

# Título 1: Argentina

## Capítulo 4: Aspectos monetarios



## Capítulo 4: Aspectos Monetarios

### 4.1. Introducción

La economía argentina del año 2016 presentó características particularmente interesantes en el ámbito monetario. Para poder entender dichos aspectos, es primero necesario explicar cómo se encontraba la economía argentina en el ámbito monetario al finalizar el año 2015, para luego detallar los cambios institucionales que sucedieron y los resultados obtenidos a partir de los mismos.

La política monetaria definida por la anterior administración nacional, caracterizada por la creciente financiación por parte del Banco Central al Tesoro Nacional y la utilización del tipo de cambio como ancla de precios, se encontraba agotada a finales del año 2015.

Distintos indicadores daban cuenta de la necesidad de un cambio en la política monetaria: el país presentaba un elevado nivel de inflación<sup>25</sup>, un tipo de cambio significativamente atrasado, y una severa escasez de reservas netas, panorama que daba cuenta del agotamiento del anterior modelo de conducción de la política monetaria.

Tras el cambio de administración, el 10 de diciembre de 2015, se inició un camino de normalización monetaria y cambiaria. La nueva dirección del Banco Central adoptó diversas medidas en este sentido.

En primer lugar, el Banco Central jerarquizó sus objetivos. En este sentido, la nueva conducción determinó que el objetivo principal de la política monetaria consistiría en lograr la estabilidad de precios. Todos los otros objetivos que establece la Carta Orgánica de la institución se encontrarían subordinados al logro de este primer objetivo<sup>26</sup>. En este marco, se definió que el Banco Central adoptaría un esquema de metas de inflación. Dada la imposibilidad de adoptar este esquema de manera inmediata, la adopción formal de este esquema se pospuso al año 2017. En consecuencia, se dispuso que el año 2016 fuese un año de transición, donde, siempre con el objetivo de lograr la estabilidad monetaria de la economía argentina, se adoptarían todas aquellas medidas tendientes a permitir un funcionamiento eficiente del esquema de metas de inflación.

Un cambio significativo en este sentido lo constituyó el hecho de que, a comienzos del año 2016, el Banco Central decidió modificar el principal instrumento de su política monetaria. En particular, a partir de marzo la autoridad monetaria definió a la tasa de interés como el principal instrumento de la política monetaria, de manera similar a lo que hacen el resto de los países que han establecido esquemas de metas de inflación.

Bajo este nuevo esquema, la política del Banco Central a lo largo del año consistió en fijar una tasa de interés que, comparada con la inflación esperada, resultase lo suficientemente positiva para reducir paulatinamente la tasa de inflación. La tasa de interés que el Banco Central fijó como referencia a lo largo del año 2016 fue la de Lebac<sup>27</sup> de más corto plazo (35 días). Además, en concordancia, la autoridad monetaria estableció periódicamente un corredor de tasas de interés de pasas que fuese consistente con dicha tasa.

Por otra parte, en el ámbito cambiario, antes de finalizar el año 2015 se dispuso la unificación del mercado de cambios. Como consecuencia, el peso argentino se devaluó un 35% en el mes de diciembre. Luego, se dispuso un régimen cambiario de flotación, donde el Banco Central se reserva la posibilidad de intervenir en el mercado cambiario de manera puntual, con el objetivo de suavizar el impacto que shocks externos podrían tener en la economía argentina.

<sup>25</sup> Entre diciembre del 2011 y diciembre del 2015, el Índice de precios al consumidor acumuló un crecimiento del orden del 202%, lo que da como resultado una tasa anual equivalente de incremento de los precios del 31,83%. Esta cifra se calculó a partir del Índice de Precios al Consumidor elaborado por la Dirección Provincial de Estadísticas y Censos de la Provincia de San Luis.

<sup>26</sup> Al lector interesado en los objetivos que persigue el Banco Central bajo la nueva administración, se le recomienda recurrir al discurso de inicio de gestión del Presidente del Banco Central de la República Argentina, Federico Sturzenegger. El mismo se encuentra disponible en el Anexo 1 del siguiente documento (Banco Central de la República Argentina, 2016)

<sup>27</sup> Lebac se refiere a las Letras emitidas por el Banco Central.

En lo que resta del capítulo se procede a analizar la evolución de las variables monetarias y cambiarias a partir de la nueva conducción de la política monetaria. Una inflación acumulada superior al 30%<sup>28</sup>, un tipo de cambio fluctuante, que acumuló a lo largo del año una depreciación del 22%, y un incremento de las reservas del Banco Central del orden de los US\$13.257 millones, son algunos de los resultados más relevantes del desempeño económico del año 2016 en el ámbito monetario.

## 4.2. Política Monetaria

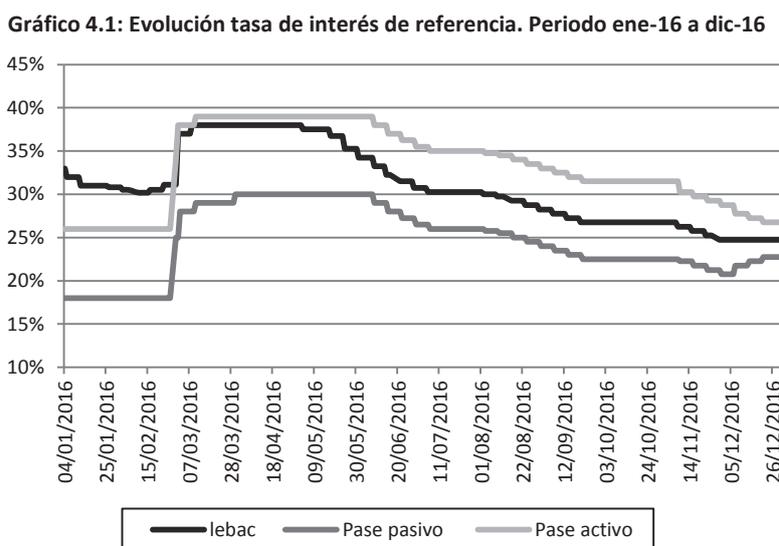
A lo largo de todo el año 2016, la política monetaria tuvo un claro sesgo contractivo, con el objetivo de disminuir los elevados niveles de inflación que ha experimentado la economía argentina en los últimos años.

En los dos primeros meses del año 2016, la autoridad monetaria continuó utilizando como principal instrumento de política monetaria el control directo sobre base monetaria (sobre la creación de dinero primario). En este sentido, en enero y febrero, el Banco Central enfocó su accionar en compatibilizar la evolución de los agregados monetarios con una trayectoria descendente de la tasa de inflación.

Sin embargo, a partir de marzo, la autoridad monetaria modificó su instrumento de política monetaria. En este sentido, el Banco Central determinó a la tasa de interés de las Lebac de más corto plazo como su principal instrumento.

Bajo esta nueva modalidad, una vez definida la tasa de interés, la base monetaria y los agregados monetarios aumentan o disminuyen según las necesidades de liquidez del mercado. De esta manera, bajo este nuevo esquema de conducción, la cantidad de dinero de la economía se vuelve una variable endógena. En otras palabras, a partir de marzo, la autoridad monetaria renunció a tener un control directo de la base monetaria.

En el Gráfico 4.1 se observa la evolución de la tasa de interés de referencia de la autoridad monetaria (Lebac 35 días), junto con la evolución del corredor de tasas de interés de pases a un día definido en concordancia por el Banco Central. Dicho gráfico muestra cómo, con el transcurso del año, el Banco Central fue reduciendo la tasa de interés de referencia, a medida que observaba un retroceso en las expectativas de inflación.



Fuente: IIE sobre la base de BCRA.

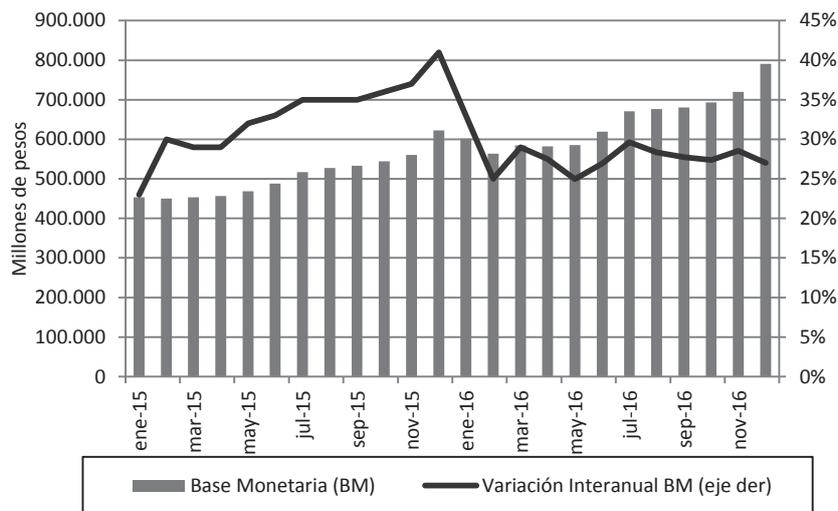
<sup>28</sup> Esta cifra varía según el índice de precios que se utiliza como referencia. Un análisis más detallado de la evolución de la inflación a lo largo del año 2016, y de los distintos resultados que arrojan los principales índices de precios al consumidor se efectúa en el apartado 4.3 del presente capítulo.

En el Gráfico 4.2 se puede observar los resultados de la política contractiva encarada por la autoridad monetaria.

En particular, entre enero y febrero de 2016, en línea con el objetivo antes explicado de compatibilizar la evolución de los agregados monetarios con una trayectoria descendente de la inflación, la autoridad monetaria contrajo la base monetaria en un 9,45%, disminuyendo la tasa de incremento interanual de dicho agregado monetario del 41% que había alcanzado a fines de 2015, a un 25% en febrero de 2016.

