

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ESTADÍSTICA
UNIVERSIDAD NACIONAL DE ROSARIO

LICENCIATURA EN ECONOMÍA
SEMINARIO DE INTEGRACIÓN Y APLICACIÓN
TRABAJO FINAL

“Las capacidades del Estado y su implicancia en las políticas
económicas”

La gestión de Sturzenegger, en la presidencia del Banco Central,
desde la óptica de la teoría de política óptima.

Alejandro Gabriel Méndez
Legajo: M-7173/1

DOCENTE A CARGO DE LA COMISIÓN: Pablo Gorban.
1° Cuatrimestre de 2020

Resumen

El presente trabajo aplica los principios de economía monetaria y política económica para entender la condición inicial de la economía en la asunción de Federico Sturzenegger y las consecuencias de las políticas monetarias tomadas durante su presidencia en el Banco Central de la República Argentina desde el día 14 de diciembre del 2015 hasta el 14 de junio de 2018. El análisis de esta gestión, que se podría dividir en 2 periodos según el régimen monetario utilizado, muestra evidencia de la importancia de la credibilidad de las políticas monetarias ante los agentes económicos, resultando determinante tanto en la formación de políticas óptimas como también para la inviabilidad de una política económica. La credibilidad es el punto en donde confluyen la teoría de políticas económicas y, en específico, el régimen de metas de inflación ya que su funcionamiento está condicionado con la alta credibilidad que debe tener.

1) Introducción

Del carácter influyente, de las políticas, en las condiciones de vida de los miembros de una sociedad, surge la responsabilidad que cargan los diseñadores de dichas políticas. Esta responsabilidad es la que motiva, o debería motivar, a los diseñadores de política en tomar cursos de acciones óptimos en el logro de los distintos fines propuestos. De la enorme importancia que subyace a la toma de decisiones políticas, una gran cantidad de profesionales de diversas especialidades dedicaron estudios en teorizar a las políticas con la idea central que los gobiernos pueden llevar a cabo políticas racionales que permitan conseguir condiciones económicas y sociales óptimas.

Del análisis económico, en una sociedad existen muchas variables conocidas por las autoridades que afectan el accionar de los agentes económicos (personas), siendo la suma de individualidades el concepto de sociedad, y las acciones de estos individuos las que determinan el bienestar de la misma. El Estado no tiene el control de todas ellas, pero si tiene el control de algunas variables que le ayudan a influir en las que no posee este control directo. El Estado y una institución autárquica del Estado llamada Banco Central de la República Argentina, desde ahora BCRA, tienen repartido el control directo de algunas variables.

De la responsabilidad que cargan los diseñadores de política económica en general y la política monetaria surge la importancia de una correcta formación de políticas para el logro último de toda acción, que es un aumento en el bienestar. La política monetaria del BCRA bajo la gestión de Federico Sturzenegger tuvo una enorme relevancia en el bienestar de los argentinos, ya que desde 2005 hasta su asunción el país se encontraba en un camino de rápido ascenso en las tasas de inflación anuales. En otras palabras, el poder de compra del peso descendía cada año más y, por lo tanto, los que tuvieran posesiones de pesos sufrirían una pérdida económica equivalente a sus posesiones de pesos y la tasa inflacionaria.

Federico Sturzenegger asumió la presidencia del BCRA en Diciembre de 2015 bajo una muy compleja situación. Más específicamente, por la tasa de emisión monetaria que

estaba teniendo el BCRA, por el déficit fiscal, por las ventas de dólar futuro que por la brecha existente entre el dólar oficial y el dólar paralelo generaría un explosivo aumento en la emisión y, por último, por las escasas reservas internacionales, existía el riesgo de una gran aceleración en la tasa inflacionaria. De acuerdo con este problema, el deber del expresidente del BCRA fue la implementación de políticas monetarias que logre bajar la inflación y lograr estabilidad financiera, bajo sus propias palabras “devolverle la moneda a los argentinos” y “respetar la independencia del Banco Central” (Sturzenegger, 2015: 2).

La discusión que se plantea en este trabajo intentará responder a las siguientes cuestiones del caso: ¿Cuáles fueron los instrumentos de política monetaria que manipuló, para conseguir los objetivos propuestos? Del mismo modo ¿quién o quiénes fueron los encargados de la proposición de objetivos? ¿Qué limitantes externos tuvo Sturzenegger en su gestión? ¿Qué consecuencias le estaba produciendo el esquema o régimen monetario adoptado? ¿En qué aspectos de sus políticas se pudo mejorar?

2) Marco Teórico

En esta sección del trabajo se realizará un pequeño resumen de todos los conceptos teóricos que se requieren para analizar lo enunciado en la introducción. Para ello es necesario subdividir el marco teórico en 2: en primer lugar, la teoría estrictamente monetaria, pasando por el concepto de inflación, formas de controlar la inflación y el concepto de ancla nominal. En la segunda parte del marco teórico se va a tratar la teoría de política económica en general.

