

***ESTABILIDAD DE PRECIOS Y CRECIMIENTO SOSTENIDO:
CONVERTIBILIDAD MÁS FLEXIBLE O META INFLACIONARIA***

Ireneo Miguel Moras¹

Profesor Asociado,
Universidad Argentina de la Empresa (UADE), Facultad de Ciencias Económicas,
Departamento de Economía y Finanzas.

irmimo@infovia.com.ar

Ciudad Autónoma de Buenos Aires, 28 de junio de 2001.

Resumen

En el debate monetario y cambiario actual en la Argentina aparecen escasas referencias a los sistemas de meta inflacionaria y de meta monetaria, que se están aplicando exitosamente en otras economías. Por esta razón, este trabajo preliminar considera la teoría y la experiencia internacional reciente de estos sistemas para un conjunto de países. Finalmente, se ensaya una comparación del sistema de meta inflacionaria con nuestro actual régimen de convertibilidad y se extraen algunas conclusiones relevantes, para pensar, sin mayores ambiciones, sobre el régimen monetario y cambiario más conveniente para la Argentina en el futuro.

Campos Temáticos del JEL: E5, E6.

Abstract

In the presently debate about the monetary and exchange rate regimes in Argentina there are few references to the systems of inflation targeting and monetary targeting, that are being implemented sucessfully in other economies. For this reason, this preliminary paper considers the theory and recent international experience of these systems in a group of countries. Finally, there is an attempt to compare the system of inflation targeting with our convertibly regime and some relevant conclusions are obtained, to think, without major ambitions, about the more convenient monetary and exchange rate regime for Argentina in the future.

JEL Classification Numbers: E5, E6.

0- Introducción y motivación

El debate monetario y cambiario actual en la Argentina parece girar en torno a los efectos de la incorporación del euro en una canasta de monedas (eurización), la dolarización como profundización de la convertibilidad², y la devaluación del peso como posibles salidas alternativas al régimen de convertibilidad vigente desde hace ya más de diez años.

Poco (o casi nada) se escucha hablar o se lee en nuestro país sobre los sistemas de meta inflacionaria (*inflation targeting*) y de meta monetaria (*money targeting*), para alcanzar, simultáneamente, la estabilidad de precios y el crecimiento sostenido del producto. Si bien, dada la corta experiencia con estos sistemas, los mismos pueden considerarse en estado de experimentación, también es cierto que se están aplicando exitosamente en otras economías.

Por esta razón, me parece oportuno incorporar al debate el análisis de los aspectos teóricos del sistema de meta inflacionaria y de la experiencia internacional reciente de este sistema y el de meta monetaria para un conjunto de países en general, cuyos respectivos bancos centrales (91) fueron encuestados por el Banco de Inglaterra hacia fines de 1998. Además, analizaré brevemente la experiencia y los intentos de convergencia macroeconómica recientes de la Argentina y Brasil en el Mercosur donde, ambos países, conviven, por el momento (fines de junio de 2001), con sistemas monetarios y cambiarios muy diferentes.

Por último, ensayaré una comparación del sistema de meta inflacionaria con nuestro actual sistema de convertibilidad (sin euro) e intentaré extraer algunas conclusiones relevantes para pensar, sin mayores ambiciones, sobre el futuro de la política económica en la Argentina.

1- Caracterización de los sistemas de metas explícitas de política

El debate sobre reglas versus discreción de la política monetaria se remonta a varias décadas atrás. Simons (1936) remarca los beneficios de aplicar reglas monetarias estables, como fueron promovidas posteriormente por Milton Friedman en 1960. Los principales argumentos del debate están bien resumidos por Guitian (1994), quien describe cómo, bajo una exitosa política basada en reglas, *“la predicibilidad de la política debería ayudar a compensar la impredecibilidad del contexto”*. Por el contrario, un exitoso enfoque discrecional incluye usar *“la adaptabilidad de la política como un medio para mantener un contexto incierto bajo control”*.

A la luz de este debate, las metas explícitas para variables nominales domésticas (sea el tipo de cambio, el dinero, la inflación o una combinación de ellos) pueden verse como un intento de maximizar los beneficios de los enfoques de reglas y discrecionalidad. Por un lado, Guitian nos recuerda que *“hay una excepción para toda regla”*, lo cual puede interpretarse como que toda regla de política está sometida a contingencias que obligan a los hacedores de política (*policy-makers*) a apartarse de ellas en ciertas circunstancias. Por otro, Bernanke et al. (1999) describen las metas inflacionarias como *“un esquema no una regla”* y como *“discreción restringida”*. Así, estos sistemas de metas de política pueden muy bien caracterizarse como **regímenes discrecionales con reglas**.

Sterne (1999) describe cómo se implementa este sistema en Suiza:

“Sobre todo, la fijación de metas monetarias constituyó un esquema útil para explicar la política actual y los desvíos de las metas. Los fallos en alcanzar las metas fueron explicados en detalle y atribuidos a shocks específicos. Los desvíos resultaron en una respuesta de la

política pero no necesariamente dentro del mismo año. La combinación entre un compromiso a largo plazo de estabilidad de precios y política discrecional de corto plazo fue reafirmada en 1989 por el cambio desde metas anuales a metas plurianuales. Desde entonces, el Banco Nacional de Suiza ha tratado de usar la flexibilidad provista por una meta plurianual sin dejar que los desvíos se vayan de las manos. La meta plurianual por sí misma puede ser descrita como un sendero ideal que sería válido en ausencia de shocks, por ejemplo, con el producto igualando al potencial y la inflación igual a la meta inflacionaria”.