Posteriormente, a partir de marzo, la evolución de la base monetaria se estabilizó. En este sentido, la tasa de incremento interanual fue en promedio del 27,70%, 5 puntos porcentuales por debajo del valor que había asumido a lo largo de todo el año 2015, del 32,92%.

**Gráfico 4.2: Evolución de la Base Monetaria promedio mensual. Periodo ene-15 a dic-16**



Fuente: IIE sobre la base de BCRA.

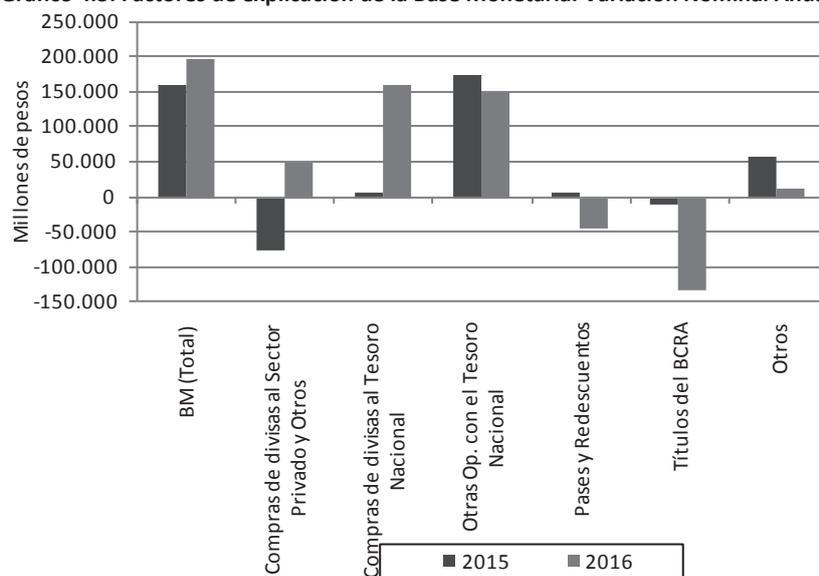
El Gráfico 4.3 presenta los distintos factores que explican la evolución de la base monetaria. En dicho gráfico se observa que si bien en términos de variaciones interanuales la base monetaria tuvo un incremento menor en comparación al año 2015, en valores nominales el incremento fue superior, del orden de \$36.450 millones adicionales.

El principal factor a la hora de explicar el incremento en la base monetaria experimentado en el año 2016 lo constituye la compra de divisas al Tesoro Nacional. Esto marca un claro contraste con respecto al año 2015, donde este factor prácticamente no tuvo influencia en la base monetaria. En el apartado correspondiente al análisis de la evolución de las reservas internacionales se volverá sobre este tema, mostrando el incremento de las reservas del Banco Central que se dio como contrapartida de esta emisión.

Otro de los factores que explican el incremento de la base monetaria fue el financiamiento al Tesoro Nacional mediante adelantos transitorios y transferencias de utilidades (factores que se incluyen en el gráfico bajo el concepto de "Otras operaciones con el Tesoro Nacional"). De todas maneras, es preciso destacar dos aspectos respecto al mismo: en primer lugar, el incremento en la base monetaria debido a este rubro fue menor al correspondiente al año pasado. Pero, inclusive más relevante, el financiamiento al Tesoro Nacional se mantuvo dentro del límite de \$160 millones que pactaron a comienzos de año las autoridades del Banco Central con sus pares del Ministerio de Hacienda y Finanzas. De esta manera, pese a las necesidades de financiamiento del Tesoro Nacional, el financiamiento por parte del Banco Central se ajustó a lo acordado.

Por último, el gráfico también permite observar el claro efecto contractivo que impusieron sobre la evolución de la base monetaria las operaciones efectuadas con Lebac y Nobacs por parte de la autoridad monetaria. Estas son el principal factor que se incluye dentro del concepto "Títulos del BCRA", y son responsables de la absorción de \$132.257 millones a lo largo del año 2016.

**Gráfico 4.3: Factores de explicación de la Base Monetaria. Variación Nominal Anual**

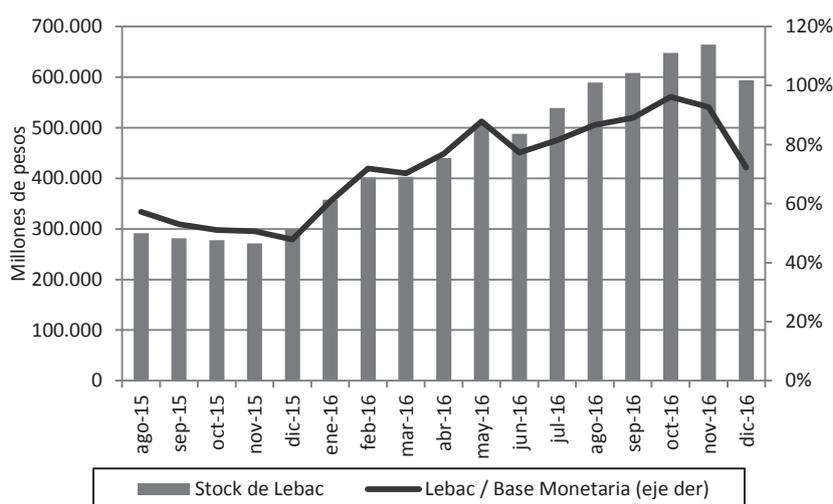


Fuente: IIE sobre la base de BCRA.

En el Gráfico 4.4 es posible observar la contrapartida de la política monetaria adoptada por el Banco Central. Como consecuencia de utilizar las letras del Banco Central como principal instrumento de absorción, el stock de estos títulos se incrementó de manera significativa. De esta manera, en diciembre del 2016 el stock de letras era un 98,77% superior al stock correspondiente al mismo mes del año anterior.

Otra forma de analizar la situación consiste en estudiar la evolución del ratio Lebac-base monetaria, también graficado en el Gráfico 4.4. En efecto, mientras que en diciembre del año 2015 esta relación asumía un valor de 47,9%, en diciembre del año 2016 el mismo indicador arrojaba el valor de 72,3%. En otras palabras, cada \$1 de Lebac emitidas circulantes en la economía, se encuentran respaldado por \$1,38 de dinero circulante. Esta situación concierne un claro condicionante para la política monetaria del año 2017.

**Gráfico 4.4: Evolución Stock de Lebac. Periodo ago-15 a dic-16**



Fuente: IIE sobre la base de BCRA.

### 4.3. Inflación

La inflación consiste en la suba generalizada y persistente de todos los precios de la economía y su cálculo surge de medir periódicamente la variación en el costo nominal de una canasta de bienes de consumo pre-determinada. En particular, la economía argentina ha experimentado tasas de inflación de dos dígitos de manera consecutiva en los últimos 10 años; las consecuencias que implica la persistencia de una inflación de esta magnitud no deben subestimarse.

Existe una vasta bibliografía al respecto<sup>29</sup>, pero hay coincidencia en la teoría económica respecto a los efectos perniciosos de una inflación elevada: la inflación introduce incertidumbre en el proceso de inversión, distorsiona los precios relativos de la economía (afectando severamente la asignación de recursos), perjudica el funcionamiento de los mercados financieros y tiene efectos claramente regresivos sobre la distribución del ingreso. Todos estos argumentos justifican la necesidad de una autoridad monetaria comprometida con una política monetaria cuyo principal objetivo sea lograr la estabilidad de la moneda.

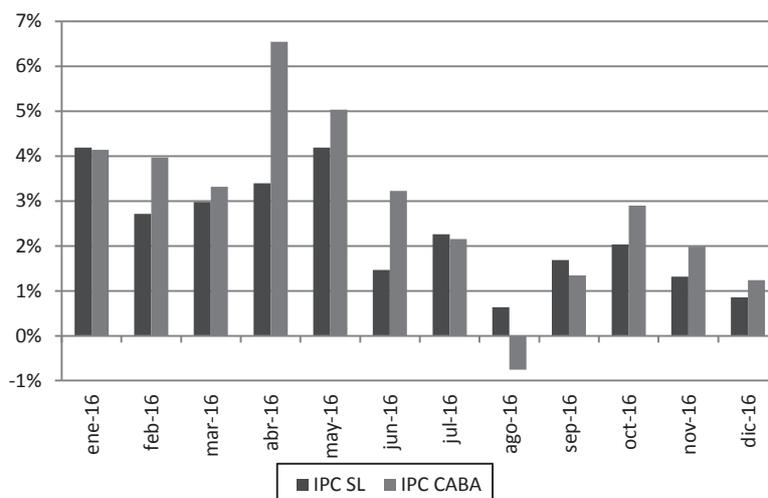
Como fue explicado anteriormente, a lo largo del año 2016 el Banco Central procuró llevar adelante una política de sesgo antiinflacionario. Sin embargo, pese a sus esfuerzos, la variación anual acumulada en el año 2016 de los índices de precios al consumidor fueron iguales o incluso superiores a las variaciones de dichos índices en el año 2015. Mientras el índice elaborado por la Dirección General de Estadísticas y Censos de la Ciudad de Buenos Aires (en adelante IPC CABA) experimentó en el año 2016 un incremento del 41,05%, muy superior al 26,92% que experimentó el mismo índice en el año 2015, el indicador elaborado por la Dirección Provincial de Estadísticas y Censos de la Provincia de San Luis (en adelante IPC SL) evidenció un incremento del 31,43%, levemente inferior al 31,57% que experimentó en el año 2015<sup>30</sup>.

