

UNA TRANSICIÓN INCOMPLETA. INFLACIÓN Y POLÍTICAS MACROECONÓMICAS EN LA ARGENTINA POST-CONVERTIBILIDAD*

Daniel Heymann

Universidad de San Andrés y Universidad de Buenos Aires

Adrián Ramos

Universidad de Buenos Aires

RESUMEN

El trabajo analiza la experiencia macroeconómica post-convertibilidad con énfasis en los movimientos de la inflación y en las políticas y comportamientos asociados. En primer lugar se presenta un esbozo de la evolución macroeconómica en el período, y se discuten rasgos de la interacción entre decisiones públicas y privadas. Se considera luego con más detalle el comportamiento de las políticas monetarias, y se comentan características de las variaciones de precios en el período, especialmente en términos de la magnitud y persistencia de las tasas de inflación y de los patrones de variabilidad de los precios relativos. La sección final contiene una discusión de las disyuntivas involucradas en la elección de las políticas e instituciones macroeconómicas en la Argentina, especialmente aquellas más directamente vinculadas con la regulación del nivel agregado de precios.

ABSTRACT

This paper analyzes the post-convertibility macroeconomic experience focusing mainly on inflation and the associated policies and behaviors. We sketch briefly the macroeconomic evolution of the post-crisis period, and discuss features of the interaction between private and policy decisions. We then consider in more detail the behavior of monetary policies, and comment on the characteristics of price changes, especially in terms of the magnitude and persistence of inflation rates and the patterns of relative price changes. The concluding section includes a discussion of tradeoffs involved in the choice of macroeconomic policies and institutions for Argentina, and particularly those more closely related to the regulation of the aggregate price level.

* Una versión de este trabajo fue presentada en la Conferencia "Un Análisis Comparativo de Crecimiento y Desarrollo: Brasil y Argentina", Universidad de Illinois, 22-23 de abril, 2010, cuando el primer autor trabajaba en CEPAL Buenos Aires. Se agradecen los útiles aportes y comentarios de Horacio Aguirre, Daniel Arce, Oscar Cetrángolo, Sebastián Katz, Marisol Rodríguez Chatruc y Alejandro Vicondoa. Los autores son responsables de los errores y las opiniones.

I. Introducción

La historia inflacionaria de la Argentina durante las últimas décadas abarca un muy amplio rango de situaciones, desde deflación hasta hiperinflación, reflejando grandes cambios en las políticas económicas, los comportamientos privados y el contexto externo. Entre 1945 y 1974 la tasa de inflación anual del índice de precios al consumidor (IPC) fue menor al 10% sólo en tres años, pero se mantuvo por debajo del 100% (con una sola excepción en 1959). La crisis macroeconómica de 1975 determinó una transición a un periodo de inflación muy alta y variable que duró hasta 1991, con tasas de inflación bastante por encima del 100% (excepto en 2 años) y episodios dramáticos de hiperinflación en 1989 y 1990. La percepción del público de los grandes costos sociales de esa inestabilidad dio sustento a la introducción en 1991 de un sistema monetario basado en un tipo de cambio fijo con el dólar y estrictas restricciones a la política monetaria.

Luego de un deslizamiento significativo en el nivel de precios, la tasa de inflación convergió a los niveles internacionales, o menores. Pero el régimen de convertibilidad finalmente resultó insostenible y colapsó en 2001 en una profunda crisis de dimensiones históricas, que incluyó la declaración del *default* de la deuda pública y redefiniciones generalizadas de contratos financieros privados. Aún en el contexto de una disrupción con consecuencias sociales y políticas severas, así como efectos económicos que incluyeron una marcada depreciación, la respuesta de los precios domésticos fue bastante moderada y no se consolidó el salto ocurrido en la tasa de inflación. Por lo tanto, contrariamente a los posibles temores, el fin del régimen de convertibilidad no implicó una reincidencia en la alta inflación.

De todos modos, la economía no se asentó en un régimen definido de baja inflación. Con el producto real creciendo a un ritmo rápido entre 2003 y 2008, la inflación del IPC aparentemente aumentó gradualmente a una tasa anual del orden del 20%¹; bajo una política mo-

1. La imprecisión de la redacción deriva de la discrepancia entre las diferentes estimaciones de la tasa de inflación desde inicios de 2007 y, particularmente, de las dudas que surgieron sobre la confiabilidad de

netaria que no se comprometió a una meta específica de precios o de tipo de cambio, mientras mantenía *de facto* los movimientos del precio del dólar dentro de un rango pequeño y esterilizaba una buena parte del efecto monetario de las grandes compras de moneda extranjera realizadas por el Banco Central. Estas tendencias duraron hasta 2008 cuando el sector privado generó una sustancial salida de capitales, en un contexto influenciado por las repercusiones de la crisis internacional y los conflictos domésticos sobre el diseño y la implementación de las políticas económicas. La caída de los precios de las exportaciones y la mala cosecha agrícola contribuyeron a la recesión que la economía atravesó en 2009. Sin embargo, esto tuvo lugar sin disrupciones fuertes en el sector financiero y en los mercados de cambio. La inflación se desaceleró pero continuó siendo apreciable. A inicios de 2010, mientras estaba en marcha una incipiente recuperación real, la orientación y el estatus institucional de las políticas monetarias se convirtieron en objeto de fuertes debates políticos cuando el Poder Ejecutivo propuso tomar fondos del *stock* de reservas internacionales para afrontar los servicios de la deuda pública. Estas discusiones no impidieron un apreciable incremento del nivel de actividad en 2010, en un contexto internacional más favorable. Sin embargo, las características de diseño e implementación de las políticas macroeconómicas siguieron siendo controvertidas.

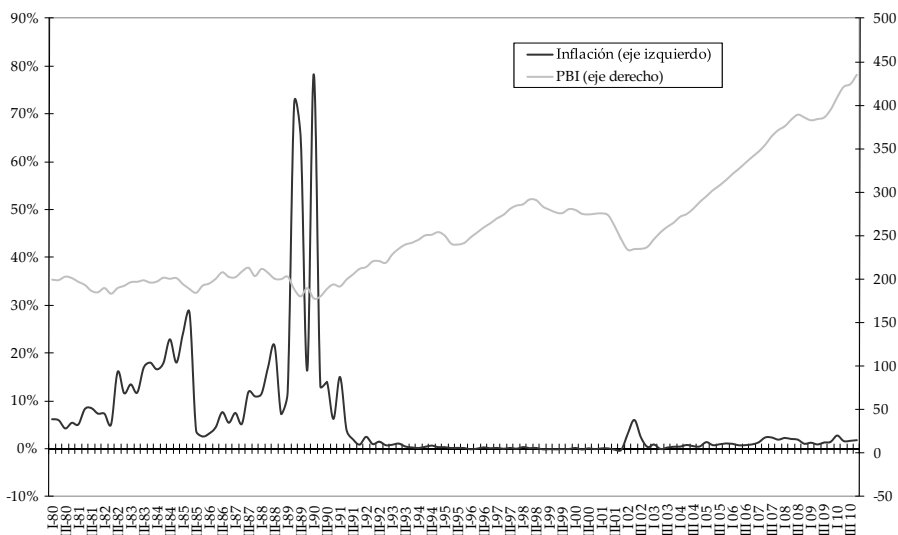
En este trabajo, nos proponemos analizar la experiencia macroeconómica post-convertibilidad enfocándonos principalmente en la inflación y en las políticas y comportamientos asociados. La siguiente sección esboza brevemente la evolución macroeconómica del periodo post-crisis y discute características de la interacción entre las decisiones privadas y políticas. Luego consideramos con más detalle el comportamiento de las políticas monetarias con comentarios acerca de la “función de reacción”

las estadísticas oficiales. La cifra de 20% se refiere a cálculos alternativos –de fuentes privadas– que tratan de seguir la metodología y procedimientos que se habían usado antes de esa fecha. Algunos aspectos de estos problemas de medición son discutidos brevemente más adelante en el texto.

del Banco Central, y de las características de los cambios en los precios en términos de la magnitud y persistencia de las tasas de inflación y de los patrones de variabilidad de los precios relativos. La sección que concluye contiene una discusión de las disyuntivas involucradas en la elección de las políticas macroeconómicas y de las instituciones para la Argentina.

Uno de los temas que surgen es que la memoria de experiencias pasadas muy diversas, incluyendo episodios de prosperidad y otros de inestabilidad económica extrema, ha dejado marcas en los comportamientos, creencias y actitudes hacia las políticas económicas. La agitada historia indujo aprendizaje por parte de los agentes privados y del gobierno pero también generó controversias y conflictos con final abierto. El desempeño macroeconómico luego de la crisis de la convertibilidad fue remarcable por el aumento de la actividad real (gráfico 1) en conjunción con superávits de cuenta corriente y fiscal.

**Gráfico 1: PIB a precios constantes y Tasas de inflación IPC
(miles de millones de pesos de 1993 y tasa de variación anual)**



Fuente: INDEC y Buenos Aires City

Sin embargo, la búsqueda de un régimen macroeconómico que pudiera alargar los horizontes de decisión de modo de sustentar una tendencia de crecimiento robusta no convergió a un criterio de política bien definido y generalmente aceptado. En este sentido, el periodo post-crisis representó una transición incompleta. La reaparición de la inflación como una preocupación difundida fue un síntoma destacado de estas condiciones.

II. Acontecimientos macroeconómicos: crisis, recuperación, tendencias e incertidumbres

II.1. Colapso financiero, pero sin hiperinflación

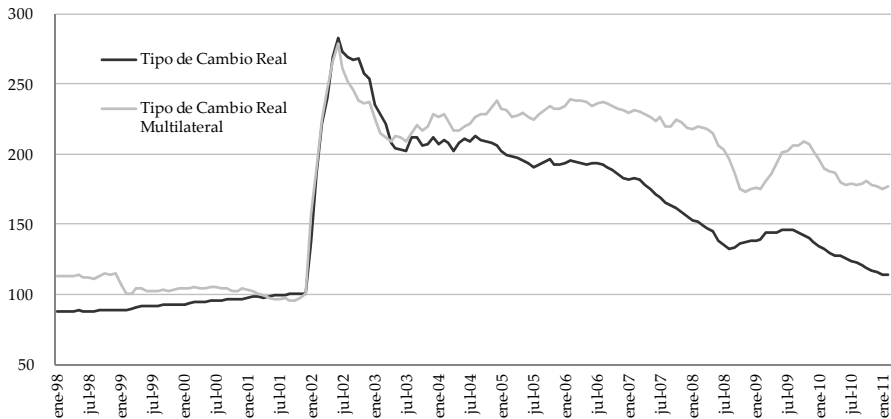
Tras de un periodo bastante largo (de alrededor de tres años) de declinación económica y deterioro creciente en los planos fiscal y financiero (que incluyó la emisión de cuasi-monedas por parte de los gobiernos provinciales), el régimen de convertibilidad terminó con un estallido en diciembre de 2001, en el medio de una corrida contra los depósitos bancarios y las reservas internacionales, una marcada recesión, descontento público y una crisis política.