Los hacedores de política (*policy-makers*) usan metas explícitas porque encuentran que es mejor tener metas estrechas y explicar los desvíos que tener metas imprecisas que hacen muy difícil medir el éxito o el fracaso de una determinada política. Si bien es claro que hay intentos por diseñar las metas de tal modo que den flexibilidad a la política, es muy dificultoso especificar una meta que abarque el rango completo de shocks posibles. La explicación de los errores seguirá siendo inevitablemente importante. Por lo tanto, no es sorprendente que el creciente empuje hacia metas explícitas haya estado asociado con mayores esfuerzos por parte de los bancos centrales para explicar la política implementada.

2- ¿Qué es el sistema de meta inflacionaria?

La meta inflacionaria es un esquema (no una regla) de política monetaria en el que las decisiones de instrumentos de política están guiadas por la inflación futura esperada con relación a una meta de inflación anunciada. **Usualmente, la meta de inflación anunciada consiste en un rango más que en un solo valor.** En este esquema, como la autoridad monetaria tiene independencia en cuanto a sus instrumentos de política, éstos se modifican cuando la inflación proyectada para un horizonte de uno o dos años se aparta del rango de la meta anunciado. De esta manera, la inflación futura esperada, medida por la inflación proyectada, se convierte en una meta intermedia para la política monetaria.

La autoridad monetaria anuncia un rango de meta inflacionaria que es consistente con la estabilidad de precios y preanuncia las contingencias que no serán tenidas en cuenta en el cómputo de dicho rango. **Las contingencias típicas que permiten el apartamiento del rango de la meta son los shocks en los términos del intercambio y las modificaciones en los impuestos indirectos.** Estas contingencias preanunciadas se dirigen a tener en cuenta las presiones inflacionarias que están fuera del control de la autoridad monetaria.

Svensson (1995b) propuso el sistema de meta inflacionaria como un medio para bajar la tasa de inflación y compensar el sesgo inflacionario inherente en los regímenes de política discrecional.

Dado que el éxito de este sistema depende parcialmente de la aceptación de los agentes económicos privados de la meta anunciada oficialmente, las medidas para incrementar la **credibilidad** y la **transparencia** de la autoridad monetaria son una parte muy importante de este esquema de política. Como ejemplo de estas medidas pueden citarse la promoción, por algunos países que han adoptado este sistema, de discusiones abiertas sobre política económica y sobre la interpretación de los datos económicos y la publicación periódica y detallada de los estados contables de la autoridad monetaria y de las cuentas nacionales.

3- Implementación del sistema de meta inflacionaria

Desde el punto de vista operativo, el sistema de meta inflacionaria es un proceso de dos etapas. Primero, la autoridad monetaria hace un pronóstico de la inflación para determinar si, con las políticas vigentes, la tasa de inflación es probable que permanezca dentro del

rango de la meta anunciado. En la segunda etapa, si se pronostica que la inflación futura se ubicará fuera del rango anunciado, se aplica una **regla de retroalimentación (feedback)** que relaciona las acciones de política con la inflación proyectada. De esta manera, con este **régimen discrecional con reglas**, se determinan los valores de los instrumentos de política monetaria que pondrán a la inflación proyectada dentro del rango de la meta anunciado.

El problema principal que surge cuando la autoridad monetaria tiene como única meta la inflación anunciada es el aumento de la variabilidad del producto, que se hace más volátil ante la presencia de shocks que afectan la productividad de la economía. Ante este problema, la solución sugerida es la inclusión explícita o implícita de metas de producto que sean consistentes con las proyecciones del producto potencial. Por su parte, las **reformas estructurales** serán las encargadas de aumentar el producto potencial. Esta solución constituye un modo apropiado para hacer al sistema más creíble y transparente.

A su vez, como la **credibilidad** y la **transparencia** son cruciales para el éxito del sistema, se debe buscar la forma institucional más adecuada para maximizar estos dos aspectos. En este sentido, una **legislación** que imponga el sistema de meta inflacionaria como "el" régimen de política de la autoridad monetaria es la forma institucional más recomendada por la literatura y la evidencia empírica.

4- La experiencia internacional en los años noventa

Algunos de los países que adoptaron y tuvieron éxito con el sistema de meta inflacionaria en los años noventa son³:

- Nueva Zelanda, desde 1989.
- Canadá, desde 1991.
- Reino Unido de Gran Bretaña, desde setiembre de 1992.
- Suecia.
- Australia.

Canadá, Reino Unido y Suecia han adoptado metas implícitas de producto como parte de sus medidas para incrementar la transparencia de su política económica. **En estos países, el banco central publica proyecciones de producto en relación con el producto potencial, es decir, la brecha del producto. Además el banco central explica el régimen de política a implementarse de modo de señalar que sus instrumentos serán ajustados en caso de que la inflación proyectada se aparte del rango de la meta.**

En términos generales, las tres décadas pasadas han estado caracterizadas por marcados cambios en la elección de metas explícitas y rangos de monitoreo de la política económica. Sterne (1999) menciona tres tendencias particulares obtenidas a partir del estudio de la **encuesta a 91 bancos centrales** sobre esquemas monetarios **realizada por el Banco de Inglaterra hacia fines de 1998.**

1. *Las metas explícitas han estado mucho más difundidas en los años noventa que en las dos décadas previas.*

El uso de metas explícitas (sea el tipo de cambio, el dinero o la inflación) creció en los años noventa. Su uso está ahora más difundido que en cualquier momento desde Bretton Woods. Entre 1990 y 1998 el número de países con metas explícitas sobre el tipo de cambio se incrementó de 30 a 47; los países con metas monetarias crecieron de 18 a 39 y los países

con meta inflacionaria se incrementaron siete veces, de 8 a 54. De los 54 países con meta inflacionaria en 1998, 13 (14% de todos los países) tenían únicamente metas de inflación.

2. *Muchos países de la muestra usan más de una meta explícita.*

En 1998, 55% de la muestra anunciaba una meta explícita o rango de monitoreo para más de una variable, sea el tipo de cambio, el crecimiento del dinero o del crédito y la inflación. En ese mismo año, cada país publicaba en promedio una meta y media para dichas variables y 24% de todos los países anunciaban metas simultáneas para el dinero y la inflación solamente.

