

UNIVERSIDAD NACIONAL DE ROSARIO
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y ESTADISTICA

LICENCIATURA EN ECONOMIA
TRABAJO FINAL

**“EL REGIMEN DE METAS DE INFLACION EN ARGENTINA (2016–
2018): ANALISIS DE SU DISEÑO, APLICACIÓN Y ABANDONO”**

GIACCONE JOAQUIN IGNACIO
(Legajo: G-6546/3)

Docente Tutor: Lucia Lanese

Fecha: 09/08/2025

Contenido

INTRODUCCION	3
1. MARCO TEORICO	3
1.1. Introducción a la Inflación y su Control	3
1.2. Dominancia Fiscal y su Impacto en la Política Monetaria	3
1.3. Política Monetaria: Reglas, Discrecionalidad y Enfoques Mixtos	4
1.4. Inflation Targeting en países desarrollados.....	5
1.5. Inflation Targeting en Economías Emergentes: Prerrequisitos y Evidencia Empírica.....	6
1.6. Estabilización de la Inflación vía la Tasa de Interés	8
2. APLICACIÓN EN ARGENTINA	9
2.1. Diagnóstico macroeconómico previo a la adopción del régimen de metas de inflación.....	9
2.2. Diseño del plan de metas de inflación en Argentina	11
2.3. Implementación y Resultados Obtenidos	15
2.4. Evaluación sobre abandono del plan: ¿fallas internas o decisión política?	23
CONCLUSIONES	24
BIBLIOGRAFÍA	25

RESUMEN

Este trabajo analiza la implementación y el abandono del régimen de metas de inflación en Argentina entre 2016 y 2018. A partir de la hipótesis de que el esquema fue diseñado de manera inconsistente con las restricciones económicas y políticas del país, se examinan sus fundamentos teóricos, condiciones iniciales, resultados y factores de quiebre. El análisis muestra que, si bien se avanzó en la institucionalización del régimen, la falta de coordinación fiscal-monetaria, la debilidad estructural del BCRA y la intervención política en la redefinición de las metas en 2017 deterioraron su credibilidad. Se concluye que el fracaso del plan respondió tanto a limitaciones técnicas como a decisiones políticas, ofreciendo lecciones clave sobre los límites del inflation targeting en economías emergentes.

INTRODUCCION

A lo largo de las últimas décadas, el país ensayó diversos enfoques para estabilizar los precios, entre ellos el régimen de metas de inflación adoptado formalmente en 2016. Esta política implicó un cambio de paradigma respecto al enfoques previos. El presente trabajo analiza críticamente dicho régimen, con énfasis en su diseño institucional, proceso de implementación y posterior abandono. La hipótesis que guía la investigación sostiene que el esquema fue concebido con supuestos excesivamente optimistas y sin una adecuada consideración de las restricciones económicas e institucionales vigentes. En particular, se evalúa si el fracaso del plan obedeció a deficiencias técnicas del régimen o a decisiones políticas exógenas a la autoridad monetaria. El análisis se organiza en dos partes. En primer lugar, se desarrolla un marco teórico que presenta los fundamentos del régimen de metas de inflación, sus condiciones de aplicabilidad y los desafíos particulares en economías emergentes. En segundo lugar, se aplica este marco al caso argentino, abordando el diagnóstico macroeconómico inicial, los lineamientos del plan, sus resultados y los eventos que precipitaron su discontinuidad. A partir de esta estructura, se busca responder las siguientes preguntas: ¿Estaba Argentina en condiciones de implementar un régimen de metas de inflación? ¿Cuáles fueron los principales supuestos que sustentaron su diseño? ¿Por qué se abandonó el esquema? Las respuestas a estos interrogantes permiten extraer lecciones útiles para futuras políticas de estabilización en contextos similares.

1. MARCO TEORICO

1.1. Introducción a la Inflación y su Control

La inflación ha sido históricamente uno de los principales desafíos para la política económica en Argentina y en muchas economías emergentes. En su análisis del régimen de metas de inflación aplicado en el país, Rubini (2017) define la inflación como “un fenómeno monetario de carácter generalizado y persistente, que surge de una expansión sostenida de la cantidad de dinero por encima de la demanda real de saldos monetarios”. Esta definición remite directamente al enfoque monetarista clásico, según el cual la inflación, en última instancia, responde a desequilibrios entre oferta y demanda de dinero.

Para Rubini, aunque existen múltiples factores que pueden explicar variaciones transitorias en el nivel de precios (como shocks de oferta o presión de demanda), la inflación sostenida sólo puede explicarse por una expansión monetaria no convalidada por una mayor demanda de dinero. Desde esta perspectiva, la política monetaria tiene un rol central tanto en el origen del fenómeno inflacionario como en su eventual control.

1.2. Dominancia Fiscal y su Impacto en la Política Monetaria

El concepto de dominancia fiscal se refiere a una situación en la cual el financiamiento del déficit fiscal condiciona y, en muchos casos, determina la política monetaria. Como plantea Sargent, cuando el banco central carece de independencia o se ve forzado a monetizar déficits públicos, su capacidad para controlar la inflación se ve severamente limitada.

De Gregorio (2007) advierte que, en ausencia de un compromiso fiscal sostenible, la política monetaria pierde eficacia, ya que los esfuerzos por estabilizar los precios son percibidos como inconsistentes. Esta subordinación de la política monetaria a las necesidades del Tesoro socava la credibilidad del banco central y anula su capacidad para anclar expectativas.

El problema de la dominancia fiscal es especialmente relevante en economías emergentes donde la credibilidad de la política fiscal es baja y los mercados financieros suelen ser menos profundos. Ilzetki, Reinhart y Rogoff (2017) destacan que los países en desarrollo tienden a depender en mayor medida de financiamiento externo, lo cual convierte a los déficits fiscales persistentes en una fuente significativa de vulnerabilidad macroeconómica.

Calvo y Végh (1999) también analizaron cómo la dominancia fiscal ha sido un factor clave en las crisis de balanza de pagos en América Latina, mostrando que incluso en regímenes de metas de inflación, la falta de disciplina fiscal impone presiones sobre el banco central para relajar su postura monetaria.

Céspedes, Chang y Velasco (2012) argumentan que, en presencia de dominancia fiscal, los bancos centrales en economías emergentes a menudo recurren a la manipulación del tipo de cambio como un mecanismo para mitigar los efectos inflacionarios del financiamiento monetario del déficit.

El FMI (2005) enfatiza que el éxito de un régimen de metas de inflación depende en gran medida de la coherencia entre la política monetaria y la política fiscal. Si el gobierno no controla el déficit, la credibilidad del Banco Central se ve afectada y el mercado anticipa un retorno a la monetización de la deuda.

Parrado (2004) aporta un análisis cuantitativo sobre cómo diferentes grados de compromiso fiscal afectan la efectividad de la política monetaria bajo un esquema de metas de inflación. Su modelo muestra que, en contextos de alta dominancia fiscal, las tasas de interés deben ser más elevadas para anclar expectativas de inflación, lo que a su vez genera costos en términos de actividad económica.

1.3. Política Monetaria: Reglas, Discrecionalidad y Enfoques Mixtos

El debate entre reglas y discrecionalidad ha ocupado un lugar central en la teoría de la política monetaria. A partir del trabajo seminal de Kydland y Prescott (1977), se reconoció que la política monetaria discrecional está sujeta al problema de la inconsistencia temporal: las autoridades pueden tener incentivos a prometer baja inflación, pero luego actuar en función de objetivos de corto plazo, como estimular el producto o reducir el desempleo. Esta conducta genera desconfianza por parte de los agentes económicos, lo que impide anclar expectativas y, en última instancia, conduce a un sesgo inflacionario.

En respuesta a este problema, diversos autores han propuesto el uso de reglas de política monetaria, entendidas como compromisos institucionales explícitos que limitan el margen de discrecionalidad del banco central. Tal es el caso de la regla de Taylor, que prescribe ajustes sistemáticos de la tasa de interés ante desviaciones de la inflación respecto a la meta y del producto respecto a su nivel potencial.

Frente a estas reglas más rígidas, Svensson (1997) propone un enfoque intermedio, al caracterizar los regímenes de metas de inflación como "reglas flexibles". A diferencia de la fijación de agregados monetarios, el régimen de metas permite a la autoridad monetaria responder a shocks transitorios sin perder de vista el objetivo de estabilidad de precios en el mediano plazo. En este esquema, el banco central se compromete con una meta explícita de inflación, pero conserva cierto margen operativo para ajustar sus instrumentos según las condiciones económicas.