La salida de la convertibilidad planteó inmediatamente el problema de lidiar con los contratos financieros pendientes. El gobierno declaró el *default* de sus bonos y decidió cambiar a pesos la denominación de los préstamos y depósitos bancarios en dólares (a diferentes tasas de conversión: 1 y 1,4 respectivamente). Esto trajo aparejada una considerable reducción real de las deudas de firmas e individuos. La aplicación de cláusulas de ajuste en dólares en los precios de los servicios públicos fue suspendida. La mayoría de las obligaciones no bancarias (incluyendo la deuda externa de muchas firmas) fueron abiertas a renegociación. Por lo tanto, prácticamente toda la estructura de activos y pasivos de la economía fue formalmente puesta en duda. Naturalmente, esto estuvo asociado a enérgicas controversias y fuertes incertidumbres.

El apuro del público por comprar moneda extranjera, sólo parcialmente limitado por las restricciones impuestas al retiro de depósitos de

los bancos, se reflejó en una marcada depreciación una vez que el Banco Central dejó de defender la paridad de uno a uno con el dólar. Para junio de 2002, el tipo de cambio había alcanzado un nivel de 4 pesos por dólar. Considerando la experiencia inflacionaria de décadas previas, la moderación de la respuesta de los precios a semejante *shock* fue bastante llamativa. La tasa de inflación durante todo 2002 fue del 40%, con un pico mensual de 10% en abril y una evidente desaceleración en la segunda mitad del año. Por lo tanto, la depreciación real fue de una magnitud muy importante (gráfico 2).

**Gráfico 2: Tipo de cambio real con el dólar y multilateral
(Índices Diciembre 2001=100)**



Fuente: BCRA, INDEC y Buenos Aires City

Ante una situación de extrema tensión social y de perturbación económica, las primeras reacciones de la gente en sus transacciones cotidianas luego del colapso de la caja de conversión se caracterizaron todavía por un uso generalizado de la moneda local como unidad de cuenta de los precios de los bienes de consumo corriente y como medio de pago. La ausencia de una “huida del dinero” en ese sentido (posiblemente un signo de que, a pesar del estado de profunda desconfianza y la reticencia a man-

tener activos domésticos, en los intercambios de rutina en los mercados de bienes y de trabajo la memoria de la reciente experiencia de estabilidad de precios pesó más que los recuerdos de episodios pasados de alta inflación) significó que las decisiones de precios y salarios nominales estuvieran influidas por la depresión de la demanda de bienes y de trabajo. En consecuencia, no surgieron presiones fuertes para revisar los salarios nominales y, aunque el aumento de los costos importados y de los incentivos a generar márgenes precautorios sobre los costos operaron en las decisiones de precios, la respuesta de la inflación mostró cierto rezago.

Estas respuestas le dieron a las políticas económicas algo de tiempo para actuar. El temor vívido, sentido a lo largo del espectro político, de una “tormenta perfecta” que combinara una hiperinflación y un colapso financiero, fue un incentivo fuerte para evitar déficits fiscales que hubieran requerido financiamiento monetario para un gobierno que ya había perdido definitivamente su acceso al financiamiento voluntario.

El gran aumento en el tipo de cambio real implicó un salto en el poder de compra doméstico de las exportaciones y también revaluó la gran masa de activos externos en poder de los residentes. Los grandes cambios en la estructura de los flujos de ingresos y gastos a precios corrientes también modificaron la magnitud relativa de las bases tributarias potenciales. El gobierno introdujo impuestos a la exportación que, junto con la caída en el gasto público real (con una fuerte baja de los salarios reales en el sector público, ver gráfico 4) le permitieron balancear ingresos y gastos corrientes, aunque de forma precaria. Se exigió a los exportadores que liquidaran divisas con pequeños retrasos; la oferta de moneda extranjera, a través del gran superávit comercial y a través de intervenciones oficiales, detuvo la depreciación a pesar del todavía importante tamaño de la salida de capitales. Una vez que se volvió evidente que una depreciación fuera de control era improbable, los temores de un agravamiento ulterior de la crisis se fueron diluyendo y los potenciales mecanismos de propagación de los recientes aumentos en los precios no se activaron. Para fines de 2002, el PIB real había caído alrededor de

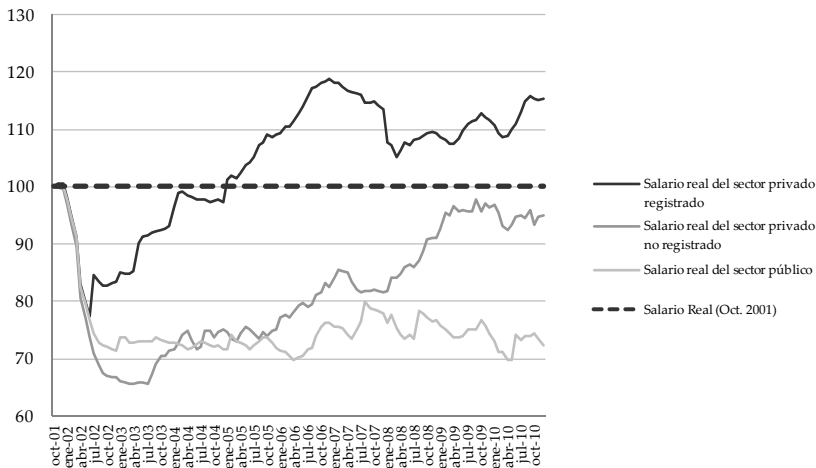
un 20% desde su pico previo; su poder de compra en dólares se había reducido de un valor de 9000 a 3000 en términos per cápita; la tasa de desempleo había alcanzado el 25% (gráfico 3) y los niveles de pobreza se habían disparado a alrededor del 50% de la población, pero estaban surgiendo las condiciones para una recuperación.

Gráfico 3: Tasa de Desocupación Urbana (porcentajes)



Fuente: INDEC

Gráfico 4: Salarios Reales (Índices Octubre 2001=100)



Fuente: INDEC y Buenos Aires City

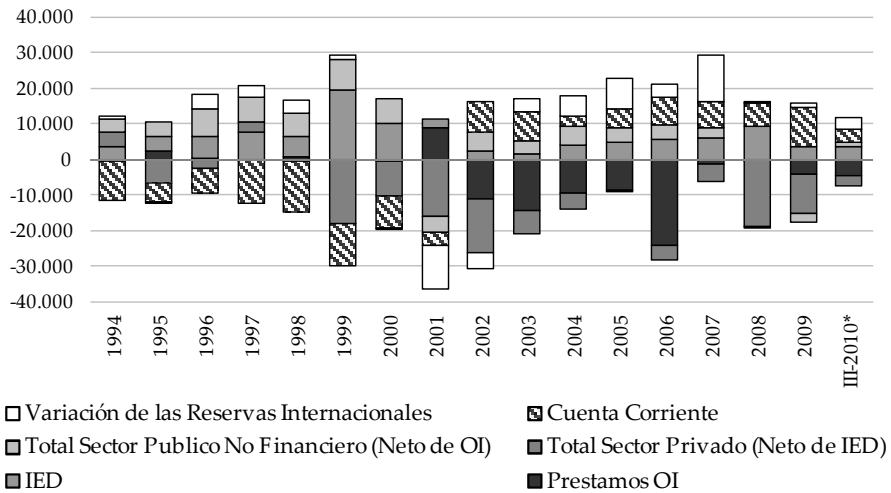
II.2. Una recuperación con características inusuales

La depresión de la demanda doméstica en la primera mitad de 2002 resultó de una combinación de efectos que incluyeron una completa interrupción del crédito, una circulación monetaria perturbada por frecuentes cierres de bancos y restricciones a los retiros de depósitos, una drástica caída en los salarios reales, y una actitud precautoria de los agentes líquidos, que exacerbó la demanda privada de activos externos. Una reanimación de las expectativas, aunque dudosa o tenue, que indujera algo de gasto de los agentes con activos o ingresos dolarizados tendría entonces un fuerte impacto real a los precios relativos prevalecientes. Cuando empezó el movimiento, los incipientes síntomas de normalización (en una economía todavía muy perturbada) se auto-reforzaron. A medida que la actividad real empezaba a recuperarse, también lo hizo la recaudación impositiva. Los crecientes superávits primarios del sector público fortalecieron la percepción de que la depreciación de la moneda había ido más allá de niveles sostenibles. En poco tiempo, se desarrolló un considerable exceso de oferta de divisas. Esto inició un largo periodo en el que la restricción externa no estuvo operativa como un freno a la economía (gráfico 5).

La expansión de la actividad real que siguió a la crisis no fue un rebote típico en un ciclo de *stop-go*. Contrariamente a algunas expectativas², la fase de crecimiento fue inusualmente pronunciada y duradera y, luego de tener en cuenta el efecto recuperación, resultó en una tasa promedio de crecimiento del PIB entre pico y pico (1998-2008) de alrededor del 3% anual. Una característica saliente del periodo fue el signo positivo del balance por cuenta corriente, reflejando importantes superávits comerciales y menores servicios de las deudas externas como resultado de su renegociación. La operación de reestructuración del sector público, en especial, implicó reducciones sustanciales en el capital y en las tasas de interés.

2. Por ejemplo, en una etapa temprana, la recuperación fue descrita por un alto funcionario del FMI como "el rebote de un gato muerto" (ver Damill et al.; [2005] para una discusión del rol del FMI en la crisis).