3. *En los años noventa, hubo 101 ejemplos de países anunciando una nueva meta explícita sea para el tipo de cambio, el dinero o la inflación; y solamente 17 países abandonaron una meta explícita.*

Diez de las metas abandonadas fueron metas del tipo de cambio (excluyendo los países del sudeste asiático): Egipto, en 1991; Finlandia, Noruega, Reino Unido y Suecia, en 1992; Croacia, en 1993; México, en 1994; Mozambique, en 1995; República Checa, en 1997; y Rusia, en 1998. **La mayoría de estos cambios fueron en respuesta a una crisis cambiaria.**

Siete economías abandonaron metas monetarias (o rangos de monitoreo) durante el mismo período: Portugal y Turquía, en 1992; España, en 1994; Macedonia, en 1995; República Checa, Polonia y Reino Unido, en 1997. Generalmente, **estos casos representaron un reconocimiento de que el crecimiento del dinero no estaba a la cabeza de la jerarquía de indicadores del banco central.**

Finalmente, **no hubo casos de países abandonando sus metas explícitas de inflación en los años noventa.** La única excepción la constituyen algunos países que se unieron a la moneda única europea (euro) en 1999 y que, en consecuencia, abandonaron sus metas formales de inflación doméstica.

Las tablas siguientes, reproducidas de Sterne (1999), muestran la performance promedio de los países de la muestra con relación a la meta y la distribución de los desvíos para las metas de dinero e inflación. El análisis se concentra en la mediana en vez de la media porque la distribución está sesgada por un muy pequeño número de desvíos de metas muy grandes.

Error! Not a valid link.

Los resultados de la *Tabla 1* muestran que el desvío de la mediana de la inflación en los años noventa fue de 0,2% para toda la muestra de 256 observaciones anuales para 54 países y que fue sistemáticamente creciente a medida que aumentaba la meta inflacionaria. Por su parte, el desvío absoluto de la mediana de la inflación se ubicó entre 0,8% y 6,4%, es decir, hubo aproximadamente una tasa de éxito del 50% en la adhesión a una meta inflacionaria de +/-1,5%.

Para los países que establecieron una meta inflacionaria menor que 3,5%, hubo alrededor de un 50% de probabilidad de adherirse a un rango más estrecho de +/-0,8%, valor que tomó el desvío absoluto de la mediana. Este rango de desvío absoluto pasa a ser de 1,1, 1,9 y 6,4% cuando la meta inflacionaria sube de 3,5% hasta superar 13,8%.

Conclusión de la Tabla 1: Los países de baja meta inflacionaria fueron más exitosos en alcanzarla que las economías con mayores tasas de meta inflacionaria.

Error! Not a valid link.

Para las metas monetarias explícitas, la *Tabla 2* sugiere que hubo aproximadamente una tasa de éxito del 50% en alcanzar un resultado dentro de 3,2% a cada lado de la meta de variación del dinero amplio. A diferencia de la meta inflacionaria, el rango del desvío absoluto no sigue un patrón uniforme de comportamiento a medida que la meta monetaria se incrementa y tiene un valor superior al doble que el desvío absoluto de la mediana de la tasa de inflación. No obstante, el desvío de la mediana es positivo y más alto cuanto mayor es la meta monetaria.

Conclusión de la Tabla 2: Las metas monetarias fueron sobrepasadas sistemáticamente para una muestra menor que la de la Tabla 1: 183 observaciones anuales para 31 países.

Error! Not a valid link.

(*) Los grupos de metas "altas" y "bajas" fueron divididos de acuerdo a la magnitud de la suma de las metas inflacionarias y monetarias de cada año.

La *Tabla 3* muestra que los resultados para la inflación estuvieron más cercanos a las metas que los resultados de crecimiento del dinero amplio, independientemente de que las metas fueran altas o bajas. El desvío en términos absolutos de la meta inflacionaria para los países que anunciaron conjuntamente metas de inflación y monetarias fue de 1,9%, comparado con 3,8% para el crecimiento del dinero amplio.

Estos resultados son consistentes con la visión de que, sobre una muestra amplia de países, la combinación de shocks de oferta, de demanda y de velocidad conducen a mayores desvíos de las metas monetarias que de la meta inflacionaria. En particular, los shocks de velocidad podrían haber conducido a relativamente mayores desvíos de las metas monetarias. Los resultados podrían también reflejar la prioridad que los hacedores de política dan a la meta inflacionaria sobre las metas monetarias, en el caso de conflictos entre ellos.

Conclusión de la Tabla 3: Como los desvíos fueron mayores en las metas monetarias, esto estaría indicando que dichas metas son más difíciles de lograr o bien, son interpretadas en forma más flexible que las metas de inflación por la autoridad monetaria.

5- La experiencia macroeconómica reciente de Brasil y la Argentina en el Mercosur

La performance macroeconómica de los dos miembros principales del Mercosur tuvo modificaciones importantes desde mediados de los años noventa. Brasil implementó en 1994 su programa de estabilización llamado Plan Real y la Argentina, con su Plan de Convertibilidad vigente desde 1991, sufrió una crisis financiera y una profunda recesión en 1995, siguiendo a la devaluación mexicana de diciembre de 1994 (Efecto Tequila).

La crisis de 1995 evidenció la alta sensibilidad de la economía argentina a las actitudes y modos de funcionamiento de los mercados financieros y reveló la importancia para los agentes económicos de un tipo de cambio fijo en momentos de alta presión y tensión económica y financiera. En el sistema financiero local, la estrategia seguida por el Banco Central fue el refuerzo de las regulaciones prudenciales.