Este enfoque se basa en el concepto de "inflation forecast targeting", donde la política monetaria busca alinear la inflación esperada con la meta establecida. De este modo, la

credibilidad del banco central no se deriva únicamente de la regla, sino también de su capacidad de comunicar eficazmente sus previsiones, decisiones y reacciones ante nuevos datos. Para que este mecanismo funcione, la transparencia y la coherencia entre metas, instrumentos y expectativas son fundamentales.

1.4. Inflation Targeting en países desarrollados

El régimen de metas de inflación se consolidó en países desarrollados a partir de los años noventa como una estrategia de política monetaria orientada a estabilizar los precios y las expectativas inflacionarias. A diferencia de enfoques anteriores basados en agregados monetarios o anclas cambiarias, el enfoque de metas de inflación propone un marco más transparente, flexible y orientado al futuro, donde el banco central se compromete explícitamente a alcanzar una meta numérica de inflación dentro de un horizonte temporal determinado, utilizando la tasa de interés como principal instrumento operativo.

En este esquema, la política monetaria se guía por el principio de “inflation forecast targeting”, formulado por Svensson (1997), según el cual el objetivo intermedio de la política no es la inflación observada, sino la inflación proyectada. Así, el banco central ajusta la tasa de interés de referencia en función de sus pronósticos para reconducir la inflación esperada hacia la meta, en un marco de reglas flexibles que le permite responder ante shocks sin comprometer la credibilidad de su compromiso antiinflacionario.

Para que este mecanismo funcione efectivamente, la literatura especializada identifica una serie de condiciones institucionales que deben estar presentes. Entre ellas se destacan:

- I. La independencia del banco central, tanto operativa como de objetivos, para evitar interferencias fiscales o políticas que desvíen su mandato;
- II. Un marco de metas claro y transparente, que defina explícitamente el valor o rango objetivo de inflación por lo general, medido a través de la variación interanual del IPC;
- III. Una estrategia comunicacional activa, mediante la cual el banco central publique informes periódicos, justifique sus decisiones y transmita sus proyecciones de inflación;
- IV. La coherencia entre política monetaria y fiscal, evitando señales contradictorias que erosionen la credibilidad del régimen.

Según Batini y Laxton (2006), los países desarrollados que implementaron exitosamente el régimen de metas de inflación compartían además una serie de condiciones estructurales y técnicas que favorecieron su efectividad desde el inicio. Estos autores clasifican los prerequisites en cuatro dimensiones clave:

- a) Independencia institucional del banco central: la autonomía legal y funcional es esencial para que las decisiones de política monetaria respondan únicamente al cumplimiento de la meta de inflación.
- b) Infraestructura técnica y capacidad de modelización: se requiere que el banco central disponga de datos confiables, modelos macroeconómicos calibrados y equipos técnicos capaces de producir proyecciones creíbles.
- c) Estructura económica compatible: economías con mercados competitivos, baja regulación de precios y menor dependencia de factores exógenos (como la dolarización o los commodities) ofrecen mejores condiciones para que la tasa de interés afecte la demanda agregada y la inflación.

- d) Sistema financiero sólido: la profundidad y estabilidad del sistema financiero permite que la política monetaria se transmita eficazmente a través de los canales del crédito, las tasas de interés y los precios de los activos.

En conjunto, estos elementos explican por qué el régimen ha sido exitoso en países como Nueva Zelanda, Canadá, Reino Unido o Suecia, donde permitió reducir la inflación, estabilizar las expectativas y reforzar la credibilidad del banco central sin generar disrupciones macroeconómicas significativas. Sin embargo, como anticipan los propios autores, la replicabilidad de este esquema en economías emergentes no es automática. La ausencia parcial o total de estos prerequisites puede limitar la efectividad del régimen o volverlo inconsistente. Esta cuestión será analizada en el próximo apartado, donde se exploran los desafíos específicos que enfrentan los países emergentes al implementar regímenes de metas de inflación.

1.5. Inflation Targeting en Economías Emergentes: Prerrequisitos y Evidencia Empírica

La adopción del régimen de metas de inflación por parte de economías emergentes ha planteado desafíos particulares que lo diferencian de su implementación en países desarrollados. Si bien los principios básicos del régimen: establecimiento de una meta explícita de inflación, uso de la tasa de interés como instrumento, transparencia y rendición de cuentas son comunes, las condiciones institucionales, fiscales y financieras de los países emergentes tienden a limitar su efectividad o aumentar su vulnerabilidad ante shocks.

Uno de los principales desafíos en estos contextos es la baja credibilidad institucional, abordada por Fraga, Goldfajn y Minella (2003) y Rubini (2017). A diferencia de las economías avanzadas, donde los bancos centrales suelen gozar de independencia y reputación consolidada, en muchos países emergentes la autoridad monetaria enfrenta presiones políticas, antecedentes de financiamiento monetario del déficit y limitada capacidad técnica. Esto dificulta el anclaje de expectativas y obliga a las autoridades a adoptar posturas más agresivas para demostrar compromiso con la estabilidad. Estos autores señalan que en estos contextos, el régimen fue adoptado no sólo como un esquema de política monetaria, sino como un instrumento de construcción de credibilidad institucional. En el caso argentino, Rubini (2017) destaca cómo la falta de coherencia entre los anuncios del BCRA y la política fiscal debilitó rápidamente la confianza en el programa.

Otro factor crítico es la volatilidad del tipo de cambio, especialmente en economías abiertas y financieramente integradas. Este tema es desarrollado por Céspedes, Chang y Velasco (2012), quienes advierten que, aunque el régimen de metas de inflación puro requiere un régimen de flotación cambiaria, en la práctica los bancos centrales de países emergentes muchas veces se ven forzados a intervenir en el mercado de cambios para evitar que la depreciación del tipo de cambio y el efecto pass through dispare la inflación.

A ello se suma la frecuente presión fiscal, tratada también por los autores. La eficacia de estos regímenes en mercados emergentes depende críticamente de evitar la dominancia fiscal. En la práctica, la falta de disciplina en el manejo del gasto público, combinada con la ausencia de reglas claras de financiamiento, genera dudas sobre la sostenibilidad del régimen, debilitando la señal que la política monetaria intenta transmitir.

Otro obstáculo importante es la debilidad de los mecanismos de transmisión monetaria. Las tasas de política fijadas por el banco central no siempre se trasladan eficazmente a las tasas activas y pasivas del sistema bancario. Esto puede deberse a mercados

financieros poco profundos, elevada informalidad o alta dolarización. En consecuencia, el canal de tasa de interés hacia consumo, inversión y precios opera con rezagos más largos o de forma menos intensa, reduciendo la capacidad del banco central para cumplir con su meta inflacionaria.

Finalmente, la implementación requiere una capacidad robusta de modelización y pronóstico. Dado que el régimen se basa en el principio de “inflation forecast targeting”, las decisiones se toman en función de proyecciones de inflación futura. Sin embargo, en muchas economías emergentes, las estadísticas disponibles son incompletas, los modelos económicos poco calibrados y la incertidumbre estructural elevada, lo que dificulta la elaboración de pronósticos confiables y, por tanto, la efectividad del régimen.

En resumen, si bien el régimen de metas de inflación ha sido adoptado por muchas economías emergentes como marco de estabilización, su éxito depende de superar una serie de restricciones estructurales menos presentes en países desarrollados, entre las que se destacan la credibilidad limitada, la vulnerabilidad cambiaria, los conflictos fiscales, la debilidad del canal de transmisión y las dificultades técnicas de implementación. Estos elementos serán fundamentales para evaluar el caso argentino en los capítulos siguientes.

Aunque la literatura más ortodoxa sobre metas de inflación como la desarrollada por Svensson plantea una serie de prerequisites institucionales, técnicos y fiscales que los países deberían cumplir ex ante para implementar exitosamente el régimen, la experiencia de múltiples economías emergentes sugiere una realidad más compleja. Batini y Laxton (2006) argumentan que la adopción puede ser factible y exitosa, incluso sin cumplir plenamente estas condiciones desde el inicio, siempre que exista un compromiso creíble hacia su fortalecimiento progresivo.

Los autores identifican una serie de casos (entre ellos Brasil, Perú y Sudáfrica) que comenzaron a implementar el régimen en contextos, baja credibilidad institucional, falta de independencia efectiva del banco central, vulnerabilidad cambiaria y presión fiscal. A pesar de ello, estos países lograron reducir sostenidamente la inflación y consolidar el esquema de metas a través de una estrategia gradualista y flexible. Según los autores esto demuestra que el régimen puede funcionar como una arquitectura institucional para inducir reformas estructurales, más que como un premio al cumplimiento previo de estándares ideales.