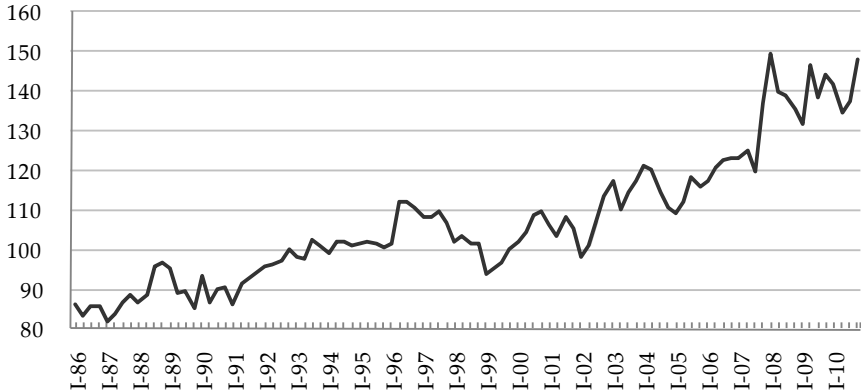
Gráfico 5: Cuenta Corriente y Flujos de Capitales
(miles de millones de dólares)



Fuente: BCRA

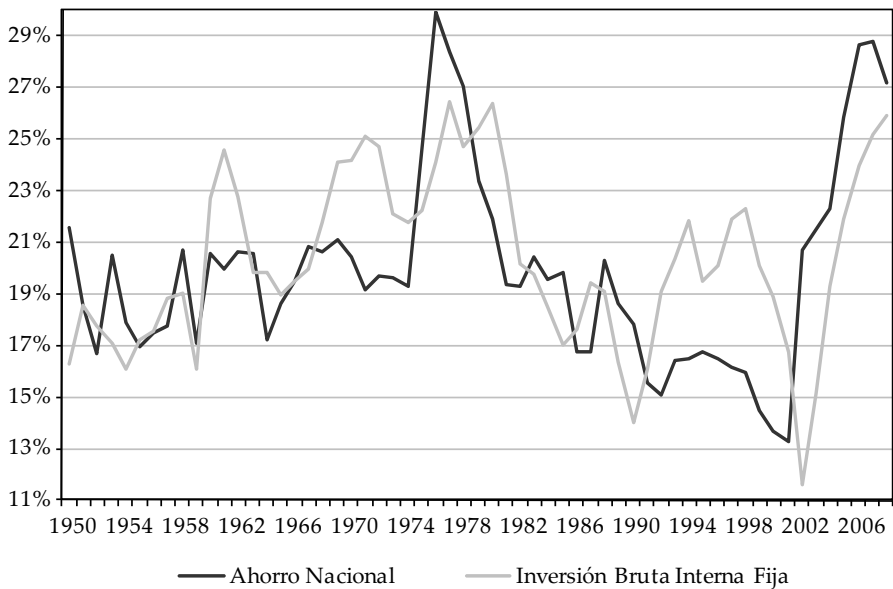
El valor de las exportaciones se más que duplicó en un intervalo de seis años (2002-2008). La muy favorable evolución de los precios internacionales hizo una apreciable contribución (gráfico 6), pero también hubo grandes aumentos en los volúmenes exportados, de bienes agrícolas e industriales. Términos de intercambio internacionales más elevados, luego de un pronunciado aumento en el peso de las transacciones externas en el PIB, tuvieron un impacto considerable en el poder de compra de los ingresos domésticos, los cuales se acrecentaron aún más rápido que el producto real. El comparativamente alto ahorro nacional excedió ampliamente a la inversión (gráfico 7), la cual creció marcadamente de valores muy bajos a niveles (aproximadamente 23% del PIB a precios constantes en 2008) mayores que los máximos de la década previa. La tasa de crecimiento del *stock* de capital se recuperó visiblemente (desde niveles negativos en la crisis), pero se mantuvo menor que el aumento en el producto agregado (gráfico 8).

Gráfico 6: Términos de Intercambio
Índice base 1993=100



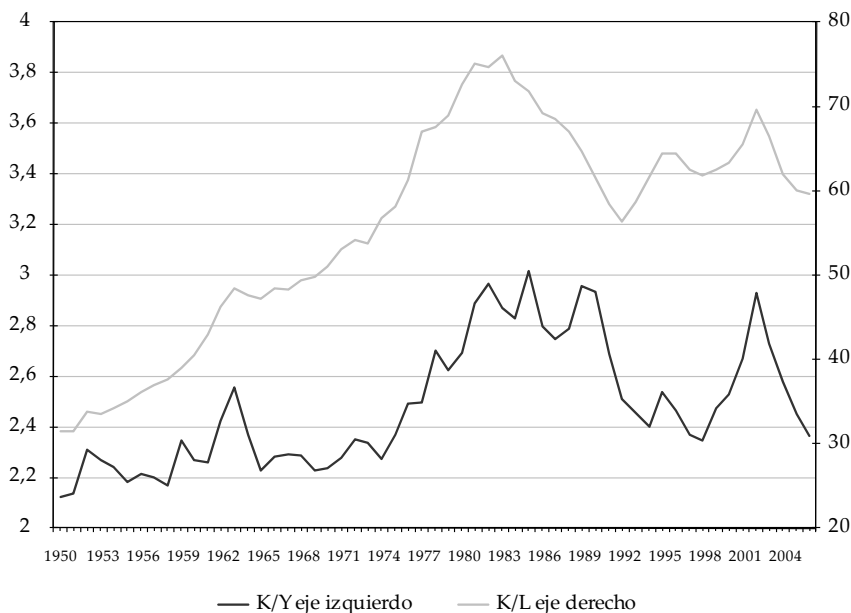
Fuente: INDEC

Gráfico 7: Ahorro Nacional e Inversión a precios corrientes
(porcentajes del PIB)



Fuente: Coremberg, Goldzier, Heymann y Ramos (2007)

**Gráfico 8: Coeficientes de Capital-PIB y Capital-Empleo
(unidades de PIB y pesos de 1993 por trabajador)**

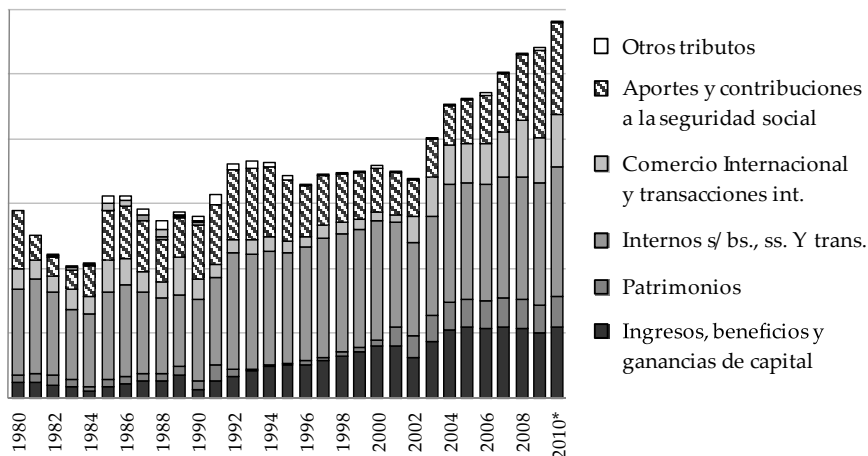


Fuente: Coremberg, Goldzier, Heymann y Ramos (2007)

Por el lado fiscal, la rápida evolución de la recaudación impositiva permitió al gobierno mantener superávits presupuestarios entre 2003 y 2008, a pesar del fuerte aumento de los gastos (gráficos 9 y 10). El gasto público primario consolidado como porcentaje del PIB creció 8,1 puntos en dicho periodo (luego de una caída de alrededor de 5 puntos en la crisis) y 3,2 puntos adicionales en 2009, alcanzando máximos históricos. Desde el punto de vista de los incentivos percibidos por el gobierno, mantener holgura en su restricción presupuestaria parecía una consideración importante porque reducía la influencia de los ánimos y actitudes potencialmente poco amistosas de los mercados financieros internacionales y por la influencia política que resultaría de la disponibilidad de recursos para manejar y distribuir. Sin embargo, en los últimos años de la década, la evolución de las políticas fiscales se convirtió en motivo de

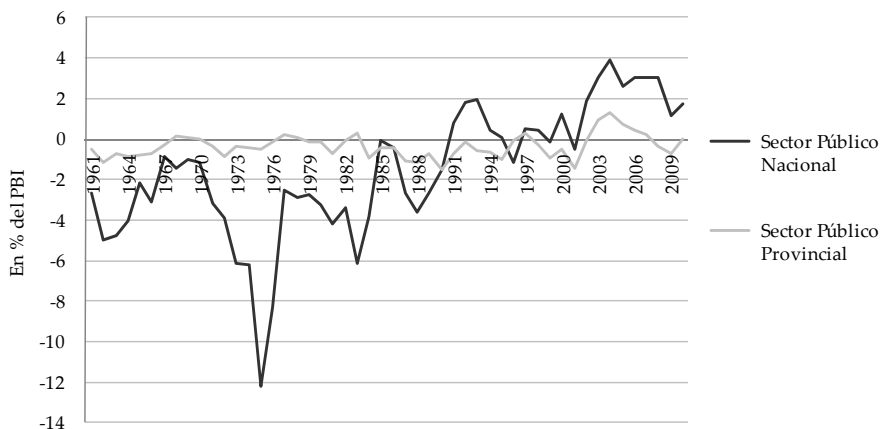
atención y la reapertura de los mercados internacionales para su deuda se volvió un objetivo del gobierno.

Gráfico 9: Ingresos Tributarios Sector Público Nacional (porcentajes de PIB)



Fuente: Ministerio de Economía

Gráfico 10 Resultado Global del sector Público. Criterio devengado (en porcentajes del PIB)



Fuente: Ministerio de Economía

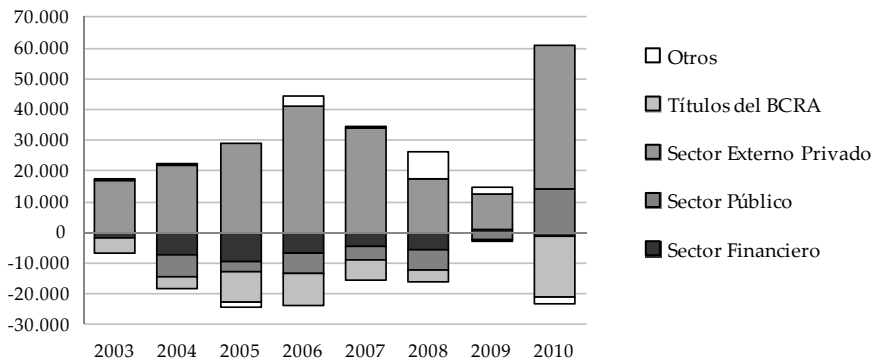
II.3. Las políticas monetarias luego de la crisis

El colapso del régimen de convertibilidad dejó una fuerte huella en las actitudes referidas al diseño y la implementación de las políticas macroeconómicas, con un marcado cambio en contra de reglas estrictas y compromisos supuestamente incondicionales. El dramático final de un periodo de déficits externos en un resonante *default* hizo difícil sostener que las políticas monetarias debían ser indiferentes a la sostenibilidad de la cuenta corriente y concentrarse únicamente en el manejo de los precios nominales. La experiencia también llevó a una preocupación por evitar sobrevaluaciones reales de la moneda y a un énfasis en el tipo de cambio real como un instrumento para el crecimiento económico (ver, por ejemplo, Frenkel y Rapetti, 2009; Rodrik, 2008). Como es el caso con otras economías, el rol de las reservas internacionales como un auto-seguro contra *shocks* fue resaltado (cf. Bastourre *et al.*, 2009) con particular énfasis por la percepción desfavorable del comportamiento del Fondo Monetario Internacional (FMI) antes y durante la crisis y por la perspectiva de restricciones en la oferta de crédito externo.