A) Teoría monetaria

¿Para qué existe el banco central? ¿Cuál es el rol en su economía? Estas dos preguntas se responden de manera similar, el Banco Central está para custodiar el valor de la moneda y su rol principal es cuidar que no pierda valor. Esto es lo que generalmente se encuentra en la carta orgánica de un Banco Central. Una carta orgánica es un documento que recoge las diversas normas que organizan el funcionamiento económico de la institución, como también nombra objetivos y su orden prioritario. Cuando una moneda pierde valor, se necesitan más unidades monetarias para comprar, por ejemplo, una canasta de bienes. En otras palabras, todos los bienes expresados en unidades monetarias suben. La inflación es por lo tanto la medición de esa pérdida de valor de la moneda. Para que se hable de inflación tiene que haber un aumento en el precio de todos los bienes en la economía pero sostenido en el tiempo.

Los procesos inflacionarios persistentes están, sin excepción, asociados a un incremento permanente y sostenido del stock de dinero. Aquí un modelo matemático para entender cómo se forma la inflación. Para una oferta nominal de dinero (M) dada, y un nivel de precios (P), la oferta real de dinero (M/P) será igual a la demanda (L). La demanda de dinero, relacionado a la tenencia de dinero de los agentes económicos, depende de varios factores, pero las 2 principales son: el ingreso agregado real (Y) con correlación positiva y el rendimiento o tasa de interés de los activos (i) con correlación negativa. Entonces, en cualquier período t , la oferta de saldos reales de dinero es igual a la demanda:

$$\frac{M}{P} = L(Y, i) \quad (1) \quad P = \frac{M}{L(Y, i)} \quad (2)$$

La ecuación (2) muestra entonces que el nivel de precios crecerá si aumentará el segundo miembro. O sea, si la oferta de dinero crece más que la demanda.

Que la inflación es fenómeno monetario es empíricamente indiscutible, sin embargo una relación causa-efecto que no se encuentra clara en la evidencia empírica es la relación cantidad de dinero y producto que esto se podría resolver por el lado de la teoría lógica. Un aumento en la cantidad dinero, en el largo plazo, no genera un aumento en el nivel de actividad pero, en el corto plazo, en algunos casos, si puede generarlo. Por esta situación y también por el hecho que la emisión monetaria puede financiar déficits fiscales, el poder ejecutivo tiene incentivos a influir las decisiones de política monetaria del Banco Central. Y por lo tanto, esto puede dañar la credibilidad en el compromiso explícito de una inflación baja, a menor credibilidad más rápido es el ajuste alcista de precios y menor resultado positivo en el producto. Es por ello que una gran cantidad de economistas recomiendan la independencia de la política monetaria de la influencia de los “ruidos” de las pujas políticas y de la influencia de los responsables de la política fiscal. Entonces el desafío para la autoridad monetaria no sólo es el de elegir la estrategia de política correcta para bajar la inflación, sino también hacerlo en base a anuncios creíbles de que no van a haber sorpresas inflacionarias.

En el largo plazo, todas las variables nominales (oferta monetaria, tasa de interés, tipo de cambio y nivel de precios) están interrelacionadas, este aspecto se debe tener en cuenta en el diseño de las políticas económicas. Gastaldi y Iunnisi (2014: 408) dicen lo siguiente: “La política de un país de mantener controlada la inflación requiere que los responsables de las políticas estén sujetos a algún tipo de restricción de largo plazo. Estas restricciones se denominan “anclas nominales” porque intentan anclar una variable nominal que se encuentra bajo el control potencial de la autoridad”. Se recomienda anclar el nivel de precios a una sola variable ya que, por el trilema monetario de las economías abiertas, el sistema tenderá a sobredeterminarse si se multiplican las anclas nominales.

Podemos resumir en tres los regímenes más importantes y sus respectivas anclas nominales para bajar la inflación. Ellos son:

- Metas de Tipo de Cambio. La Paridad de Poder Adquisitivo relativa establece que la tasa de devaluación tiene que ser igual al diferencial de inflación de los dos países. Por lo tanto, el Banco Central le establece metas a la variable tipo de cambio. Este régimen al funcionar con una regla de no desviarte de la paridad de moneda fijada, reduce el potencial de discrecionalidad y aumenta la certidumbre en el sector real.
- Metas Monetarias Cuantitativas. La teoría cuantitativa del dinero destaca que la inflación es igual a la diferencia de la tasa de crecimiento de la oferta monetaria y la tasa de crecimiento del producto, siendo la tasa de crecimiento monetario el ancla nominal en este régimen. Del mismo modo que el régimen anterior, se establece una regla de crecimiento monetario con la cual logra ajustar rápidamente las expectativas de inflación de los agentes. Estos dos primeros regímenes son muy usados para salir de una hiperinflación.
- Metas de inflación. Este régimen, también llamado “inflation targeting” es una versión relativamente flexible del funcionamiento en base a reglas (como los dos regímenes anteriores) en la discusión “discrecionalidad vs reglas”, ya mencionadas. Fisher sugiere un tercer método de anclaje mediante el uso de la tasa de interés nominal doméstica, según la cual, la inflación doméstica es igual a la diferencia entre la tasa de interés nominal doméstica y la tasa de interés real, usando como parámetro, la internacional. (Gastaldi y Iunnisi, 2014: 408-410)