El elemento clave de esta visión es el concepto de track record y credibilidad dinámica: los bancos centrales, a través de acciones coherentes en el tiempo (por ejemplo, cumplir las metas anunciadas, explicar con transparencia las desviaciones y mantener independencia operativa), pueden ganar reputación aun cuando parten de niveles bajos de confianza. La credibilidad, en este marco, no es un prerequisite absoluto sino un activo construible, siempre que se mantenga la consistencia entre los anuncios y la ejecución de las políticas.

También se destacan la importancia de adoptar metas realistas, especialmente en los primeros años del régimen. Intentar imponer metas de inflación muy ambiciosas en contextos de alta inercia inflacionaria o fragilidad fiscal puede erosionar la credibilidad en lugar de fortalecerla. En cambio, metas prudentes y un horizonte de convergencia más largo permiten consolidar el régimen sin imponer costos excesivos en términos de actividad.

Otro punto central es la necesidad de adaptar el régimen a las características institucionales de cada país. Los autores rechazan la idea de un modelo único de metas de inflación y proponen un enfoque flexible, en el cual el diseño del régimen incluyendo

la forma de las metas, el uso de bandas, la comunicación y el rol del tipo de cambio se ajuste a las capacidades y restricciones locales. En este sentido, proponen una clasificación de países según su preparación institucional, y argumentan que la adopción temprana del modelo puede ser parte de una estrategia de convergencia hacia una política monetaria más moderna, incluso si se parte de condiciones imperfectas.

En suma, los autores ofrecen una visión pragmática del régimen de metas de inflación, en la cual la construcción progresiva de credibilidad y capacidad técnica es posible dentro del propio marco del modelo. Esta lectura desafía la noción de que el fracaso de un régimen se explica únicamente por el incumplimiento ex ante de prerequisites, y obliga a analizar también la calidad del diseño, la coherencia interna del programa y el respaldo político e institucional al proceso.

1.6. Estabilización de la Inflación vía la Tasa de Interés

En este tipo de regímenes, el principal instrumento de política monetaria es la tasa de interés nominal de corto plazo. A través de su ajuste, el banco central modifica las condiciones monetarias y financieras de la economía con el objetivo de influir sobre la inflación futura. Este enfoque sostiene que el banco central debe utilizar su tasa de política para lograr que la proyección de inflación, dada una determinada trayectoria de tasas, se alinee con la meta inflacionaria explícita.

Según Svensson este mecanismo implica una relación intertemporal, la política monetaria no actúa directamente sobre la inflación actual, sino que busca alinear las expectativas de inflación futura con la meta. Para ello, la autoridad monetaria ajusta la tasa de interés, generando un conjunto de efectos reales y financieros que se transmiten con rezago hacia los precios. Este proceso, conocido como el canal de transmisión de la política monetaria, opera en varios frentes:

Canal del crédito y la demanda agregada: Un aumento en la tasa de interés encarece el financiamiento, reduce el consumo financiado y la inversión, y por ende modera la demanda agregada, reduciendo las presiones inflacionarias.

Canal del tipo de cambio: Un aumento en la tasa de interés doméstica (relativa al exterior) tiende a atraer capitales y apreciar la moneda local, abaratando bienes importados y reduciendo el pass through cambiario hacia la inflación.

Canal de las expectativas: Si el banco central es creíble, los agentes ajustan sus expectativas en función de las señales de política. De este modo, el simple anuncio (o una acción coherente) puede influir sobre la inflación futura sin necesidad de provocar una contracción excesiva.

Canal financiero: La tasa de política influye sobre otras tasas (activas y pasivas del sistema bancario), precios de activos, acceso al crédito, y condiciones de liquidez.

Si bien el canal de tasas funciona de manera robusta en economías desarrolladas, su efectividad en mercados emergentes suele estar limitada por características estructurales e institucionales. Este punto ha sido desarrollado ampliamente por los autores en el anterior capítulo mencionados, quienes advierten que las condiciones para que este mecanismo funcione no siempre están presentes en economías con historial inflacionario o debilidad institucional.

Señalan que uno de los principales obstáculos es la alta inercia inflacionaria, especialmente en países con antecedentes de inflación crónica. En estos contextos, los precios y salarios suelen estar indexados, formal o informalmente, a la inflación pasada, lo que genera persistencia inflacionaria. Como consecuencia, el impacto de una suba

de tasas sobre la inflación es más lento y débil, ya que las decisiones de fijación de precios responden más a la dinámica pasada que a la política monetaria actual.

Otro problema central es la desanclaje de las expectativas. Cuando los agentes no confían en que el banco central cumplirá su meta de inflación (ya sea por falta de independencia, intervenciones pasadas inconsistentes o dominancia fiscal), la tasa de interés pierde su capacidad de incidir sobre las expectativas. En estas condiciones, la política monetaria debe ser mucho más agresiva para generar un mismo efecto, lo que eleva el costo en términos de producto y empleo.

Además, los autores destacan dificultades adicionales que afectan la transmisión monetaria en países emergentes:

Dolarización: La presencia significativa de contratos, depósitos o precios en moneda extranjera reduce la sensibilidad de la economía a la tasa de interés en moneda local, y puede generar efectos proinflacionarios si la suba de tasas devalúa el tipo de cambio por problemas de sostenibilidad de deuda.

Mercados financieros poco profundos: En muchos países, la tasa de política no se transmite plenamente a las tasas activas y pasivas, debido a escasa competencia bancaria, informalidad o falta de instrumentos financieros.

Alta informalidad y baja bancarización: Una proporción significativa de hogares y empresas fuera del sistema financiero formal reduce la efectividad del canal del crédito y de consumo.

El FMI (2005) complementa este análisis enfatizando el problema de la coordinación intertemporal. Si el banco central sube la tasa de interés, pero el gobierno mantiene un déficit fiscal creciente financiado por emisión o endeudamiento insostenible, las expectativas se deterioran. En ese caso, la política monetaria puede tener efectos contractivos sin lograr el control de la inflación, agravando la desconfianza y debilitando la credibilidad de todo el régimen.

En síntesis, los trabajos muestran que el uso de la tasa de interés como ancla nominal es técnicamente viable, pero requiere condiciones institucionales, fiscales y estructurales que no siempre están presentes en países emergentes. Sin credibilidad, sin coordinación fiscal-monetaria y sin canales de transmisión sólidos, el efecto sobre la inflación puede ser limitado, lento o incluso contraproducente.

2. APLICACIÓN EN ARGENTINA

2.1. Diagnóstico macroeconómico previo a la adopción del régimen de metas de inflación

El Banco Central de la República Argentina (BCRA) a partir de 2016, implementó una transición hacia un nuevo esquema de política monetaria. Esta adopción se produjo en un entorno macroeconómico complejo, caracterizado por desequilibrios estructurales, una elevada inflación, un deterioro de los precios relativos, y una institucionalidad económica debilitada. Comprender el entorno inicial resulta clave para interpretar las limitaciones y tensiones que, según diversos diagnósticos institucionales y académicos, condicionaron el funcionamiento del régimen en sus primeros años.

2.1.1 Contexto monetario y cambiario

Según el *Informe de Política Monetaria* (IPOM) de mayo de 2016, hasta diciembre de 2015 el mercado cambiario argentino presentaba severas distorsiones. En ese momento coexistía una brecha superior al 50% entre el tipo de cambio oficial y el tipo de cambio implícito en operaciones paralelas, en un contexto de controles de capitales y fuerte intervención de la autoridad monetaria. La política monetaria, subordinada a objetivos fiscales y cambiarios, había acompañado una aceleración de los agregados monetarios y un crecimiento sostenido de la base monetaria.

A partir del cambio de administración, el BCRA implementó un proceso de normalización del régimen cambiario, con la eliminación del esquema de restricciones a la compra de divisas y la adopción de un régimen de tipo de cambio flotante con posibilidad de intervención discrecional. En diciembre de 2015, el tipo de cambio oficial osciló aproximadamente entre 13 y 14 pesos por dólar, según datos del IPOM de julio de 2016.

2.1.2 Inflación y precios relativos

La inflación se encontraba en niveles elevados y persistentes. Debido a la intervención del INDEC durante los años previos, el BCRA debió apoyarse en mediciones alternativas mientras se restablecían series estadísticas oficiales. Según el IPOM de julio de 2016, la tasa de inflación interanual alcanzó un pico durante el primer semestre de ese año, impulsada por la corrección de precios relativos, en particular tarifas de servicios públicos y tipo de cambio, y por el efecto inercial acumulado.

El mismo informe señala una desaceleración progresiva de la inflación núcleo a partir del segundo trimestre. En ese contexto, el BCRA estableció como objetivo transitorio alcanzar una inflación mensual inferior al 1,5% hacia el último trimestre de 2016, como paso previo a la adopción formal del régimen de metas.