Las políticas monetarias luego de la crisis estuvieron basadas en un análisis que hacía énfasis en que la volatilidad de tipo de cambio (especialmente hacia abajo) debía ser mantenida entre límites estrechos, y que las incertidumbres acerca de los mecanismos de transmisión de las políticas monetarias con un sector financiero pequeño y todavía frágil podían complicar considerablemente la administración de políticas basadas en la tasa de interés. El Banco Central implementó una “flotación administrada” del tipo de cambio con el dólar el cual, luego de que se le permitió caer hasta acreedor de 2,8 pesos en 2003, fue dejado oscilar por varios años cerca de un nivel de 3 pesos. A pesar de que no se hicieron anuncios formales, se estableció entre el público la percepción de que las autoridades estaban en condiciones de regular la paridad y de que prevendrían cambios sustanciales. Hasta 2008, la política cambiaria estuvo asociada con grandes compras de monedas extranjeras por parte del Banco Central. El efecto monetario de dicha intervención fue esteriliza-

do en gran medida por una contracción del financiamiento al gobierno, la cancelación de créditos otorgados al sector financiero (redescuentos y pases) y por la emisión de letras del Banco Central, las cuales alcanzaron importantes volúmenes (gráfico 11).

Gráfico 11: Determinantes del cambio en la base Monetaria (millones de pesos)



Fuente: BCRA

No obstante, la expansión monetaria fue considerable. La demanda real de activos líquidos se incrementó por el marcado crecimiento de la actividad real y, en una primera etapa, por la gradual reanimación de la disposición del público a mantener depósitos bancarios, luego de un dramático *shock* a la confianza debido a la crisis. En el periodo inmediato posterior a la crisis, este proceso de remonetización se reflejó en un aumento de los ratios entre agregados monetarios y el PIB; subsecuentemente, las tasas de crecimiento monetario fueron más o menos igualadas por las del PIB nominal. En términos generales, el señoreaje representó un volumen no trivial de los recursos (con máximos de alrededor del 4,5% del PIB en 2003 y del 3% en 2006); el “impuesto inflacionario” sobre la base monetaria alcanzó niveles apreciables en 2007-2009 (alrededor del 2% del PIB en promedio). Sin embargo, hasta 2008 los recursos derivados de la creación monetaria fueron usados principalmente en acu-

mulación de reservas, y la mayoría de las ganancias del Banco Central fueron capitalizadas (aunque esto se modificó luego).

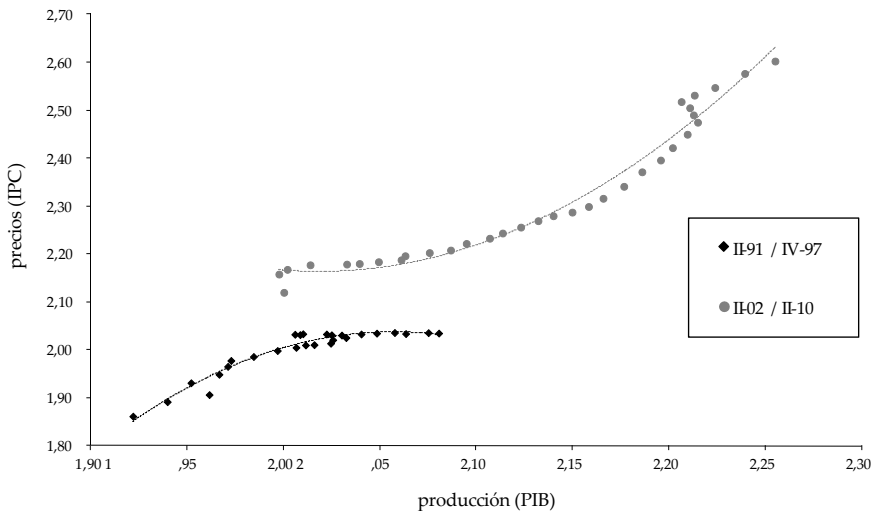
El gran crecimiento de la producción y la demanda agregada después de la crisis fue en buena medida autofinanciado. La movilización de grandes fondos en divisas acumuladas por el sector privado fue un elemento importante en la reactivación inicial del gasto y, con el tiempo, en la expansión de actividades como la construcción. Los requerimientos de financiación de las firmas estaban limitados por las reestructuraciones de deudas y por los aumentos en los márgenes unitarios implementados en la crisis. El volumen de los préstamos bancarios se recuperó marcadamente con los años, pero a bajos niveles relativos al PIB (sólo un 12,5% en 2008) y, a pesar del crecimiento de otros vehículos de crédito (fideicomisos, en particular), el sector financiero como un todo continuó siendo pequeño. Sin embargo, no surgió un exceso de demanda de crédito y, en términos generales, no hubo presión sobre las tasas de interés. Como un indicador de este comportamiento, luego de 2003 el retorno de los depósitos a plazo se mantuvo más bajo que la tasa de inflación doméstica.

II.4. Inflación creciente luego de un comienzo lento

La expansión de la actividad real empezó en 2002 a partir de un estado de sub-utilización de los recursos grande y generalizada, en el cual muchos precios habían sido fijados con altos márgenes sobre los costos; además, el tipo de cambio cayó en términos nominales luego de su salto inicial y el público ciertamente no esperaba otra ronda de depreciación. Estas condiciones favorecieron una respuesta elástica de las cantidades mientras se recuperaba el gasto agregado. De hecho, tomando como el origen el momento en que el tipo de cambio dejó de subir, la respuesta en la primera fase de esta expansión mostró una pendiente menos pronunciada de la curva de precios vs. cantidades que en la etapa análoga del plan de convertibilidad (gráfico 12). En 2003, la tasa anual de inflación del IPC fue menor al 4%. La realización de tan baja inflación

poco después del colapso del sistema monetario que, en su momento, era usualmente percibido como la barrera entre la estabilidad y la hiperinflación, fue una característica remarcable del desempeño económico. Sin embargo, las tasa de aumento de los precios creció, gradual pero visiblemente durante los años subsiguientes, y llegó a alrededor de un 20% en 2007-2008 (gráfico 13).

Gráfico 12: Precios (IPC) y Producción (PIB)
(Logs índices 1993=100 y tendencia polinomial)

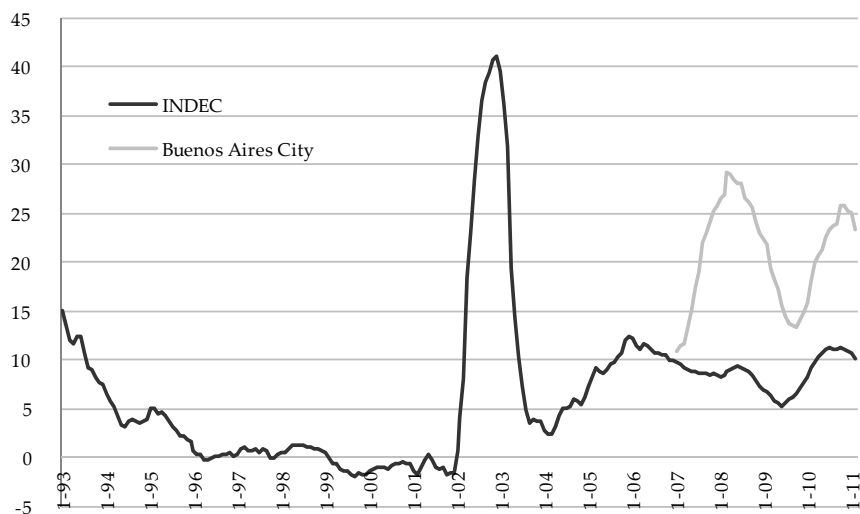


Fuente: INDEC y Buenos Aires City

La configuración de los precios relativos surgidos de la crisis, con un muy alto tipo de cambio real y salarios reales bajos, dejó mucho espacio para una recuperación del poder de compra en dólares de los precios y salarios domésticos. A un tipo de cambio nominal más o menos constante, sostenido a través de la intervención del Banco Central, el aumento de la demanda interna estimuló el ajuste de los precios y los salarios internos. Los salarios en el sector privado formal aumentaron alrededor de un 20% anual entre 2005 y 2008; al comienzo, eso implicó un conside-

able aumento de su poder de compra, aunque luego los ajustes salariales tendieron a ser compensados por las alzas de precios (gráfico 4).

Gráfico 13: Tasa de Inflación
Variación Anual del IPC en GBA



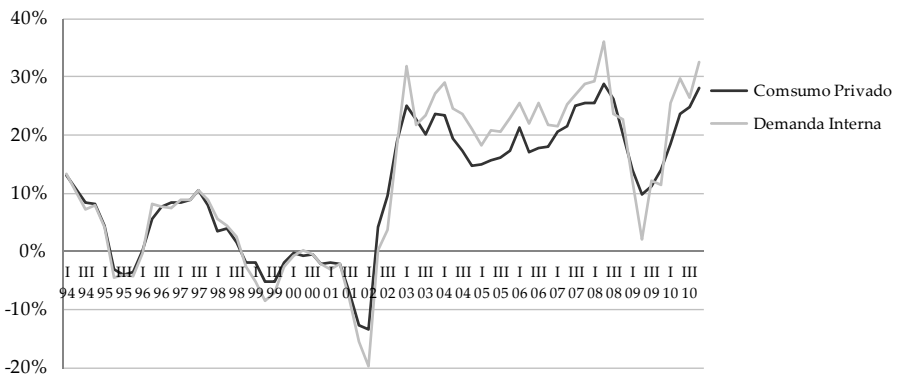
Fuente: INDEC y Buenos Aires City

El IPC creció más de 12% en 2005, sugiriendo que los precios se estaban volviendo más sensibles a impulsos hacia arriba. Las discusiones de política contemplaban la posibilidad de usar las políticas fiscales y monetarias para moderar el marcado aumento del gasto agregado (gráfico 14). Las autoridades no eligieron esta alternativa, con la idea de que un fuerte aumento de la demanda induciría una respuesta de la oferta y contribuiría a mantener a la economía creciendo a las muy altas tasas alcanzadas hasta ese momento y de que, en consecuencia, una desaceleración no era recomendable. El análisis implícito parecía ser que, dados los lentos movimientos en el tipo de cambio y los superávits fiscales, la inflación agregada debía ser tratada como una colección de aumentos de precios individuales y que la contribución de la demanda podía des-

cartarse. La elección fue, entonces, además de sugerir pautas informales de salarios, tratar de influir directamente en el comportamiento de los fijadores de precios y, en el caso de los bienes salario exportables, redirigir su oferta al mercado doméstico. Además, se otorgaron subsidios, particularmente, a los servicios públicos y, principalmente, a transporte y electricidad (un sector donde había habido signos de tensiones en satisfacer la demanda) y a varias actividades productoras de alimentos. Con el tiempo esos subsidios alcanzaron un volumen considerable (alrededor del 3% del PIB).

