

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ESTADÍSTICA
UNIVERSIDAD NACIONAL DE ROSARIO

LICENCIATURA EN ECONOMÍA

TRABAJO FINAL

POLÍTICA MONETARIA: INFLACIÓN Y TASA DE POLÍTICA MONETARIA.

“La baja de la tasa de política monetaria en el plan de
estabilización de diciembre de 2023”.

Beltramone, Facundo

B-7169/2

Docente: Villegas, Luciano.

Diciembre 2024

Resumen

El presente trabajo analiza el programa económico aplicado en diciembre de 2023 en Argentina. En el mismo se redujeron nominalmente las tasas de remuneración de los pasivos del Banco Central (BCRA) y, en consecuencia, la tasa de interés de referencia de la economía con el objetivo de bajar la inflación. Reducir la tasa de política monetaria para controlar la inflación es una medida contraria a la teoría tradicional. El objetivo planteado es, a partir del análisis de este caso, identificar bajo qué circunstancias las autoridades del banco central encuentran conveniente reducir las tasas de interés con un fin antiinflacionario.

Para identificar si existen anomalías en el plano monetario para el caso argentino se va a observar el comportamiento de la Reserva Federal (FED) y de otros bancos centrales de la región en contraste con el de Argentina poniendo énfasis en la manera en que la tasa de política monetaria se relacionó con la inflación de precios al consumidor en los últimos años. Utilizando el marco de los canales de transmisión de la política monetaria se va a indagar en las causas que llevaron a que la política monetaria en Argentina no opere como es esperable bajo condiciones normales.

Abstract

This paper analyzes the economic program implemented in December 2023 in Argentina. The program involved a nominal reduction in the remuneration rates of the Central Bank of Argentina's (BCRA) liabilities, and consequently, a reduction in the economy's reference interest rate, with the aim of lowering inflation. Reducing the monetary policy rate as a measure to control inflation is not a standard action; in fact, it contradicts traditional economic theory. The objective of this study is to identify, through the analysis of this case, under what circumstances central bank authorities find it appropriate to lower interest rates in order to reduce the rate of change in the general price level.

To identify the existence of anomalies for the Argentinian case in terms of monetary functioning, the behavior of the Federal Reserve (FED) and other central banks in the region will be analyzed in contrast to Argentina, with a particular focus on how the short-term interest rate relates to consumer price inflation. Using the framework of monetary policy transmission channels, the causes that led monetary policy in Argentina to deviate from what would be expected under normal conditions will be investigated.

Índice

I.	Introducción.....	4
II.	Marco teórico.....	6
a.	Los consensos sobre la política monetaria	6
b.	Los canales de transmisión de la política monetaria	7
c.	<i>Leading cases</i> del accionar de los bancos centrales	9
III.	La anomalía del caso argentino.....	9
a.	Evidencia empírica de política monetaria e inflación.	11
b.	Evidencia empírica del tipo de cambio contra el dólar.	17
IV.	Los canales de transmisión bloqueados.	18
a.	Tasa de interés.....	19
b.	Tipo de cambio	20
c.	Riqueza y Crédito.....	21
d.	Expectativas	21
V.	Reflexiones finales.....	22
VI.	Fuentes Estadísticas	24
VII.	Bibliografía	24

I. Introducción

El consenso generalizado es que la relación entre la tasa de política monetaria y el nivel de inflación es negativa: "La política de aumentar las tasas de interés tiene el efecto directo de desalentar la demanda agregada y, por lo tanto, de contener la inflación" (Blanchard, 2000). "El incremento de las tasas de interés desincentiva el gasto y la inversión, lo cual puede moderar la presión inflacionaria al reducir la demanda agregada" (Bernanke, 2005).

Para la gestión de la política monetaria, una de las herramientas clave a disposición de la de los bancos centrales del mundo consiste en influenciar las tasas de interés *overnight*. Esto es, la tasa que los bancos se cobran entre sí por prestar o brindar préstamos de sus reservas de efectivo en moneda nacional (Mishkin, 2021). Al fijar el costo de la liquidez del dinero, esta tasa afecta a toda la estructura de tasas de la economía.

En Estados Unidos para comprender la política monetaria de la FED se observa el *target* anunciado para la tasa de Fondos Federales (FFR). Dada la reputación de la FED, con el anuncio del *target* las condiciones de liquidez tienden a ajustarse al objetivo esperado. Además, la autoridad monetaria realiza operaciones de mercado abierto inyectando o retirando liquidez del sistema garantizando el cumplimiento del objetivo. Análogamente, en Brasil se observa la meta anunciada para la tasa del Sistema Especial de Liquidación y Custodia (SELIC), en Chile la tasa Cámara a la que se realizan los préstamos de cortísimo plazo entre bancos es regulada a través de la Tasa de Política Monetaria (TPM) y en México se establece el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio (TIIE).

En Argentina el equivalente a las tasas *overnight* se denomina Tasa Call. Sin embargo, al momento de implementarse el programa económico de diciembre de 2023 la tasa de política monetaria de referencia era la de LELIQ y se cambió esta por la de PASES. Ambas, son las tasas a las que el mismo BCRA remunera a bancos por depositarles su liquidez a plazo y no a la que los bancos comerciales se remuneran mutuamente por sus excedentes diarios. El primer caso consistía en operaciones a 28 días y el segundo de colocaciones a un día. Lo mismo implica una situación diferente a la manera en que se regula la oferta monetaria en condiciones "normales".

Así, por ejemplo y de manera consistente con la teoría ortodoxa, cuando la FED comenzó el ciclo de alzas en la tasa de interés luego de la pandemia, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) argumentaba que, en un contexto de fortalecimiento de indicadores de actividad y empleo en el que la inflación permanecía elevada, se decidía aumentar el rango de objetivo para la tasa de Fondos Federales de 0% - 0.25% a 0.25% - 0.5% con perspectivas de mantener un ciclo alcista de corto plazo. Lo mismo, se haría con el fin de ratificar los objetivos de una inflación del 2% anual y mantener un mercado laboral fuerte. (Reserva Federal, 2022).

Durante periodos de inflación significativa, históricamente los bancos centrales del mundo han respondido ajustando su política monetaria. Esto típicamente incluye alzas en las tasas de interés para erosionar el exceso de demanda y anclar las expectativas de inflación. Por ejemplo, a fines de la década de 1970 y principios de la de 1980 la Reserva Federal, el Banco Central de Inglaterra y el de Japón aumentaron significativamente sus tasas de interés induciendo a recesiones y restaurando la estabilidad de precios a largo plazo. (Woodford, M, 2003).

La teoría económica y la evidencia empírica son categóricas respecto del uso que hacen los bancos centrales de la tasa de interés para afectar el nivel de actividad y de precios. Teniendo esto

en consideración, es relevante encontrar argumentos para explicar cuando la decisión del banco central es exactamente la opuesta.

Tras la asunción del nuevo gobierno, el 12 de diciembre de 2023 el Ministerio de Economía de Argentina anunció un programa económico que tiene como piedra angular la eliminación del déficit fiscal y su financiación mediante la emisión monetaria del BCRA para controlar y reducir una inflación muy elevada. (MECON, 2023).

En el documento publicado por el ministerio de economía se plantea como objetivo el logro de equilibrios básicos en el frente fiscal y externo, junto con el saneamiento del balance del Banco Central. Las primeras dos medidas anunciadas fueron: Fijar el tipo de cambio en 800 pesos por dólar desde 366.5 y establecer un sendero de deslizamiento para el tipo de cambio de 2% por mes para el mercado cambiario y, en el mercado monetario, dejar de realizar licitaciones con LELIQ pasando a ser las operaciones con PASES pasivos las que fijen la tasa marginal de la economía bajando la misma desde 133% a 100% nominal anual. (MECON, 2023). Luego hubo 4 bajas consecutivas llegando a 40% nominal anual para mayo de 2024. (BCRA, 2024).

Una de las restricciones que enfrentaba la actual gestión al momento de asumir fue el desproporcionado stock de pasivos remunerados en relación al pasivo total del BCRA. Lo mismo, sumado a un Tesoro deficitario sin acceso al mercado internacional de préstamos, a la caída de las partidas del activo del BCRA en los meses previos y a la presencia de controles de capitales en la economía puede dar indicios sobre lo que motivo la decisión de bajar nominalmente las tasas.

Muchos países con regímenes de alta inflación han debido recurrir a diversas maneras de remunerar encajes bancarios. Cuando ya de entrada las cuentas fiscales están en déficit es lógico que esta remuneración se haga a costa de más emisión. Se entra en un círculo vicioso del que aparentemente es difícil salir. El problema fundamental que se discute a nivel estilizado es el de una economía en la que se paga interés sobre el dinero y que dicho gasto se financia mediante la emisión de más dinero. (Rodríguez, 1986).

El programa presentado en 2023 tuvo una fuerte aceleración de la inflación en sus primeros meses de vigencia. El índice de precios al consumidor (IPC) fue de 12.8% en noviembre, 25.5% en diciembre, 20.6% en enero y 13.6% en febrero (INDEC, 2024). Los *policy makers* entendieron que era necesario elevar la inflación de corto plazo y licuar pasivos en un esquema financiero fuertemente controlado para poder bajar la misma en el largo plazo. La variación del IPC fue del 10.5% en marzo, 8.8% en abril, 4.2% en mayo, 4.6% en junio y 4.2% en julio. (INDEC, 2024).

Bajo la premisa de que la baja de tasas con un objetivo contractivo es una anomalía para la teoría económica, el trabajo tendrá como objetivo reflexionar sobre las condiciones bajo las que el mecanismo de la tasa de interés deja de operar como lo propone la teoría tradicional, llevando a las autoridades de la política monetaria a tomar una medida opuesta a la que se daría para una economía que opera en condiciones regulares.

El trabajo inicia con un desarrollo del marco teórico en el que se encuadra, definiendo los canales de transmisión de la política monetaria bajo la visión ortodoxa. Luego se observará a la economía argentina en relación a EEUU y otros países de la región considerando la evolución de las tasas de interés y de la inflación en la última década. Posteriormente se hará un análisis del caso argentino utilizando el marco teórico propuesto para reflexionar sobre la decisión de la baja de tasas en un contexto inflacionario. En la última sección se tratarán las reflexiones finales.