2.1.3 Resultado fiscal y financiamiento monetario

Según diversos diagnósticos, incluidos Rubini (2017) y documentos oficiales del BCRA el déficit fiscal representaba una de las restricciones macroeconómicas más severas al momento de diseñarse el régimen de metas de inflación. En 2015, el déficit primario del Sector Público Nacional No Financiero ascendía al 5,2% del PBI, mientras que el déficit financiero total superaba el 6%, financiado en gran parte mediante emisión monetaria directa por parte del BCRA. Durante los años previos, el Tesoro Nacional había recibido transferencias crecientes del BCRA, principalmente a través de adelantos transitorios y utilidades contables.

Según estos estudios este mecanismo generó una expansión monetaria persistente y contribuyó al deterioro del balance del banco central, afectando su credibilidad como institución independiente. Con el inicio de la nueva gestión en diciembre de 2015, el Programa Financiero 2016 estableció un límite explícito a estas transferencias, fijado en \$160.000 millones.

2.1.4 Reservas internacionales y apertura financiera

Una de las características del contexto previo a la implementación del régimen de metas de inflación fue el bajo nivel de reservas internacionales netas. A fines de 2015, el stock bruto de reservas del BCRA se ubicaba en torno a los USD 25.500 millones, pero

descontando pasivos como swaps con China y encajes en moneda extranjera, las reservas netas eran cercanas a cero.

El levantamiento de los controles cambiarios en diciembre de 2015 y la salida del default en abril de 2016 permitieron al Tesoro acceder nuevamente al financiamiento externo, generando un ingreso significativo de divisas. A través de compras al Tesoro y al mercado, el BCRA incrementó sus activos externos en aproximadamente USD 13.000 millones durante 2016, alcanzando un total de USD 38.772 millones hacia fines de ese año. Este proceso fortaleció la posición externa del BCRA de cara a la transición hacia un régimen de tipo de cambio flotante.

2.1.5 Actividad económica y credibilidad institucional

Al momento de definirse el régimen de metas de inflación, uno de los principales desafíos era la baja credibilidad institucional. Durante los años previos, el INDEC había dejado de publicar estadísticas confiables, particularmente en materia de precios, a raíz de intervenciones que afectaron su autonomía y profesionalismo. Esta pérdida de transparencia limitó la capacidad de construir diagnósticos macroeconómicos precisos y dificultó la formación de expectativas consistentes.

En este contexto, la medición oficial del índice de precios al consumidor se encontraba distorsionada y había perdido relevancia como referencia para contratos, negociaciones salariales o decisiones de inversión. En respuesta, en junio de 2016 se impulsó la reactivación plena del INDEC y la publicación del nuevo IPC GBA, que pasó a constituirse en la fuente oficial para el seguimiento de precios.

En cuanto al nivel de actividad, el entorno previo al régimen era recesivo. La economía acumulaba cuatro años de estancamiento (2012–2015), con bajo crecimiento del PBI per cápita, alta inflación y restricciones generalizadas sobre precios y divisas. Las medidas de liberalización comercial y cambiaria adoptadas a fines de 2015 provocaron un shock inicial negativo sobre el consumo y la inversión, en un contexto de aceleración inflacionaria y caída del salario real.

Si bien algunos sectores como el agroindustrial comenzaron a mostrar signos de recuperación, hacia mediados de 2016 el nivel de actividad seguía deprimido. La inversión privada se mantenía contenida y el mercado laboral evidenciaba señales de deterioro. Según los primeros datos publicados por el INDEC reconstruido, el PBI registró una contracción interanual en el primer semestre del año, reflejando tanto los desequilibrios acumulados como el impacto de las correcciones iniciales.

2.2. Diseño del plan de metas de inflación en Argentina

En septiembre de 2016, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) formalizó la adopción del régimen de metas de inflación, en sintonía con los lineamientos establecidos por la literatura especializada y las experiencias internacionales. La gestión encabezada por Sturzenegger procuró reconstruir la credibilidad de la política monetaria. El nuevo régimen fue concebido como un marco integral para estabilizar las expectativas y facilitar una desinflación ordenada, utilizando la tasa de interés como ancla nominal en un contexto de tipo de cambio flotante y comunicaciones activas.

2.2.1 Fundamentos teóricos y objetivos del régimen

Según el BCRA (2016), el objetivo principal del régimen era “reducir la inflación de manera sostenida y previsible, reforzando la coordinación de expectativas y ofreciendo un marco de referencia claro para la toma de decisiones económicas”.

El diseño institucional descansaba en tres componentes principales: una meta numérica de inflación explícita y plurianual, un instrumento operativo definido por la tasa de política monetaria establecida inicialmente mediante licitaciones de LEBAC y, desde enero de 2017, a través de los pases pasivos a siete días, y un esquema de comunicación sistemática orientado a fortalecer la transparencia y la rendición de cuentas. Entre estos canales destacaban el Informe de Política Monetaria (IPOM), los comunicados post-decisiones y el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM).

El tipo de cambio fue considerado una variable endógena dentro del régimen, sin un objetivo explícito de nivel, en el marco de un esquema de flotación administrada, que permitía al BCRA intervenir ocasionalmente para evitar fluctuaciones excesivas o atender objetivos de la hoja de balance. Asimismo, el régimen fue presentado como una estrategia que otorgaría independencia operativa al BCRA para la conducción de la política monetaria, sin interferencia directa del Poder Ejecutivo en la elección de instrumentos.

2.2.2 Calendario de transición e instrumentos de política

El diseño del régimen de metas de inflación contempló una transición progresiva iniciada en diciembre de 2015, con hitos operativos claramente identificables:

- Diciembre 2015: se desarticula el esquema de controles cambiarios vigente y se adopta un régimen de tipo de cambio flotante. Se liberaliza el acceso al mercado de divisas y se eliminan restricciones al comercio exterior.
- Marzo 2016: el BCRA comienza a establecer una tasa de política monetaria explícita, inicialmente a través de un corredor de pases y luego mediante licitaciones de LEBAC.
- Julio 2016: se publica el primer Informe de Política Monetaria (IPOM) con lineamientos de orientación monetaria basados en metas implícitas, aunque sin institucionalización formal del régimen.
- Septiembre 2016: se oficializa la adopción del régimen de metas de inflación y se anuncian las metas anuales; 2017 entre 12%-17%, 2018: entre 8%-12%, 2019: entre 3,5%-6,5%
- Enero 2017: el BCRA redefine su tasa de política monetaria, adoptando como referencia el centro del corredor de pases pasivos a 7 días, con lo cual las LEBAC dejan de cumplir esa función operativa.

Según el documento institucional publicado en septiembre de 2016, el régimen se sustentaba en la credibilidad de las metas para coordinar expectativas y permitir que la política monetaria actúe con mayor eficacia a través del canal de tasas reales. En esta línea, el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) fue reactivado como herramienta central para monitorear el proceso de anclaje de expectativas inflacionarias.

2.2.3 Mecanismo de transmisión: tasa de interés y expectativas

El diseño del régimen se apoyaba en el supuesto de que la inflación, al ser un fenómeno monetario, podía ser controlada a través de la demanda agregada influida por la tasa de interés real.

En el IPOM de octubre de 2016, el BCRA afirmaba que “la tasa de interés real positiva y consistente con el objetivo de desinflación constituye la herramienta clave para la conducción de la política monetaria”. A partir de esta premisa, la autoridad monetaria apuntaba a moderar la expansión de la demanda interna, reducir la inflación esperada y evitar presiones cambiarias excesivas, en el marco de un esquema de tipo de cambio flotante.

No obstante, el propio BCRA reconocía que los mecanismos de transmisión monetaria presentaban debilidades estructurales. El acceso al crédito era limitado, y la economía argentina mostraba una estructura de precios fuertemente influida por mecanismos de indexación formal e informal. Esta configuración confería inercia al proceso inflacionario y restringía la capacidad de la política monetaria para incidir eficazmente sobre las decisiones de precios y salarios.

2.2.4 Supuestos implícitos y limitaciones del diseño

El régimen adoptado presentaba una serie de supuestos implícitos. En primer lugar, se asumía que la credibilidad institucional del BCRA podría ser rápidamente reconstruida a través de una política de comunicación activa, lo que permitiría anclar las expectativas inflacionarias en un horizonte cercano. Este supuesto contrastaba con la realidad de una autoridad monetaria cuya reputación había sido erosionada en años previos.

En segundo lugar, el esquema partía de la hipótesis de que una política monetaria suficientemente restrictiva bastaría para inducir una desinflación sostenida, incluso en ausencia de un programa fiscal paralelo de consolidación estructural.

Otro supuesto relevante fue la expectativa de un pass through decreciente del tipo de cambio hacia los precios internos. Sin embargo, durante la primera etapa del régimen, los movimientos cambiarios continuaron trasladándose con intensidad a la inflación, afectando la dinámica de precios.