En el Mercosur, Heymann (2001) opina que la crisis padecida generó una percepción positiva acerca de las consecuencias de la integración. Esta visión, prosigue el autor, continuó en los años siguientes, dado que las economías de la región atravesaron una fase de expansión con un rápido crecimiento del comercio entre ellas y comenzaron una convergencia en la performance macroeconómica, caracterizada especialmente por la fuerte reducción de la tasa de inflación de Brasil.

A pesar de estos progresos, la región volvió a verse afectada por las crisis asiática y de Rusia en 1997/98 y, una cierta respuesta común en el ámbito regional como se hubiera esperado finalmente no ocurrió. En particular, las preocupaciones sobre las políticas de Brasil se centraron en la fragilidad de su propia situación financiera, con altas tasas de interés, que reflejaban y agravaban los problemas fiscales, presiones en el mercado cambiario y reducción en el nivel de actividad económica.

Con respecto a la Argentina, sus autoridades realizaron esfuerzos para convencer a los tenedores de activos de que nuestra economía se diferenciaría de la brasileña, señalando la robustez del sistema bancario debido a las medidas preventivas que habían sido tomadas con anterioridad. Asimismo, destacaron su actitud de prudencia fiscal aunque, en realidad, la situación de las cuentas públicas argentinas se estaba mostrando debilitada por la caída de la recaudación tributaria provocada por la caída del PBI que comenzó hacia fines de 1998.

En enero de 1999, una crisis cambiaria obligó a Brasil a devaluar el real e implementar un sistema de flotación administrada del tipo de cambio y de programación monetaria para controlar la tasa de interés Selic por parte del Comité de Política Monetaria (Copom) del Banco Central de Brasil. La devaluación brasileña afectó a otras economías que mostraban signos de recesión. En la Argentina, se generó una fuerte preocupación de que Brasil entrara nuevamente en una fase de inestabilidad financiera y bajo nivel de actividad económica. Sin embargo, la inflación en Brasil no se incrementó sustancialmente, el producto no cayó como se temía y las tasas de interés bajaron gradualmente desde niveles muy elevados.

El shock brasileño ocasionó inmediatamente un aumento del índice de riesgo país de los bonos argentinos. Además, los efectos en los flujos de comercio se manifestaron en que, a pesar del gran cambio de precios relativos, las importaciones argentinas desde Brasil disminuyeron junto con el total de importaciones, pero la devaluación del real tuvo un fuerte impacto negativo en las exportaciones argentinas a Brasil. Dicho impacto, simultáneamente con una caída de los precios de los bienes exportables argentinos, contribuyó a profundizar la recesión y así, a empeorar la situación fiscal, ambos directamente y a través de sus efectos en los mercados de activos financieros.

Después de una recuperación del PBI en 1999, la economía brasileña continuó expandiéndose en 2000, con una inflación moderada y tasas de interés declinantes. Sobre esta performance, Heymann (2001) comenta: *“Esta experiencia fue ampliamente interpretada como un indicador de que la depreciación de la moneda brasileña, a pesar de ser un evento traumático, había tenido consecuencias favorables en esa economía, y que la inflación pudo ser mantenida bajo control con una política monetaria que permitía la flexibilidad del tipo de cambio. Para muchos analistas brasileños, estas observaciones subrayaban por contraste a los problemas de un sistema como la caja de conversión de la Argentina, y los llevaban a considerar a las dificultades de la economía vecina principalmente como resultado de una insistencia obstinada en mantener aquel régimen inflexible.*

Fue significativo que el gobierno argentino optó por no considerar un cambio en la paridad fija con el dólar en un momento cuando su principal socio comercial había devaluado fuertemente su moneda, el dólar estaba fuerte, los precios de las exportaciones habían caído mucho más que por debajo de los niveles de años previos y que el financiamiento externo era claramente menos fluido que algún tiempo antes. Esta decisión, que no enfrentó mayor oposición dentro del país, señalaba los altos costos que los argentinos percibían que un salto del tipo de cambio habría tenido en una economía con la mayoría de sus contratos denominados en monedas extranjeras. Más aún, influyentes formadores de opinión afirmaban que una buena parte del “riesgo país” en los spreads de tasas de interés (y no solamente de los rendimientos diferenciales entre activos en dólares y en pesos) se debía a los temores de la turbulencia que surgiría en caso de una devaluación que el sistema de convertibilidad no anulaba absolutamente (dado que, en principio, permanecía la posibilidad de modificar la ley que había establecido el régimen de convertibilidad). Según este argumento, la convertibilidad era también un régimen flexible en las circunstancias argentinas, y eso perturbaba las expectativas”.

Durante el resto de 1999 la economía argentina enfrentó con su sistema monetario y cambiario una variedad de shocks negativos y sufrió una larga recesión. En este período, el sistema bancario no mostró problemas de liquidez destacados y no se originó una situación de desconfianza por parte de los depositantes. No obstante, la oferta de crédito al sector privado se contrajo a raíz de la disminución en el crecimiento de los depósitos y el sector público incrementó su demanda de crédito en el mercado doméstico⁴.

En 2000, el déficit fiscal argentino continuó creciendo aunque el gobierno aumentó las tasas impositivas y concretó algunos recortes de gastos con vistas a generar un superávit primario. **La causa del mayor déficit fiscal fue el aumento de los pagos de intereses de la deuda pública.**

Las dudas acerca de la capacidad de reactivación de la economía y el empeoramiento de los indicadores de deuda acentuaron la incertidumbre que rápidamente se incorporó en el precio de los bonos argentinos. De este modo, hacia fines de 2000, el gobierno estaba prácticamente sin ninguna posibilidad de acceso a los mercados de crédito internacionales. A partir de esta situación, el “blindaje financiero” que consistía en un paquete de emergencia de créditos otorgados por organismos multilaterales y entidades financieras locales, provocó un alivio temporario y una disminución de las tasas de interés.