II. Marco teórico

a. Los consensos sobre la política monetaria

“La política monetaria es el control deliberado de la oferta de dinero, y, en algunos casos de las condiciones de crédito, con el propósito de alcanzar objetivos macroeconómicos”. (Gwartney, Stroup, Sobel y Macpherson, 2010, pág.190).

Se puede considerar al Fondo Monetario Internacional (FMI) como un representante de la ortodoxia económica:

“La mayoría de los economistas coincidirían en que a largo plazo el producto es fijo, de modo que cualquier modificación de la oferta monetaria solo hace variar los precios. Pero a corto plazo, como los precios y salarios no se ajustan de inmediato, tal modificación puede afectar la producción real de bienes y servicios. Por eso la política monetaria es ejercida por lo general por los bancos centrales”. (Koshy Mathai, FMI - Finanzas y Desarrollo - septiembre, 2009, pág. 46).

Lo mencionado refiere a la neutralidad del dinero a largo plazo, un concepto muy establecido. La súper neutralidad del dinero implica que no solo la cantidad de dinero es neutral en el crecimiento económico, sino que también lo es la inflación. Para alguien que viene de un país como Argentina o cualquier país emergente resulta lógico rechazar la súper neutralidad del dinero (Sturzenegger, 2024).

También hay un consenso generalizado acerca de los efectos que tiene una mayor o menor liquidez en la economía. Una política monetaria es expansiva cuando la autoridad monetaria aumenta la cantidad de dinero para estimular economía y contractiva cuando se reduce la cantidad de dinero para controlar la inflación. (Mankiw, 2019).

Los bancos centrales hacen uso de distintos instrumentos para controlar la cantidad dinero con el fin de alcanzar objetivos macroeconómicos. Los instrumentos de política monetaria que usan los bancos centrales incluyen fijar tasas de interés de referencia, realizar operaciones de mercado abierto y establecer los requerimientos mínimos de liquidez. A través de esas herramientas los bancos centrales influyen el costo del crédito, manejan la inflación y estabilizan el valor de la moneda. (Goodhart, 1995).

Así, dentro de las opciones que tiene, si un banco central busca reducir la tasa de inflación es esperable que aumente las tasas de interés en lugar de reducirlas como ocurrió en el caso de estudio elegido para el trabajo.

Una definición conceptual típica de tasa de interés es la de Paul Samuelson y William Nordhaus:

"La tasa de interés es el precio que se paga por conseguir dinero prestado. Por lo general, el interés se calcula como un porcentaje anual sobre la cantidad de fondos prestados. Hay múltiples tasas de interés que dependen del vencimiento, del riesgo, del tratamiento fiscal y de otros atributos del préstamo." (Samuelson y Nordhaus, Economía - edición 19, 2010, pág. 468).

Una gran variedad de economistas se han ocupado de estudiar los canales de transmisión de la política monetaria. Para comprender la anomalía del caso argentino resulta conveniente repasar la teoría sobre los canales de transmisión con detenimiento.

b. Los canales de transmisión de la política monetaria

El concepto de “canales de transmisión” comienza a desarrollarse a mediados del siglo pasado a partir del estudio del accionar de los bancos centrales. El mismo fue desarrollado por múltiples economistas relevantes (Friedman y Schwartz, 1971), (Bernake, 1983 y 1995), (Mishkin, 1996), entre muchos otros. La idea central de este enfoque es reconocer como las decisiones de política monetaria se transmiten a la economía real.

La relevancia de usar este marco para el presente trabajo radica en que, al relacionar la política monetaria con la economía real, es posible identificar aquellos aspectos que la teoría tradicional supone dados para una economía “normal” y que no se cumplen para el caso argentino.

Los canales de transmisión de la política monetaria son complejos, generalmente la teoría aclara que la efectividad de los mismos está sujeta a las condiciones de cada economía, no así el signo con el que opera cada mecanismo:

"La política monetaria puede influenciar a la economía real a través de diversos canales: el canal de la tasa de interés, el canal del tipo de cambio, el canal del efecto riqueza, el canal del crédito, y el canal de las expectativas. Cada uno de estos canales transmite la política monetaria a la demanda agregada y finalmente al producto y nivel de precios." (Mishkin, Frederic S. *"The Economics of Money, Banking, and Financial Markets"*. 10th Edition, Pearson, 2013, pág. 564)

1. Canal de las Tasas de Interés

El canal de las tasas de interés es uno de los más directos. Cuando un banco central, como la Reserva Federal en Estados Unidos, ajusta el *target* de tasa para los préstamos interbancarios, esto afecta las tasas a corto plazo y se propaga a lo largo de la estructura de tasas, influyendo en las tasas a corto y largo plazo. Una reducción en las tasas de interés tiene varios efectos:

- **Reducción del Costo del Crédito:** Los préstamos se vuelven más baratos, incentivando a empresas y consumidores a tomar más crédito para financiar inversiones y compras. Los cambios en las tasas de interés de corto plazo son transferidos a toda la estructura de tasas afectando los costos de endeudamiento, las decisiones de inversión, y la demanda agregada. (Bernake & Blinder, 1992).
- **Incremento en el Gasto y la Inversión:** Cuando bajan las tasas, el costo de oportunidad de no invertir disminuye, lo que estimula el gasto en bienes de capital y consumo durable. Tasas de interés más bajas reducen el costo del capital, lo mismo fomenta los gastos de inversión. (Mishkin, 1996).
- **Efecto sobre el Ahorro:** Las tasas de interés más bajas disminuyen el retorno sobre el ahorro e incentivan a los hogares a consumir más en el presente. (Feldstein, 1995).

2. Canal del Tipo de Cambio

A través de la apreciación o la depreciación de la moneda los bancos centrales inciden en la demanda agregada y en la inflación.

"La transmisión de la política monetaria a través del canal del tipo de cambio funciona a partir del impacto que tienen las tasas de interés en el intercambio de las monedas. Cuando un banco central aumenta las tasas de interés los activos domésticos se vuelven atractivos para el inversor extranjero, llevando a una apreciación de la moneda doméstica. Esta apreciación hace a las exportaciones más caras y a las

importaciones más baratas, consecuentemente se reducen las exportaciones netas y la demanda agregada". (Walsh, Carl E. "Monetary Theory and Policy". 4th Edition, MIT Press, 2017, p. 400).

En caso de una devaluación de la moneda, la teoría tradicional suele presentar como hecho estilizado que la misma "tiene un impacto positivo en la demanda agregada porque hace a los bienes domésticos baratos con relación a los extranjeros aumentando las exportaciones netas". (Mankiw, 2016, pág. 387).

Sin embargo, es muy aceptado que el efecto final depende de la respuesta o elasticidad de las exportaciones e importaciones al cambio de esos precios relativos. (Krugman y Obstfeld, 2012) (Salvatore, 2013). Sobre esta cuestión particular, en Argentina existe una importante producción teórica de modelos que surgen desde una mirada crítica a los planes de estabilización ortodoxos del FMI en las décadas de 1960 y 1970. (Braun y Joy, 1968), (Diamand, 1972), (Canitrot 1975), (Porto, 1975).

3. Canal del efecto riqueza

Cuando los precios de los activos aumentan debido a una política monetaria expansiva (tasas de interés bajas), los hogares se sienten más ricos y tienden a gastar más, incrementando el consumo. Cambios en los precios de los activos afectan la riqueza y el consumo, lo mismo influencia la demanda agregada. (Mishkin, 2021).

"Tasas de interés más bajas aumentan el valor presente de los flujos futuros haciendo inversiones de largo plazo más atractivas. Esto lleva a un incremento de las inversiones de capital". (Blanchard, 2017, pág. 518).

4. Canal del crédito

El canal del crédito enfatiza el papel de las condiciones financieras y el acceso al crédito.

Se desglosa en dos sub-canales importantes:

- Efecto en la hoja de balance de las Empresas: Las tasas de interés bajas mejoran las condiciones financieras de las empresas, aumentando sus activos netos y mejorando su perfil crediticio. Esto se traduce en una mayor inversión empresarial. Facilitar el acceso al crédito favorece la inversión corporativa, lo mismo amplifica los efectos de la política monetaria expansiva. (Bernanke, Gertler, & Gilchrist, 1996).
- Acceso al Crédito: Un entorno de tasas de interés bajas y disponibilidad de liquidez mejora la disposición de los bancos a otorgar créditos, especialmente a pequeñas y medianas empresas. (Kashyap & Stein, 2000).

5. Canal de las Expectativas

Mishkin afirma que "las expectativas sobre la política monetaria futura juegan un papel crucial en determinar los resultados económicos actuales" (2016, pág. 620). Para que el banco central pueda guiar las expectativas del público debe ser creíble, si no lo fuera la reacción de los agentes y los efectos de la política serán otros. La cuestión fue abordada por Kydland y Prescott en su artículo seminal de 1977 titulado "*Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans*".

Desde las miradas tradicionales hay consenso sobre que las expectativas juegan un rol en la fijación de precios y las decisiones de consumo e inversión:

- Expectativas de Inflación: Si el banco central es creíble, sus acciones y comunicaciones pueden anclar las expectativas de inflación. Por ejemplo, si el banco central anuncia una política para combatir la inflación y los agentes económicos creen en su compromiso, las expectativas de inflación pueden bajar, lo que puede moderar la demanda salarial y los precios. Una política monetaria creíble puede anclar las expectativas y reducir presiones inflacionarias". (Woodford, 2003).
- Expectativas de Crecimiento Económico: La confianza en que el banco central tomará medidas adecuadas para estabilizar la economía puede influir positivamente en la inversión y el consumo. (Mankiw, 2016).

c. Leading cases del accionar de los bancos centrales

Para la gran mayoría de los casos se ha comprobado en la práctica lo que la teoría referida anteriormente plantea. Respecto de los efectos de la tasa de interés y el accionar de los bancos centrales, la evidencia histórica es clara, para reducir la inflación se sube la tasa de interés y viceversa:

En su autobiografía de 2015 titulada, "*The Courage to Act: A Memoir of a Crisis and Its Aftermath*" Bernanke decía que La Reserva Federal desempeñó un papel activo al proporcionar liquidez al sistema financiero y recortar las tasas de interés durante la crisis *subprime* de 2007-2008, en un esfuerzo por estabilizar los mercados y evitar una recesión más profunda.