Finalmente, se anticipaba que el esquema de metas podría convivir con una corrección progresiva de precios relativos (en particular tarifas y combustibles) sin generar desvíos significativos respecto de las metas anuales. En la práctica, este proceso deterioró la credibilidad del programa y dificultó el anclaje de expectativas.

2.2.5 Evaluación del cumplimiento de los prerequisites teóricos

En el caso argentino, una evaluación sistemática de los prerequisites sugiere que, si bien se avanzó en algunos aspectos relevantes, persistían debilidades estructurales que condicionaban la efectividad del régimen desde su inicio. La tabla 1 resume el contraste entre los prerequisites teóricos y la situación macroeconómica e institucional del país en 2015 - 2016.

Como se observa, la implementación del régimen en Argentina no se apoyó sobre un entorno institucional robusto, tal como recomiendan los casos exitosos documentados en la literatura. Esto sugiere la existencia de una brecha entre el modelo teórico

adoptado y las condiciones concretas del país, que generó desafíos importantes para la consolidación del esquema.

En particular, el problema de la dominancia fiscal se mantuvo como un obstáculo central. Tal como advierte De Gregorio (2007), en contextos donde el financiamiento del déficit compromete la independencia del banco central, los esfuerzos por controlar la inflación tienden a ser percibidos como inconsistentes. En Argentina, esto se manifestó en la necesidad de esterilizar grandes volúmenes de liquidez mediante LEBACs, lo que incrementó los pasivos remunerados del BCRA y generó vulnerabilidades adicionales en términos de sostenibilidad monetaria.

Tabla 1: Evaluación de los prerequisites para metas de inflación en Argentina

Prerrequisito teórico	Situación en Argentina (2015 – 2016)
Independencia del banco central	Autonomía legal vigente desde 2002, pero credibilidad erosionada por el financiamiento sistemático al Tesoro.
Compromiso fiscal sostenible	Déficit primario elevado (>5% del PIB en 2015). Se redujo la asistencia directa, pero sin un plan de consolidación creíble.
Sistema estadístico confiable	El INDEC fue reformulado en 2016, pero las series estadísticas aún no eran completas ni plenamente aceptadas por el mercado.
Tipo de cambio flexible sin uso como ancla alternativa	Transición reciente desde un régimen con controles; el tipo de cambio flotaba con intervenciones del BCRA.
Inflación moderada y expectativas ancladas	Inflación elevada y expectativas desancladas. Las proyecciones del REM indicaban desconfianza en el cumplimiento de metas.
Canales de transmisión de política monetaria operativos	El canal de tasa de interés era débil, dada la escasa profundidad del sistema financiero y la inercia inflacionaria estructural.
Comunicación clara y rendición de cuentas institucionalizada	Se implementó un esquema formal de comunicaciones, pero sin un historial consolidado de cumplimiento de metas.

Elaboración propia en base a Batini y Laxton, Fraga et al., y fuentes oficiales

A su vez, el rezago en la recuperación de la credibilidad institucional limitó la eficacia del canal de expectativas. La ausencia de un anclaje fiscal sólido, junto con la debilidad de los canales de transmisión y la fragilidad de la credibilidad del BCRA, limitaron desde el inicio su efectividad como herramienta de estabilización.

Estas tensiones no implican necesariamente que el régimen estuviera deficientemente diseñado desde el punto de vista técnico, pero sí ponen de relieve que su implementación se anticipó a la consolidación de los pilares institucionales necesarios para sostenerlo en el tiempo.

2.3. Implementación y Resultados Obtenidos

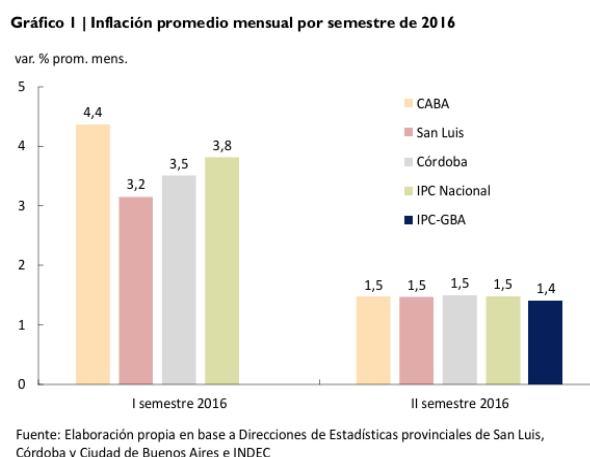
2.3.1. Evolución de la inflación y expectativas del mercado

a. Inflación observada (2016–2018)

En 2016, la inflación mensual presentó una marcada volatilidad. Durante el primer semestre, el aumento de precios reflejó el impacto combinado de la salida del cepo cambiario, la devaluación del peso, la liberación de tarifas y una expansión monetaria inicial significativa. En este período, abril registró la variación mensual más elevada del año (6,5%), y el promedio semestral de inflación mensual se ubicó entre 3,2% y 4,4%, según la región considerada.

En el segundo semestre, en cambio, se verificó una desaceleración significativa: la inflación mensual promedio descendió al 1,5%, y la inflación nacional acumulada pasó del 25,1% en el primer semestre al 9,2% en el segundo.

Grafico 1: Inflación promedio mensual por semestre 2016

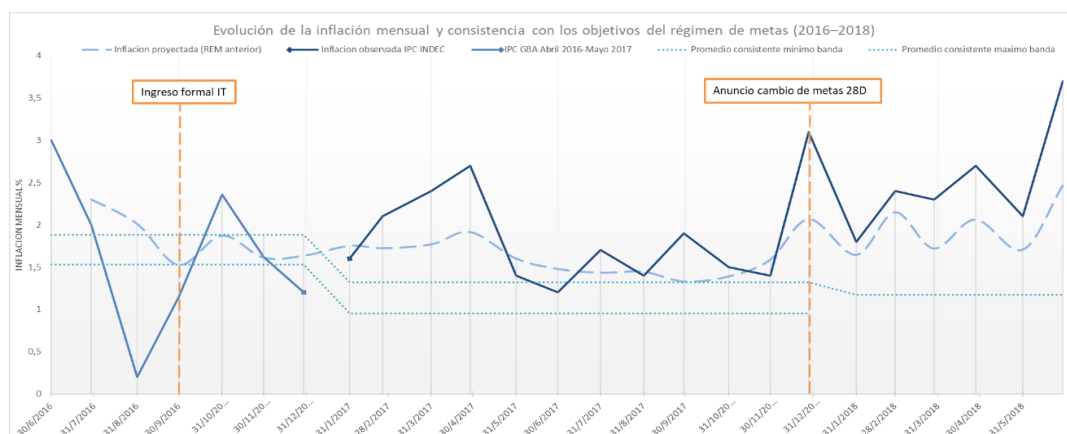


Metas de inflación: presentación institucional. BCRA.

En 2017, con metas formales fijadas en un rango del 12% al 17%, la inflación general anual se ubicó en 24,8%. Tal como se observa en el gráfico 2, la persistencia de una inflación mensual superior al 1,5% dificultó la convergencia hacia la meta.

De manera complementaria, el gráfico 3 ilustra el desvío mensual de la inflación observada respecto del promedio máximo compatible con el cumplimiento de la meta. La magnitud creciente de dicho desvío a lo largo de 2017 evidencia un deterioro progresivo del anclaje nominal y refuerza la conclusión de que el régimen de metas enfrentó dificultades crecientes para cumplir su función estabilizadora.

Grafico 2: Evolución de la inflación mensual y consistencia con los objetivos del régimen de metas (2016-2018)



Elaboración propia en base INDEC y BCRA

Grafico 3: Desvío mensual de la inflación observada respecto del objetivo máximo del régimen de metas (2016 – 2018).



Elaboración propia en base INDEC y BCRA

b. Expectativas de inflación: resultados del REM

El Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM), relanzado por el BCRA en junio de 2016, evidencio de manera sistemática una brecha entre las metas oficiales de inflación y las proyecciones interanuales del mercado, lo que pone en evidencia las dificultades del régimen para anclar expectativas.

El REM publica múltiples indicadores de inflación esperada mensual (horizonte de 6 meses), acumulada, núcleo, pero el principal dato comparado por el BCRA con sus metas es la inflación interanual proyectada para diciembre (*punta a punta*), tanto del nivel general del IPC nacional como de su componente núcleo. Estas estimaciones representan la variación esperada de precios entre diciembre de un año y diciembre del siguiente, y lo vemos en el grafico 4.