No obstante, después de algunas semanas, los indicadores fiscales estaban nuevamente fuera de las metas acordadas, el riesgo país aumentó otra vez y esto condujo a la dimisión de las autoridades económicas encabezadas por José Luis Machinea. En su reemplazo, un nuevo equipo económico con Ricardo López Murphy como ministro, propuso importantes reducciones en el gasto público, incluyendo el gasto público político, con el objetivo de alcanzar el equilibrio intertemporal de las cuentas fiscales. El programa de López Murphy, anunciado el 16 de marzo de 2001, causó fuerte oposición política y no fue llevado a cabo, con la consecuente renuncia del ministro.

El equipo económico de Domingo Felipe Cavallo, que asumió el 20 de marzo de 2001, afirmó su expectativa de que la economía la Argentina podría comenzar a crecer nuevamente en el corto plazo. Entre sus medidas inmediatas, crearon el impuesto a las transacciones en cuenta corriente bancaria y aumentaron los aranceles de bienes de consumo, mientras que se redujeron para las importaciones extra-Mercosur de los bienes de capital y se implementó un subsidio del 14% a la producción local para estos bienes. En las semanas subsiguientes, el gobierno anunció los llamados “planes de competitividad”

sectoriales con beneficios para la producción tales como exenciones totales o parciales de impuestos nacionales y provinciales.

En materia de política financiera, se disminuyeron los requerimientos de reservas para reducir el efecto “crowding out” provocado por la venta de bonos del gobierno a las entidades financieras. Se llevó a cabo una importante operación de canje (*swap*) de bonos con el objetivo de reducir las necesidades de financiamiento de corto plazo del sector público y trasladarlas a los años posteriores a 2003⁵.

6- Intentos de convergencia macroeconómica en el Mercosur

No obstante las fricciones comerciales e incertidumbre acerca de su futuro como área de comercio, los países del Mercosur definieron algunos criterios básicos para alcanzar la convergencia macroeconómica. Por ejemplo, todos los países de la región tuvieron y tienen opiniones y visiones comunes acerca de la importancia de llevar a cabo políticas de bajo déficit fiscal y de mantener una baja tasa de inflación. Estos consejos se asemejaron en cierta medida con las metas que los países europeos establecieron en Maastricht, pero no se pensó que las economías del Mercosur iban a unificar sus monedas y, **los tipos de cambio, no fueron parte del conjunto de criterios acordados en diciembre de 2000.**

Los criterios numéricos fueron pensados como indicaciones de **intenciones de política**, de modo tal que las partes pudieran usarlas como referencia en las discusiones sobre la situación macroeconómica de la región. Así, el acuerdo de diciembre de 2000 contemplaba que los países anunciarían **metas para la inflación y el déficit neto del sector público consolidado (nación, provincias y municipios)**. Desde 2002, habría un techo del 3% del PBI para el déficit fiscal medido por los cambios en la deuda neta; con la excepción de Brasil, país al que se le permitiría un 3,5% en los primeros dos años. Además, comenzando en 2005, aquellos países con deudas netas por encima del 40% del PBI deberían determinar trayectorias que reduzcan este coeficiente a dicho nivel. Por su parte, la tasa de inflación debería permanecer debajo del 5% entre 2002 y 2005; después, un “centro inflacionario” (*inflationary core*) sería definido, con un máximo anual de 4%.

En el acuerdo también se incluyó cómo se definirían las variables meta y se determinó que, en caso de que un país se desviara de los criterios, sería requerido a presentar a sus socios un conjunto de medidas correctivas que dicho país planeara aplicar y que tal presentación sería debatida por las autoridades económicas del área.

Este mecanismo de control es claramente muy laxo, aunque se puede esperar que, con el tiempo, los efectos de reputación funcionen de tal modo de hacer que los países por sí solos se adhieran y cumplan con los criterios y metas estipuladas. Sin embargo, para el caso de la Argentina en particular, este acuerdo llegó en un momento de profunda crisis para nuestro país (que aún se mantiene) y, por lo tanto, las metas regionales no han provocado hasta el presente efectos visibles.

Aunque hubo algunos avances en la convergencia macroeconómica en el tiempo, también persisten contrastes. Al respecto, Heymann (2001) señala: *“Después del quiebre de su esquema de tipo de cambio predeterminado en 1999, Brasil adoptó una política de administración monetaria con el objeto de establecer un sistema de meta inflacionaria, y ha demostrado valorar la opción de mantener la flexibilidad del tipo de cambio. La Argentina, como fue comentado anteriormente, ha revelado una fuerte resistencia a permitir cambios en la paridad de su moneda y a ejercitar discreción en la política monetaria: las reformas recientemente propuestas que fijarían el peso a una canasta mantienen las características*

centrales del régimen de convertibilidad y explícitamente evita un salto inicial en la paridad con el dólar”.

7- Comparando la convertibilidad con el sistema de meta inflacionaria

La convertibilidad es un sistema monetario rígido con tipo de cambio fijo mientras que la meta inflacionaria es un sistema de tipo de cambio flexible con política monetaria independiente.

Al adoptar la convertibilidad, nuestro país está importando la política monetaria de la Reserva Federal de los Estados Unidos de América e intentando alcanzar la convergencia de su tasa de inflación con la de esa economía. Lo primero, que es inmediato, puede no ser apropiado para nuestro país en todo momento, dado que la política monetaria de los Estados Unidos siempre responderá a sus condiciones económicas domésticas y no a las nuestras. En otras palabras, si los ciclos económicos de ambos países no son coincidentes, la política monetaria adecuada para uno no lo será para el otro.

La convergencia de la tasa de inflación no ha sido automática porque ambas economías tienen factores estructurales e institucionales y precios relativos muy diferentes. En cuanto a los factores estructurales e institucionales, éstos tendrán que irse modificando en el mediano y largo plazo en la Argentina para que tal convergencia se consolide. Asimismo, es necesaria una mayor flexibilidad de precios relativos para facilitar el ajuste macroeconómico ante la existencia de shocks.