Si bien este primer resultado es claramente negativo, es necesario resaltar que la evolución de estos índices no fue estable a lo largo de todo el periodo. En este sentido, el análisis de las tasas mensuales de inflación (Gráfico 4.5) evidencia las diferencias en el comportamiento de la inflación entre el primer y segundo semestre del año 2016. Mientras que en los primeros 6 meses del año el IPC CABA sufrió un incremento promedio de 4,37%, en los 6 meses restantes dicho valor disminuyó hasta alcanzar un valor promedio del 1,48%. El mismo fenómeno se verifica para la variación mensual promedio del IPC SL, que exhibió una variación promedio mensual del 3,15% a lo largo del primer semestre, para disminuir hasta 1,47% promedio mensual en el segundo semestre del 2016. En otras palabras, se observa una desaceleración en la tasa de inflación mensual en el segundo semestre del año.

<sup>29</sup> Por ejemplo, De Gregorio (2003) o Harberger, (1998)

<sup>30</sup> Se analizan los índices de precios al consumidor IPC CABA e IPC SL debido a que ambos poseen la suficiente trazabilidad en el tiempo, de manera tal de permitir el cálculo de las variaciones en términos anuales. En este trabajo también se va a considerar al nuevo índice de precios calculado por el INDEC, pero, dado que su publicación está disponible a partir de abril de 2016, es imposible el cálculo de la variación acumulada anual del mismo.

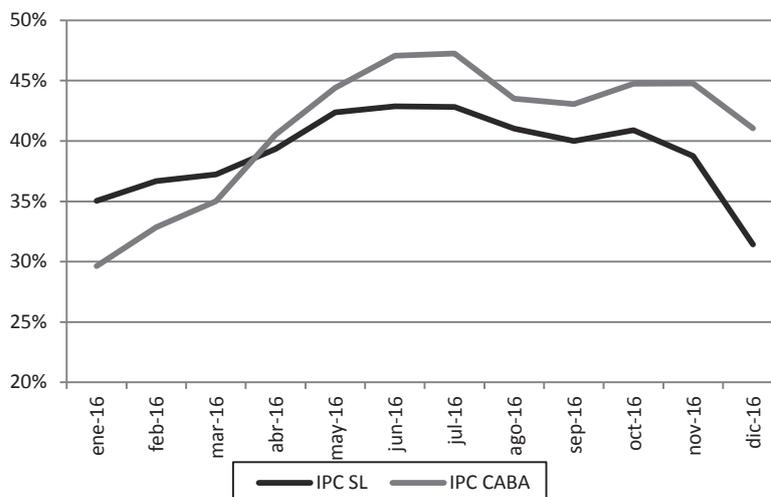
**Gráfico 4.5: Inflación mensual. Año 2016**



Fuente: IIE sobre la base de Dirección General de Estadísticas y Censos de la Ciudad de Buenos Aires y Dirección Provincial de Estadísticas y Censos de la Provincia de San Luis.

El análisis de la variación interanual confirma lo expuesto anteriormente. En este sentido, el IPC CABA alcanza su máxima tasa de crecimiento interanual en julio del año 2016, mientras que el IPC SL alcanza su máxima variación en junio del mismo año. A partir del segundo semestre, ambos índices de precios muestran una desaceleración en sus tasas de crecimiento interanual.

**Gráfico 4.6: Inflación Interanual. Año 2016**



Fuente: IIE sobre la base de Dirección General de Estadísticas y Censos de la Ciudad de Buenos Aires y Dirección Provincial de Estadísticas y Censos de la Provincia de San Luis.

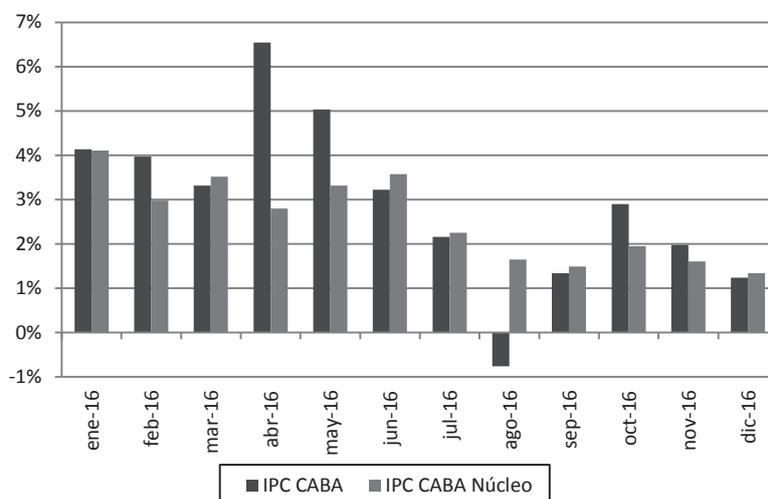
De esta manera, se distinguen en el mismo año dos etapas bien diferenciadas. Mientras que en el primer semestre el reordenamiento de precios relativos llevado adelante por la nueva administración a comienzos de su mandato (que incluyó la unificación del mercado cambiario, con la consiguiente devaluación de la moneda doméstica, y la actualización de las tarifas de los servicios públicos) tuvo un importante efecto sobre el nivel general de precios, en el segundo semestre se experimentó un proceso de desaceleración de la inflación, donde las tasas de crecimiento mensual de la inflación disminuyeron. Esto es particularmente notorio en el último trimestre del año, donde las variaciones mensuales de los principales índices de precios al consumidor evidenciaron una disminución progresiva mes a mes.

La comparación de los índices de precios de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y de la provincia de San Luis a lo largo del 2016 arroja una particularidad. Tal como fue destacado anteriormente, la variación anual acumulada del IPC CABA fue del 40,5%, mientras que la del IPC SL fue de solo 31,4%. La significativa distancia entre ambos índices se debe a las diferencias entre ambas regiones respecto al impacto del reordenamiento de precios relativos anteriormente destacado. En particular, la actualización de las tarifas de los servicios públicos en la Ciudad de Buenos Aires fue mayor que en la provincia de San Luis, y ello impactó significativamente en el costo de la canasta de consumo de dicha región.

Con el objetivo de discriminar el impacto del ajuste de tarifas (que se corresponde con un cambio en un momento determinado de un solo precio en particular de la economía), es necesario comparar la evolución del índice de precios al consumidor con el índice de precios “núcleo” o desestacionalizado elaborado por la misma Dirección General de Estadísticas y Censos de la Ciudad de Buenos Aires<sup>31</sup>.

A continuación, en los Gráfico 4.7 y Gráfico 4.8, se presentan, respectivamente, la variación mensual y la variación acumulada que presentaron ambos índices a lo largo del año.

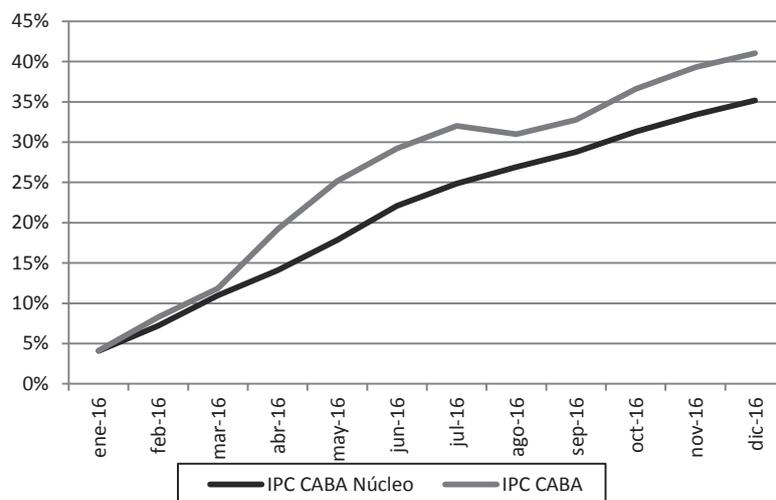
**Gráfico 4.7: Inflación mensual IPC CABA general y núcleo. Año 2016**



Fuente: IIE sobre la base de Dirección General de Estadísticas y Censos de la Ciudad de Buenos Aires.

<sup>31</sup> Tal como especifica la Dirección General de Estadísticas y Censos de la Ciudad de Buenos Aires en sus distintas publicaciones mensuales la inflación “núcleo” se obtiene de la medición periódica de la variación del costo de una subcanasta de bienes y servicios que no tienen comportamiento estacional ni están sujetos a regulación. (Dirección General de Estadísticas y Censos de la Ciudad de Buenos Aires, 2016)

De esta manera, el calcular una medida de inflación núcleo permite contar con un indicador que posibilita analizar la evolución de los precios de la economía sin tener en cuenta aquellas fluctuaciones de carácter temporario, estacional, o que se revierten en el corto plazo (INDEC, 2016).

**Gráfico 4.8: Inflación acumulada IPC CABA general y núcleo. Año 2016**

Fuente: IIE sobre la base de Dirección General de Estadísticas y Censos de la Ciudad de Buenos Aires.