Las principales proyecciones relevadas fueron:

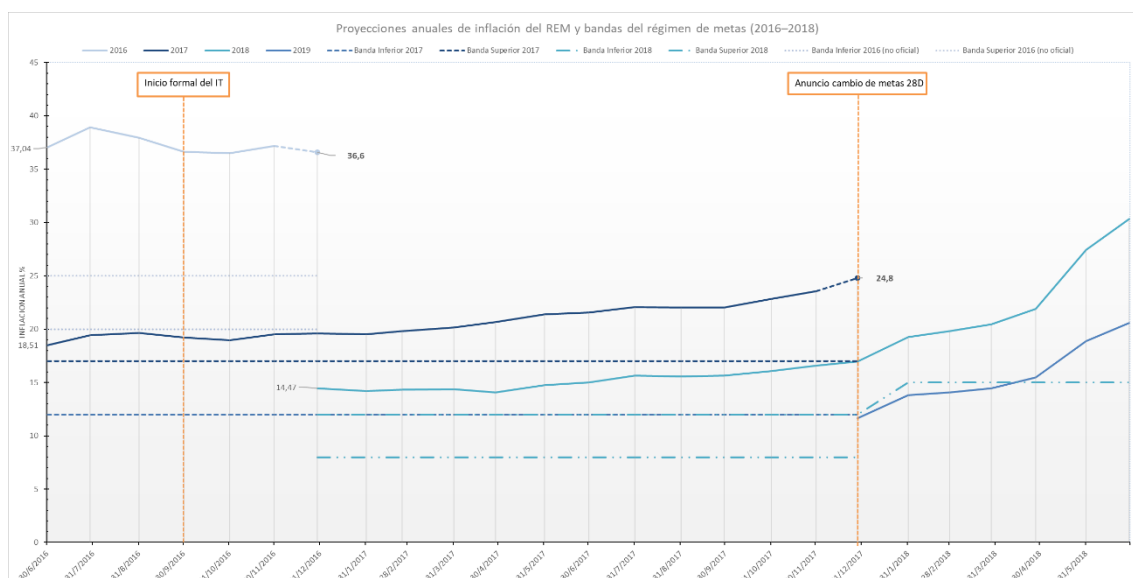
- En diciembre de 2016, los analistas proyectaban una inflación interanual para diciembre de 2017 de 20,8% para el IPC general nacional y 17,4% para el IPC núcleo.

- En abril de 2017, el REM estimaba 21,2% de inflación general interanual y 17,7% de inflación núcleo.
- En julio de 2017, la mediana de expectativas se mantenía en torno a 21,6%, consolidando una tendencia de sobreestimación respecto del rango meta oficial (12–17%).

Estas proyecciones se mantuvieron entre 3 y 5 puntos porcentuales por encima del techo de las metas, reflejando la persistente desconfianza del mercado en la capacidad del BCRA para cumplir con sus objetivos anunciados. Este fenómeno, documentado en la literatura sobre regímenes de este tipo en economías emergentes, pone en evidencia un problema de anclaje de expectativas, que limitó la efectividad de la tasa de interés como mecanismo de desinflación.

Finalmente, en enero de 2018 luego del cambio de metas anunciado por el Poder Ejecutivo el 28 de diciembre de 2017, el REM ajustó su proyección de inflación para 2018 al 17,4%, superando también el nuevo objetivo del 15% para ese año.

Grafico 4: Proyecciones anuales de inflación del REM y bandas del régimen de metas (2016 – 2018).



Elaboración propia en base INDEC y BCRA.

c. Tasa de interés de política monetaria (LEBAC y pases pasivos)

Durante 2016, el instrumento de política fue la tasa de corte de las LEBAC a 35 días:

- Diciembre 2015: 38% (post devaluación)
- Marzo 2016: 38%
- Julio 2016: 30,25%
- Noviembre 2016: llega a 24,75%

Desde enero de 2017, la tasa de política pasó a ser el centro del corredor de pasivos pasivos a 7 días:

- Enero - abril 2017: mantenida en 24,75%
- 11 de abril 2017: sube a 26,25%
- Octubre – diciembre 2017: estabilidad, hasta la baja en diciembre tras la conferencia del 28/12.

El corredor de tasas se fue ajustando para contrarrestar las fluctuaciones de precios, aunque sin lograr quebrar la inercia inflacionaria ni alinear las expectativas.

2.3.2 Desafíos enfrentados

a. Conflictos entre política monetaria y fiscal

Uno de los principales obstáculos que enfrentó la implementación del régimen de metas de inflación fue la falta de una coordinación efectiva entre la política monetaria, conducida por el BCRA, y la política fiscal del Poder Ejecutivo. Esta disociación, señalada tanto en informes oficiales como en la literatura especializada, debilitó la capacidad del régimen para anclar expectativas, consolidar credibilidad y alcanzar una desinflación sostenida.

Evolución del financiamiento fiscal

Con el objetivo de reducir la dependencia del financiamiento monetario, el Programa Financiero 2016 fijó un tope de \$160.000 millones para las transferencias del BCRA al Tesoro Nacional, entre adelantos transitorios y utilidades. Esta cifra representó una reducción del 20% en términos reales respecto de 2015 y constituyó un primer paso hacia la reversión del esquema de dominancia fiscal.

En 2017, el Presupuesto preveía un otorgamiento neto de \$90.000 millones en adelantos, sobre un total autorizado de \$430.950 millones. Sin embargo, la estrategia de reducción del financiamiento monetario fue complementada por un aumento del endeudamiento externo, lo que implicó una reconfiguración de los pasivos del sector público más que una consolidación fiscal genuina.

Esterilización monetaria y expansión de pasivos del BCRA

El ingreso de divisas por colocaciones de deuda exigió al BCRA absorber los pesos inyectados al sistema mediante la venta de dólares al Tesoro. Para evitar una expansión de la base monetaria con efectos inflacionarios, la autoridad monetaria recurrió a una colocación masiva de LEBACs, generando un crecimiento acelerado de sus pasivos remunerados.

Según datos del *IPOM de abril 2017*, entre diciembre de 2015 y abril de 2017 el stock conjunto de LEBACs y pasivos pasivos se incrementó en aproximadamente \$635.000 millones, equivalente a un aumento del 190%. Solo en 2017, el stock de LEBACs en manos del sector privado creció un 127%, y en el primer trimestre de 2018 se añadió un 27% adicional.

Esta dinámica planteaba una doble vulnerabilidad: por un lado, el creciente costo cuasifiscal asociado al pago de intereses; por otro, el riesgo de interrupciones si no se lograba renovar sistemáticamente los vencimientos. El esquema se volvía cada vez más

dependiente de tasas elevadas para evitar desarmes, reforzando una dinámica circular que limitaba la flexibilidad de la política monetaria.

Incompatibilidad de metas y señales contradictorias

A pesar del compromiso discursivo con la consolidación fiscal, la política presupuestaria mantuvo un enfoque gradualista, orientado a sostener la demanda agregada mediante gasto público e inversión en infraestructura. En 2017, el déficit primario del Sector Público Nacional No Financiero alcanzó el 3,9% del PIB, apenas por debajo de la meta. Esta orientación fiscal expansiva contrastaba con el sesgo contractivo que intentaba sostener el BCRA a través de tasas reales positivas.

La literatura advierte que este tipo de inconsistencias limita la efectividad de los regímenes de metas de inflación, ya que introduce señales contradictorias que erosionan el canal de expectativas. Como sostiene Rubini (2017), “no se ha generado una tecnología de compromiso que obligue al Tesoro a reducir el déficit ni al BCRA a reducir el stock de pasivos monetarios y no monetarios”.

b. Impacto de shocks externos y locales

Durante el período analizado, el régimen de metas de inflación debió enfrentar una serie de shocks locales e internacionales que complejizaron el cumplimiento de los objetivos propuestos. Si bien estos factores eran en su mayoría exógenos al accionar directo del BCRA, pusieron en evidencia las limitaciones de operar con un régimen basado exclusivamente en la tasa de interés, sin herramientas adicionales de intervención ni coordinación macroeconómica.

Corrección de precios relativos y tarifas reguladas

Uno de los principales shocks locales fue el proceso de normalización de precios relativos, particularmente las tarifas de servicios públicos que permanecían congeladas desde hacía varios años. Esta recomposición tuvo un impacto significativo sobre el índice de precios al consumidor y representó un componente sistemático de desvío respecto de las metas:

- En el primer trimestre de 2017, los precios regulados explicaron aproximadamente el 40% del aumento del nivel general, destacándose un alza del 90% en la tarifa eléctrica (IPC GBA).
- A diciembre de 2017, la variación interanual de estos precios fue de 38,7%, frente al 24,8% del IPC general y al 21,1% de la inflación núcleo.
- El *IPOM de octubre de 2017* indicaba que los ítems regulados acumulaban un aumento del 23,2% en lo que iba del año, lo que los consolidaba como el principal impulsor inflacionario fuera del control directo de la política monetaria.