La política del banco central de Japón para combatir el estancamiento de su economía en la década de 1990 es una de las más representativas:

"El Banco de Japón implementó una política monetaria no convencional, incluida la expansión cuantitativa y tasas de interés negativas, en un esfuerzo por combatir la deflación y estimular el crecimiento económico después de la década perdida de 1990". (Haruhiko Kuroda, Discurso en la Conferencia de Política Monetaria de 2013).

Respecto del uso de la tasa de interés para combatir la inflación, la política llevada adelante por Paul Volcker ha sido una de las más analizadas por la teoría económica. Para Greenspan "cuando Volcker subió las tasas de interés en octubre de 1979, desencadenó una serie de eventos que transformaron la economía estadounidense y sentaron las bases para la prosperidad futura". (Greenspan, 2007).

En línea con el marco de los canales de transmisión se ha estudiado como la información asimétrica, rigideces y otras variables alteran la eficacia de los instrumentos de política monetaria (Mishkin, 2021). Sin embargo, no es usual dentro de la ortodoxia encontrar argumentos que respalden que se deba bajar las tasas de interés para combatir la inflación.

III. La anomalía del caso argentino

Para abordar el tema propuesto, es conveniente determinar si para el caso argentino se observan anomalías respecto a la dinámica monetaria de otros países. Para evaluar este punto se observará el régimen monetario argentino en la última década en relación con el de Brasil, Chile, México y Estados Unidos.

Para establecer el vínculo entre la política monetaria y la tasa de inflación para los casos a observar, se compara la tasa anual de política monetaria para cada día entre mayo de 2014 y de mayo de 2024 con la evolución de la inflación de precios al consumidor medida como tasa efectiva anual. Se estará observando la tasa interanual a la que se remuneró el dinero considerando la inflación transcurrida en ese mismo periodo.

Por tasa de política monetaria nos referimos a aquella por la cual se busca regular la liquidez incidiendo de manera directa en los mercados de dinero *overnight*. En cada uno de los casos la instrumentación de la política difiere, aunque como se verá continuación, todos los países excepto Argentina establecen directamente una tasa *target* en ese mercado para regular la liquidez del sistema financiero.

En los países mencionados, excepto Argentina, se determina una meta de inflación anual a la cual responden los instrumentos de política monetaria. Actualmente, ese objetivo se mantiene en 3% anual para Brasil, Chile y México (Banco Central de Brasil, 2024) (Banco Central de Chile, 2024) (Banco Central de México, 2024) y 2% para Estado Unidos, (Reserva Federal, 2024).

Para establecer la tasa de política monetaria en el caso de EEUU se tomó el límite superior del *target* para la Tasa Efectiva de Fondos Federales, la misma es la tasa a la que se efectivizan las transacciones *overnight*. El *target* lo determina el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) de la Reserva Federal que se reúne ocho veces al año, aproximadamente cada seis semanas. (Reserva Federal, 2024)

Para el caso de Brasil se evaluará la meta establecida para la tasa SELIC. Para lograr el objetivo de precios establecido por el Consejo Monetario Nacional de Brasil, el Banco Central utiliza la política monetaria, política que se refiere a las acciones del Banco Central que tienen como objetivo afectar el costo del dinero (tasas de interés) y la cantidad de dinero (condiciones de liquidez) en la economía. El principal instrumento de política monetaria es la tasa SELIC, decidida por el Comité de Política Monetaria (COPOM). El COPOM es el órgano del Banco Central, formado por su presidente y directores, que define, cada 45 días, la tasa de interés básica de la economía, SELIC. (Banco Central de Brasil, 2024).

Para el caso de Chile se utiliza la Tasa de Política Monetaria, la misma se determina por el Consejo del Banco Central en las Reuniones de Política Monetaria, que también se efectúa ocho veces al año, y sobre la cual se decide un nivel y se comunica una trayectoria que logra el cumplimiento de la meta de inflación. En la práctica, es la tasa a la cual el Banco Central le presta a los bancos comerciales, pero que también incide en todas las tasas del sistema financiero incidiendo de manera directa en el costo de la liquidez. (Banco Central de Chile, 2024).

El Banco Central de México adoptó como objetivo operacional la tasa de interés interbancaria (TIIE) a un día (“tasa de fondeo bancario”) (Banco Central de México, 2024). El Banco Central establece un calendario donde se dan a conocer todas las fechas en las que la Junta de Gobierno anuncia las decisiones de política monetaria que refieren al establecimiento del objetivo para la tasa mencionada.

Como se mencionó, el caso de Argentina en cuanto al funcionamiento normal de la política monetaria no se condice con los casos de Estados Unidos, Brasil, Chile y México. En primer lugar, no se establece una meta de inflación. El 28 de septiembre de 2018, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) anunció el abandono del esquema de metas de inflación, que había

sido implementado en 2016, junto con la adopción de un esquema de agregados monetarios como ancla nominal de la política monetaria. (BCRA, 2018). El resto del tiempo analizado no se implementó un modelo de metas de inflación como el que rige, aunque con sus particularidades, la política monetaria de los otros 4 países.

En segundo lugar, a lo largo de los últimos años la tasa de referencia que debería cumplir con la función de la tasa de política monetaria fue cambiando. Para la construcción de la serie del caso argentino se va a expresar en términos de tasa efectiva anual base 360: hasta el 31 de diciembre de 2016 a la tasa de interés de la LEBAC a 35 días de plazo. A partir del 2 de enero de 2017 y hasta el 2 de mayo de 2018 al centro del corredor de tasas de interés de los PASES a 7 días de plazo. A partir del 8 de agosto de 2018, la tasa de referencia de la política monetaria es la de Letras de Liquidez (LELIQ). A partir del primero de octubre de 2018, la tasa de política monetaria pasa a ser definida como la tasa promedio resultante de las operaciones diarias de Letras de Liquidez (LELIQ) con las entidades financieras. Desde el 13 de diciembre de 2024 la misma pasa a ser las tasas de PASES de un día hasta el final de la serie que se observará en mayo de 2024.

a. Evidencia empírica de política monetaria e inflación.

Tanto para el caso de Argentina como para los demás países a evaluar se evidencia que la tasa de política monetaria tiene un impacto directo en las condiciones de crédito interbancario. Para el caso argentino se evidencia una correlación lineal de 0.96 entre la tasa Call que consiste en el registro diario de las transacciones *overnight* realizadas por los bancos y la tasa de política monetaria.

En el caso argentino la serie correspondiente a la tasa de política monetaria comienza en diciembre de 2015 dado que es el último registro oficial disponible en la base del Banco Central. Se observa (Gráfico 1) que la tasa establecida por el Banco Central en Argentina altera las condiciones del mercado de dinero entre los bancos comerciales al igual que sucede en los demás países analizados.

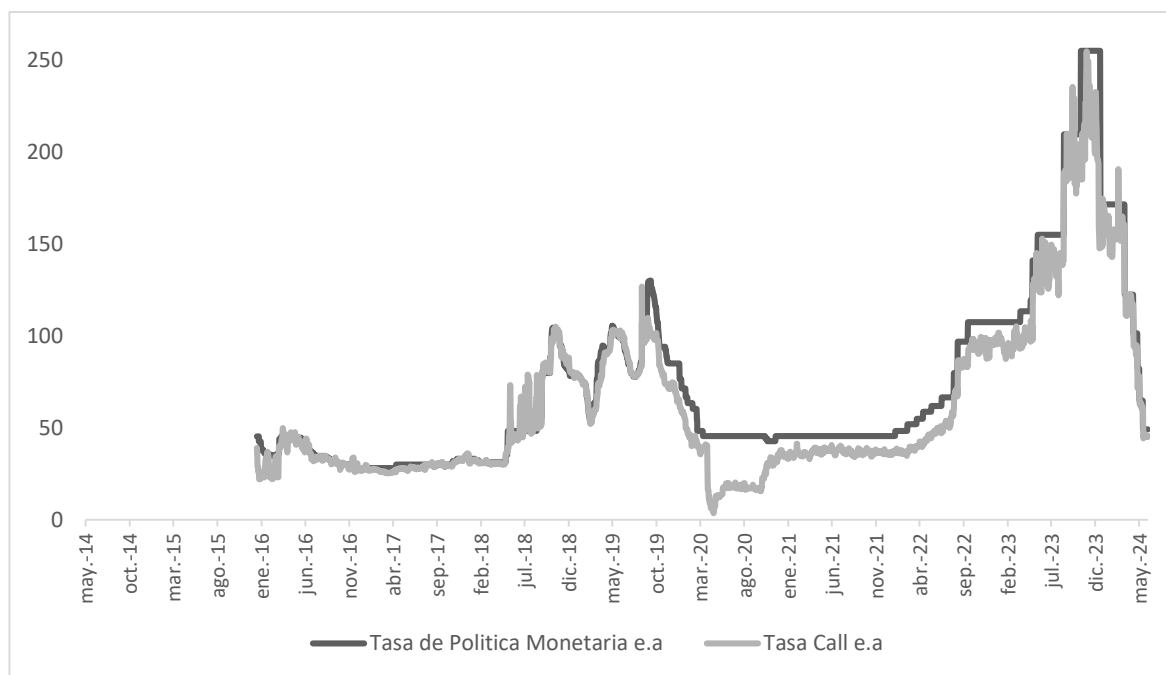
Sin embargo, como se verá a continuación. (Gráfico 2 a 6) el vínculo entre la tasa mencionada y la evolución de la inflación para Argentina es diferente al observado en Estados Unidos, Brasil, Chile y México. Se visualizará la evolución diaria de la tasa de política monetaria expresada en términos interanuales y la tasa de inflación acumulada correspondiente al plazo de las tasas mencionadas. En cada caso, las series comienzan desde que hay disponibilidad de datos oficiales para el periodo mayo 2014 - mayo 2024.