Por su parte, el sistema de meta inflacionaria permite una política monetaria independiente y flexible que pueda responder en forma adecuada a las condiciones económicas domésticas. Sin embargo, si esa política monetaria doméstica no es administrada responsablemente, como ha sido el caso de la Argentina en el período previo a la convertibilidad (con algunas escasas excepciones), puede resultar mejor importar la política monetaria de la Reserva Federal para obtener una baja tasa de inflación aunque sea a expensas de un costo razonable en términos de desempleo y menor producto.

Ante esta comparación, surgen dos preguntas relevantes que son extraídas de Canzoneri et al. (1997) y adaptadas al contexto argentino:

1. ¿Si el gobierno es incapaz de mantener una promesa de baja inflación para su propio electorado (aún con tipo de cambio flexible), entonces por qué debería ser capaz de mantener una promesa de convertibilidad y tipo de cambio fijo para nacionales y extranjeros?
2. ¿Podría un sistema de meta inflacionaria superar las dificultades económicas actuales (alto desempleo, elevado déficit fiscal y de cuenta corriente y alto endeudamiento, pérdida de competitividad, etc.) que la convertibilidad no parece ser capaz de resolver por sí sola?

La primera pregunta apunta claramente a los aspectos de **credibilidad y transparencia** de los sistemas de convertibilidad y de meta inflacionaria. Ambos aspectos en ambos sistemas están referidos al comportamiento de la caja de conversión o de la autoridad monetaria que, en el caso de la Argentina están bajo la órbita de una misma institución: el Banco Central de la República Argentina (BCRA).

La **credibilidad** del BCRA en un sistema u otro dependerá de su grado de independencia del gobierno y de otros grupos de presión. Dicha independencia determinará con qué eficiencia podrá alcanzar sus metas de estabilidad de precios y monetaria u otros (crecimiento del producto, equilibrio externo, etc.) si le fueran asignados.

La **transparencia** del BCRA depende de la confiabilidad de la información suministrada cualquiera sea el sistema adoptado. La cantidad y calidad de esta información han de ser tales que los agentes económicos privados (nacionales y extranjeros) la tengan seria y confiadamente en cuenta para la correcta formación de sus expectativas y toma de decisiones. En este aspecto no habría que esperar, en principio, mayores cambios si el BCRA adoptara un sistema u otro.

La segunda pregunta está referida a la eficiencia relativa de un sistema u otro para resolver determinados desequilibrios macroeconómicos. En la literatura que discute los regímenes de tipos de cambio fijo y flexible y también en la literatura sobre teoría de los juegos podemos encontrar las características generales que hacen más conveniente un sistema que otro.

La **convertibilidad** funciona bien cuando se dan las siguientes características:

- Los shocks son globales.
- El sistema de precios relativos doméstico es suficientemente flexible.
- Las presiones políticas e inflacionarias domésticas son grandes.
- Las metas de política económica de las economías que más afectan a la doméstica (en nuestro caso, Estados Unidos y Brasil) coinciden en tiempo y forma con los de la política económica nacional.
- Se carece de buenos datos económicos y capacidad analítica para realizar proyecciones correctas con modelos macroeconómicos.

Por su parte, las características que hacen más apropiado el sistema de **meta inflacionaria** son las siguientes:

- Los shocks son regionales.
- El sistema de precios relativos doméstico presenta algunas rigideces.
- Las presiones políticas e inflacionarias domésticas son inexistentes o de baja magnitud.
- Las metas de política económica de las economías que más afectan a la doméstica son diferentes a los de la política económica nacional.
- Los datos económicos y la capacidad analítica son buenos como para permitir realizar proyecciones correctas con modelos macroeconómicos.

Pasemos ahora a analizar cómo se dan estas características en nuestra economía para luego obtener algunas conclusiones.

Como la Argentina es una economía pequeña abierta al comercio y a los flujos de capitales internacionales, está sometida a la influencia tanto de shocks globales como regionales. El shock global típico que debe enfrentar nuestra economía es la variación de la tasa de interés de los Estados Unidos, que determina, junto con la evolución de nuestra prima de riesgo, el flujo de capitales hacia o desde nuestro país. El shock regional que más impacto ha tenido recientemente en la Argentina ha sido la devaluación del real en Brasil en 1999 y su posterior flotación administrada, que ha disminuido significativamente el tipo de cambio real bilateral con la consecuente pérdida de competitividad para nuestra economía.

Ante la sucesión de estos shocks, la Argentina se ha mostrado incapaz de ajustarse rápidamente y corregir los desequilibrios macroeconómicos desencadenados o acentuados por ellos. Todo esto hace pensar que nuestro país aún carece de un sistema de precios relativos suficientemente flexible para adecuarse a los shocks globales y regionales que enfrenta nuestra economía o bien, un conjunto de políticas adecuadas o reformas estructurales para restablecer el equilibrio macroeconómico.

Con respecto a las presiones políticas e inflacionarias podemos afirmar que, a pesar de los diez años de estabilidad de precios logrados con la convertibilidad, existen en la actualidad reclamos sectoriales importantes. En el ámbito empresario y de los trabajadores existen algunos sectores que reclaman políticas activas para recuperar la competitividad perdida frente a Brasil y otros países. Si entre esas políticas se considera explícita o implícitamente una modificación del tipo de cambio (devaluación), claramente, la meta de baja inflación se verá amenazada. No obstante, esto no quiere decir que no se pueda pensar en algún conjunto de políticas activas y reformas estructurales que permitan mejorar la competitividad de la economía sin alterar la estabilidad de precios lograda.