Este fenómeno limitó el margen de acción del BCRA, al reducir la capacidad del régimen para guiar el proceso desinflacionario a través de la inflación núcleo y las expectativas.

Volatilidad cambiaria y pasajes a precios (pass through)

Rubini (2017) señala que, a pesar de la intención declarada de mantener un esquema de flotación libre, en la práctica se realizaron ventas de divisas durante julio y agosto de 2017 para contener presiones cambiarias. Estas intervenciones respondieron a un aumento en la demanda especulativa de dólares.

Adicionalmente, la apreciación real del tipo de cambio durante buena parte de 2017 redujo la competitividad externa, generando presiones sobre la balanza de pagos y sobre la sostenibilidad de la política monetaria contractiva.

Shocks externos y exposición a flujos de capitales

En el plano internacional, si bien no se registraron crisis globales, el contexto financiero externo representó una fuente de vulnerabilidad creciente para el régimen. La estrategia fiscal basada en endeudamiento externo intensificó la exposición del país a los ciclos de tasas de interés globales y a la percepción de riesgo país:

- En 2016, el ingreso neto de capitales fue de USD 29.131 millones, de los cuales USD 13.725 millones fueron absorbidos por el BCRA para fortalecer reservas, mientras que el resto se destinó al financiamiento del déficit de cuenta corriente.
- Este flujo masivo fue principalmente explicado por emisiones del sector público no financiero, lo que generó una alta dependencia de los mercados internacionales.
- Según el IPOM de abril de 2017, la combinación de crecimiento económico en EE.UU. y suba de tasas de interés externas incrementaba el riesgo de reversión de flujos hacia América Latina.

En ese marco, el esquema de metas se aplicó en un país sin controles de capital, con reservas aún reducidas en comparación regional y con un mercado financiero poco desarrollado, condiciones que aumentaban la fragilidad frente a shocks externos.

c. Dificultades para reducir la inflación sin herramientas adicionales

El régimen de metas de inflación adoptado por el Banco Central de la República Argentina (BCRA) entre 2016 y 2017 se estructuró en torno solo al uso de la tasa de interés de corto plazo como único instrumento de política monetaria. Durante gran parte de 2016, esta tasa se fijaba a través del rendimiento de las LEBACs a 35 días, que funcionaban simultáneamente como instrumento de absorción de liquidez y como tasa de referencia del sistema financiero. A partir de enero de 2017, el BCRA formalizó una transición hacia el uso de la tasa de pasivos pasivos a 7 días como tasa de política monetaria, buscando mejorar el control directo de la liquidez de corto plazo y alinear su marco operativo con los estándares internacionales.

Limitada capacidad de la tasa de interés como único instrumento

Aunque el BCRA aplicó tasas de interés reales positivas, el impacto efectivo sobre las decisiones de consumo, inversión y formación de precios fue acotado. La economía argentina, no ofrecía un canal de transmisión suficientemente amplio ni profundo para garantizar una propagación efectiva del sesgo antiinflacionario hacia la economía real.

En este sentido, Rubini (2017) advierte que en una economía pequeña y abierta como la argentina, con libre movilidad de capitales y tipo de cambio flotante, la capacidad efectiva del banco central para controlar expectativas y la dinámica de la inflación utilizando únicamente una tasa interbancaria a 7 días es muy limitada. Esta restricción se ve agravada, además, por la existencia de rigideces institucionales, altos costos de transacción y la baja profundidad del sistema financiero formal, que dificultan el pleno funcionamiento de los canales de transmisión monetaria.

La existencia de expectativas de inflación desancladas, junto con mecanismos de indexación formal e informal en numerosos contratos, reducía aún más la sensibilidad de la inflación a las variaciones en la política monetaria, condicionando así la efectividad del régimen de metas de inflación.

Expansión de pasivos remunerados y vulnerabilidad cuasifiscal

El diseño operativo basado en las LEBACs como vehículo de absorción monetaria derivó en una expansión significativa de los pasivos remunerados del BCRA. Esta estrategia, necesaria para evitar presiones inflacionarias inmediatas producto del financiamiento fiscal indirecto y de las compras de divisas, generó a su vez nuevas vulnerabilidades:

- Entre diciembre de 2015 y abril de 2017, el stock de LEBACs y pasivos pasivos creció en aproximadamente \$635.000 millones, es decir un aumento del 190%.
- En 2017, las LEBACs en manos del sector privado crecieron un 127%, mientras que en los primeros tres meses de 2018, registraron un incremento adicional del 27%.

Este proceso generó un déficit cuasifiscal creciente, derivado del pago de intereses necesarios para sostener las tasas de renovación de las LEBAC. En la medida en que el BCRA necesitaba mantener tasas elevadas para evitar una salida masiva de fondos hacia activos alternativos (como dólares), se configuraba una dinámica circular: a mayor tasa, mayor costo de esterilización, y mayor incertidumbre sobre la sostenibilidad financiera del esquema.

Esta situación restringía la flexibilidad de la política monetaria futura y elevaba el riesgo de una reversión abrupta del stock de pasivos, en caso de pérdida de confianza o cambios de expectativas. Al anticiparse la necesidad potencial de emisión futura para cubrir estos compromisos, se erosionaba el anclaje de expectativas, debilitando el poder desinflacionario del esquema.

Ausencia de instrumentos complementarios y consistencia macroeconómica

El régimen también careció de herramientas complementarias que reforzaran el efecto de la tasa de interés sobre la inflación. A diferencia de otras experiencias exitosas en economías emergentes, en Argentina no se implementaron:

- Intervenciones cambiarias sistemáticas o reglas explícitas que permitieran amortiguar la volatilidad del tipo de cambio y su pass through hacia precios internos.
- Instrumentos macroprudenciales específicos que moderaran los efectos secundarios de tasas de interés elevadas sobre el sistema financiero o sobre el comportamiento de los agentes.
- Una coordinación efectiva con la política fiscal, como se analizó previamente, que redujera la necesidad de financiamiento monetario y respaldara el objetivo de desinflación.

La experiencia argentina ilustra, por tanto, una de las advertencias más relevantes de la literatura sobre metas de inflación en economías emergentes: la dependencia exclusiva

de la tasa de interés en contextos de baja credibilidad, alta inflación previa y condiciones estructurales frágiles puede resultar insuficiente para lograr una desinflación sostenida.

2.3.3 Revisión de la credibilidad del BCRA y las intervenciones políticas sobre sus decisiones

La construcción de credibilidad institucional en un contexto adverso

Durante 2016 y 2017, se avanzó en diversas dimensiones con ese objetivo:

- Reestructuración del sistema estadístico y publicación de informes técnicos con nuevas metodologías.
- Definición de metas cuantitativas explícitas, calendarizadas y comunicadas públicamente.
- Mayor transparencia en las decisiones de política monetaria a través del IPOM, REM y comunicados del Consejo de Política Monetaria.

Estas medidas lograron una recuperación parcial de la percepción del BCRA como institución autónoma. Sin embargo, la credibilidad seguía siendo frágil y dependiente del respaldo político del Poder Ejecutivo para sostener la independencia operativa de la entidad y sus decisiones técnicas.

El punto de inflexión: la conferencia del 28 de diciembre de 2017

El 28 de diciembre de 2017 marcó un punto de inflexión en la trayectoria institucional del régimen. En una conferencia de prensa conjunta, encabezada por el Jefe de Gabinete Marcos Peña y los ministros Nicolás Dujovne (Hacienda), Luis Caputo (Finanzas) y el presidente del BCRA Federico Sturzenegger, se anunció una modificación de la meta de inflación para 2018: del rango original de 8 -12% al nuevo objetivo del 15%.

Más allá del contenido de la decisión, la forma de comunicarla generó un impacto considerable. La presentación conjunta, sin una defensa técnica autónoma por parte del BCRA, fue percibida como una señal de interferencia del Poder Ejecutivo en la conducción monetaria. La centralización política de la medida cuestionó la autonomía formal del BCRA, uno de los supuestos básicos del régimen.

Consecuencias inmediatas: pérdida de ancla y deterioro de expectativas

Los efectos de este episodio fueron inmediatos y significativos:

- La credibilidad del régimen se vio comprometida, al quedar en duda la autonomía del BCRA como institución independiente.
- Las expectativas de inflación para 2018, que el REM había estimado en 17,4% a fines de diciembre, aumentaron a 19,4% en enero, registrando la mayor suba intermensual del período, lo que resulta especialmente significativo dado que la nueva meta oficial para 2018 había sido elevada del 10% al 15%. Es decir, aun cuando se flexibilizó el objetivo, el mercado respondió con un mayor escepticismo respecto de su cumplimiento.
- El tipo de cambio experimentó presiones alcistas y los mercados de deuda reaccionaron negativamente, en un contexto de creciente desconfianza respecto a la orientación general de la política económica.