El dato de inflación interanual se da a conocer mensualmente una vez transcurrido el año mientras que las tasas indican la remuneración de una colocación realizada en un punto del tiempo al plazo futuro de un año. Así por ejemplo, el primero de enero se conoce la tasa interanual que se va a pagar por una colocación determinada. Para conocer la inflación anual de ese mismo año hay que esperar al dato de inflación del siguiente diciembre.

Continuando con el ejemplo, para ver cómo se relacionó la tasa de política monetaria del primero de enero de 2023 con la inflación del año de 2023 habría que esperar al dato de inflación de diciembre de 2023 que se da a conocer en enero de 2024. En la serie de tiempo se va a observar en el punto de enero de 2023 el dato de inflación interanual de diciembre de 2024.

Gráfico 1.

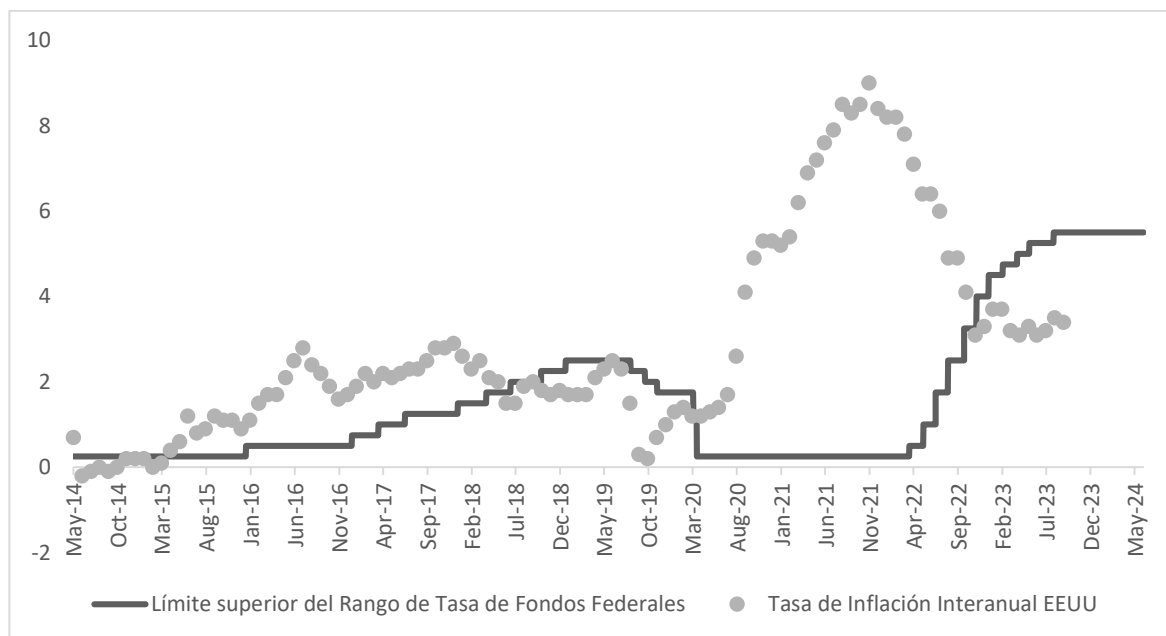
Evolución de la Tasa de Política Monetaria (e.a) (diciembre 2015-mayo de 2024) y de la Tasa Call (interbancaria diaria) (diciembre de 2014 – mayo 2024).



Nota. Elaboración propia en base a BCRA.

Gráfico 2.

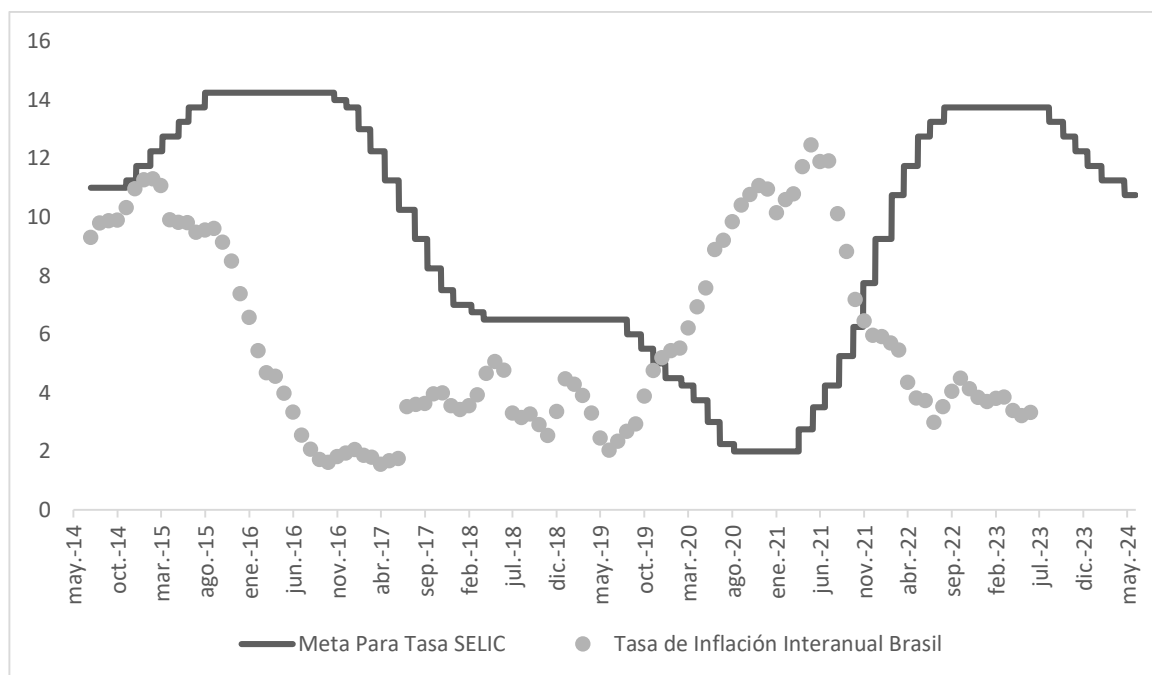
Evolución del límite superior del target de la Tasa de Fondos Federales y de la inflación transcurrida en el mismo periodo (mayo de 2014-mayo de 2024).



Nota: Elaboración propia en base a FED.

Gráfico 3.

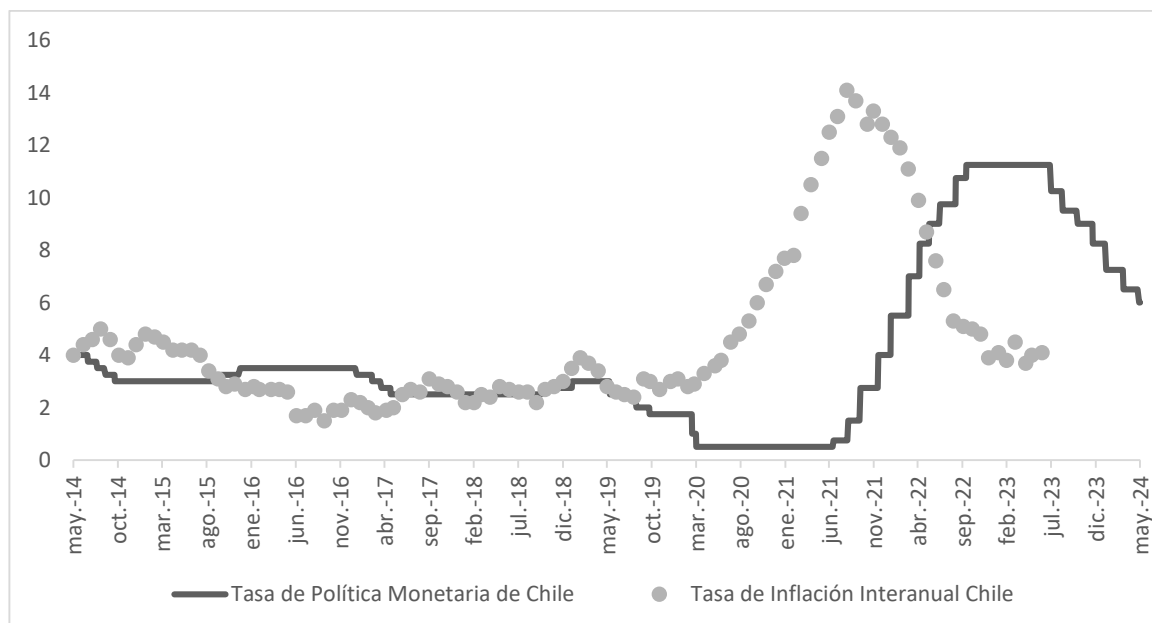
Evolución la meta para la Tasa SELIC interanual y de la inflación de la inflación transcurrida en el mismo periodo (junio de 2014-mayo de 2024).



Nota: Elaboración propia en base a Banco Central de Brasil (BCB).

Gráfico 4.