Junto con un crecimiento del PIB que de nuevo llegaba al 9%, la tasa de inflación cayó algunos puntos en 2006, a aproximadamente 10%. Para fines de ese año, sin embargo, los precios se estaban acelerando nuevamente, con signos de un nuevo impulso a inicios de 2007. En este punto, el gobierno modificó los procedimientos utilizados en la medición del IPC.

**Gráfico 14: Consumo Privado y Demanda Doméstica
Total a precios corrientes (tasas de variación anual)**



Fuente: Dirección de Cuentas Nacionales

II.5. Hechos y cifras

Hasta 2007, la medición de los indicadores macroeconómicos y particularmente del índice de precios al consumidor no había surgido como un

tema notable en los debates públicos. Más tarde, se convirtió en una cuestión destacada, con connotaciones tanto políticas como económicas. El gobierno realizó cambios en el personal del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC) y en los métodos usados en la recolección y procesamiento de los datos, de modo de corregir lo que ellos consideraban como estimaciones exageradas de la inflación cuyo efecto sería favorecer a los acreedores de instrumentos financieros indexados, particularmente bonos del gobierno. Los datos oficiales mostraron una desaceleración de la inflación a 8,5% en 2007 (incluyendo algunas cifras impactantes como una caída absoluta de los precios de los servicios de turismo a lo largo del año). Los cálculos realizados por instituciones privadas, y también algunos índices provinciales, mostraron cifras mucho mayores (gráfico 13). Las discrepancias persistieron en los años subsiguientes, cuando las estimaciones oficiales se mantuvieron muy por debajo de las provenientes de fuentes alternativas. Según el INDEC, el aumento total del IPC entre 2006 y 2009 fue un poco mayor al 25% (promediando un 8% anual); según estimaciones privadas que tratan de imitar las metodologías previas al 2007, la variación análoga fue cercana al 80% (21% anual). Naturalmente, aquellas diferencias afectaron las estimaciones de indicadores como el tipo de cambio real y medidas del poder de compra de los ingresos.

Desde el punto de vista de la consistencia y de la relevancia económica de la información, los datos del INDEC parecían menos confiables que sus sustitutos, aun cuando estos eran producidos sin los recursos y la infraestructura de un instituto de estadísticas nacional. En cuanto a la esfera de la opinión pública, el descrédito de los índices oficiales, especialmente aquellos relacionados con la inflación y los ingresos reales, se volvió abierto y generalizado. En particular, en las negociaciones de salarios no se realizaron referencias a dichas tasas de inflación, tanto de parte de los sindicatos como de las firmas. Aun el gobierno, cuando trataba de influir el orden de magnitud de los aumentos salariales, no argumentaba en base del IPC oficial, aunque al mismo tiempo rechazaba persistentemente las críticas realizadas a esos cálculos.

II.6. Conflictos, *shocks* e incertidumbres, pero sin crisis

La evolución macroeconómica en los últimos años de la década estuvo marcada por sucesivos *shocks*, de origen externo y doméstico. Su descripción requiere, por lo tanto, usar periodos de tiempo relativamente cortos de forma de dar cuenta de los cambios observados en los comportamientos.

En una economía que se expandía rápidamente, la tasa de inflación de 2007 probablemente superó el 20%. Los ajustes del tipo de cambio y de los precios de las tarifas fueron de menor magnitud. El aumento de los precios internacionales de las exportaciones, que habían sido una característica del periodo iniciado con la crisis, se aceleró marcadamente en ese año y en la primera parte del año siguiente. Las repercusiones del salto en los precios mundiales de los bienes agrícolas y de los alimentos, que se sintió como un factor inflacionario en muchas economías, tomó una forma particular en Argentina, donde desató una profunda controversia política alrededor de la apropiación del efecto ingreso de la mejora de los términos de intercambio. En marzo de 2008 el gobierno decidió implementar una escala móvil a los impuestos a las exportaciones de soja (previamente fijados a una tasa del 35%), lo cual provocó una fuerte reacción de los agricultores y también de los grupos urbanos que percibían que sus ingresos eran dependientes de los gastos del sector agrícola.

En 2007 la crisis financiera internacional se sintió en Argentina con un corto episodio de estrés en el sistema bancario, y probablemente tuvo influencia en el inicio de una tendencia de acumulación de activos extranjeros por parte del sector privado³. Para mediados de 2008, el *shock* internacional se combinó con la incertidumbre política y económica interna causada por el conflicto entre el gobierno y el sector agrícola. Esto incrementó la salida de capitales privados y llevó en algunos momentos

3. En un periodo de ingresos que crecían rápidamente y, particularmente, de marcados incrementos en los precios de las exportaciones, este comportamiento no debe ser interpretado simplemente como un síntoma de una "huída hacia la calidad" sino que puede haber tenido un componente de ahorro a partir de ingresos transitorios (en algún sentido análogo al uso hecho por los gobiernos de los incrementos en los ingresos en los países donde el sector público produce y vende bienes exportables).

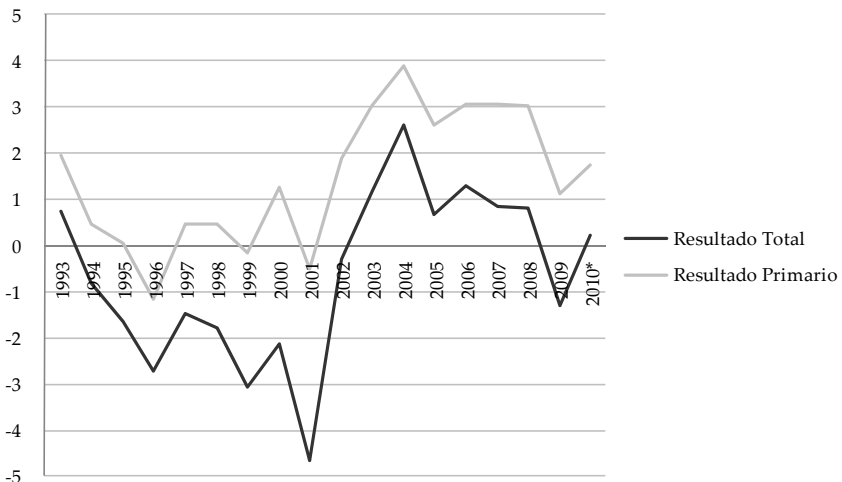
a un retiro neto de depósitos. El Banco Central reaccionó proveyendo liquidez a los bancos, especialmente, rescatando un gran volumen de sus letras (gráfico 11) y usando reservas para satisfacer la demanda de divisas; como una muestra de fortaleza, de hecho, indujo una caída en el tipo de cambio. Más tarde durante ese año, sin embargo, con el empeoramiento de la situación internacional asociada con el episodio de Lehman y las grandes devaluaciones de monedas como el Real de Brasil, se dejó subir sustancialmente al tipo de cambio con el dólar, aunque siempre bajo una fuerte intervención real o potencial del Banco Central para suavizar el proceso de depreciación y sus repercusiones financieras.

Durante en transcurso de 2008, además, la caída de los precios internacionales redujo los términos de intercambio del país, los cuales cayeron desde sus picos recientes aunque manteniendo niveles históricamente elevados (gráfico 6). La demanda doméstica y la actividad real también se debilitaron. En este contexto, el gobierno decidió incrementar sus ingresos al nacionalizar el sistema jubilatorio privado. A pesar de que los fondos de pensiones ya tenían una gran parte de su portafolio (alrededor de un 60%) compuesto por instrumentos de deuda pública, esta medida implicó que el gobierno tuviera acceso directo a un flujo de fondos de alrededor del 1% del PIB y recibiera la transferencia de un sustancial *stock* de activos privados y externos, con la contrapartida de asumir nuevas obligaciones contingentes.

El sistema bancario argentino llegó al momento de la crisis internacional con sustanciales niveles de liquidez y sin dificultades de repago de una masa de préstamos pequeña en relación a los agregados macroeconómicos. El Banco Central había acumulado un gran volumen de reservas internacionales. La caída de la demanda internacional y una marcada declinación en la producción agrícola (resultado de menguadas expectativas de los productores agrícolas y de una severa sequía) se reflejaron en una considerable caída de las exportaciones en 2009. El sector privado continuaba manifestando una fuerte demanda de activos externos. Sin embargo, el comercio de bienes todavía gene-

raba un gran excedente a la vez que las importaciones caían; el Banco Central podía manejar el mercado cambiario sin mucha pérdida de reservas y seguía siendo capaz de regular los movimientos del tipo de cambio. La percepción de que la depreciación iba a mantenerse entre límites estrechos contribuyó a reducir el incentivo a salidas de capitales en el transcurso del año. En consecuencia, aún habiendo una evidente desaceleración de los préstamos y momentos de tensión en el sistema bancario y el mercado cambiario, ninguno de éstos atravesó disrupciones del tipo de una crisis.

**Gráfico 15: Resultado del Sector Público Nacional
(porcentajes del PIB)**



Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Economía

En cualquier caso, la economía experimentó una recesión en 2009 (gráfico 16) con una tasa de inflación algo más baja (alrededor de 15%). El Banco Central desaceleró la depreciación con respecto al dólar, pero el fortalecimiento de otras monedas significó que el tipo de cambio multilateral se incrementara significativamente.

La recaudación de impuestos se vio afectada por los menores niveles

de actividad doméstica y de comercio internacional, mientras el gasto público seguía aumentando a un ritmo elevado. Aun con la adición de los ingresos a la seguridad social previamente derivados a los fondos de jubilaciones y pensiones, y la inclusión como ingresos del gobierno de una asignación de Derechos Especiales de Giro (DEGs) del FMI y de ganancias nominales del Banco Central transferidas como dividendos al tesoro, el superávit primario cayó a aproximadamente un 1% del PIB (gráfico 15). Hubo ciertamente un elemento cíclico en esa caída pero, además, las tendencias de las finanzas públicas eran inciertas, particularmente del lado del gasto. Los diferenciales de “riesgo país” de los retornos de los bonos, aunque mucho menores que los picos elevados de 2008, reflejaban una reticencia de los tenedores de activos a comprar deuda argentina y, en la práctica, los mercados de crédito internacionales permanecieron cerrados al gobierno.