Otra variable macroeconómica sometida a presiones es el déficit fiscal que se intenta disminuir para reducir la prima de riesgo país, favorecer la entrada de capitales, reactivar la economía y cumplir con lo requerido por la ley de solvencia fiscal. Hasta ahora (fines de junio de 2001) se ha puesto en marcha el megacanje de bonos de la deuda pública que produjo una disminución inicial y temporaria de 200 pb aproximadamente de la prima de riesgo país. No obstante, como la reducción del déficit fiscal se intentó principalmente vía incrementos y creación de nuevos impuestos, la prima de riesgo país permanece en altos niveles para hacer rentables a los proyectos de inversión de las empresas y, por lo tanto, la reactivación de la economía se está demorando.

En cuanto a las metas de política económica de los dos países que más influyen en el ciclo económico argentino, Estados Unidos y Brasil, se pueden efectuar las siguientes consideraciones generales. En el caso de Estados Unidos, la Reserva Federal está flexibilizando su política monetaria para evitar una desaceleración de la evolución de la actividad económica local. Como consecuencia de esto, la tasa de interés de este país está disminuyendo y los flujos de capitales podrían buscar otros destinos (tal vez Europa o ciertos mercados emergentes estrictamente seleccionados). En Brasil, como la depreciación del real continúa, los problemas de competitividad de la Argentina con respecto a dicho país aún no se han resuelto. También, la caída del euro frente al dólar ha contribuido a afectar negativamente la competitividad de nuestro país en los mercados europeos.

Con respecto a la implementación del sistema de meta inflacionaria en economías industrializadas, ésta se ha beneficiado por la existencia de modelos macroeconómicos de proyección. Dichos modelos son difíciles de estimar correctamente cuando los datos son inadecuados y la capacidad analítica es limitada. Esto sugeriría que los países que carecen de buenos datos y capacidad analítica no deberían establecer el sistema de meta inflacionaria hasta no contar con ellos.

Por otra parte, una pobre capacidad analítica imposibilita la implementación de cualquier meta de política a nivel doméstico. Una solución posible ante la falta de comprensión adecuada de los mecanismos de transmisión en la economía puede ser el anuncio de un tipo de cambio fijo. Pero aún este sistema puede incrementar los costos de bajar la inflación si hay un conocimiento limitado del tipo de cambio de equilibrio.

A pesar de estos problemas, Fry et al. (1996) muestran que el sistema de tipo de cambio meta fue el único régimen que permitió alcanzar, por períodos de cinco años, una tasa de

inflación baja y estable en países en desarrollo entre 1970 y 1996. Y Crockett (1999) argumenta que: *"a pesar de que la pre-fijación del tipo de cambio frecuentemente ha terminado en crisis cambiarias, no se puede negar que los tipos de cambio fijos han sido a menudo instrumentales para quebrar las expectativas de inflación"*.

8- Conclusiones

En los años noventa, en casi un centenar de países, las metas de la política monetaria se fueron definiendo estrechamente en forma consistente con las metas estatutarias de los bancos centrales de estabilidad de precios y monetaria. De esta experiencia internacional reciente surge claro que las metas explícitas son más usadas que en cualquier tiempo desde Bretton Woods y que la publicación de metas para los agregados domésticos nunca estuvo tan difundida. Esto representa una marcada convergencia hacia este enfoque de política.

Los hacedores de política (*policy-makers*) usan metas explícitas porque encuentran que es mejor tener metas estrechas y explicar los desvíos que tener metas imprecisas que hacen muy difícil medir el éxito o el fracaso de una determinada política. Si bien es claro que hay intentos por diseñar las metas de modo tal que den flexibilidad a la política, es muy dificultoso especificar una meta que abarque el rango completo de shocks posibles. La explicación de los errores seguirá siendo inevitablemente importante.

La variedad de combinaciones de metas publicadas y los varios grados con los cuales las metas pueden ser alcanzadas ilustran sobre su posible uso, sea como un compromiso (*commitment*) o como un mecanismo de comunicación entre el gobierno, el banco central y los agentes económicos privados. **Este mayor uso de metas explícitas forma parte de un amplio movimiento para construir credibilidad a través de la transparencia.** En el largo plazo, la credibilidad se construye primariamente con acciones y logros. No obstante, la definición más estrecha y el esfuerzo por explicar el resultado de las metas de política económica más claramente, pueden ser una importante contribución para la **credibilidad** y **transparencia** de los bancos centrales.

Dado que el éxito del sistema de metas explícitas de política depende parcialmente de la aceptación de los agentes económicos privados de la meta anunciada oficialmente, las medidas para incrementar la **credibilidad** y la **transparencia** de la autoridad monetaria son una parte muy importante de este esquema de política. Como ejemplo de estas medidas pueden citarse la promoción, por algunos países que han adoptado este sistema, de discusiones abiertas sobre política económica y sobre la interpretación de los datos económicos y la publicación periódica y detallada de los estados contables de la autoridad monetaria y de las cuentas nacionales.

A su vez, como la **credibilidad** y la **transparencia** son cruciales para el éxito del sistema, se debe buscar la forma institucional más adecuada para maximizar estos dos aspectos. En este sentido, la forma institucional más recomendada por la literatura y que surge de la experiencia es una **legislación** que imponga el sistema de meta inflacionaria, monetaria o ambas como **"el" régimen de política de la autoridad monetaria.**

Además, ante el problema de aumento de la variabilidad del PBI que surge cuando la autoridad monetaria tiene asignada una sola meta, la solución sugerida, como hacen varios países⁶, es incluir una meta explícita o implícita de variación del PBI que sea consistente con la evolución del producto potencial.