Un ejemplo de este último puede ser: la economía mundial tiene una tasa de interés real de 2,5% libre de riesgo y supongamos que se quiere que la inflación termine en 3% o

cerca de ella. La tasa de interés nominal de largo plazo, correspondiente a esta inflación, sería 5,5%, utilizando la tasa de interés de corto plazo para influir en la de largo, ya que el Banco Central no cuenta con la posibilidad de control directo de ella. En este régimen no se determina la inflación sino la expectativa de inflación, solo en el método por tasa de interés. De ahí que, las discusiones se han centrado en el rol de un objetivo de inflación en una “regla de política” de un Banco Central como el “ancla nominal”, en vez de poner como regla a la variable, tasa de interés. Gracias a esto, se puede fijar una tasa de interés de corto plazo en respuesta a desviaciones de la inflación respecto a la meta, y de alguna medida de PIB potencial. Para su correcto funcionamiento, Galvis (2017: 16) explica que:

Este régimen tiene que estar constituido por cinco componentes, los cuales son: 1) un compromiso institucional con la estabilidad de precios como el principal objetivo de la política monetaria, 2) un anuncio Público de una meta de inflación a mediano plazo, 3) Una estrategia de información clara sobre los instrumentos de política concernientes, 4) Un aumento de la transparencia en la conducción de la política monetaria por medio de la comunicación del Banco Central con el público sobre sus planes, objetivos y decisiones, y 5) Una mayor rendición de cuentas por parte del Banco Central, al ministerio de economía y al público en general, sobre el alcance de las metas de inflación.

Por último, se requiere definir el concepto de esterilización de la cual se verá, mucho, más adelante. La esterilización es una política monetaria que se utiliza para compensar el efecto de los flujos monetarios de un país, procurando que no se altere la masa monetaria (total de dinero). Generalmente, se realizan para evitar la apreciación de la moneda del país, para evitar la pérdida de competitividad de las exportaciones y para combatir la inflación.

B) Teoría de la política óptima

Dado el marco teórico monetario, aquí se verá la formación de políticas monetarias, pero el objetivo más importante para la realización de esta parte del marco teórico es tener los conocimientos de las reglas generales de política económica para poder realizar una correcta contrastación con el caso práctico. La definición de política económica está compuesta por 4 elementos, ellos son: 1) la existencia de una autoridad que actúa como agente principal, 2) existencia de objetivos a la cual aspirar, 3) existencia de instrumentos o medios con los cuales se puede usar por la autoridad para lograr sus objetivos y 4) toma de acciones deliberadas, tratando de desarrollar y elegir las mejores vías de acción para cambiar la realidad económica.

Existen 3 tipos de clasificaciones de las políticas económicas, una temporal, una espacial y una por instrumento, aquí se desarrollara el último. Siguiendo a Cuadrado (2010: 47-48) se distingue una clasificación en función del carácter de los instrumentos, del cual podemos encontrar de 3 tipos:

- *Políticas Cuantitativas* son las que corresponden a todas aquellas modificaciones o variaciones en el nivel de los instrumentos ya existentes en economía, un ejemplo puede ser el cambio en la tasa de interés de un bono de corto plazo.
- *Políticas Cualitativas* son aquellas que se orientan a la introducción de cambios estructurales en la economía, aunque sin afectar a los aspectos esenciales de la organización económica y social, un ejemplo puede ser el cambio de los pasivos del banco central de un bono a otro con algunas características diferentes.

- Por último tenemos a las *Reformas Fundamentales* el fin último de este tipo de políticas es cambiar o modificar, totalmente o en parte, los fundamentos mismos del sistema económico. Según Tinbergen, con las reformas se pretende afectar los aspectos esenciales de la organización económica. Un ejemplo es una fuerte regulación al mercado financiero y cambiario.

Bajo la denominación genérica de instrumentos se integran todas aquellas variables que los policymakers pueden utilizar para tratar de alcanzar los objetivos finales fijados para una determinada política económica. Una de ellas se denomina variable objetivo, el cual, considera variables endógenas que la política económica toma como referencia o como meta. Un instrumento específico es un parámetro que puede ser controlado por las autoridades económicas, esta variable se la considera exógena. Y una política concreta consistirá en un conjunto de metas definidas de manera bien determinada y el uso de uno o más instrumentos para lograrlo. El último concepto, el de política óptima, se encuentra en el marco de la teoría microeconómica de equilibrio general. Partiendo de los postulados del óptimo de Pareto, los diseñadores de política elaboran diferentes estrategias para garantizar el equilibrio entre los agentes económicos a través del tiempo con un costo mínimo a nivel social. Estas estrategias de política económica que conducen a la economía a alcanzar el máximo beneficio social con el menor costo, se denomina política óptima. El problema básico en la elaboración de las políticas públicas es la definición de un principio de selección que permita establecer cuáles son las mejores combinaciones de instrumentos y objetivos para obtener el máximo beneficio social. Este principio de selección debería ser neutral y objetivo en aquellas combinaciones de objetivos e instrumentos más eficientes independientemente de los juicios de valor de los policymakers. Para una relación entre fines y medios óptima la toma de decisiones debe estar en base a criterios científicos y en teorías sólidas y rigurosas. El problema fundamental para los diseñadores de política económica es la complejidad y la incertidumbre existente sobre la evolución de la economía. Para la solución de ese problema, según Fernández (2006: 8), Tinbergen propone establecer unas reglas de formulación de política económica basada en tres puntos principales:

- Los hacedores de política señalan los fines u objetivos usualmente en términos de una función de bienestar que tratan de maximizar.
- Los hacedores de política deben especificar los instrumentos de que disponen para alcanzar los objetivos.
- Los hacedores de política deben poseer un modelo de la economía que conecte los instrumentos con los objetivos para así poder optar por el valor óptimo de los instrumentos de la Política Económica.