Gráfico 16: Producción Industrial
(índices base 2004=100)



Fuente: FIEL

II.7. Recuperación de la actividad; la inflación como tema saliente

Como una señal a los mercados de deuda internacionales, el gobierno inició la preparación de una oferta de canje a los “holdouts” que no habían participado de la reestructuración de la deuda en 2005. Además,

un decreto del Poder Ejecutivo ordenó que el Banco Central transfiera parte de sus reservas internacionales al Tesoro con el fin de constituir un fondo destinado a pagar servicios de la deuda que vencían en 2010, argumentando que esas reservas habían llegado a un nivel excesivo para fines precautorios y que debían ser usadas para reducir pasivos de alto costo; además, las autoridades argumentaron que su política financiera disminuiría significativamente el costo del crédito externo para los sectores público y privado y facilitaría la inversión. De cualquier modo, el decreto generó fuertes controversias políticas y legales; lo mismo pasó con la destitución del presidente del Banco Central, quien se opuso a la constitución del fondo.

El episodio mostró a las políticas e instituciones macroeconómicas en un estado incierto, a pesar de que las condiciones internacionales habían mejorado y de que había signos de rebote en las exportaciones y en el gasto doméstico privado. Mientras tanto, el comienzo de 2010 estuvo marcado por una visible aceleración de los aumentos de precios, con especial fuerza en artículos comestibles como la carne vacuna (un producto corto en oferta, dado que los desincentivos a la producción de ganado vivo habían llevado a reducciones en el tamaño del *stock*), pero llegando a cubrir todo el espectro de bienes. La posibilidad de que la tasa de inflación pudiera subir, con más volatilidad y un acortamiento de los periodos de revisiones de precios y salarios, se volvió un asunto de discusión y preocupación pública. Aquellas condiciones macroeconómicas abrían nuevas disyuntivas de política. Durante 2010, la demanda agregada creció con rapidez, y la inflación quedó en un orden del 20%, con el tipo de cambio con el dólar y las tarifas públicas operando como anclas.

III. Patrones de desempeño de precios y políticas monetarias⁴

III.1. Características de la dinámica de precios

La experiencia post-crisis que revisamos en la sección previa muestra

4. Al preparar esta sección nos beneficiamos particularmente del aporte provisto por H. Aguirre.

como dos características marcadas que: *i*) la abrupta depreciación de la moneda tuvo un impacto relativamente pequeño y transitorio en la tasa de crecimiento de los precios, de modo que los miedos de una recaída en un régimen de alta inflación estuvieron lejos de hacerse realidad; y que, *ii*) la respuesta post-depreciación terminó siendo no simplemente un ajuste del nivel de precios a tasas gradualmente declinantes, sino que más bien tomó la forma de una inflación inicial baja, que se incrementó a lo largo del tiempo hasta alcanzar una meseta bien dentro del rango de dos dígitos anuales. Varios estudios empíricos han analizado el desempeño de los precios luego del colapso de la convertibilidad y del *shock* devaluatorio inicial y lo han comparado con episodios pasados. En términos generales, estos trabajos (que usan datos hasta el 2007 aproximadamente, esto es, no incluyen observaciones correspondientes a la mayor inflación al final de la década) tienden a encontrar que el proceso de comportamiento de los precios tuvo características generales de una inflación moderada pero también algunas particularidades que lo distinguieron del periodo previo de variaciones de precios extremadamente pequeñas o negativas.

En un análisis que considera la evolución de los precios entre 1980 y los primeros meses de 2007, D'Amato *et al.* (2007) encuentran que los datos para todo el intervalo que va desde la estabilización, bajo la caja de conversión, hasta el final de las series, a mediados de los 2000, son estadísticamente análogos cuando son comparadas con aquellos para el resto del periodo. Estas observaciones (que concuerdan con la impresión visual que da el gráfico 1) apuntan a continuidades en el comportamiento antes y después de la crisis. Este también parece ser el caso con las correlaciones entre dinero e inflación, que son similares durante la convertibilidad y durante el sistema de flotación administrada, y menores que bajo alta inflación (Basco *et al.*, 2009; también Carrera y Lanteri, 2007). Sin embargo, una mirada a las propiedades de serie de tiempo de la inflación indica que (dejando de lado los datos "anormales" de 2002), la tasa de aumento de los precios tuvo una tendencia creciente post-crisis

y fue más persistente luego del quiebre de la convertibilidad que antes del mismo (D'Amato *et al.*, 2007).

Con series del IPC desagregadas que llegan hasta 2006, Castagnino y D'Amato (2008a,b) reportan que todo el periodo desde principios de los noventa comparte (en comparación con el pasado de alta inflación) menores co-movimientos entre los cambios de precio de los diferentes componentes del IPC, mientras que la tasa agregada de crecimiento de los precios (medida como el componente principal de los aumentos de precios sectoriales) se correlaciona más con la tasa de inflación de bienes no transables que con la de transables (lo cual no era el caso en el periodo de alta inflación de los ochenta). Eso se corresponde con un proceso de apreciación real vía deslizamiento de precios internos. Por otro lado, comparado con el período de convertibilidad, los datos post-crisis muestran más variabilidad de precios relativos (especialmente a frecuencias más altas), y mayor correlación entre la variabilidad de precios de corto plazo y la inflación.

Estimaciones de una curva de Phillips con la especificación usual (con efectos sobre los precios de la inflación pasada y esperada junto al tipo de cambio y una estimación de la brecha de producto) encuentran que tanto el coeficiente de la inflación previa como el de la inflación anticipada (que se representa por la tasa observada de variación de precios en el período siguiente) son mayores durante el sistema de flotación administrada que durante la caja de conversión, con un parámetro menor para la brecha del producto contemporánea (D'Amato y Garegnani, 2009). Esto nuevamente indica el cambio en la persistencia (que propaga el efecto de las variables de actividad y de tipo de cambio); la interpretación del sustancial término de "inflación esperada" es menos obvio, particularmente dada la manera en que las expectativas se miden en la ecuación.

III.2. Políticas monetarias y sus funciones de reacción

Las políticas monetarias post-crisis, como fue mencionado con anterioridad, hicieron hincapié en consideraciones de sostenibilidad y en la habi-

lidad de absorber *shocks* y eran reacias a permitir grandes movimientos del tipo de cambio. Además, el canal de transmisión de la tasa de interés era considerado como poco confiable luego de la crisis financiera mientras los bancos podían ser vulnerables a la variabilidad de tasa de interés (Balzarotti, 2007). Los objetivos del Banco Central incluían la estabilización del tipo de cambio (pero sin fijación, sea formal o informal) y acumulación de reservas como instrumento precautorio (Redrado *et al.*, 2006, Bastourre *et al.*, 2009). Las operaciones en activos domésticos eran usadas para alcanzar metas cuantitativas y para compensar el efecto monetario de los flujos del balance de pagos.

En un análisis de sección cruzada entre países de las políticas monetarias en años recientes, que compara estimaciones de “reglas de Taylor” (las tasas de interés como función de la inflación, el tipo de cambio y la brecha de producto), Sturzenegger y Talvi (2008) sugieren que los hacedores de política de Latinoamérica muestran más “miedo a flotar” que sus contrapartes en otros países en desarrollo o en países desarrollados pero que, en general, reaccionan más fuerte a cambios en la tasa de inflación. En este panorama, la Argentina aparecía como particularmente enfocada en el tipo de cambio y menos sensible a la inflación.

La efectividad de distintos procedimientos de administración del nivel nominal de precios ha sido materia de discusión en la literatura. Por ejemplo, Chang (2008) ha argumentado que las políticas de los países de Latinoamérica con regímenes de metas de inflación difieren del enfoque estándar de flotación pura. En una tónica similar, Aguirre y Burdisso (2008) sugieren que, especialmente en las economías en desarrollo, arreglos de tipo de cambio menos flexibles pueden estar asociados a una menor rápida variación de precios, ya sea que las políticas monetarias sigan una meta específica de inflación o no. En un análisis aplicado específicamente a Argentina, Escudé (2008, 2009) estima/calibra un modelo para el periodo 2002-2007 equipado con funciones de reacción tanto para la tasa de interés como para el tipo de cambio (donde esta variable depende de la inflación, la brecha del producto, las reservas internacionales, el

balance comercial y medidas del tipo de cambio real). El autor concluye que el tipo de cambio continuó siendo una preocupación central para la política monetaria en Argentina en el periodo post-convertibilidad, y que las autoridades prestaron atención al tipo de cambio real multilateral, pero hicieron que la tasa de depreciación también respondiera a la inflación (negativamente) y a la brecha de producto; en este sistema de “reglas múltiples de realimentación”, el modelo muestra dinámicas convergentes a pesar de una baja intensidad de reacción de la tasa de interés a la inflación. Por otro lado, Aguirre y Grosman (2009) usan un modelo más pequeño (con ecuaciones de demanda agregada y de curva de Phillips, una regla de Taylor y una función de política que define intervenciones en el tipo de cambio para suavizar el tipo de cambio nominal). Ellos comparan el desempeño efectivo bajo los *shocks* y funciones de reacción estimados sobre los datos con trayectorias contrafactuales bajo diferentes políticas, y sugieren que la volatilidad del producto y de la tasa de inflación podrían haber sido mayores, sea con flotación cambiaria o con una fijación estricta.

En conjunto, estos resultados confirman la importancia que el tipo de cambio tuvo en Argentina tanto como meta y como instrumento del manejo monetario e identifican respuestas de política a la tasa de inflación. También sugieren que un análisis de bienestar de políticas alternativas puede depender de consideraciones no triviales en cuanto a los (inciertos) mecanismos económicos en juego y de las ponderaciones otorgadas a los diferentes objetivos macroeconómicos. .