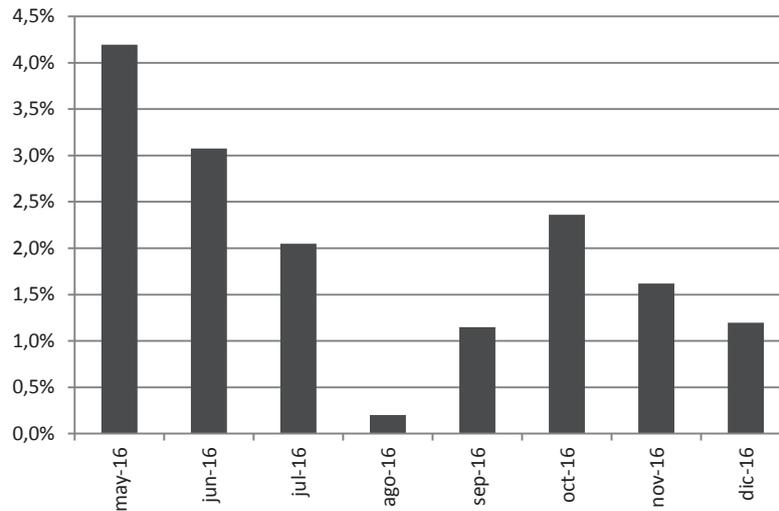
Como se puede observar, las diferencias entre ambos índices se tornan evidentes a partir de los meses de abril y mayo, justamente el momento en el que se hace efectivo en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires el ajuste en las tarifas de servicios públicos. Por otra parte, es también factible detectar un acercamiento en la evolución de ambos índices a partir del mes de agosto, debido a la reversión parcial del aumento de las tarifas de los servicios públicos acontecida. En el acumulado anual, mientras que el índice de precios al consumidor que mide la variación de la canasta de consumo general acumuló un incremento de 40,5%, el índice de precios núcleo tuvo un crecimiento menor, del 35,2%. Esta tasa de incremento anual se aproxima a la que evidenció el índice de precios de la provincia de San Luis (31,4%).

Para finalizar el presente apartado, es necesario destacar el hecho de que, en abril del 2016, el INDEC publicó un nuevo índice de precios al consumidor. Dicho índice fue elaborado con el objetivo de recuperar un índice de precios nacional oficial<sup>32</sup>, cuyas mediciones representasen fielmente el cambio en el costo de la canasta de consumo.<sup>33</sup> En el siguiente gráfico se presenta la variación mensual que evidenció dicho índice a partir de mayo de 2016.

<sup>32</sup> Es necesario resaltar que el índice de precios al consumidor elaborado en el año 2016 por el INDEC no posee aún un alcance nacional. Para su cálculo se limitó el área geográfica al Gran Buenos Aires.

<sup>33</sup> El lector interesado en los problemas que evidenciaban los índices de precios al consumidor elaborados por el INDEC durante el periodo 2007-2015 puede recurrir al Balance de la Economía Argentina 2015, página 28, donde se elaboró un apartado específico relativo a esta temática (IIE, 2016).

Gráfico 4.9: Inflación mensual INDEC. Año 2016



Fuente: IIE sobre la base de INDEC.

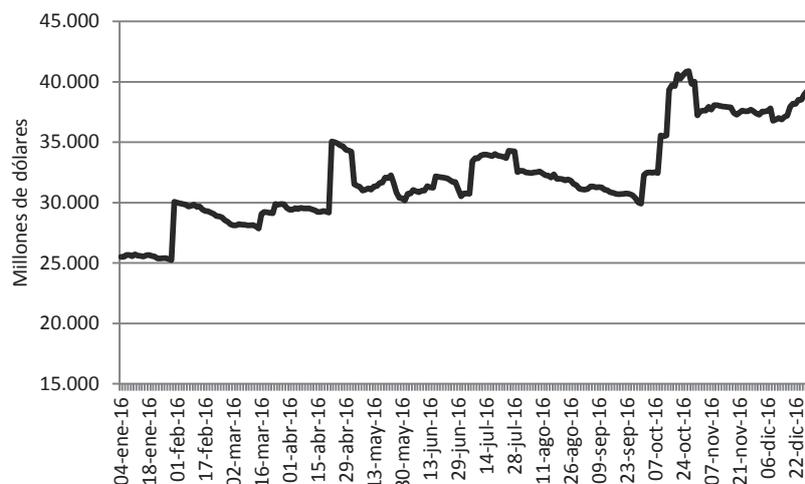
Como se puede observar en el gráfico anterior, el índice de precios al consumidor elaborado por el INDEC tuvo un comportamiento similar a los índices de precios presentados con anterioridad. En particular, su comportamiento refuerza la idea de una desaceleración de la inflación a lo largo del segundo semestre del año 2016, especialmente en el último trimestre.

#### 4.4. Reservas Internacionales

Tal como fue adelantado en la introducción del presente capítulo, al asumir la nueva administración nacional a finales de 2015, la situación respecto al volumen de reservas netas del Banco Central era particularmente crítica. En este sentido, para diciembre de 2015, la autoridad monetaria presentaba un stock de reservas brutas de US\$24.661 millones. Pero una evaluación detenida permitía detectar que gran parte de este dinero tenía su contrapartida en pasivos. Como resultado, la autoridad monetaria presentaba a la fecha un déficit de reservas netas por US\$568 millones (Bolsa de Comercio de Córdoba, 2016).

En contraste, y tras cinco años consecutivos de caídas en el nivel de reservas brutas, el Banco Central cerró el año 2016 con un incremento de sus reservas brutas de US\$13.208 millones.

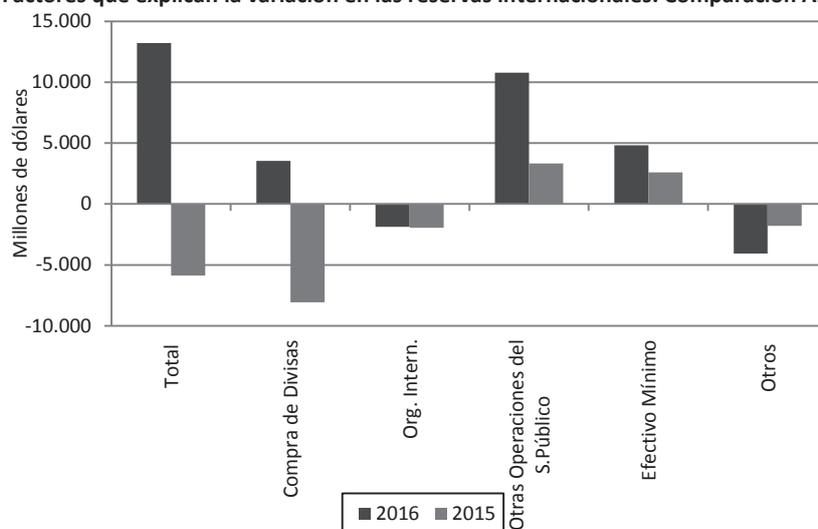
**Gráfico 4.10: Evolución de las Reservas internacionales. Periodo 04/01/2016 al 30/12/2016**



Fuente: IIE sobre la base de BCRA.

Si analizamos los factores que explican este crecimiento en las reservas brutas (Gráfico 4.11), gran parte del incremento se explica por distintas operaciones llevadas adelante entre el Banco Central y el Sector Público, y por movimientos en las cuentas corrientes que las entidades financieras poseen en el Banco Central (representados en el factor “efectivo mínimo” del gráfico mencionado).

**Gráfico 4.11: Factores que explican la variación en las reservas internacionales. Comparación Año 2015 y 2016**



Fuente: IIE sobre la base de BCRA.

Sin embargo, si se compara la variación que sufrieron estos factores durante el año 2016 con las que sufrieron en el año 2015, es factible observar que ambos ya eran superavitarios incluso en aquel periodo. En cambio, el factor que sufrió un cambio significativo fue la compra de divisas por parte del Banco Central. Mientras en el año 2015, con un Banco Central que tenía como principal objetivo defender el tipo de cambio oficial, este factor dio lugar a un drenaje en las reservas del orden de los US\$8.074 millones; a lo largo del año 2016, con un esquema de tipo de cambio flexible, la autoridad monetaria efectuó un total de compras netas de US\$3.540 millones.

Es de destacar que esta compra de reservas tuvo como contrapartida una mayor emisión de pesos por parte del Banco Central. Esto puede observarse en el Gráfico 4.3, donde se detallan los factores que expli-

can el crecimiento de la Base Monetaria. Allí resalta el hecho de que gran parte de las compras de divisas del Banco Central fueron efectuadas al Sector Público<sup>34</sup>.

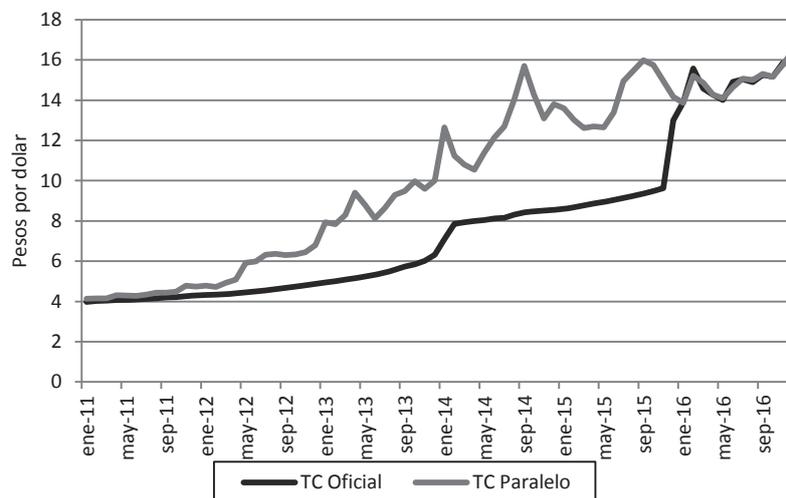
## 4.5. Aspectos cambiarios

### 4.5.1. Tipo de cambio nominal

Al momento de analizar la evolución del mercado cambiario a lo largo del año 2016 es imprescindible resaltar que, a fines del año 2015, la nueva administración nacional dispuso la unificación del mercado de cambios y la consiguiente eliminación del cepo cambiario. Como resultado, el peso argentino se devaluó un 35% en el mes de diciembre.