Como reconoció posteriormente el propio Sturzenegger, el anuncio del 28 de diciembre representó un evento crítico en términos de credibilidad, al debilitar la herramienta más relevante del régimen: su capacidad de anclar expectativas de manera creíble. A partir de ese momento, el esquema de metas de inflación quedó significativamente erosionado, anticipando su posterior abandono.

2.4. Evaluación sobre abandono del plan: ¿fallas internas o decisión política?

2.4.1 Factores técnicos: limitaciones del régimen en el contexto argentino

Como fue documentado en los capítulos anteriores, el régimen de metas de inflación implementado por el BCRA enfrentó un conjunto de restricciones técnicas que condicionaron seriamente su eficacia. Entre las principales limitaciones se destacan:

- La ausencia de varios prerequisites institucionales básicos, como una independencia creíble del banco central, una coordinación fiscal efectiva y un sistema financiero profundo.
- El excesivo grado de optimismo de los supuestos (pass through de tipo de cambio y tarifas).
- La inflación observada y las expectativas captadas por el REM superaron de forma sistemática los objetivos establecidos, lo que evidenció la fragilidad del canal de expectativas en un entorno de credibilidad limitada.
- La utilización exclusiva de la tasa de interés como herramienta de política monetaria resultó insuficiente, debido a la alta inercia inflacionaria, la escasa bancarización y la débil transmisión a precios.
- La necesidad de absorber el exceso de liquidez derivado del financiamiento fiscal indirecto y del ingreso de divisas por endeudamiento externo generó un incremento sostenido del stock de LEBAC.

2.4.2 Factores políticos y decisión del Poder Ejecutivo

Como se analizó en el punto 2.3.3, la conferencia del 28 de diciembre de 2017 constituyó un punto de inflexión institucional en el esquema de metas de inflación en Argentina. Si bien el régimen ya enfrentaba restricciones técnicas severas, fue una decisión política del Poder Ejecutivo la que reconfiguró de manera sustantiva su aplicación operativa.

En palabras del entonces presidente del BCRA, “muchos países experimentan desvíos de sus metas, pero las metas funcionan como ancla de expectativas independientemente de si se logran o no”. La forma del anuncio, realizado fuera del ámbito institucional del Banco Central, acentuó la lectura del mercado sobre una pérdida de independencia operativa, debilitando el pilar central del régimen: la credibilidad del compromiso con la estabilidad de precios.

Este episodio marcó, en los hechos, la pérdida de autonomía efectiva del Banco Central durante la presidencia de Sturzenegger, y debilitó gravemente las bases institucionales del régimen.

CONCLUSIONES

El análisis desarrollado muestra que el régimen de metas de inflación enfrentó múltiples restricciones técnicas e institucionales desde su implementación. Sin embargo, estas dificultades no implicaban una imposibilidad estructural para sostener el esquema. A pesar de los resultados desalentadores, los regímenes de metas de inflación pueden atravesar desvíos temporales respecto de sus metas sin abandonar el marco general, mediante ajustes en los horizontes de cumplimiento o mayor flexibilidad operativa.

Por tanto, si bien existieron fallas importantes en el diseño y en las condiciones iniciales, estas no explican por sí solas el abandono del régimen. El análisis completo requiere considerar también los factores políticos e institucionales que condicionaron su sostenibilidad. El caso argentino aporta así una lección relevante al debate sobre metas de inflación en economías emergentes: sin una base institucional sólida, sin coherencia entre las políticas fiscales y monetarias, y sin resguardo efectivo de la independencia del banco central, estos regímenes difícilmente logran cumplir su propósito de estabilización. La credibilidad no es un prerequisite inalcanzable, pero requiere consistencia técnica, transparencia y respaldo político sostenido para construirse.

Desde esta perspectiva, hay algunas alternativas podrían haberse considerado para mejorar la implementación del régimen. Por ejemplo, adoptar una meta de inflación más realista y gradual, acompañada por un horizonte de convergencia más extenso, que contemplara mejor la complejidad del entorno macroeconómico. Asimismo, una evaluación más prudente de los supuestos iniciales podría haber evitado errores de diagnóstico que afectaron la estrategia general. El fortalecimiento institucional del BCRA, con mayor autonomía formal y un blindaje político más robusto frente a presiones del Ejecutivo, habría sido clave para sostener la credibilidad, incluso frente a desvíos temporales. En esa línea, el respaldo explícito y sostenido del conjunto del equipo económico y del Poder Ejecutivo habría otorgado mayor coherencia a la política económica y reducido los costos de señalización ante los agentes del mercado.

Para economías emergentes que enfrenten condiciones similares, el caso argentino deja al menos tres enseñanzas clave: primero, que la coordinación entre políticas macroeconómicas es un requisito, no un complemento, especialmente en contextos de dominancia fiscal; segundo, que la comunicación debe ser clara, coherente y respaldada por hechos, en particular durante episodios de volatilidad; y tercero, que la secuencia importa: adoptar un régimen de metas de inflación sin haber consolidado previamente un marco institucional creíble puede debilitar su efectividad e incluso acelerar su fracaso.

Como limitación del análisis, cabe señalar que el estudio se concentró en aspectos macroeconómicos e institucionales generales, sin profundizar en la dinámica microeconómica del sistema financiero. En este sentido, quedan abiertas futuras líneas de investigación que podrían aportar evidencia empírica más precisa sobre el grado de transmisión de la tasa de interés en contextos de baja credibilidad, o sobre la interacción entre política fiscal y monetaria bajo dominancia fiscal.

En definitiva, el caso argentino constituye un ejemplo ilustrativo de los riesgos que enfrentan los países cuando adoptan políticas sustentadas en supuestos excesivamente optimistas y sin un consenso político duradero. La experiencia muestra que la credibilidad no es un prerequisite inalcanzable, pero requiere consistencia técnica, coordinación fiscal y monetaria, transparencia y respaldo político sostenido para construirse. El éxito de un régimen como el de metas de inflación depende, en última instancia, no solo de su diseño técnico, sino también y quizás principalmente de su viabilidad política e institucional.

BIBLIOGRAFÍA

- Batini, N., & Laxton, D. (2006). *Under what conditions can inflation targeting be adopted successfully?* IMF Working Paper 06/254. International Monetary Fund.
- Banco Central de la República Argentina. (2016–2018). *Informes de Política Monetaria (IPOM Mayo 2016 - IPOM Julio 2016 - IPOM Octubre 2016 - IPOM Enero 2017 - IPOM Abril 2017 - IPOM Julio 2017 - IPOM Octubre 2017 - IPOM Enero 2018)*.
- Banco Central de la República Argentina. (2016). *Presentación oficial del régimen de metas de inflación*.
- Calvo, G. A., & Végh, C. A. (1999). *Inflation stabilization and BOP crises in developing countries*. J. B. Taylor & M. Woodford (Eds.), Handbook of macroeconomic
- Céspedes, L. F., Chang, R., & Velasco, A. (2012). *Is inflation targeting still on target?* IMF Economic Review. International Monetary Fund.
- De Gregorio, J. (2007). *Inflation targeting in Latin America*. CEPR Discussion Paper No. 5825.
- De Gregorio, J. (2006). *Macroeconomía*. Alfaomega Grupo Editor.
- Di Tella, R. (2021). *Comentarios sobre Macri's Macro de Sturzenegger*. Working Paper 20-025, Harvard Business School.
- Fraga, A., Goldfajn, I., & Minella, A. (2003). *Inflation targeting in emerging market economies*. NBER Working Paper No. 10019. National Bureau of Economic Research.
- Fondo Monetario Internacional. (2005). *Stabilization and reform in Latin America: A macroeconomic perspective on the experience since the early 1990s*. International Monetary Fund.
- Ilizetzi, E., Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2017). *Exchange arrangements entering the twenty-first century: Which anchor will hold?* (NBER Working Paper No. 23134). National Bureau of Economic Research.
- Parrado, E. (2004). *Inflation targeting and exchange rate rules in an open economy*. IMF Working Paper 04/21. International Monetary Fund.
- Rubini, H. (2017). *Metas de inflación: De la teoría a su aplicación en Argentina*. Revista Argentina de Economía.
- Svensson, L. E. O. (1999). *Inflation targeting: Some extensions*. NBER Working Paper No. 7261. National Bureau of Economic Research.
- Sturzenegger, F. (2021). *Macri's Macro: The Meandering Road to Stability and Growth*. Documento de trabajo, Universidad de San Andrés.