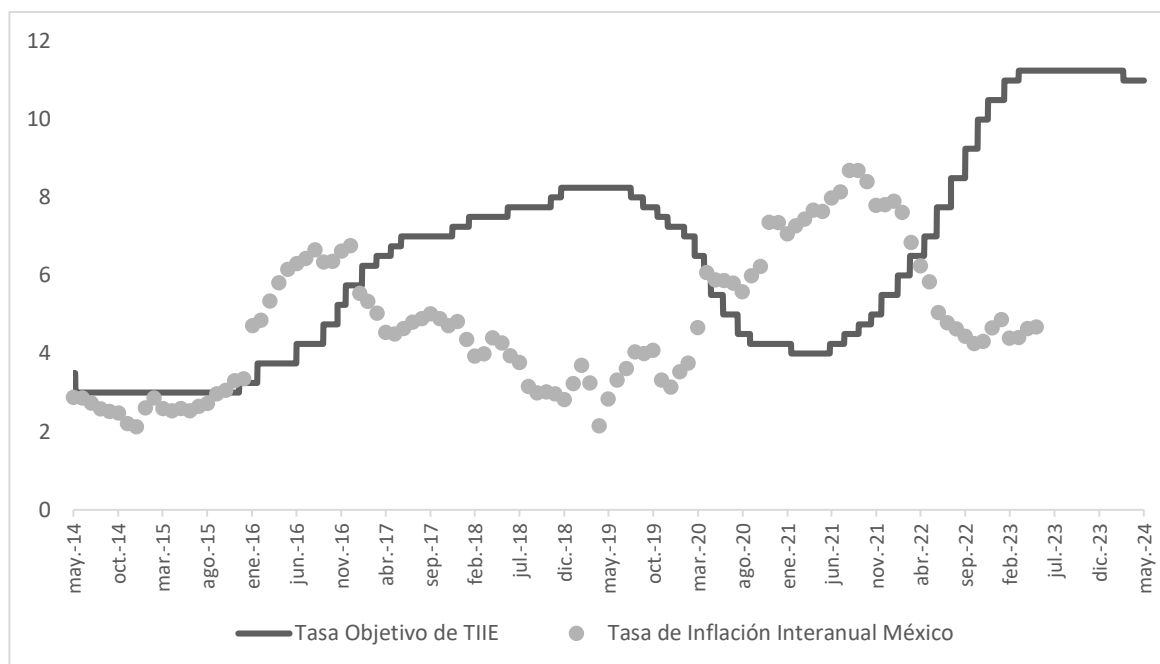
Evolución de la tasa de Política Monetaria de Chile y de la inflación transcurrida en el mismo periodo (mayo de 2014-mayo de 2024).



Nota: Elaboración propia en base a Banco Central de Chile (BCC).

Gráfico 5.

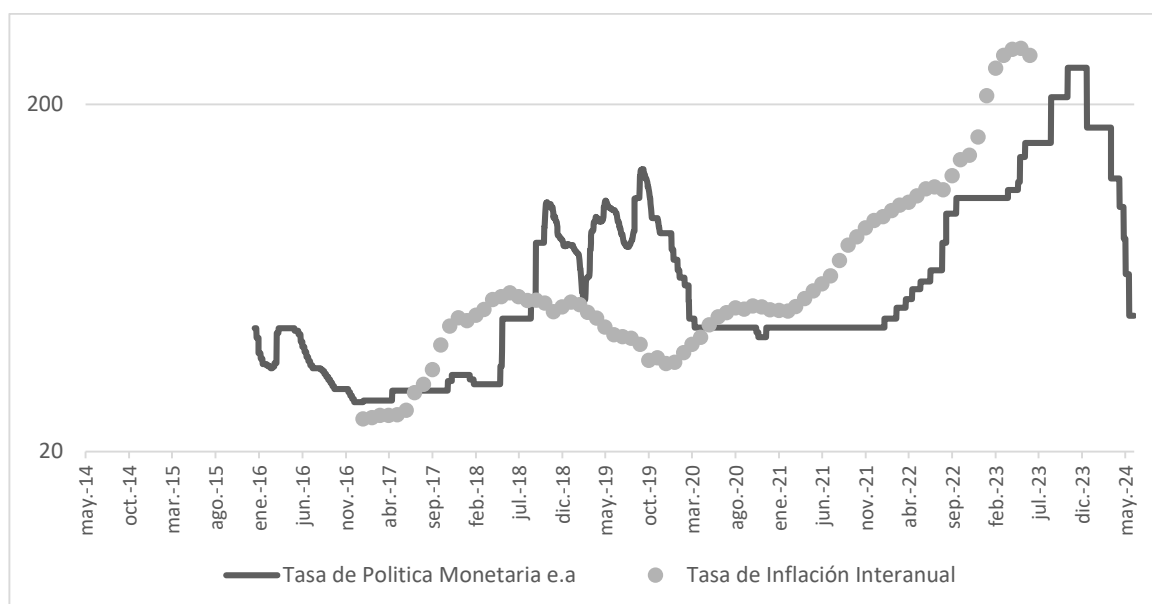
Evolución la Tasa Objetivo TIEE y de la inflación transcurrida en el mismo periodo (mayo de 2014-mayo de 2024).



Nota: Elaboración propia en base a Banco Central de México (BCM).

Gráfico 6.

Evolución la Tasa de Política Monetaria de Argentina (e.a) (diciembre 2015-mayo de 2024) y de la inflación transcurrida en el mismo periodo (diciembre de 2017- mayo de 2024).



Conforme se puede observar en los gráficos precedentes es fácilmente reconocible que la dirección al alza y baja de la tasa de política monetaria para Argentina es extremadamente variable y volátil respecto de, por ejemplo, México (gráfico 5). Ello podría deberse a la ausencia de una política monetaria consensuada a largo plazo y sostenida en el tiempo. Como fue mencionado, los demás países tienen institucionalizada su política monetaria en cuanto a instrumentos y funcionamiento. Aunque con matices, la política monetaria de los demás países se mantiene con relativa independencia de los ciclos políticos.

De la comparación de ambos gráficos se advierte lo siguiente: En Argentina y partiendo de diciembre de 2015 (donde comienza la serie de tasa) hasta mayo de 2024 se identifican once cambios de tendencia respecto a la tasa de política monetaria, hubo seis ciclos de bajas y cinco de subas. En el mismo periodo de tiempo, ocho años y cinco meses, en México se observan tres cambios tendencia respecto a la tasa de política monetaria, hubo un ciclo de baja y dos de alzas.

Por su parte para mismo lapso, Brasil y Chile tuvieron dos ciclos bajistas y uno de alzas y Estados Unidos al igual que México dos de alzas y uno de bajas. Todos los países contrajeron fuertemente su tasa de política monetaria durante el comienzo de la pandemia y experimentaron políticas contractivas posteriormente.

Para comprender el porqué de la decisión de las autoridades monetarias de Argentina de bajar las tasas de interés en un marco de aceleración inflacionaria resulta relevante ver el vínculo que tuvo la tasa de interés con la variación de precios en el pasado.

Mediante una inspección visual se advierte que las tasas de interés para la inflación transcurrida del correspondiente año tuvieron una dinámica diferente en Argentina que en el resto de los países observados. Por ejemplo, todos los países tuvieron una desaceleración de la tasa de inflación que coincidió con el ciclo de alcista de las tasas de interés implementado luego de las políticas expansivas de la pandemia. Por otro lado, Argentina desde la salida de la pandemia y hasta diciembre de 2023 se mantuvo aumentando la tasa de política monetaria a la vez que el proceso inflacionario solo se profundizaba.

Tabla 1.

	Argentina		Brasil		Chile		Estados Unidos		México	
	Tasa (i.a)	IPC (i.a)	Tasa (i.a)	IPC (i.a)	Tasa (i.a)	IPC (i.a)	Tasa (i.a)	IPC (i.a)	Tasa (i.a)	IPC (i.a)
Media	61.5	73.4	7.5	5.3	3.6	5.2	1.5	3.7	6.9	5.2
Mediana	47.13	52.1	6.5	4.0	2.5	3.6	1.4	2.8	7.1	4.7
Moda	45.4	25.4	6.5	3.5	2.5	2.6	0.3	2.3	8.3	4.7
Desviación estándar	29.1	62.8	3.9	3.0	3.4	3.6	1.3	2.4	1.9	1.7
Rango	120.9	264.6	11.8	10.9	10.8	12.3	5.0	8.8	7.3	6.6
Mínimo	27.7	24.8	2.0	1.6	0.5	1.8	0.3	0.2	4.0	2.2
Máximo	148.6	289.4	13.8	12.5	11.3	14.1	5.2	9.0	11.3	8.7
Cuenta	77	77	77	77	77	77	77	77	77	77
Correlación lineal todo el periodo	0.61		-0.30		-0.10		-0.21		-0.14	
Correlación lineal (mayo de 2021-mayo de 2024)	0.88		-0.96		-0.98		-0.83		-0.91	

Nota: Elaboración propia en base a FED, BCB, BCC, BCM, BCRA e INDEC.

Para la elaboración de la tabla precedente se utilizó el promedio mensual de los datos diarios de la tasa interanual de política monetaria y la tasa de inflación de precios al consumidor interanual correspondiente a cada uno de los 77 meses transcurridos entre enero de 2017 y mayo de 2023.

El mes de inicio corresponde al comienzo de la actual serie del índice de precios al consumidor que comenzó a publicarse por INDEC tras la declaración de emergencia del sistema estadístico nacional y la revisión de metodologías a partir de diciembre de 2015. El final se debe al corte elegido, así en mayo de 2023 se observa el dato de inflación interanual de abril de 2024 (inflación trascurrida considerando la inflación de los 12 meses contando a partir de mayo de 2023) y la tasa de política monetaria interanual promedio vigente en mayo de 2023.

Se observa con claridad que la nominalidad en Argentina fue sustancialmente mayor que la del resto de países bajo análisis. El promedio de las tasas de interés y de la inflación en el caso argentino fue de 61.5% y 73.4% respectivamente. Tanto en tasa de política monetaria como en la inflación promedio el país que le siguió a Argentina fue Brasil con 7.5% y 5.3% respectivamente.

Además, se puede destacar que en promedio Brasil y México tuvieron tasas reales positivas para el periodo observado mientras que Chile y Estados Unidos negativas al igual que Argentina. Para Argentina también es destacable como anomalía respecto de los demás casos analizados que solo para este país no se observaron tasas reales positivas en la post-pandemia, como sí ocurrió en el resto de los casos. En Brasil, Chile, Estados Unidos y México se vieron tasas reales marcadamente negativas en la pandemia y positivas para controlar los efectos inflacionarios de las políticas expansivas implementadas durante confinamiento.

Para el análisis aquí presentado lo más relevante respecto a la anomalía del caso argentino es la correlación lineal observada entre la tasa de interés y la inflación interanual del mismo periodo para el lapso de tiempo mencionado. Mientras que en el resto de los países la correlación da negativa como establece la teoría tradicional, en el caso de Argentina se ve una correlación fuertemente positiva de 0.61.

Más aún, focalizando en el periodo comprendido entre mayo de 2021 y mayo de 2023. Lo que implica ver como se relacionaron las tasas anuales de política monetaria con la inflación, empezando por el periodo mayo 2021-2022 y terminando por el periodo mayo 2023-2024 la diferencia es aún más sustancial. Resulta de particular interés medir la correlación en este periodo ya que, es un caso típico desde el punto de vista de la teoría ortodoxa de política monetaria contractiva cuando los países analizados buscaban contener la inflación generada en el periodo previo de tasas reales negativas cuando se buscó estimular la economía en el marco del confinamiento derivado de la pandemia iniciada en 2020.

