-executive-board-completes-first-review-under-argentina-stand-arrangement>
- Hernández Sampieri, R., Fernández Collado, C. y Baptista Lucio M. (2010). *Metodología de Investigación*. México D.F., México: McGraw-Hill.
- Instituto Nacional de Estadística y Censos. (2018a). Balanza de pagos, posición de inversión internacional y deuda externa. Segundo trimestre de 2018. *Informes Técnicos. Cuentas Internacionales*, 2(3). Recuperado de <https://www.indec.gov.ar/indec/web/Institucional-Indec-InformesTécnicos/>
- Instituto Nacional de Estadística y Censos. (2018b). Balanza de pagos, posición de inversión internacional y deuda externa. Tercer trimestre de 2018. *Informes Técnicos. Cuentas Internacionales*, 2(4). Recuperado de <https://www.indec.gov.ar/indec/web/Institucional-Indec-InformesTécnicos/>
- Instituto Nacional de Estadística y Censos. (2020a). *Agregados macroeconómicos (PIB)*. Buenos Aires, Argentina: INDEC. Recuperado de <https://www.indec.gov.ar/indec/web/Nivel3-Tema-3-9-47>

- Instituto Nacional de Estadística y Censos. (2020b). *Balanza de pagos, posición de inversión internacional y deuda externa*. Buenos Aires, Argentina: INDEC. Recuperado de <https://www.indec.gob.ar/indec/web/Nivel4-Tema-3-35-45>
- Instituto Nacional de Estadística y Censos. (2020c). *Índice de precios al consumidor*. Buenos Aires, Argentina: INDEC. Recuperado de <https://www.indec.gob.ar/indec/web/Nivel4-Tema-3-5-31>
- Instituto Provincial de Estadísticas y Censos de la Provincia de Santa Fe. (2017). *Metas de Inflación (“Inflation Targeting”): de la teoría a su aplicación en Argentina*. Recuperado de <https://www.santafe.gob.ar/index.php/web/content/download/242880/1279778/>
- Ley N° 26.739. *Banco Central de la República Argentina. Carta Orgánica – Modificación*. Congreso de la Nación Argentina, 22 de marzo de 2012.
- Mies, V., Morandé, F. y Tapia, M. (2002). Política monetaria y mecanismos de transmisión: nuevos elementos para una vieja discusión. *Documentos de Trabajo del Banco Central de Chile*, (181). Recuperado de <https://www.bcentral.cl/>
- Mishkin, F. (1996). The channels of monetary transmission: lessons for monetary policy. *NBER Working Paper Series*, (5464). Recuperado de <https://www.nber.org/papers/>
- Mishkin, F. (1999). International experiences with different monetary policy regimes. *NBER Working Paper Series*, (6965). Recuperado de <https://www.nber.org/papers/>
- Mishkin, F. (2000). From monetary targeting to inflation targeting: lessons from the industrialized countries. *Stabilization and Monetary Policy: The International Experience*. Conferencia llevada a cabo en el Banco de México, México D.F., México.
- Rapoport, M. (2011). Una revisión histórica de la inflación argentina y de sus causas. En J. M. Vázquez Blanco y S. Franchina (Ed.), *Aportes de la Economía Política en el Bicentenario* (pp. 135-165). Buenos Aires, Argentina: Editorial Prometeo.
- Roger, S. (2009). Inflation Targeting at 20: Achievements and Challenges. *IMF Working Paper*, 09(36). Recuperado de <https://www.imf.org/>
- Roger, S. (2010). Inflation targeting turns 20. *Finance & Development*, 47(1), 46-49. Recuperado de <http://www.imf.org/>
- Rule G. (2015). Understanding the central bank balance sheet. *CCBS Handbook* (32). Recuperado de <http://www.bankofengland.co.uk/>
- Simons, H. (2011). *El estudio de caso: teoría y práctica*. Madrid, España: Ediciones Morata.
- Stake, R. E. (1999). *Investigación con estudio de caso*. Madrid, España: Ediciones Morata.



Solicitud de evaluación de TRABAJO FINAL DE ESPECIALIZACIÓN		Código de la Especialización
Nombre y apellido del alumno		Tipo y N° de documento de identidad
Año de ingreso a la Especialización - Ciclo	Fecha de aprobación de la última asignatura rendida	
Título del Trabajo Final		
<p>Solicitud del Tutor de Trabajo Final</p> <p>Comunico a la Dirección de la Especialización que el Trabajo Final bajo mi tutoría se encuentra satisfactoriamente concluido. Por lo tanto, solicito se proceda a su evaluación y calificación final.</p> <p>Firma del Tutor de Trabajo Final</p> <p>Aclaración.....</p> <p>Lugar y fecha.....</p>		
Datos de contacto del Tutor		
Correo electrónico	Teléfonos	
<p>Se adjunta a este formulario:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Trabajo Final de Especialización impreso (indicar cantidad de copias presentadas) • CD con archivo del Trabajo Final en formato digital (versión Word y PDF) • Certificado analítico 		
Fecha	Firma del alumno	