IV. Conclusiones

La recuperación de la crisis del régimen de convertibilidad y del ajuste al sobreajuste del tipo de cambio real en una economía en expansión implicó un cambio en el nivel de precios, dada la elección de política de evitar grandes apreciaciones nominales, con el (comprensible) temor a que la volatilidad nominal y real del tipo de cambio pudiera crear disrupciones luego del reciente *shock* traumático y revivir comportamien-

tos que habían llevado a mucha inestabilidad macroeconómica en el pasado. Esta elección descartaba de entrada alternativas hipotéticas (como el estándar de las metas de inflación con tipos de cambio flotantes) que se enfocaran de manera exclusiva en la estabilidad de precios, pero no excluía de por sí una convergencia a baja inflación, luego de la transición del nivel de precios. Sin embargo, a lo largo de una fase de considerable crecimiento de la actividad, el proceso de cambio de precios pareció convertirse en una inflación arraigada.

El conjunto de comportamientos macroeconómicos se mantuvo lejos del antiguo régimen de alta inflación argentino. Faltaba el combustible de déficits monetizados a gran escala: a pesar de que el “impuesto inflacionario” alcanzó niveles no triviales y de que el señoreaje hizo contribuciones significativas al acceso a recursos por parte del sector público, durante gran parte del periodo estos fondos fueron mayormente usados en la acumulación de activos externos en el Banco Central. Además, el gran superávit comercial y el volumen de reservas internacionales permitieron al Banco Central mantener la evolución del tipo de cambio bajo control. La demanda de dinero para transacciones se mantuvo elevada y no mostró perturbaciones a pesar de la presencia de *shocks* internacionales y de incertidumbres políticas.

¿Por qué preocuparse por una inflación que, para los parámetros históricos del país, continuaba en niveles moderados y que en ciertas perspectivas podía ser vista como la contracara de un elevado crecimiento? Salvo en el medio de la disrupción de 2002, la referencia habitual a tasas de inflación anuales sugería que el público no percibía mucha incertidumbre de precios durante intervalos de esa longitud. Las anticipaciones de cambios en el nivel de precios agregados no parecieron jugar un rol sustancial en las decisiones de todos los días sino hasta fines de la década. No emergió una “demanda por estabilidad” en la opinión pública, en el sentido de una voluntad revelada de preferir políticas que pudieran reducir la inflación con algún sacrificio presente en términos de objetivos reales. Esta tolerancia social a la inflación puede haber esta-

do relacionada a la falta de referencias de más largo plazo dejada por la crisis: en un caso como el de la Argentina, una inestabilidad de precios de intensidad no muy grande podía prevenir la ocurrencia de cambios que potencialmente mejoraran el comportamiento de la economía pero, en contraste con países con experiencias macroeconómicas menos extremas, posiblemente no afectara mucho el funcionamiento corriente de una economía en transición donde, como uno de los residuos de una crisis reciente, los horizontes de decisión tendían a permanecer cortos de todas maneras “por motivos reales”. No obstante, desde el punto de vista de la búsqueda de una tendencia de crecimiento, la inflación no resultaba inocua (Heymann, 2006).

Más allá de las distorsiones comparativamente leves de la inflación anticipada a tasas moderadas (el impuesto inflacionario, con sus ciertamente relevantes implicancias distributivas, los cambios en los precios relativos asociados a ajustes no sincronizados), los principales problemas causados por la inestabilidad de precios derivan del ruido que introduce en las decisiones económicas y en el acortamiento progresivo del periodo de tiempo para el cual los agentes pueden realizar pronósticos de precios agregados que tengan sentido y que sean más o menos mutuamente consistentes (Heymann y Leijonhufvud, 1995). Esto afecta las decisiones de inversión y financiamiento partiendo desde el “extremo largo” de la escala temporal; al agudizarse la inflación el horizonte se achica hasta llegar al límite de pocos días en una hiperinflación.

La experiencia del país durante los noventa mostró vívidamente los problemas de usar monedas extranjeras como unidades de denominación. En el periodo post-crisis, la indexación formal (que continuaba sujeta a ciertos límites legales) no surgió como una alternativa generalizada, incluso antes de que el público empezara a desconfiar de los índices de precios oficiales. La ausencia de parámetros más o menos confiables para anticipar tendencias de precios futuras restringía el desarrollo de la contratación nominal más allá del corto plazo. El comparativamente pequeño sector financiero se mostró resistente al impacto de *shocks* inter-

nacionales y domésticos. Pero, con una visión a futuro, las condiciones especiales del primer periodo de la fase de expansión que habían reducido la importancia del crédito intermediado para el financiamiento de la producción y la inversión (grandes volúmenes de capital sub-utilizado, altos márgenes de ganancia), difícilmente podían ser extrapoladas al futuro. Una extensión del periodo de tiempo para el cual los precios agregados podrían ser considerados predecibles aparecía, entonces, como un elemento importante para los propósitos de crecimiento.

Más inmediatamente, la falta de una referencia sobre el nivel de inflación que generaría respuestas efectivas de política fue afectando a los comportamientos. Luego de varios años con inflaciones que rondaban el 20%, que el gobierno no parecía reconocer como un asunto relevante en sus mediciones estadísticas o en sus análisis, aumentos de precios sostenidos de ese orden de magnitud se habían incorporado a las expectativas y los agentes económicos no descartaban la posibilidad de futuras aceleraciones. En ciertos momentos (como a comienzos de 2010), la atención se focalizó en la evolución de las tasas de inflación mensuales, revelando un significativo acortamiento de los horizontes. Los temores de fuerte aceleración no se realizaron, pero la regulación del nivel general de precios pasó a apoyarse crecientemente en el mantenimiento de tasas de incremento del tipo de cambio y tarifas públicas netamente por debajo del ritmo de inflación, en un contexto de fuerte suba de la demanda nominal.

A lo largo de las décadas, el país experimentó de manera poco exitosa, con formas extremas en el diseño y en el marco institucional de las políticas macroeconómicas. Como caso límite de simbiosis fiscal-monetaria y de flexibilidad absoluta de las políticas, los episodios de hiperinflación mostraron las grandes disrupciones asociadas a regímenes donde, a grandes rasgos, el Banco Central operaba como una agencia para el financiamiento monetario de un gobierno que actuaba día a día respondiendo a diversas presiones y demandas. Simétricamente, el experimento de la convertibilidad mostró los problemas de los esquemas

de objetivo único basados en reglas rígidas y promesas presuntamente incondicionales, que volvían a las políticas incapaces de procesar perturbaciones o errores, y bajo los cuales, por designio, o por la propia evolución económica, los “costos de salida” del régimen se hacían tan altos que la capacidad de manejo de la política sólo podía ser recuperada luego de un colapso económico. Las crisis financieras y las profundas recesiones, como las que marcaron el fin de la convertibilidad y la reciente turbulencia internacional, resaltan la relevancia de mantener la flexibilidad de políticas para prevenir o manejar *shocks*, y marcan el hecho que, en última instancia, las políticas macroeconómicas tienen objetivos múltiples y actúan en conjunto, más allá de las prácticas de procedimiento que pueden aplicarse para inducir una división del trabajo y áreas de responsabilidad entre agencias e instrumentos (ver Basco *et al.*, 2007).

Las proposiciones de “divina coincidencia” que trataron de dar sustento analítico a los sistemas monetarios estricta y únicamente comprometidos con metas de inflación, en el sentido de que la estabilización de precios llevaría por sí misma a la estabilización del producto real, se cumplen sólo en casos especiales (ver por ejemplo, Blanchard y Galí, 2005 para una discusión que continúa dentro del marco de los modelos de equilibrio general con fricciones; también Blanchard *et al.*, 2010). No existe presunción de que las políticas monetarias deban (o puedan) desenvolverse sin preocuparse por los niveles y las volatilidades de las variables reales (producto, tasa de interés, tipos de cambio), o ignorar la sostenibilidad de las valuaciones de riqueza y de las posiciones de deuda. Luego de la crisis internacional, estos argumentos de sentido común parecen haber ganado circulación. Pero una política que intenta focalizarse exclusivamente en objetivos reales carece de anclas nominales bien definidas (con el significado concreto de variables cuyos valores reales la política económica está dispuesta a rezagar para actuar sobre la inflación), lo cual corre el riesgo de dejar al nivel de precios sujeto a vaivenes de diverso origen y de mantener en vilo a las expectativas.

Para permitir flexibilidad en el reparto entre diversas variables de

la tarea de regular la inflación mientras se evita la inestabilidad de precios (y sus costos reales), el diseño y la administración de un sistema de anclas múltiples parece demandar un manejo sutil de disyuntivas (entre metas reales, de modo de evitar inconsistencias, y entre inflación y otros objetivos) y requiere una comunicación efectiva de los criterios de política a fin de guiar a las expectativas. Un sistema que busca facilitar las decisiones a lo largo de horizontes más o menos largos necesita mecanismos de realimentación desde la inflación a las variables de política, capaces de corregir desvíos respecto de alguna tendencia definida como objetivo de modo tal que, más allá del valor numérico específico de la inflación que se busca estabilizar, y de los márgenes de flexibilidad para el manejo de *shocks* de corto plazo, los agentes puedan confiar en que tasa de variación de precios mostrará “reversión a la media” y actúen en consecuencia. En la Argentina de los 2000 quedó pendiente una definición precisa de mecanismos de esa naturaleza. Un tipo de cambio que variaba lentamente, esterilización monetaria y superávits fiscales (juntamente con pautas de salarios, subsidios, e intervenciones en la determinación de precios) no alcanzaron para determinar un régimen macroeconómico que generara un sendero predecible de precios más allá del corto plazo.

La organización de las decisiones de política macroeconómica implicó que ninguna agencia de gobierno o conjunto de instituciones se hiciera responsable específicamente de la inflación. El Banco Central, como fue discutido, consideró a su misión como una actividad con varios propósitos, que ponderaba fuertemente los objetivos de suavizar las volatilidades de los mercados cambiarios y de crédito. Las políticas fiscales mantuvieron considerables superávits hasta los años finales de la década, pero el gasto público real y nominal creció a tasas muy altas, y el también muy rápido aumento en la recaudación impositiva no restringió demasiado el aumento del gasto privado. El rápido crecimiento de la demanda doméstica era también un prominente objetivo de política, señalado en argumentos de que la economía podía y debía ser

estimulada de modo de mantener “tasas de crecimiento chinas”, en una expresión comúnmente usada. Los criterios de política económica en la última parte del período tendían a minimizar la importancia de los efectos de la demanda en la inflación, y buscaban a menudo el origen de las variaciones de precios en comportamientos oportunistas por parte de firmas con gran poder de mercado, que demandarían tratamiento caso por caso mediante regulación directa o mediante negociaciones entre el gobierno y las firmas. Otra proposición influyente era que la forma preferible de lidiar con la inflación era expandir la oferta y, por lo tanto, la inversión, lo que llevaba a recomendar estímulos a través de expansiones de demanda y de crédito. Estos argumentos llevaban bien lejos su rechazo al monetarismo.