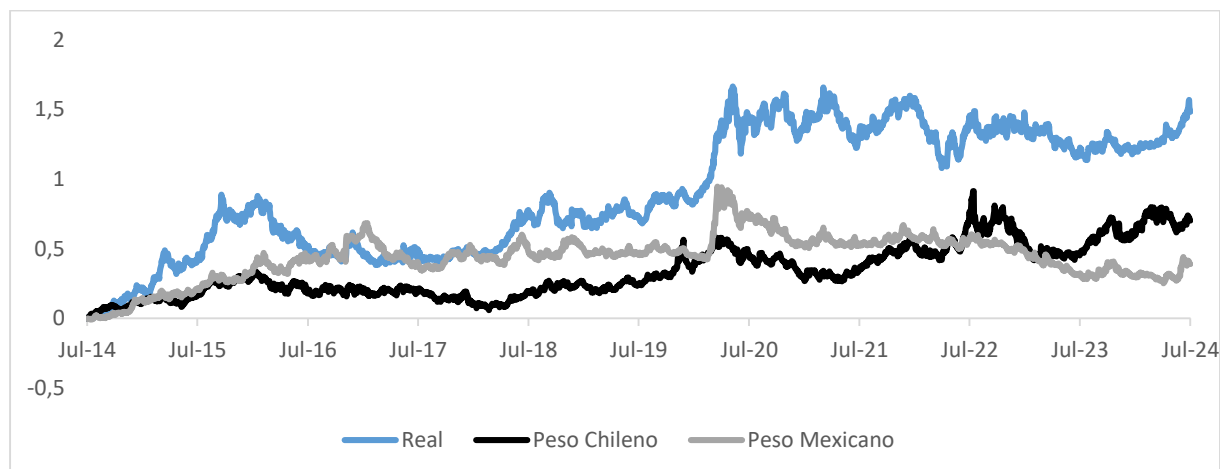
Para los 25 meses analizados las correlaciones entre tasas de interés e inflación son las siguientes: Brasil (-0.96), Chile (-0.98), EEUU (-0.83), México (-0.91), Argentina (+0.88). Sobre este punto cabe mencionar que para mayo de 2021 tanto Brasil, Chile y México ya habían comenzado su ciclo de alzas de tasas de interés mientras que la Reserva Federal esperó hasta mayo de 2022.

Además, lo mencionado da indicios claros de que la relación entre las tasas de interés y la inflación en Argentina estaba teniendo el sentido opuesto al observado en el resto de los países para el momento de la implementación del programa económico de diciembre de 2023.

b. Evidencia empírica del tipo de cambio contra el dólar.

Gráfico 7.

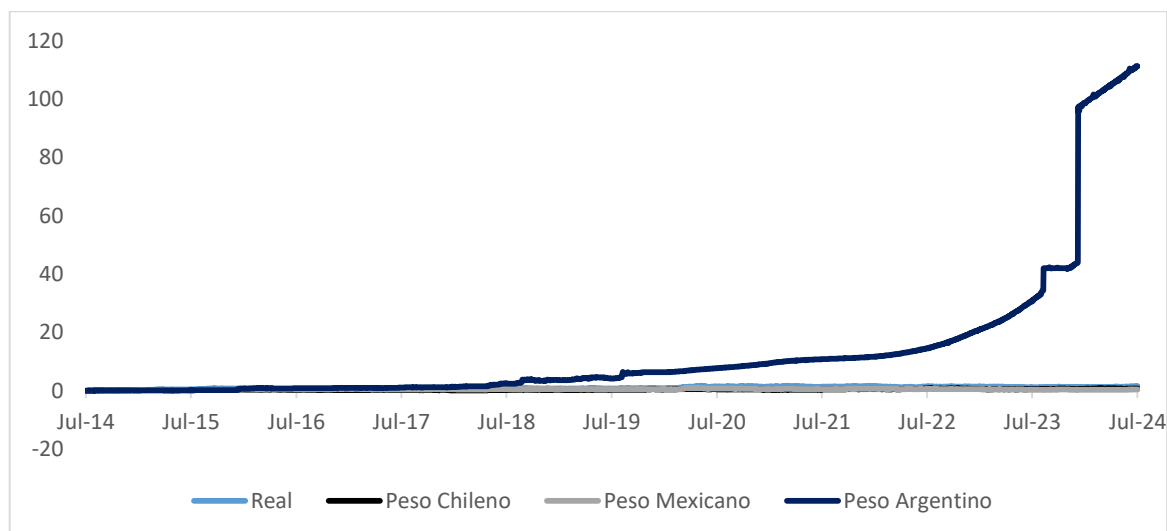
Evolución del valor nominal del real, peso chileno y peso mexicano frente al dólar. Base julio 2014 = 0. (Julio 2014 – julio 2024).



Nota: Elaboración propia en base a BCB, BCC y BCM.

Gráfico 8.

Evolución del valor nominal del peso argentino, real, peso chileno y peso mexicano frente al dólar. Base Julio 2014 = 0. (Julio 2014 – julio 2024).

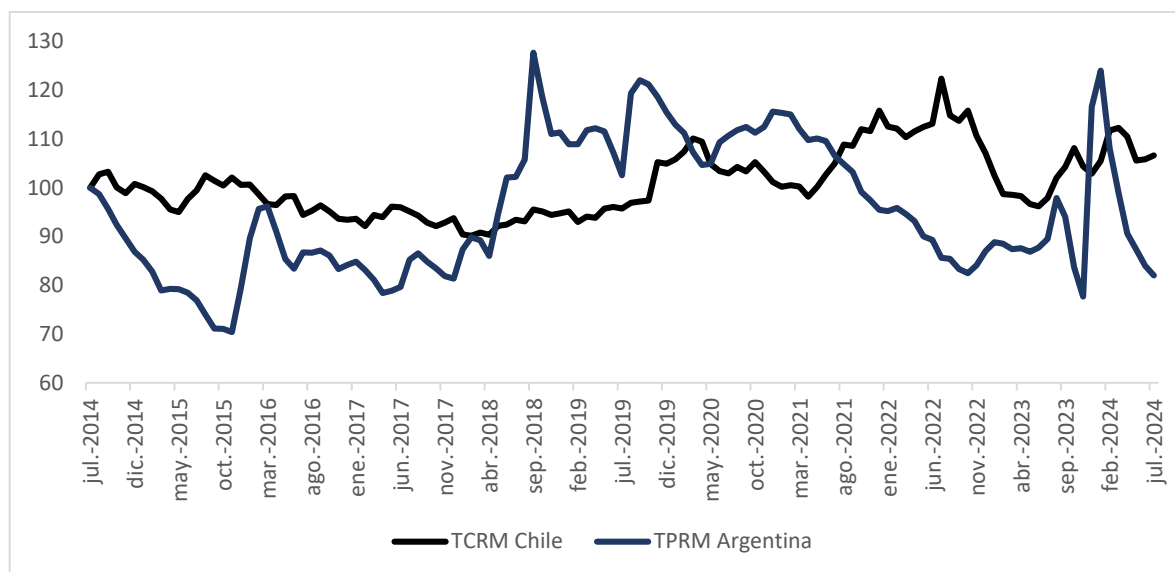


Nota: Elaboración propia en base a BCB, BCC, BCM y BCRA.

Los dos gráficos precedentes reflejan como las monedas de Argentina, Brasil, Chile y México han experimentado cambios de valor relativos al valor del dólar en términos nominales. No se está observando una variable indicativa de la apreciación o depreciación de las economías en términos de poder de compra de canastas de bienes y servicios comparables.

Gráfico 9.

Evolución del Tipo de Cambio Real Multilateral Argentina y Chile. Base Julio 2014 = 100. (julio 2014 – julio 2024).



Nota: Elaboración propia en base a BCB y BCA.

Como es esperable, cuando en un marco de controles de cambios se dan procesos inflacionarios y devaluaciones abruptas el poder adquisitivo de la moneda medido en términos reales varía. El valor del peso argentino en términos reales fue más volátil que el de las monedas de los demás países observados para el periodo analizado. En el gráfico precedente se observa el índice del tipo de cambio real multilateral elaborado por el Banco Central de Chile y de Argentina en base julio = 100. Durante ese periodo el desvío de Argentina fue del 14% de su media y en el caso de Chile del 6%.

Se debe considerar que en Argentina el tipo de cambio real multilateral no es una variable precisa respecto del tipo de cambio real efectivo de exportación e importación. Hay diferencias considerables para cada sector dependiendo del tratamiento impositivo, del acceso al mercado cambiario, así como las cotizaciones de los dólares financieros. De todas maneras a los fines aquí propuestos el índice de tipo de cambio real multilateral es válido para reflejar que, en el frente cambiario, Argentina presenta mayor volatilidad que Chile.

Sobre el punto tratado en esta sección diversos autores relacionan procesos de devaluación de la moneda a inestabilidad macroeconómica:

"Las crisis cambiarias suelen estar precedidas por un período de fundamentos débiles: alta inflación, grandes déficits presupuestarios o tipos de cambio sobrevalorados. Una devaluación repentina es, a menudo, un signo de que los problemas económicos subyacentes han alcanzado un punto crítico." (Krugman, 1999).

IV. Los canales de transmisión bloqueados.

Hasta el momento se observó que, en base a la teoría económica ortodoxa el caso argentino y la política llevada adelante desde 2023 se constituye en una anomalía. Además de la irregularidad

respecto del funcionamiento de la autoridad monetaria en materia institucional se evidencia que el impacto de la tasa de política monetaria en el nivel de inflación de la economía tuvo el signo contrario al detectado en el resto de los casos observados.

Teniendo esto en consideración queda indagar los factores que llevaron a que el efecto de aumentar o reducir la tasa de política monetaria en Argentina fuese diferente al de Brasil, Chile, México y Estados Unidos para el periodo observado. Para esta sección del trabajo se observa el estado de situación de los canales de transmisión de la política monetaria para el caso de Argentina hacia fines de 2023.

a. Tasa de interés.