De esta manera, y luego de 5 años donde el tipo de cambio oficial y el tipo de cambio paralelo presentaron una diferencia significativa, a lo largo del año 2016 ambos presentaron cotizaciones muy similares. De esta manera, el tipo de cambio oficial recuperó su importancia como valor de referencia para la economía argentina, dejando en un segundo plano a la cotización del tipo de cambio paralelo.

Gráfico 4.12: Cotización Tipo de cambio oficial y paralelo. Periodo 2015/2016



Fuente: IIE sobre la base de BCRA y Ámbito Financiero.

Posteriormente a la devaluación de diciembre, la nueva conducción del Banco Central adoptó un esquema de tipo de cambio flotante. Dicho régimen consiste en permitir al tipo de cambio flotar, dejando que el mercado establezca libremente la paridad de las operaciones de compraventa de moneda extranjera. El Banco Central se resguarda, sin embargo, la posibilidad de realizar operaciones puntuales, guardando la potestad de intervenir en aquellas ocasiones que considere oportunas, bajo la premisa de suavizar el impacto de eventuales shocks externos.

Esta modificación en el esquema cambiario del país, al pasar de un tipo de cambio oficial fijo a un esquema de flotación cambiaria, se encuentra en línea con la modificación en los objetivos de la autoridad monetaria<sup>35</sup>. Al priorizar llevar adelante una política monetaria activa, con foco en la desaceleración de la inflación, y en el marco de una economía abierta, el Banco Central renunció a la posibilidad de determinar el tipo de cambio a una paridad fija.

<sup>34</sup> En particular, el Banco Central emitió 160.268 millones de pesos para comprarle divisas al sector público, mientras que en el mismo periodo solo emitió 48.890 millones de pesos con el fin de comprarle al sector privado.

<sup>35</sup> Para una comparación teórica de las diferencias de un régimen de tipo de cambio fijo con un esquema de flotación cambiaria, se recomienda acudir al Capítulo 10 de Schmitt-Grohe y Uribe (2009).

En el siguiente gráfico es posible observar la evolución del tipo de cambio de referencia a lo largo del año 2016. En el conjunto del año, el peso argentino se depreció un 21%. Pero del gráfico surgen a simple vista las fluctuaciones a las que estuvo sujeto el valor de la divisa estadounidense. Mientras que en los primeros días de marzo su valor ascendía a 16 pesos, a partir de una política de tasas de interés elevadas, con el foco puesto en detener la inflación, su valor comenzó a descender. Dicha tendencia se mantuvo hasta fines del primer semestre. En particular, el tipo de cambio alcanzó su mínimo valor a mediados de junio cuando alcanzó el piso de \$13,76. Si bien continuó estando sujeto a fluctuaciones, a partir de dicho momento el tipo de cambio revirtió su tendencia. De esta manera, para fin de año su valor ascendió a una cotización de \$15,85<sup>36</sup>.



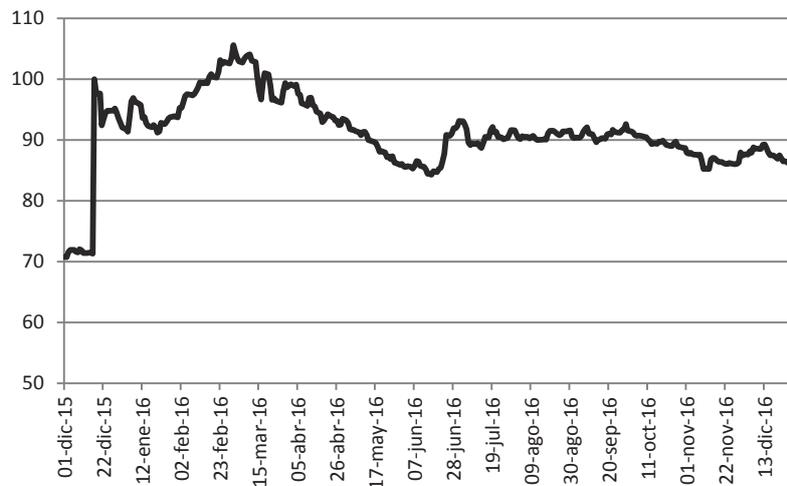
Fuente: IIE sobre la base de BCRA.

#### 4.5.2. Tipo de cambio real

En el presente inciso se hará énfasis en la evolución reciente del tipo de cambio real y sus implicancias para la economía argentina. Para ello, primero es necesario definir a qué refiere el concepto de tipo de cambio real.

El tipo de cambio real multilateral mide el precio relativo de los bienes y servicios de nuestra economía con respecto a los de nuestros principales socios comerciales. De esta manera, constituye una medida amplia de la competitividad (de tipo precio) de una economía. En el Gráfico 4.14 se presenta la evolución de este indicador entre diciembre del 2015 y diciembre del 2016. Para su medición, se recurrió al índice de tipo de cambio real multilateral diario (ITCRM) elaborado por el Banco Central.

<sup>36</sup>El valor promedio del tipo de cambio nominal en el segundo semestre del año fue de \$15,20.

**Gráfico 4.14: Evolución tipo de cambio real multilateral. Índice Base 17/12/2015. Periodo 01/12/2015 –31/12/2016**

Fuente: IIE sobre la base de BCRA.

Tal como se puede observar en el anterior gráfico, luego de la unificación de los mercados cambiarios a fines de 2015, el tipo de cambio real multilateral se depreció alrededor de un 39%. Sin embargo, la elevada inflación que caracterizó a la economía argentina del primer semestre, erosionó parte de la ganancia en competitividad que se había obtenido con la devaluación. Como consecuencia, el ITCRM sufrió una caída en sus valores. En el mes de junio, el promedio mensual del índice elaborado por el Banco Central se encontraba 7% por debajo del promedio del mismo índice para el mes de enero, evidenciando una apreciación real para la economía argentina de dicha magnitud con respecto al primer mes del año 2016.

En el segundo semestre del año, con una inflación en descenso y un tipo de cambio nominal con una leve tendencia creciente, el valor del índice se estabilizó. De esta manera, para el último día del año, el índice se situó solo un 4,7% por debajo del valor del último día del año 2015. Sin embargo, si se compara con el valor que tenía el índice el día anterior a la devaluación de diciembre, la economía argentina tuvo una ganancia de competitividad del orden del 23,3%.

Es necesario puntualizar que la evolución recientemente descrita del tipo de cambio real multilateral posa un llamado de atención a la economía argentina. Esto se debe a que el valor actual del índice continúa ubicándose significativamente por debajo del promedio de la última década, señalando un encarecimiento relativo de los bienes argentinos con respecto al de sus principales socios comerciales. Esta situación es rápidamente observable en el Gráfico 4.15, que se presenta a continuación.

**Gráfico 4.15: Evolución tipo de cambio real multilateral. Índice Base 17/12/2015. Periodo nov-01 - dic-16**

Fuente: IIE sobre la base de BCRA.

## 4.6. Expectativas

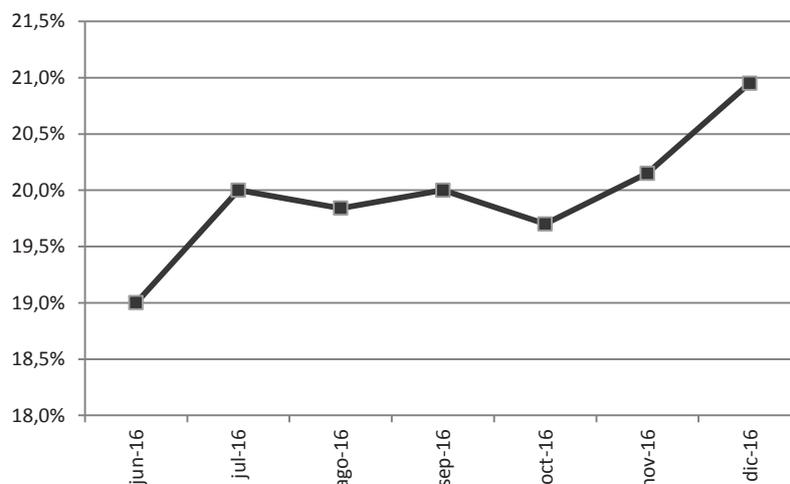
A partir de junio del año 2016, el Banco Central volvió a publicar un Relevamiento de Expectativas del Mercado<sup>37</sup>. Dicho Relevamiento “*consiste en un seguimiento sistemático de los principales pronósticos macroeconómicos de corto y mediano plazo que habitualmente realizan analistas especializados, locales y extranjeros, sobre la evolución de variables seleccionadas de la economía argentina*” (Banco Central de la República Argentina, (2016). De esta manera, el Banco Central recuperó un instrumento de gran utilidad tanto para el diseño como para la evaluación de la política monetaria.

En este último apartado del presente capítulo, se procederá a analizar la evolución de las expectativas de inflación y depreciación en la economía argentina desde junio del año 2016.

### 4.6.1 Expectativas de inflación

En el Gráfico 4.16 se presenta la evolución de las expectativas de variación anual del nuevo índice de precios al consumidor elaborado por el INDEC. El análisis del gráfico arroja un resultado particular: pese a la desaceleración de la inflación que experimentó la economía argentina en el segundo semestre del año 2016, los distintos analistas consultados por el Banco Central han aumentado su pronóstico de la inflación para el año 2017. De esta manera, mientras en junio del 2016 los expertos consultados estimaban una inflación del 19% para el año 2017, en diciembre del 2016 el mismo relevamiento arrojó una inflación esperada del 21%.

<sup>37</sup>Para el lector interesado, se puede acceder a los distintos relevamientos de expectativas mensuales publicados por el Banco Central, así como también a un documento donde se detallan los distintos participantes de cada relevamiento, en la página web del Banco Central.