Estos tres principios van a ser muy considerados en una próxima sección del trabajo. Esta propuesta de Tinbergen es conocida como política económica cuantitativa. Ella consiste en la manipulación de instrumentos y el uso de modelos macroeconómicos en base al cumplimiento de 3 supuestos sobre las autoridades, ellas son:

- Buscar el beneficio social conocer sus componentes y el valor de los parámetros del modelo
- Disponen de suficientes instrumentos con respecto a sus objetivos.
- Los agentes económicos son pasivos ante la política económica. Esto quiere decir que el público no forma expectativas en base a especulaciones.

Tinbergen señala que los instrumentos que son seleccionados, en el diseño de la política, no pueden estar separados de las metas y ambos no pueden estar separados de

aquellas variables que se desempeñan como indicadores. El problema para los policy makers consiste en encontrar los valores numéricos óptimos de los instrumentos que a su vez están en función a las variables meta, de la información disponible y de la interdependencia de todos los componentes.

La autoridad debe diseñar su política económica a partir del interés general de la sociedad, en el caso de la política monetaria serán la estabilización de los precios y del ciclo económico. Una vez que se ha definido el interés general la autoridad selecciona los instrumentos de política que serán utilizados para satisfacer las preferencias de la sociedad. En este sentido se define el conjunto de variables meta que son los objetivos que aspira lograr la política. Los objetivos se pueden suponer fijos o flexibles:

En el primer caso, el problema de política económica se reduce a resolver un sistema de ecuaciones considerando a los objetivos como dados y a los instrumentos como incógnitas. La consistencia de la política económica exige que el número de variables instrumentos sea igual al número de variables meta u objetivos. Esta regla o principio de Tinbergen supone objetivos independientes así como instrumentos independientes. (...). En el caso de los objetivos flexibles el problema consiste en maximizar una función de bienestar social sujeta a ciertas condiciones laterales. (Jiménez, 2006: 672)

En esta sección del trabajo se continuará con el de objetivos fijo, por ese motivo no se seguirá con la explicación de los objetivos flexibles.

Al tratamiento modélico se lo denominara problema analítico, que es el que se considera en la teoría económica tradicional, que servirá como fundamento del problema de política en la práctica. En el problema analítico sucede que, en cualquier sistema consistente de ecuaciones simultáneas, el número de variables endógenas debe igualar el número de ecuaciones. En el problema de política, ciertas variables endógenas se asignan como variables objetivo y un número igual de variables exógenas se asignan como variables instrumentos incógnitas. Esto conduce a lo que desde ahora se llamará "regla de Tinbergen" de que, si un cierto número de objetivos van a ser logrados por el encargado de las políticas, él debe tener a su disposición un número igual de instrumentos. En el caso que la cantidad de instrumentos (K) sea menor que el número de objetivos (J) el modelo de política está sobredeterminado o es inconsistente, dado el número de variables a despejar y resolver es menor que el número de ecuaciones. Y si $K > J$, el modelo de política está subdeterminado y existen infinitas combinaciones de valores de los instrumentos compatibles con las metas elegidas.

Con los conocimientos teóricos de esta sección del trabajo el objetivo central es el análisis de la gestión de Sturzenegger en la presidencia del BCRA, desde el día 14 de diciembre, cuando asume, hasta el día de su renuncia el 14 de junio de 2018, solo en la función monetaria que cumple esta institución en la economía.

Otros objetivos, más específicos, de este trabajo son:

- Describir el mecanismo que utilizó Sturzenegger durante su gestión.
- Evaluar la gestión de Sturzenegger
- Analizar en qué aspectos de las políticas adoptadas se pueden mejorar siguiendo las recomendaciones de política, construidas en este marco teórico.

3) **Metodología de investigación**

En el marco de la teoría económica monetaria, la investigación se realizará utilizando fuentes primarias y secundarias de información. Principalmente, en base a comunicados emitidos por Sturzenegger durante su gestión en el BCRA. También se extraerá información de trabajos de divulgación científica y notas de economistas en diferentes diarios.

El diseño del presente trabajo, es llevado a cabo mediante un abordaje cualitativo de la presidencia de Sturzenegger en el BCRA, esto quiere decir que se analizará el uso de los instrumentos disponibles para realizar sus políticas y los objetivos a alcanzar mediante esas políticas. Por otro lado, será de necesidad una correspondiente descripción histórica para comprender el contexto. Tanto para el análisis de sus políticas como para la descripción histórica será necesaria la muestra de datos correspondientes a variables macroeconómicas, como también un siguiente análisis de datos pertinente.