Como se mencionó, para el BCRA (2023) el programa económico tiene como piedra angular eliminar el déficit fiscal y su financiamiento con emisión monetaria. Existen diferentes ejemplos en la literatura de cómo se relaciona el déficit con la estructura de tasas de interés, Ricardo (1817), (Barro, 1974). Para el caso argentino fue recurrente motivo de análisis en los medios académicos y públicos la cuestión de los pasivos remunerados del Banco Central creados para absorber exceso de liquidez creada para financiar el déficit público o comprar reservas.

“Para que esta mayor liquidez no se canalice hacia demanda por divisas, el BCRA ha operado, en ocasiones, emitiendo sus propios pasivos. En ciertos momentos, el volumen de estas operaciones fue elevado, alcanzando una participación cercana al 10% del PIB o hasta el doble de la base monetaria. Al mismo tiempo, la forma de pago de estos pasivos se sostenía a través de mayor emisión futura. De modo que, una mayor tasa de interés, en lugar de contribuir a estabilizar las condiciones de liquidez las empeora. La literatura económica define este patrón con el nombre de “aritmética monetarista desagradable” (Sargent y Wallace, 1981).” (Gúzman, Morra, Tosi, Zack pág. 11, 2023).

Según información del BCRA, la relación entre pasivos remunerados y base monetaria tuvo una tendencia creciente desde fines de la década de 1980 hasta llegar a un pico de 236% en marzo de 1989, luego de los procesos hiperinflacionarios el ratio se desplomó. Los mismos comenzaron a crecer en la post-convertibilidad con el objetivo de esterilizar emisión producida por la compra de divisas. Ya en ese momento (de crecimiento de las reservas) hubo debate acerca del efecto de utilizar los instrumentos mencionados. “Generalmente quienes cuestionan la sostenibilidad de la esterilización monetaria hacen hincapié en el punto anterior, es decir, en que la misma derivaría en una trayectoria explosiva de la deuda del Banco Central. Sin embargo, lo que se ha observado en la práctica es un fortalecimiento progresivo del superávit cuasi-fiscal”. (Dvoskin y Feldman, pág 11. 2007).

Lo cierto, independientemente de la evaluación de estos títulos y del debate teórico subyacente, es que en el marco de la mayor inflación observada desde la antesala de los procesos hiperinflacionarios de 1989 y 1990 se observaba el mayor ratio de pasivos remunerados-base monetaria. Desde el 2018 los mismos tuvieron un crecimiento explosivo llegando a registrar una relación del 315% en septiembre de 2023. Hacia junio de 2024 el ratio cayó hasta 97% tras el proceso iniciado por la actual gestión económica.

Como se mencionó, un alza en las tasas de interés debería llevar a una contracción en la demanda agregada y en la tasa de inflación a través de: aumento en el costo del crédito, caída de la inversión y del gasto; y del efecto positivo sobre el ahorro. No se ha observado la correlación esperada para estas variables en el caso argentino.

En los últimos meses de 2023 la tasa de política monetaria en términos efectivos anuales pasó del 107% en enero a 154% en julio y 254% en diciembre y la inflación mensual pasó de 6% en enero a 6,3% en julio, 12,8% en noviembre y 25,5% en diciembre (mes de inicio del programa económico y del aumento del dólar oficial en un salto discreto del 118%).

“La existencia de pasivos remunerados a gran escala implica que el sistema financiero actúe como un mero intermediario entre depositantes y el BCRA. Ello disminuye la liquidez que se canaliza hacia el financiamiento privado”. (Gúzman, Morra, Tosi, Zack pág. 2, 2023). Lo mismo, que tiene, en gran medida, su origen en la imposibilidad de financiar el déficit fiscal de manera sustentable en el mercado interno y externo puede haber tenido un rol importante en los efectos disimiles a los esperados que generó el alza en la tasa de política monetaria en Argentina.

b. Tipo de cambio

Acerca del rol que tiene el tipo de cambio en la propagación de la política monetaria en Argentina existe una vasta literatura. La teoría de los canales de transmisión de la política monetaria prevé que un alza en las tasa de interés llevará a un aumento del flujo de capitales al país, llevando a apreciar la moneda y disminuir la demanda agregada afectando negativamente la tasa de inflación.

Como se mencionó, a partir de la década del 60 muchos modelos estructuralistas se encargaron de analizar el efecto que tenía una devaluación de la moneda en Argentina dada su estructura económica. Los mismos llegaban a conclusiones disimiles a las anticipadas por la teoría ortodoxa. Para este trabajo en particular interesa analizar la cuestión desde la perspectiva de la tasa de política monetaria per se. Para que se cumplan las relaciones que establece la teoría económica entre tasa de interés y tipo de cambio es necesario que haya movilidad internacional de capitales.

“El cepo cambiario es un conjunto de instrumentos de política monetaria empleado, principalmente, para absorber un saldo negativo de la balanza de pagos. En otras palabras, es una intervención oficial del mercado de divisas, que hace que los mecanismos normales de oferta y demanda queden total o parcialmente fuera de operación y, en su lugar, se aplica una reglamentación administrativa sobre la compra y venta de divisas, que implica generalmente un conjunto de restricciones cuantitativas y/o cualitativas de la entrada y salida de divisas.” (Badosa, pág. 11, 2015).

Durante la mayor parte de la última década el acceso al mercado de cambios en Argentina se ha visto restringido. En octubre de 2011, con el comienzo de la segunda gestión de Cristina Fernández de Kirchner se implementaron las primeras restricciones al mercado cambiario. Las mismas fueron endureciéndose hasta diciembre de 2015. Con el comienzo de la gestión de Mauricio Macri se abandonaron las restricciones de acceso al Mercado Libre Único de Cambios (MULC) y hacia el final de su mandato se volvieron a establecer. El marco de restricciones sigue vigente hasta la fecha y, como es esperable, lleva a que la política monetaria operando a través del tipo de cambio no tenga los efectos a que postula la teoría económica tradicional.

El hecho de que el acceso al mercado cambiario para los inversores externos se haya visto limitado durante la mayor parte del periodo bloquea el canal de propagación de la política monetaria a través del tipo de cambio.

Este canal, al menos parcialmente, se mantuvo durante la primera etapa de la gestión económica del gobierno de Macri. Hasta el 20 de noviembre de 2018, se operó la política monetaria mediante las Letras del Banco Central (LEBAC) a las que podían acceder inversores extranjeros.

“Las mismas se caracterizaron por tener pago total y único al vencimiento, es decir, fueron instrumentos de tipo “bullet” o bono cupón cero, de manera que el rendimiento se obtenía a partir de la tasa implícita en el precio de emisión del título. (Carrera, Maciel, Rodríguez, pág. 4, 2021).

De esta manera un alza en las tasas de interés implicaba, mientras existiese demanda por esos títulos, una entrada de capitales buscando un retorno positivo dólares, produciendo apreciación cambiaria.

Para el periodo comprendido entre el 31 de octubre de 2011 y el 16 de diciembre de 2015 y entre el primero de septiembre de 2019 hasta el final del periodo bajo análisis el impacto que tuvo la tasa de política monetaria doméstica en la entrada o salida de capitales estuvo vedada por la presencia de controles de cambios. De hecho, posteriormente a la devaluación de diciembre de 2023 y tras la caída agresiva de la tasa de política monetaria en Argentina se dio un proceso de apreciación del peso frente al dólar que no se hubiera concretado sin la vigencia de controles de cambios.

c. Riqueza y Crédito

El sector financiero es el conjunto de instituciones que conectan a los ahorristas con los inversores, facilitando la transferencia de fondos. (Mishkin, 2021). En Argentina respecto a los países comparados, el vínculo entre los agentes deficitarios de fondos y superavitarios tiene baja magnitud. El hecho de que el tamaño del mercado de capitales y el crédito al sector privado se haya mantenido bajo en términos comparables puede llevar a menguar el impacto que pudiera ejercer la tasa de política monetaria a través de estos canales.

El efecto riqueza consiste en la percepción de un aumento patrimonial originado por el crecimiento del valor presente de los activos cuando cae la tasa a la que se descuentan los flujos de dinero. Para que el efecto sea considerable es necesario que haya un nivel relevante de inversión por parte de las familias en activos financieros denominados en la moneda doméstica que sean descontados a la tasa de política monetaria o libre de riesgo. Un indicador que permite evaluar este punto es la capitalización bursátil de las empresas que cotizan en los mercados nacionales sobre el PIB. Según cifras del Banco Mundial en 2022 esta relación fue de: 8,4% (Argentina), 40,7% (Brasil), 94,4% (Chile), 31,1% (México) y 156,5% (Estados Unidos).

En el caso del Canal del crédito, el impacto que tiene un alza o baja de tasas en la hoja de balance de las empresas debería llevar a afectar sus condiciones financieras impulsando sus decisiones de endeudamiento y consecuentemente sus inversiones estimulando o contrayendo la economía. Mediante el efecto de acceso al crédito un entorno de tasas de interés bajas aumenta la liquidez y la predisposición del sistema financiero a asignar recursos mediante el otorgamiento de crédito. En este caso también, cifras del Banco Mundial pueden permitir reflexionar acerca del impacto que pudiera tener el vehículo del crédito como propagador de política monetaria. Según la institución en 2023, el crédito al sector privado sobre PIB fue: 12% (Argentina), 71,6% (Brasil), 109,5% (Chile), 33,3% (México) y 194,9% (Estados Unidos).

d. Expectativas

Como se describió a lo largo del trabajo el diseño institucional, de implementación y comunicación de política monetaria en Chile, Brasil, México y Estados Unidos se mantuvo a lo largo del período mencionado. Todos los países llevan décadas operando con esquemas donde se

explicita una meta de inflación, mantienen el mismo instrumento como tasa de política monetaria y los mismos procedimientos en cuanto al uso y la manera de comunicar sus decisiones respecto del uso del mismo. Lo mencionado lleva a que la transmisión de la política monetaria mediante el canal de expectativas sobre crecimiento económico e inflación sea más efectivo en esos países que para el caso argentino.