**Gráfico 4.16: Evolución expectativas de variación interanual inflación 2017 (IPC INDEC). Periodo jun-16 - dic-2016**

Fuente: IIE sobre la base de BCRA.

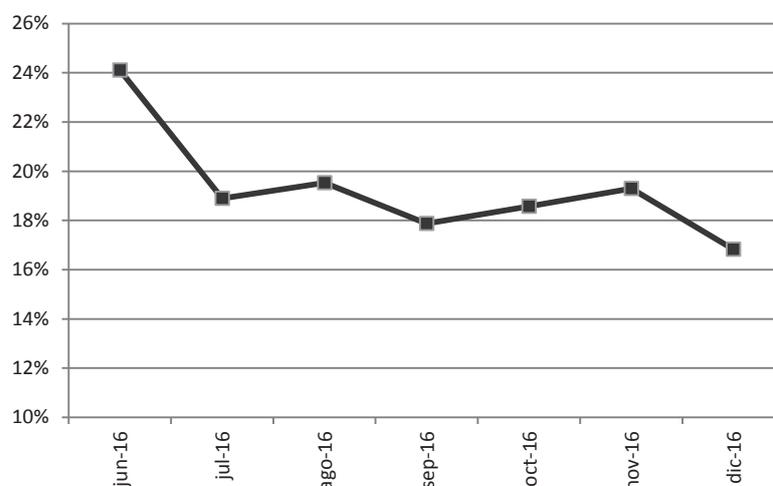
Es importante destacar que la última cifra citada de expectativas de inflación se encuentra considerablemente por encima de la meta de inflación anunciada por el Banco Central para el año 2017, de entre 12% y 17%.

#### 4.6.2. Expectativas de depreciación

En lo que respecta a las expectativas de depreciación, el último relevamiento de expectativas del mercado presentado por el Banco Central en el año 2016 (Banco Central de la República Argentina, 2016) pronosticaba un tipo de cambio nominal para diciembre del 2017 de \$18,5, equivalente a una depreciación interanual esperada del 16,82%.

En el Gráfico 4.17 se presenta la evolución de las expectativas de depreciación anual desde que el Banco Central comenzó a publicar el relevamiento de expectativas. En el gráfico se puede observar el notorio descenso que se produjo en la depreciación esperada entre los meses de junio y julio, entre los cuales la tasa de depreciación interanual paso de 24,11% a 18,9%<sup>38</sup>.

<sup>38</sup> La diferencia en la tasa de depreciación interanual esperada entre junio y julio es contemporánea a un incremento significativo en el tipo de cambio nominal en dicho periodo. Este incremento se vio reflejado en el promedio mensual del tipo de cambio para ambos meses, el cual se incrementó en un 5,44%.

**Gráfico 4.17: Evolución expectativas de depreciación próximos 12 meses. Periodo 06/2016 - 12/2016<sup>39</sup>**

Fuente: IIE sobre la base de BCRA.

A su vez, se observa que a lo largo del segundo semestre la tasa de depreciación esperada no sufrió cambios significativos. En este sentido, la tasa promedio fue del orden de 18,5% promedio, levemente superior a la pronosticada en el último mes del año (16,82%).

Por último, para completar el análisis de la evolución futura del tipo de cambio nominal, en la Tabla 4.1 se presenta la evolución esperada del tipo de cambio nominal a lo largo del año 2017. Los valores que se detallan fueron obtenidos de la publicación del Banco Central antes mencionada (Banco Central de la República Argentina, 2016).

**Tabla 4.1: Expectativas de evolución del tipo de cambio nominal para el año 2017. Diciembre 2016**

Mes	Tipo de cambio esperado	Depreciación mensual esperada	Depreciación acumulada esperada
Ene-17	16,1	1,71%	1,71%
Feb-17	16,3	1,24%	2,97%
Mar-17	16,5	1,23%	4,24%
Abr-17	16,6	0,61%	4,87%
May-17	16,8	1,21%	6,13%
Jun-17	17,0	1,19%	7,39%
Dic-17	18,5	--	16,87%

Fuente: IIE sobre la base de Banco Central de la República Argentina, 2016.

En análisis de la anterior tabla sugiere que el mercado espera una senda creciente pero estable para el tipo de cambio a lo largo del año 2017.

<sup>39</sup> Para el cálculo de la depreciación esperada se procedió a calcular la diferencia porcentual entre la mediana de los pronósticos relevados por el Banco Central y el promedio mensual del tipo de cambio nominal para cada uno de los meses a los cuales hacen referencia los pronósticos.

## Credibilidad y reputación del Banco Central: La política monetaria en Argentina 2017

Sosa Navarro, Ramiro y Benitez, Rodrigo<sup>‡</sup>

### Resumen

Desde diciembre de 2015 la nueva administración federal se fijó metas cuantitativas de reducción del déficit fiscal como así también de reducción de la inflación para el horizonte 2016-2019. Como se esperaba se confirmó la baja de la tasa de inflación a partir del mes de junio de 2016 como así también las exceptivas sobre la evolución de la inflación mensual hacia diciembre de dicho año. Sin embargo, en el plano fiscal, y según el Proyecto de Ley de Presupuesto 2017, el déficit fiscal previsto por el gobierno será superior a la meta preestablecida. La literatura económica que estudia los problemas de coordinación de la política monetaria y fiscal y sus efectos sobre el nivel general de precios muestra que la dinámica de la política fiscal puede limitar la eficacia de la política monetaria en cuanto al cumplimiento de sus objetivos y metas de inflación. El presente trabajo analiza las posibilidades del Banco Central para alcanzar sus metas de inflación preestablecidas por el gobierno a principio de 2016 para el corriente año 2017, siendo estas entre 12% y 17%. Surge como conclusión que readecuar las metas de inflación en un rango de 17% y 19% resulta más conveniente dado que el Banco Central puede mostrar que dentro de dicho margen continua realizando con éxito su trabajo de reducir la inflación en una dinámica mensual, minimizando además el riesgo de perder credibilidad por incumplimiento de sus metas. Modificar las metas de inflación a rango más laxos, también afectaría su credibilidad dado que dejaría de realizar su trabajo de reducir la inflación. Pero mantener los rangos actuales, entre 12% y 17%, resulta costoso en términos de tasa de interés y nivel de actividad afectando por lo tanto negativamente el nivel de actividad. Adecuar las metas de inflación a un nuevo contexto fiscal, no perjudica la credibilidad y reputación del Banco Central sino que contribuye a su construcción en la medida que estas se ajusten en una magnitud apropiada. Finalmente, la necesidad de utilizar una menor tasa de interés para alcanzar una determinada meta en una fase recesiva del ciclo económico.

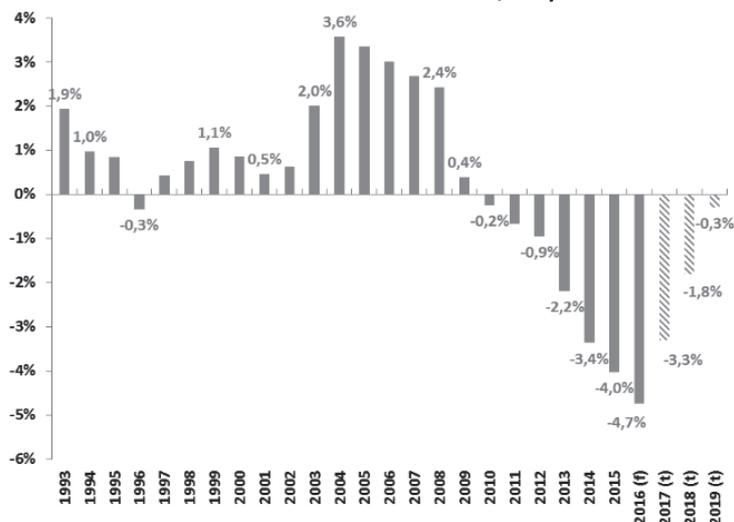
### Antecedentes

En el periodo 2010-2015 hubo un deterioro sistemático de las cuentas públicas, acompañado por una política monetaria expansiva lo cual se tradujo en crecientes niveles de inflación. Desde diciembre de 2015 la nueva administración federal se fijó metas cuantitativas de reducción del déficit fiscal como así también de reducción de la inflación.<sup>40</sup>

<sup>‡</sup> Contacto: rsn@sosanavarro.com y rbenitez@estudioalpha.com.ar

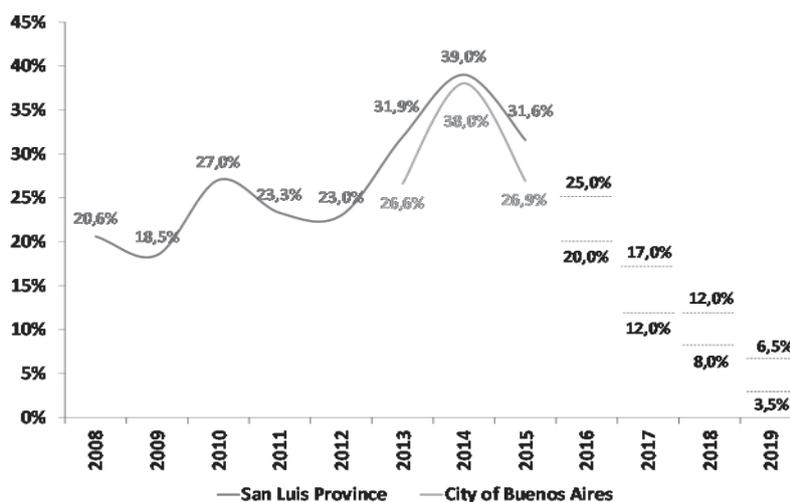
<sup>40</sup> El déficit fiscal primario 2015 era de 4,8%. Posteriormente, el gobierno federal le imputa 1 punto porcentual adicional debido a la deuda flotante pendiente de pago. Y con la posterior revisión de las cuentas públicas y cálculo del PBI, el déficit fiscal original de 4,8% pasó en 4,4%, y luego de la revisión final de las cuentas públicas en 4,0%.