Descubrir patrones de comportamiento con propósitos analíticos o prácticos es especialmente difícil en economías en transición luego de grandes cambios en los patrones de funcionamiento, debido al pequeño tamaño del periodo para el cual los datos disponibles proveen de información presuntamente útil⁵. Esto vale para la Argentina y especialmente para el análisis de la dinámica de precios bosquejada en la sección anterior. En cualquier caso, a pesar de que los datos de las series de tiempo no muestran una conexión fuerte y directa entre la actividad contemporánea y la inflación (como se indica, en particular, a través del coeficiente de la brecha de producto corriente en una ecuación de precios, con todos sus problemas conceptuales y de medición), los efectos acumulados de las presiones derivadas de los intensos aumentos de los niveles de gasto, la propagación de aumentos rezagados por vía de ajustes que extrapolan el pasado, y de anticipaciones de que los aumentos de precios no enfrentarán restricciones de demanda, ciertamente fueron factores relevantes para establecer una tendencia inflacionaria. Al margen de la in-

5. Ver Weitzman (2009) para un análisis de los problemas fundamentales relacionados con el tamaño acotado y posiblemente pequeño de la “muestra relevante” de datos usados para formar expectativas en sistemas sujetos a cambio estructural. En particular, Weitzman argumenta que en dicho marco, el peso de las creencias previas en las predicciones podría no desvanecerse nunca, porque el tamaño de la muestra no “tiende a infinito” cuando se agregan más observaciones.

certidumbre acerca de los mecanismos específicos de determinación del nivel de precios y acerca de la transmisión de los instrumentos de política, no debería ser materia de gran controversia que la naturaleza del régimen inflacionario depende fuertemente del desempeño y del marco institucional de las políticas macroeconómicas que regulan la evolución de la demanda agregada.

En algunos momentos durante el régimen de convertibilidad, particularmente en su fase declinante, era usual encontrar afirmaciones a favor de la implementación urgente e inmediata de “reformas estructurales” de modo de mandar ya mismo señales a los mercados financieros. En un contexto muy diferente, la Argentina vio en años recientes cambios de política de impacto institucional, decididos e implementados con apuro. El episodio de comienzos de 2010 concerniente al estatus institucional y al funcionamiento del Banco Central fue un caso de esto, y marcó la existencia de debates no resueltos sobre la gestión de la política monetaria.

Ese acontecimiento resaltó una peculiaridad de la economía argentina, con un sector público que no estaba altamente endeudado y venía de una sucesión de superávits fiscales, pero que permanecía aislado de los mercados internacionales de bonos. Tanto la historia como las expectativas parecían jugar un papel en que eso fuera así. De cualquier modo, el hecho hacía al gobierno volcarse a fuentes domésticas de crédito. Pero el sistema financiero local no era de un tamaño suficiente como para proveer muchos recursos (la reforma del sistema de jubilatorio había simplemente transformado en ingresos corrientes fondos que los fondos jubilatorios habrían prestado previamente al sector público bajo el otro régimen). En esas circunstancias, el Banco Central se encontraba en la lista de prestamistas prioritarios para el sector público que, incluso sin tener grandes déficits, requería financiamiento monetario de algún tipo u otro (el tratamiento como ingresos corrientes del gobierno de beneficios nominales del Banco Central significó que el sector público estaba “internalizando” ganancias análogas al impuesto inflacionario).

La organización del Banco Central heredada de la Carta Orgánica

que fue votada en 1992, poco después del establecimiento del sistema de convertibilidad, se basaba en criterios de estricta separación entre las políticas fiscales y monetarias y de independencia del Banco Central. En sus orígenes, esta estructura formal, vinculada con el sistema de caja de conversión, tenía la intención de establecer un liderazgo de la estrictamente acotada política monetaria sobre otras áreas macroeconómicas. Hacia 2010, la política monetaria parecía moverse hacia el otro extremo de flexibilidad discrecional, poca preocupación por el ritmo de crecimiento de la liquidez nominal y propensión a acomodar demandas fiscales. El sistema anterior era incapaz de doblarse y se rompió; éste era propenso a mostrar un sesgo inflacionario.

El gran potencial de oferta de divisas derivado del superávit comercial y del *stock* de reservas internacionales proveía un seguro contra una gran depreciación inducida por el mercado y, por ende, debilitaba un mecanismo crucial de aceleraciones inflacionarias. Sin embargo, la inflación había surgido como una cuestión macroeconómica visible, a ser tratada tarde o temprano; en última instancia, el marco institucional para las políticas macroeconómicas estaba abierto a reconsideración. La inflación es al mismo tiempo un síntoma y una causa de conflictos y de inconsistencias de comportamiento, manifestados en presiones sobre las políticas fiscales y monetarias, y en las espirales de “aumentos de precios persiguiendo inyecciones de liquidez persiguiendo aumentos de precios”. Más allá de las discusiones abiertas respecto del diagnóstico macroeconómico y del contenido específico del diseño de políticas, lidiar con procesos de inestabilidad de precios no es simplemente una cuestión técnica. De alguna manera, los conflictos e inconsistencias que subyacen a la inflación tienen que ser confrontados: la estabilización puede verse como un proyecto de “inversión social” que requiere el apoyo de segmentos sociales que valoran los beneficios futuros a ser obtenidos de un conjunto concreto de políticas que pueda coordinar efectivamente los comportamientos individuales de un modo que permita desacelerar las subas de precios en una transición, y sostener luego

condiciones de previsibilidad de precios. En la Argentina, luego de un período de elevado crecimiento (más una corta recesión en 2009, que resultó relativamente leve, dado el complicado contexto internacional del momento) y un marcado aumento del volumen de gasto, privado y público, la configuración de las variables fiscales y de los precios relativos macroeconómicos eran motivo de atención. El tratamiento de la inflación parecía parte de una renovada búsqueda de una configuración macroeconómica que pudiera contribuir a definir un sendero de crecimiento sostenido luego de un período que combinó rasgos económicos novedosos con tradicionales temas argentinos.

Referencias

- Aguirre, H. y Grosman, N. (2009), "A Note on Managed Floating in a Small Economic Model", mimeo.
- Aguirre, H. y Burdisso, T. (2008), "Dangerous Liaisons? An Empirical Assessment of Inflation Targeting and Exchange Rate Regimes", Working Paper, BCRA, No.39.
- Basco, E., Castagnino, T., Katz, S. y Vargas, S. (2007), "Política Monetaria en Contextos de Incertidumbre, Cambio de Régimen y Volatilidad Pronunciada", Working Paper, BCRA, No. 25.
- Basco, E., D'Amato, L. y Garegnani, L. (2009), "Understanding the money–prices relationship under low and high inflation regimes: Argentina 1977–2006" en *Journal of International Money and Finance*, Vol. 28, No.7.
- Balzarotti, V. (2007), "Riesgo por Tasa de Interés Real en el Sistema Bancario Argentino: un Modelo de Medición" en *Ensayos Económicos*, No.46.
- Bastourre, D., Carrera, J. y Ibarlucia, J. (2009), "What is Driving Reserve Accumulation: a Dynamic Panel Data Approach" en *Review of International Economics*, Vol. 17, No. 4.
- Blanchard, O. y Galí, J. (2005), "Real Wage Rigidities and the New Keynesian Model" en *CEPR Discussion Papers*, No. 5375.
- Blanchard, O., Dell'Ariccia, G. y Mauro, P. (2010), "Rethinking Macroeconomic Policies" en *IMF Staff Position Paper*.
- Carrera, J. y Lanteri, L. (2007), "Shocks Macroeconómicos y Vulnerabilidad Financiera" en *Ensayos Económicos*, No. 48.
- Castagnino, T. y D'Amato, L. (2008a), "Regime Dependence, Common Shocks and the Inflation- Relative Price Variability Relation", Working Paper, BCRA, No. 38.
- Castagnino, T. y D'Amato, L. (2008b), "Régimen y Dinámica Inflacionaria Subyacente: ¿Comovimiento Generalizado o Ajuste de Precios Relativos?" en *Ensayos Económicos*, No. 52.
- Chang, R. (2008), "Inflation Targeting, Reserve Accumulation, and Exchange Rate Management in Latin America", Working Paper, Banco de Colombia, No. 487.
- Coremberg, A., Goldszier, P., Heymann, D. y Ramos, A. (2007), "Patrones de la Inversión y el Ahorro en la Argentina" en *Serie Macroeconomía del Desarrollo*, CEPAL, , No. 63.
- D'Amato, L. y Garegnani, L. (2009), "Studying the Short-Run Dynamics of Inflation: Estimating a Hybrid New-Keynesian Phillips Curve for Argentina (1993-2007)", Working Paper, BCRA, No. 40 .
- D'Amato, L., Garegnani, L. y Sotes, J. (2007), "Dinámica Inflacionaria y Persistencia: Implicancias para la Política Monetaria" en *Ensayos Económicos*, No. 50.
- Damill, M., Frenkel, R. y Rapetti, M. (2005), "The Argentine Debt: History, Default, Renegotiation", Working Paper, CEDES.
- Escudé, G (2008), "ARGEM: Un Modelo de Equilibrio General Dinámico y Estocástico para la Argentina" en *Serie Estudios BCRA*, No. 5.
-

- Escudé, G. (2009), "ARGEMmy: An Intermediate DSGE Calibrated/Estimated Model for Argentina: Two Rules Are Often Better Than One", Working Paper, BCRA, No. 42.
- Frenkel, R. y M. Rapetti (2009), "Flexibilidad Cambiaria y Acumulación de Reservas en América Latina", Working Paper, CEDES.
- Galiani, S., D. Heymann y M. Tommasi (2003), "Great Expectations and Hard Times: The Argentine Convertibility System" en *Journal of the Latin American and Caribbean Economic Association*, Vol. 3, No. 2, pp. 109-160.
- Heymann, D. (2006), "Buscando la Tendencia: Crisis y Recuperación en la Argentina", Working Paper, CEPAL.
- Heymann, D. y A. Leijonhufvud (1995), *High Inflation*, Oxford University Press, 1995.
- Redrado, M., J. Carrera, D. Basturre y J. Ibarlucia (2006), "La Política Económica de la Acumulación de Reservas: Nueva Evidencia Internacional", Working Paper, BCRA, No. 14.
- Rodrik, D. (2008), "The Real Exchange Rate and Growth", Working Paper, *Harvard University*.
- Sturzenegger, F. y E. Talvi (2008), "Unveiling Monetary Policy in Latin America", mimeo.
- Weitzman, M. (2009), "Subjective Expectations and Asset Returns Puzzles" en *American Economic Review*, Vol. 97, No. 4.
-