4) La gestión de Sturzenegger

Argentina, para 2015, estaba en una tendencia de creciente inflación y, el BCRA, generando muchos desequilibrios monetarios, los cuales, sumados, afectaría negativamente en gran magnitud el poder adquisitivo de las tenencias de pesos y con ella una depresión en la inversión, en el consumo, y por lo tanto, en el PBI. Más específicamente, la tasa de emisión desde el 14/12/2014 al 14/12/2015, fecha en la que asume Sturzenegger estaba creciendo en torno a 45,53%, según datos del BCRA. Como segundo punto, la gran cantidad de venta de dólar futuro que, según Comisión Nacional de Valores, el BCRA realizó hasta el 30 de octubre de 2015 contratos por una posición abierta de U\$S 15.323 millones, con vencimiento a marzo de 2016 al valor de \$10,65. Por la brecha existente entre el valor del contrato de futuro y el tipo de cambio a fines de marzo en \$14,90, la autoridad monetaria deberá entregar al comprador \$4,25 por dólar, en compensación por diferencia negativa de precio, generando así una explosiva expansión de la base monetaria en muy poco tiempo. Multiplicando la posición de 15.323 millones con vencimiento a marzo y el diferencial de cotización de \$4.25, este motivo sumaría cerca de 12 puntos porcentuales de emisión repentina. Y, por último, Milei y Giacomini (2017: 20) muestran que al inicio del mandato de Sturzenegger la economía tenía un sobrante de dinero de 3,7% del PIB, la cual toma mayor relieve cuando se considera que en las dos experiencias previas asimilables (1959 y 1975), la normalización monetaria (fin del CEPO) llevó a una sextuplicación del nivel de inflación y a fuertes caídas del PIB. Por lo tanto, con una inercia inflacionaria de 60%, la apertura del “cepo” iba a generar una situación en la cual la tasa de inflación se hubiera elevado a niveles del 360%, suponiendo constante demás variables. Dos problemas adicionales con los que inició Sturzenegger es el bajo nivel de divisas con la que contaba el BCRA y el cepo al dólar que era una de las causas que generaba estancamiento en la economía.

Dada esta compleja situación podemos observar 2 periodos de políticas en la gestión del BCRA. Los instrumentos usados en estos periodos fueron los mismos como también el objetivo último (bajar la inflación), pero se diferencian por tener objetivos cercanos diferentes y por consiguiente una lógica, de empleo de los instrumentos, diferente. Estos dos periodos son el de esterilización con el objetivo de reducir el tamaño de la base monetaria y así evitar un aumento muy elevado en el nivel de precios. El siguiente se podría decir que empieza a finales de 2016 con la presentación de un régimen de metas de inflación, más planificado.

A) Periodo de Esterilización

Este periodo se puede ubicar temporalmente desde la asunción de Federico Sturzenegger en el BCRA el 14 de diciembre de 2015 hasta abril y mayo de 2016 según un documento técnico escrito en 2018 emitido por el BCRA donde muestra que durante este tiempo, la institución manejó un régimen más cercano a agregados monetarios que a régimen de metas de inflación propuesta el en conferencia de prensa del 13 de enero de 2016. Ya el primer mes de gestión se inició un progresivo desmantelamiento de gran parte de las regulaciones entonces vigentes, fundamentalmente el control de cambios con tipo de cambio múltiple, el bloqueo al libre movimiento de capitales y a la liquidación de divisas por comercio exterior, y la intervención activa del BCRA en operaciones de futuros de tipo de cambio.

Durante este tiempo se logra distinguir como variable objetivo principal a la base monetaria con la cual lograr influir en la inflación, como más adelante se verá se utilizó el instrumento de tasa de interés de corto plazo para este objetivo. Pero a su vez, otra variable objetivo que jugó un papel en la contención de las expectativas de devaluación fue el incremento en las reservas internacionales, el cual, no fue logrado por un superávit en la cuenta corriente del año 2016. De hecho, según datos del INDEC, la cuenta corriente pasó de -18,705 millones de dólares en 2015 a -16,228 millones de dólares en 2016. Esta leve mejora en la cuenta corriente es explicada por una disminución del déficit en la balanza de bienes que pasó de -785 mil dólares en 2015 a 4,416 millones de dólares en 2016. Esta mejora en la balanza de bienes fue producida por la devaluación que Sturzenegger realizó ya al tercer día de su gestión, pasando de 9,91 pesos por dólar el 16/12/2015 a 13,93 pesos por dólar al día siguiente, que a su vez, es el valor del tipo de cambio paralelo que permanecía en aquel momento. El incremento en las reservas internacionales fue una variable objetivo declarada por el propio Sturzenegger por conferencia de prensa. Como podemos ver en la tabla 1 las reservas internacionales bajaron durante 2015 llegando a un mínimo en el mes de diciembre. En general, 2016 tuvo una tendencia positiva en términos de reservas mostrando una rápida recuperación durante el primer trimestre y un fuerte aumento en el último trimestre el año y el primer trimestre de 2017, como demostración que tal variable objetivo trascendió de la delimitación de este periodo.