Si bien no es el motivo aquí planteado rastrear cuando comenzó a ser socavada la credibilidad del Banco Central de la Argentina, merece una mención la famosa conferencia del 28 de diciembre de 2017. Desde el comienzo de la gestión de Mauricio Macri, el Banco Central comenzó a operar mediante un esquema de metas de inflación relativamente similar al descripto para los otros casos.

“El 28 de diciembre, tuvo lugar la conferencia de prensa en la que, en presencia de los representantes del Tesoro, del BCRA y de Jefatura de Gabinete, se anunció un cambio en las metas de inflación previstas para el año 2018” (Mosquera, 2021). Muchos argumentan ese momento como un punto de inflexión respecto de la credibilidad de la autoridad monetaria argentina para esa gestión. Luego de la conferencia se dio una suba inmediata en las expectativas de inflación, más grande que la de los 14 meses previos (Sturzenegger, 2019).

De todas maneras, independientemente de esa experiencia, lo cierto es que las decisiones del Banco Central respecto de la tasa de política monetaria no han incidido considerablemente en las expectativas de inflación y crecimiento en la última década.

V. Reflexiones finales.

La decisión del equipo económico de bajar las tasas de interés en el marco de un programa antiinflacionario ha generado polémica en medios académicos. Si bien la situación de la economía argentina hacia fines de 2023 podría describirse como una anomalía, de todas maneras, el caso de una economía donde las autoridades monetarias llegan a esa conclusión merece ser abordado por la teoría económica.

En lo que respecta a algunas variables, lo observado en este periodo no es nuevo para el caso argentino. Las autoridades económicas del proceso analizado establecieron un esquema financiero regulado y con tasas reales fuertemente negativas. Sin embargo, en sus objetivos de largo plazo buscan liberalizar la economía.

Se pueden establecer puntos comunes entre el actual programa económico con la contrarreforma financiera de julio de 1982. Contrario a la creencia popular de la época, la contra reforma financiera de 1982 no fue dirigista en sus objetivos potenciales, aunque sí en sus medios. (Rodríguez, 1986). Refiriéndose al caso de 1982, menciona Rodríguez (1986) que “las autoridades monetarias llegaron al convencimiento de que sería imposible reducir la tasa de inflación sino se reducían primero las tasas de interés, dado que estas últimas eran un factor determinante de la tasa de expansión de liquidez”. A lo largo del trabajo se buscó analizar las casusas que, en este caso, llevaron a las autoridades de la gestión de la política monetaria a la misma conclusión de principios de la década de 1980.

En primer lugar, ante la evidencia empírica resulta claro que la relación entre la tasa de política monetaria y la variación de precios en Argentina para la última década fue positiva y que en el resto de países observados negativa. Más aún, la correlación se volvió crecientemente positiva para el caso argentino. Lo mismo se reflejó en el fracaso de contener las presiones inflacionarias

en la post-pandemia mientras que el resto de países observados pudieron bajar sus niveles de inflación.

Además, se tuvieron en consideración aspectos institucionales que también son diferentes para el caso de Argentina y se observó la alta volatilidad en el tipo de cambio en relación a la que exhibieron otros países. Lo mismo, refleja que las condiciones de base para Argentina no eran la de los demás países que implementaron una contracción monetaria ante las presiones inflacionarias que se manifestaron cuando terminó el confinamiento.

Acerca del porqué de la anomalía, el marco teórico de los canales de transmisión es relevante para el fin propuesto porque permite ver, a nivel conceptual que se da por supuesto en los manuales ortodoxos que no se verifica en la experiencia argentina.

Un análisis que se proponga determinar cuáles son las condiciones que deben darse de base para que en Argentina sea exitosa una gestión de la política económica con instrumentos y objetivos similares a los utilizados en otros países puede ser relevante.

En materia monetaria se podría decir que el actual equipo económico se ha mostrado heterodoxo en algunos medios mientras que ortodoxo en sus fines. Lo mismo se refleja, además de en la baja agresiva de tasas, en la salida gradual del cepo cambiario, en el trabajo y la comunicación coordinada del BCRA con hacienda y en el mantenimiento de la discrecionalidad total para la determinación de la tasa de política monetaria.

La propagación de la política monetaria a través de la estructura de la economía depende de las condiciones del sector financiero y de su vínculo con la economía real, de la naturaleza del mercado cambiario y de la credibilidad del Banco Central frente a los agentes económicos. El breve análisis realizado de cada uno de estos elementos permite concluir que los canales de transmisión se encontraban “bloqueados” en un nivel considerable cuando el programa económico de la gestión de Milei fue implementado en diciembre de 2023.

Lo visto en el trabajo lleva a cuestionarse en qué medida el BCRA tuvo posibilidad de ejercer política monetaria en los hechos durante la última década. Un futuro análisis utilizando un enfoque donde se contemple de manera sistemática el estado de situación de los canales de transmisión de la política monetaria puede llevar a un mayor entendimiento de porque, en el plano monetario, la suba o baja de tasas genera un efecto en Argentina y uno diferente en otros países.

VI. Fuentes Estadísticas

- **Banco Central de la República Argentina (BCRA)**

Página oficial: <https://www.bcra.gob.ar>

- **Federal Reserve (FED) - Estados Unidos**

Página oficial: <https://www.federalreserve.gov>

- **Banco Central de Brasil (Banco Central do Brasil)**

Página oficial: <https://www.bcb.gov.br>

- **Banco Central de Chile**

Página oficial: <https://www.bcentral.cl>

- **Banco de México (Banxico)**

Página oficial: <https://www.banxico.org.mx>

- **Banco Mundial (World Bank)**

Página oficial: <https://www.worldbank.org>

- **Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC) - Argentina**

Página oficial: <https://www.indec.gob.ar>

- **Ministerio de Economía de la República Argentina**

Página oficial: <https://www.economia.gob.ar>

VII. Bibliografía

Mishkin, F. S. (2021). *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets* (13th ed.). Pearson.

Mishkin, F. S. (1996). *The economics of money, banking, and financial markets* (5th ed.). HarperCollins.

Woodford, M. (2003). *Interest and prices: Foundations of a theory of monetary policy*. Princeton University Press.

Gwartney, J., Stroup, R., Sobel, R., & Macpherson, D. (2010). *Economics: Private and public choice* (13th ed.). Cengage Learning.

Mathai, K. (2009). *Política monetaria: Un enfoque más amplio*. Finanzas y Desarrollo.

Mankiw, N. G. (2019). *Principles of economics* (8th ed.). Cengage Learning.

Goodhart, C. A. E. (1995). *The Central Bank and the financial system*. MIT Press.

Friedman, M., & Schwartz, A. J. (1971). *A monetary history of the United States, 1867-1960*. Princeton University Press.

Bernanke, B. S. (1983). Nonmonetary effects of the financial crisis in the propagation of the great depression. *American Economic Review*, 73(3), 257-276.

Bernanke, B. S., & Blinder, A. S. (1992). The Federal funds rate and the channels of monetary transmission. *American Economic Review*, 82(4), 901-921.

Bernanke, B. S. (1995). The macroeconomics of the Great Depression: A comparative approach. *Journal of Money, Credit and Banking*, 27(1), 1-28.

Bernanke, B. S. (2015). *The courage to act: A memoir of a crisis and its aftermath*. W. W. Norton & Company.

- Feldstein, M. (1995). The effects of taxation on risk taking. *Journal of Political Economy*.
- Walsh, C. E. (2017). *Monetary theory and policy* (4th ed.). MIT Press.
- Salvatore, D. (2013). *International economics* (11th ed.). Wiley.
- Bernanke, B. S., Gertler, M., & Gilchrist, S. (1996). The financial accelerator and the flight to quality. *The Review of Economics and Statistics*, 78(1), 1-15
- Krugman, P. R., & Obstfeld, M. (2012). *International economics: Theory and policy* (9th ed.). Pearson.
- Braun, O., & Joy, L. (1968). A model of economic stagnation: A case study of the Argentine crisis. *Economic Journal*, 78(312), 591-616.
- Diamand, M. (1972). *La estructura productiva desequilibrada Argentina y el tipo de cambio*. *Desarrollo Económico*, 12(45), 45-74.
- Canitrot, A. (1975). La disciplina como objetivo de la política económica: Un ensayo sobre el programa económico del gobierno argentino desde 1976. *Desarrollo Económico*, 15(59), 453-475.
- Porto, A. (1975). *Política monetaria y el tipo de cambio en Argentina*. CIEPLAN.
- Blanchard, O. (2017). *Macroeconomics* (7th ed.). Pearson.
- Kashyap, A. K., & Stein, J. C. (2000). What do a million observations on banks say about the transmission of monetary policy? *American Economic Review*, 90(3), 407-428.
- Kydland, F. E., & Prescott, E. C. (1977). Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans. *Journal of Political Economy*, 85(3), 473-492.
- Ricardo, D. (1817). *On the principles of political economy and taxation*. John Murray.
- Barro, R. J. (1974). Are government bonds net wealth? *Journal of Political Economy*, 82(6), 1095-1117.
- Sargent, T. J., & Wallace, N. (1981). Some unpleasant monetarist arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 5(3), 1-17.
- Guzmán, M., Morra, D., Tosi, M., & Zack, L. (2023). *Asignación de liquidez y política monetaria*.
- Dvoskin, A., & Feldman, G. (2007). *Política monetaria en un contexto de objetivos múltiples: el caso argentino** CIPECC.
- Badosa, M. (2015). *Los controles de cambio en la Argentina: El cepo cambiario*. Bolsa de Comercio de Rosario.
- Carrera, J., Maciel, P., & Rodríguez, M. (2021). *El rol de las Letras del Banco Central en los últimos 20 años de Política Monetaria Argentina*. AAEP.
- Mosquera, P. (2021). *El 28D, pérdida irrecuperable de credibilidad*. Universidad de San Andrés.
- Sturzenegger (2019). *Macri's Macro The meandering road to stability and growth*. Universidad de San Andrés
- Rodríguez (1986). *Un análisis estilizado de la contrarreforma financiera de 1982*. C.E.M.A