**Gráfico 4.18: Resultado Fiscal Primario/PBI y metas**



Fuente: Ministerio de Economía.

**Gráfico 4.19: Inflación anual y metas**

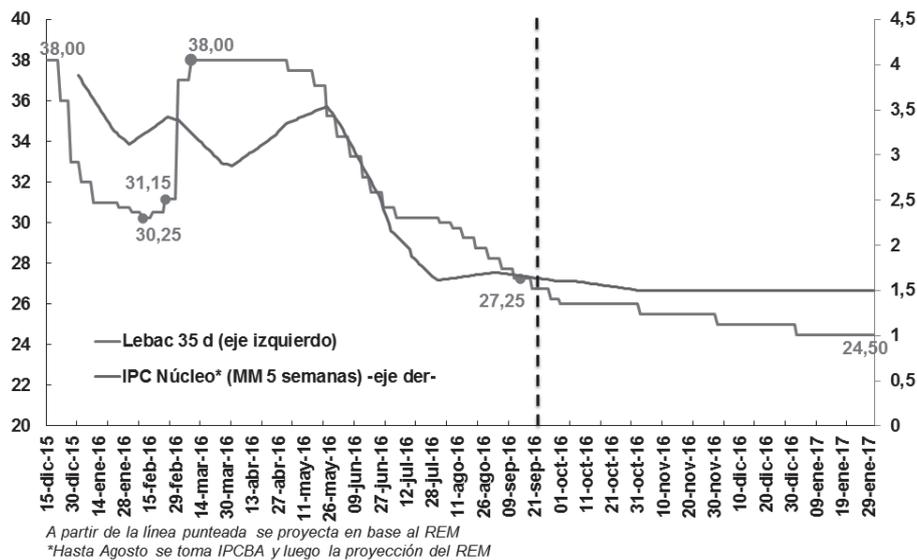


Fuente: Instituto de Estadísticas de la Provincia de San Luis e Instituto de Estadísticas de la Ciudad de Buenos Aires.

Como consecuencia, el BCRA ha venido implementado una política monetaria agresiva en términos de reducción del nivel de inflación que se traduce en el último cuatrimestre de 2016 en un descenso en las expectativas de inflación. Como se esperaba se confirmó la baja de la tasa de inflación a partir del mes de junio e incluso en agosto sin considerar el impacto de la anulación de las subas en las tarifas de gas. La inflación núcleo bajó en agosto al 1,7% frente al 1,9% de julio y frente a 3,0% de junio, según datos del INDEC.<sup>41</sup> Estos resultados en la inflación núcleo están alineados a lo esperado por el sector privado unos meses atrás, aunque quizás un poco por debajo. También las expectativas de inflación mensual hacia fin del corriente año 2016, revelan una desaceleración continua (ver Gráfico 4.20).

<sup>41</sup> El ICP de Buenos Aires revela el mismo patrón de evolución.

Gráfico 4.20: Tasa Lebac de 35 días e inflación mensual núcleo, y proyecciones



Fuente: BCRA.

Sin embargo, en el plano fiscal, y según el Proyecto de Ley de Presupuesto 2017, el déficit fiscal previsto por el gobierno será superior a la meta preestablecida originalmente a principios del corriente año 2016. Mientras que dicha meta de déficit había sido establecida en un equivalente al 3,3% del PBI, el Proyecto de Ley de Presupuesto 2017 proyecta un déficit fiscal de 4,2%. Según el gobierno, dicha diferencia se debe a la Ley de Reparación Histórica para los jubilados, que dijeron que agregaba alrededor de 1% al gasto. Por último, vale mencionar que el corriente año se realizó un recálculo del PBI debido a que este se venía estimando con un nivel de precios implícitos subestimado. Por lo tanto, la expansión cuantitativa del déficit fiscal es aún mayor en términos cuantitativos.

Según la literatura económica, esto implica que en términos de Leeper 1991 la política fiscal cambia de una política “pasiva”, en el sentido de que busca ceñirse a un presupuesto equilibrado, a una política “activa” en el sentido de que busca influir en el nivel de actividad y empleo dejando de lado (o en un segundo plano) el objetivo de equilibrio presupuestario. Por otro lado, en el plano monetario estamos frente a una política monetaria también “activa”, en el sentido de que prioriza la reducción de la inflación a través de una menor expansión monetaria y mayores tasas de interés.

Para entender el potencial conflicto entre ambas políticas, presentamos un breve resumen de la teoría relativa a la coordinación de política monetaria y fiscal en relación a la evolución sobre el nivel de precios y luego analizaremos el caso de Argentina a partir de sus datos actuales y su proyecciones para 2017.

### Teoría monetaria, desequilibrios fiscales e inflación

Las interacciones entre política fiscal y monetaria en la determinación del nivel de precios han sido objeto de un gran debate en la teoría monetaria durante años. Sargent y Wallace (1975) sostienen que si las autoridades monetarias adoptan una regla de política basada en el tipo de interés (en lugar del stock monetario), el resultado de equilibrio conduce a la indeterminación del nivel general de precios. Sin embargo, el resultado de Sargent y Wallace no es del todo general. McCallum (1981) es el primero en explicar los siguientes resultados, bien conocidos ya en la literatura. Las reglas de retroalimentación de la política monetaria que vinculan el tipo de interés nominal con variables endógenas como lo es el nivel general de precios, permiten descartar el problema clásico de la indeterminación del nivel de precios defendido por Sargent y Wallace.

Siguiendo el artículo estimulante de Taylor (1993), las llamadas "reglas de Taylor" han recibido creciente atención en los últimos años. De acuerdo con este tipo de regla, el tipo de interés objetivo del banco central se establece como una función creciente de la tasa de inflación y la brecha del producto.<sup>42</sup> Para descartar los equilibrios múltiples, los estudios teóricos sugieren que la autoridad monetaria tiene que responder a los aumentos de la inflación con un aumento mayor a una relación de uno a uno respecto a la tasa de interés nominal. Es decir que para que la regla monetaria sea efectiva a fines de poder controlar la tasa de inflación, lo que debe incrementarse es la tasa de interés real. En términos de Leeper (1991), esta regla de política monetaria se conoce como "activa" -de lo contrario, se llama "pasiva".

Sin embargo, esta literatura no explica el comportamiento de la política fiscal. Significa que asume que la proposición sobre la "equivalencia ricardiana" se aplica. No es posible un estudio exhaustivo de las implicaciones de los déficits públicos (y de la deuda pública) sobre el vínculo entre las reglas basada en los tipos de interés y la estabilidad de precios. Sin embargo, hay importantes implicaciones a considerar dentro de la relación entre las políticas monetaria y fiscal. En el reciente debate macroeconómico, se argumenta que la falta de una sana política fiscal socava el objetivo de estabilidad de precios<sup>43</sup>.

La contribución seminal de Leeper (1991) hizo también una distinción importante entre política fiscal "activa" y "pasiva". Define una política fiscal como "activa" cuando los impuestos responden sólo débilmente a los niveles de deuda pública ya los "pasivos" cuando los impuestos responden fuertemente a los niveles de deuda.

En un modelo estándar, la investigación mostró que dos combinaciones de política, ya sea (i) política monetaria activa y pasiva fiscal o (ii) política fiscal activa y pasiva monetaria, determinan un único equilibrio de expectativas racionales estacionarias. En el caso (i) se confirma la visión monetarista habitual de que la inflación depende únicamente de la política monetaria. Sin embargo, el caso (ii) es fiscalista en el sentido de que la política fiscal, además de la política monetaria, tiene un efecto sobre la tasa de inflación.

Leeper 1991 también mostró que el estado estacionario es indeterminado, con múltiples soluciones estacionarias, cuando ambas políticas son pasivas, mientras que la economía es explosiva cuando ambas políticas están activas. Esto significa que un banco central agresivo que lucha contra la inflación no va sin costos. Aumenta la carga fiscal de la deuda pública debido a las mayores tasas de interés y, por lo tanto, aumenta las necesidades fiscales del gobierno en materia de financiamiento. Este efecto tiene una consecuencia negativa sobre la dinámica del nivel de precios poniendo de nuevo mucha más presión sobre el banco central en su objetivo de lucha contra la inflación.

### **El caso de Argentina: Proyecciones monetarias 2017**

Desde diciembre de 2015 el gobierno argentino ha buscado aplicar una política fiscal de reducción gradual del déficit fiscal con metas preestablecidas y una política monetaria más agresiva que tiene por objetivo reducir el nivel de inflación en el tiempo, también con una serie de metas preestablecidas desde principios de año. Tal como vimos anteriormente, esta combinación de políticas se está traduciendo en menores niveles de inflación en los últimos meses del corriente año como así también en menores niveles para el resto del año los cuales son acompañados de menores tasas de interés.

Sin embargo, el proyecto de Ley de Presupuesto para el próximo año 2017 proyecta un déficit fiscal primario equivalente al 4,2%, muy por encima del 3,3% que había anunciado como objetivo para 2017. A continuación se analizan escenarios alternativos tomando como dada la política fiscal a fines de evaluar el modo y la magnitud en la cual la política monetaria puede verse limitada en su margen de maniobra para alcanzar sus objetivos de inflación fijados para 2017. También se analizan los costos de los caso extremos donde la política monetaria se "acomoda" a las necesidades de la política fiscal como así también al caso donde la política monetaria se focaliza únicamente en los objetivos de inflación sin internalizar el contexto fiscal.