Tabla 1:

Reservas Internacionales del BCRA								
Reservas a fin de trimestre - En millones de dólares								
Fecha	trim. 3/2015	trim. 4/2015	trim. 1/2016	trim. 2/2016	trim. 3/2016	trim. 4/2016	Trim. 1/2017	Trim. 2/2017
Reservas	29.902	25.563	29.572	30.507	29.902	39.308	50.522	47.995

Fuente: propia en base a BCRA

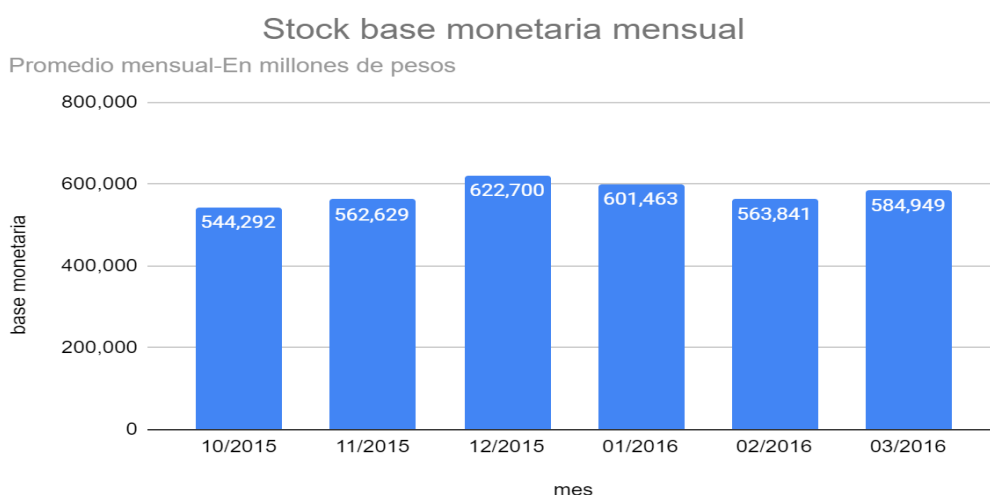
Los ministerios de hacienda y finanzas dirigidos por Alfonso Prat Gay y Luis Caputo, respectivamente, emprendieron una serie de reformas en el Estado Nacional con el cual generar confianza y volver a ser sujeto de crédito externo. El mecanismo por el cual Federico

Sturzenegger consigue aumentar las reservas fue mediante la compra de los dólares, de deuda que ingresaban al tesoro nacional, por pesos. De los cuales esos pesos van destinados a pagar intereses vencidos de deuda denominada en pesos y una parte de los egresos corrientes del Estado Nacional no financiado por impuestos (déficit fiscal primario). De esta manera se introducen dichos pesos en la economía Argentina. Este mecanismo fue utilizado durante todo el gobierno de Sturzenegger, esto quiere decir que la financiación del déficit fiscal por deuda externa continuó después de este periodo de esterilización. Durante este periodo, la compra de dólares de deuda al tesoro nacional beneficiaba BCRA por aumento de las reservas, pero este instrumento jugó más bien exógenamente ya que la causa principal de esta deuda era de financiación fiscal. Tal operación está prevista por la carta orgánica desde 1992.

El concepto de esterilización se refiere a retirar pesos del mercado financiero y monetario a través de la emisión de títulos del Banco Central. Fundamentalmente, esos títulos son los que se conocen como lebac (Letras del Banco Central), y nobacs (notas del Banco Central) que se emiten semanalmente y tienen un plazo que varía entre 30 y 450 días. Aclarado el concepto, se puede ver fácilmente el primer motivo de esterilización, en el cual, el primer objetivo fue engrosar las reservas internacionales emitiendo pesos para comprar divisas al tesoro nacional y, por el otro, emitir lebac con el cual neutralizar el efecto en la base monetaria.

Volviendo a los objetivos de corto plazo, ya se vio cómo operó el BCRA con el objetivo de reservas internacionales, el cual, fue durante el total de su gestión. El primer objetivo de Sturzenegger fue el de retirar el excedente monetario heredado, de esta manera, se encuentra el segundo motivo de esterilización, el cual, fue una política de choque o shock que se llevó a cabo en los primeros meses con el fin de bajar la tendencia de emisión, ergo, su traslado a precios durante 2016 y 2017. Desde que asumió Sturzenegger el 14 de diciembre, no se ve tal ajuste hasta el 30 de diciembre cuando pasa de 632,065 el día 29 a 609,041 y de ahí se empieza una tendencia bajista.

Gráfico 1:



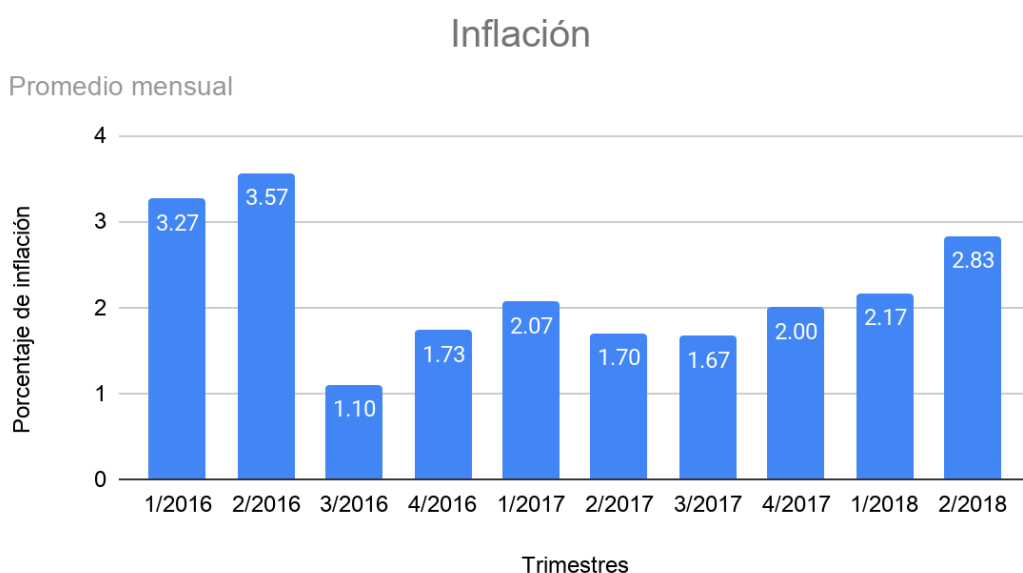
Fuente: propia en base a BCRA

En el apartado cambiario, el tipo de cambio, el cual, fue de flotación levemente administrada, no encontrando en 2016 un día con fuertes intervenciones cambiarias como, por ejemplo, en 2018. Por lo relatado hasta aquí, se puede observar que en este periodo reinaron solo políticas de carácter cuantitativo ya que no se modificaron los instrumentos usados sino

que la cuantía en el uso de los instrumentos, en específico, la emisión de títulos ya existentes como la lebac para esterilizar lo anteriormente emitido de dinero y la emisión presente.

Los resultados de estas políticas fueron muy buenos, logró el objetivo de impedir una inflación anual de tres dígitos. Gracias a las reducciones en el stock monetaria de la economía las tasas de inflación de los 2 segundos trimestres de 2016 bajan drásticamente en comparación con las tasas de los primeros 2 trimestres de 2016, como se muestra en el gráfico 2. El promedio mensual anualizado del segundo semestre de 2016 arroja una inflación de 18,3% el cual está dentro de las metas anunciadas en la primer conferencia de prensa. Lo dicho recientemente también es compatible con la inflación anualizada del primer trimestre de 2017 que muestra un alza en la tasa de inflación con respecto a 2 trimestres anteriores y es explicado por la transición gradual del primer régimen al segundo de metas de inflación donde se relaja el objetivo de agregado monetario. Sturzenegger (2008) reconoce que “ex-post, el relajamiento de la política monetaria resultó demasiado agresiva para lo que necesitaba el proceso de desinflación que generó un desvío en la meta a principio de 2017”.

Gráfico 2:



Fuente: propia en base a BCRA

Observando este periodo desde la óptica de teorías de política pública se puede notar, como primer punto, que se procedió en base a criterios científicos y a teorías monetarias publicadas por reconocidas instituciones lo cual es recomendado por Jan Tinbergen como primera instancia en la formación de políticas. Esto es así por lo que se puede apreciar en las publicaciones de documentos técnicos del BCRA cuyas referencias bibliográficas son mundialmente conocidas. Luego analizando las recomendación de reglas de formulación de políticas económicas se puede ver que Sturzenegger cumplió 2 de los 3 puntos principales, cumpliendo la acción de señalar y publicar debidamente los fines que perseguía, señalando que el fin que buscaba influía relevantemente en el bienestar general. En este punto no fue ambiguo y publicó, al principio, metas a lograr en términos de inflación. Otro punto que se puede suponer que cumplió es el de poseer un modelo de comprensión de la economía ya que Sturzenegger es un hombre muy formado desde el punto de vista académico. Es de suponerse

y no afirmar que lo cumple porque no se sabe con certeza, al nunca ser publicado el modelo analítico y la hoja de cálculos pero si se pueden ver documentaciones técnicas con recopilaciones de artículos de teoría económica. La regla que si se puede saber que no cumplió es la de especificar el uso de los instrumentos ya que se anunció el régimen de metas de inflación con el uso de la tasa de interés como instrumento para anclar las expectativas, sin embargo, el uso de la tasa de interés de corto plazo no se utilizó con el fin de influir en la tasa de interés de largo plazo objetivo, sino que se la utilizó para alcanzar un objetivo, no explícito de base monetaria.

Por otro lado, ya en terreno de la teoría de la política óptima, se puede observar que cumpla con la regla de Tinbergen, la cual se refiere a la disposición y uso de k instrumentos con respecto a un número igual de objetivos, es decir, un instrumento por objetivo. En este caso se presentan 2 instrumentos, la tasa de interés de lebac y la compra y venta de divisas. Y 2 objetivos, uno fijo como el de base monetaria, por más que no haya sido explícito y el otro objetivo es de tipo flexible como el de mantener tipo de cambio estable, siendo una definición totalmente subjetiva al no haberse publicado algún criterio objetivo. Ya que los instrumentos y los objetivos son iguales se pudo haber calculado una cifra óptima para la resolución de los problemas propuestos. De manera aclaratoria, hay que mencionar que al tener un tipo de cambio estable como variable objetivo y no definiendo un criterio de intervención, en el caso que se desee intervenir solo en ese caso se debería realizar el cálculo, es decir, de manera esporádica cuando para el criterio personal del presidente del BCRA se deba comprar o vender dólares. En este punto se podría objetar que el aumento de reservas internacionales también era un objetivo. Por la dinámica que ya vimos, el instrumento fue la compra de dólares al tesoro nacional cuando llegaba el desembolso del crédito en dólares. Es decir 1 instrumentos para 2 objetivos. A simple vista que se estaría violando la regla de Tinbergen, sin embargo, el objetivo de reservas también es de carácter flexible por lo cual podría haber coordinado temporalmente en la intervención para el objetivo de incrementar las divisas y luego para el objetivo de estabilidad cambiaria, totalmente subjetivo, con la compra y venta de dólares.