Los resultados mostrados en las tablas de Sterne (1999) son consistentes con la visión de que, sobre una muestra amplia de países, la combinación de shocks de oferta, de demanda y de velocidad conduce a mayores desvíos de las metas monetarias que de la meta inflacionaria. En particular, los shocks de velocidad podrían haber conducido a relativamente mayores desvíos de las metas monetarias. Los resultados podrían también reflejar la prioridad que los hacedores de política dan a la meta inflacionaria sobre las metas monetarias, en el caso de conflictos entre ellos. **Como los desvíos fueron mayores en las metas monetarias, esto estaría indicando que dichas metas son más difíciles de lograr o bien, son interpretadas en forma más flexible que las metas de inflación por la autoridad monetaria.**

Para el caso argentino, la comparación de la convertibilidad con el sistema de meta inflacionaria no arroja, en mi opinión y por el momento, resultados definitivos. Esto se debe a que las condiciones necesarias para que un sistema pueda ser considerado mejor que el otro no se han dado y posiblemente no se den en el corto plazo.

Por una parte, las razones para la resistencia a cambios en la paridad peso-dólar se encuentran en los efectos de una hipotética devaluación en los contratos de deuda denominados en dólares, con un alto riesgo de generar turbulencias financieras y provocar (o acentuar) la depresión del nivel de actividad económica. En este sentido, Heymann (2001) argumenta que, en la Argentina, al tipo de cambio se le ha "asignado" el rol de proveer de estabilidad a los contratos. Esto implica que este instrumento (el tipo de cambio fijo) no puede utilizarse ante la presencia de los shocks internos y externos que afectan a la economía. En este contexto, la carga del ajuste a los shocks recae en otras variables de la economía.

Por otra parte, considero que hasta que no contemos con información suficiente y modelos macroeconómicos confiables y que varias reformas estructurales pendientes no sean implementadas o, al menos, puestas en marcha con un horizonte temporal que vaya más allá de la duración de los mandatos de los sucesivos gobiernos, **no es posible fundamentar con certeza la conveniencia de una modificación hacia un sistema de tipo de cambio flexible.**

Finalmente, las diferencias de enfoque de la política monetaria y cambiaria entre la Argentina y Brasil se deben, en gran medida, a las condiciones específicas de cada economía; particularmente, el grado de dolarización en ambos países. Es por esta razón, tal vez, que las políticas de tipo de cambio han sido desplazadas de la discusión cuando los dos países han considerado la posibilidad de una cooperación macroeconómica en la región.

9- Referencias

BERNANKE, B., LAUBACH, T., MISHKIN, F. and POSEN, A. (1999): Inflation Targeting: Lessons from the International Experience, Princeton University Press, New Jersey.

CANZONERI, M.B., NOLAN, C. and YATES, A. (1997): "Mechanisms for achieving monetary stability: inflation targeting versus the ERM", Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 29, N° 1, February.

CEPAL (2001): Una Década de Luces y Sombras. América Latina y El Caribe en los Años Noventa, Editorial Alfaomega, Bogotá.

- CROCKETT, A. (1999): "Monetary policy objectives in the light of the East Asian crisis", paper presented at the workshop on Choice of Intermediate Monetary Policy Targets, Bank of England, November 1998, Centre for Central Banking Studies.
- FRIEDMAN, M. (1960): A Programme for Monetary Stability, Fordham University Press, New York.
- FRY, M.J., GOODHART, C.A.E. and ALMEIDA, A. (1996): Central Banking in Developing Countries: Objectives, Activities and Independence, Routledge, London.
- GANOPOLSKY, E. and SCHMUCKLER, S. (1998): "Crisis management in Argentina during the 1994-95 Mexican Crisis", Policy Research Working Paper, World Bank.
- GREEN, J.H. (1996): "Inflation targeting: theory and policy implications", IMF Staff Papers, Vol. 43, N° 4, December, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- GUITIAN, M. (1994): "Rules or discretion in monetary policy: national and international perspectives", Frameworks for Monetary Stability, International Monetary Fund, Washington, D. C.
- HEYMANN, D. (2000): "Major macroeconomic disturbances, expectations and policy responses", CEPAL Review, 70.
- HEYMANN, D. and KOSACOFF, B. (eds.) (2000): La Argentina de los Noventa, Editorial Eudeba-CEPAL, Buenos Aires.
- HEYMANN, D. (2001): "Regional interdependencies and macroeconomic crisis. Notes on Mercosur", trabajo presentado en la Conferencia: "The Role of Regional Financial Arrangements in Crisis Prevention and Response: The Experience of Africa, Asia, Latin America and Europe", organizada por FONDAD en Praga, 21-22/6/2001.
- SIMONS, H.C. (1936): "Rules versus authorities in monetary policy", Journal of Political Economy, Vol. 44, February, 1-30.
- STALLINGS, B. y PERES, W. (2000): Crecimiento, Empleo y Equidad: El Impacto de las Reformas Económicas en América Latina y el Caribe, CEPAL.
- STERNE, G. (1999): "The use of explicit targets for monetary policy: practical experiences of 91 economies in the 1990s", Bank of England Quarterly Bulletin, August, 272-81.
- SVENSSON, L.E.O. (1995a): "The Swedish experience of an inflation target", NBER Working Paper, N° 4985, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts.
- SVENSSON, L.E.O. (1995b): "Optimal inflation targets, 'conservative' central banks and linear inflation targets", NBER Working Paper, N° 5251, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts.

¹ Agradezco particularmente los comentarios recibidos de Daniel Heymann y a Techint S.A. por la publicación de este trabajo en el Boletín Informativo Techint N° 307 de julio-setiembre de 2001. Las opiniones, errores y omisiones son de mi exclusiva responsabilidad.

² Tanto la dolarización como la llamada “eurización”, serán analizadas en próximas investigaciones.

³ No se incluyen los países que formaron o se integraron a la zona del euro a partir de 1999. Desde ese momento, el Banco Central Europeo ha definido una meta inflacionaria para dicha zona.

⁴ Este proceso es lo que se conoce comúnmente en la literatura económica como “efecto desplazamiento” (crowding out).

⁵ Esta operación se denominó “megacanje” y generó polémicas en cuanto a los costos involucrados en su implementación.

⁶ Canadá, Reino Unido, Suecia, entre otros.