<sup>42</sup> Véase, entre otros, Clarida et al., 1998, 2000 que proporcionan evidencia empírica sobre la visión de que las reglas tipo Taylor describen consistentemente el comportamiento de varios bancos centrales.

<sup>43</sup> El Tratado de Maastricht y el Pacto de Estabilidad y Crecimiento de la Unión Europea, que establecen límites cuantitativos a los déficits fiscales ya la deuda pública de los Estados miembros, se basan en este argumento.

Para ello hemos partido de los siguientes supuestos:

- La política fiscal está dada por el escenario planteado por el gobierno según el Proyecto de Ley de Presupuesto 2017. El crecimiento real de la economía del 3% anual según dicho proyecto. La relación M2/ PBI se mantiene constante.
- La Asistencia del BCRA al Tesoro está limitada a ARG\$140.000 millones entre utilidades y Adelantos Transitorios en línea a lo acordado entre BCRA y MECON.
- Las Expansión Total surge de la suma de la expansión fiscal dada por la asistencia del BCRA más el impacto de la compra de los dólares excedentes del sector público (colocación de deuda) y privado.

Como resultado de dicha expansión de la Oferta Monetaria se produce una aceleración del nivel general de precios, cuya estimación se realizó a partir de los parámetros estimados por Basco, *et al*, 2006, para el caso de Argentina entre 1975 y 2005. La magnitud de dicha expansión y por lo tanto, del nivel general de precios de equilibrio, depende del monto de dinero que retire (esterilice) del mercado lo cual tiene impacto sobre la tasa de interés de equilibrio de la economía. Dicha tasa de interés se estimó utilizando la regla de Taylor y los parámetros que surgen de la evidencia empírica de casos internacionales los cuales revelan ser muy estables entre países (ver Anexo)<sup>44</sup>.

A continuación se presentan los resultados.

**Tabla 4.2: Resumen principales variables y resultados**

Var. % A./a.		Esterilización ARG\$ M	Esterilización		Inflación núcleo	Tasa (Taylor)	Tasa interés real	
BM	M2		Expansión	BM				Lebacs
5,0%	5,3%	-275.226	-87,3%	-33,9%	43%	5,0%	27,7%	22,7%
7,5%	7,7%	-256.138	-81,3%	-31,2%	40%	7,1%	26,5%	19,2%
10,0%	10,2%	-236.255	-75,0%	-28,4%	37%	9,7%	25,3%	15,6%
12,5%	12,7%	-215.372	-68,7%	-25,7%	34%	12,1%	24,1%	12,0%
15,0%	15,2%	-196.488	-62,3%	-23,1%	31%	14,5%	22,9%	8,5%
17,5%	17,7%	-176.605	-56,0%	-20,5%	28%	16,9%	21,7%	4,9%
20,0%	20,3%	-156.721	-49,7%	-18,0%	25%	19,2%	20,5%	1,3%
22,5%	22,8%	-136.838	-43,4%	-15,5%	21%	21,6%	19,3%	-2,3%
25,0%	25,3%	-116.954	-37,1%	-13,1%	18%	24,0%	18,1%	-5,9%
27,5%	27,8%	-97.071	-30,8%	-10,8%	15%	26,4%	16,9%	-9,5%
30,0%	30,3%	-77.188	-24,5%	-8,5%	12%	28,8%	15,7%	-13,1%
32,6%	32,8%	-59.304	-18,2%	-6,2%	9%	31,2%	14,6%	-16,6%

Fuente: Elaboración propia.

Los resultados del presente cuadro se podrían categorizar o agrupar en los siguientes escenarios (ver Esquema 4.1).

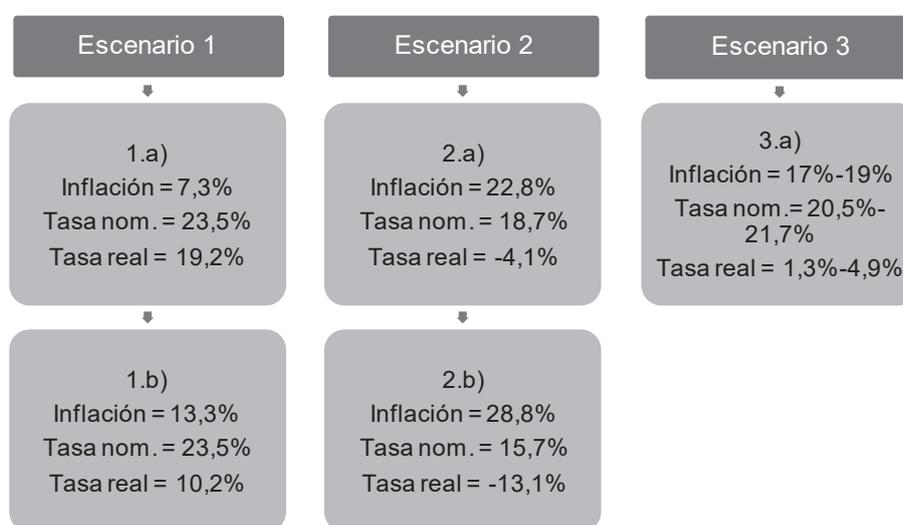
Escenario No. 1.a): Inflación Núcleo en un rango de entre 5% y 9,7%. Constituyen objetivos de inflación que el BCRA nunca ha analizado para el año 2017 debido a los elevados esfuerzos en términos de esterilización y elevadas tasa de interés, especialmente en términos reales. Esto implica además que la reducción de la inflación debería ser un proceso gradual.

<sup>44</sup> Para la regla de Taylor se tuvo en cuenta la inflación proyectada a fines de diciembre de 2016, un valor de 1,5 para el parámetro correspondiente al término que expresa el desvío entre la inflación inicial y la inflación objetivo y un valor de 0,5 para el parámetro correspondiente al término que expresa el desvío del nivel de actividad corriente y un nivel promedio o tendencial.

Escenario No. 1.b): Inflación Núcleo en un rango de entre 12,1% y 14,5%. Para 2017, el BCRA se había planteado una meta de inflación en un rango de entre 12% y 17%. Es decir una inflación promedio de 15%. Según este escenario, dicho objetivo de inflación implica un nivel de tasa de interés superior al 23% y en términos reales cercanos al 9%. Esto constituye un costo importante en términos de tasa de interés y nivel de actividad. Bajo los nuevos objetivos de política fiscal, resulta desaconsejable de alcanzar mantener dicha meta de inflación.

Escenario No. 2.a): Inflación Núcleo en un rango de entre 21,5% y 24,0%. Esto implica que el BCRA se acomoda a la nueva política fiscal permitiendo dinamizar el nivel de actividad con tasa reales “ligeramente” negativas dejando en un segundo plano los objetivos de metas de inflación. En este escenario, la inflación mensual es superior a la esperada para fines del corriente año. Pero es significativamente menor la inflación anual, enero –diciembre del corriente año 2016. El Escenario No. 2.b) donde la Inflación Núcleo queda en un rango de entre 21,5% y 24,0%, acentúa la tendencia mencionada precedentemente.

**Esquema 4.1: Esquema de los escenarios posibles**



Fuente: Elaboración propia.

Escenario No. 3.a): Inflación Núcleo en un rango de entre 17% y 19%. En este escenario, habría una desaceleración de la inflación mensual respecto de la inflación mensual esperada para diciembre 2016. Inflación Núcleo 18%, tasa de interés 21% y tasa de interés real de 3%, surge como la meta más racional para 2017 teniendo en cuenta el contexto fiscal y el nivel de actividad. No relega los objetivos de reducción de inflación ni tampoco impone un costo elevado para la actividad económica en términos de tasa de interés real. Un rango racional y prudente para no afectar la credibilidad del Banco Central en sus objetivos a plazo sería una Inflación Núcleo de entre 17% y 19% y una tasa de interés entre 20,5% y 22%.

Finalmente, vale destacar que si el nivel de actividad estuviera en la fase opuesta del ciclo, la tasa de interés sería 2,5 puntos porcentuales más elevados. Esto hubiera implicado, Inflación Núcleo 18%, tasa de interés 23,6% y tasa de interés real de 5,6%. Por este motivo, el contexto actual resulta más favorable para alcanzar las metas de inflación.

## Conclusión

El cambio en los objetivos de la política fiscal en materia de déficit fiscal afecta el margen de maniobra del Banco Central para cumplir sus objetivos de reducción de la inflación. Resulta por lo tanto más realista y favorable en términos de la credibilidad del Banco Central y del proceso de formación de expectativas

adaptar dichas metas a la nueva realidad económica y fiscal. Determinados objetivos de reducción de la inflación pueden parecer excesivos pero resulta razonable construir un sendero de metas intermedias que mantengan en firme dicho objetivo original como válido y alcanzable. Forzar objetivos de baja de inflación más acelerada o de reducción de tasas de interés nominales podría llevar rápidamente a efectos no deseados como puede ser mayores dificultades para recuperar nivel de actividad o tasas reales que sigan siendo fuertemente negativas y sus implicancias.

## Anexo

**Tabla 4.3: Expansión de Base Monetaria e inflación**

País/Región	Nivel %	Inflación Anual	Diferencia	
			En puntos	En veces
Brasil	14,25%	9,38%	4,87%	1,52
Rusia	11,00%	7,27%	3,73%	1,51
Indonesia	6,75%	4,50%	2,25%	1,50
China	4,35%	2,60%	1,75%	1,67
México	3,75%	2,60%	1,15%	1,44
Australia	2,00%	1,30%	0,70%	1,54
Promedio	7,02%	4,61%	2,41%	1,53

Fuente: Estudio Alpha en base a bancos centrales.