Para evaluar la gestión en este periodo es conveniente separarlo en 2 aspectos: el primer aspecto es el resultado que tuvo, que en términos de su primer objetivo final bajar la inflación y dada la complicada situación en la que se encontraba, al existir riesgo hiperinflacionario, Sturzenegger tuvo un muy buen desempeño. El segundo aspecto tiene que ver con las recomendaciones de teoría económica. En este aspecto se pueden observar acciones correctamente tomados como por ejemplo la rapidez en la que encaró las soluciones al problema que se le presentaba a la economía Argentina, además de la elección de utilizar la emisión de lebac para lograr un objetivo de base monetaria. La utilización de lebac como forma de esterilizar tuvo sus consecuencias negativas como el aumento a gran escala de pasivos remunerado en el balance del BCRA. Sin embargo resultó una buena manera ganar tiempo, y pensar formas de saneamiento en el balance del BCRA. Por otro lado, un aumento de credibilidad en la institución ayuda a anclar de mejor forma las expectativas bajistas de la inflación. Al cumplir las promesas de acción en varias ocasiones, permite generar una reputación de la cual otorgue credibilidad a futuras promesas de acción. En este sentido el BCRA no poseía una buena reputación antes de Sturzenegger y una buena manera de comenzar a restaurarla hubiera sido declarar una etapa inicial de régimen de control de agregados monetarios, como terminó siendo a efectos prácticos, o, tan solo, no apresurarse en la declaración de políticas que no estuvieron bien estudiadas y calculadas.

Gráfico 3:



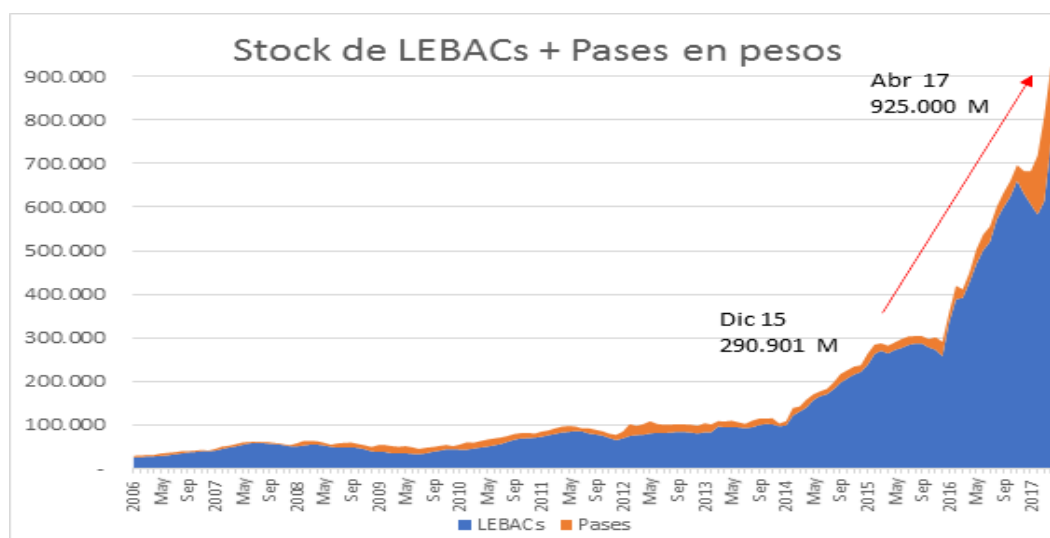
B) Periodo de Metas de inflación

Este periodo inicia formalmente en enero de 2017, por la conferencia de prensa que se realizó el 28 de abril de 2016, donde se presentó públicamente el Programa Monetario 2016, con el objetivo de “mantener la tasa de inflación de 2016 lo más cerca posible del 25% y que se acomoden las expectativas por debajo de 20% para 2017”, además, anunció en esa oportunidad que en septiembre presentaría los lineamientos de un régimen de “inflation targeting” a ser adoptado formalmente a partir de enero de 2017. Aunque de modo más informal y discrecional desde mediados de 2016. Concluyendo todo con la renuncia de Sturzenegger el día 14 de junio de 2018.

Como se explicó anteriormente, la esterilización mediante lebac atrae otros problema los cuales podríamos distinguir 2 principales: el riesgo de no renovación y el riesgo de tasa de interés. El primeros de los riesgos tienen que ver con una característica propia de la lebac que es su duración, ella tiene varios plazos de emisión de duración variable, van desde un mínimo cercano a un mes hasta un máximo, que en general, no ha superado el año. Por lo tanto, cada mes existía el riesgo de que no se renueve el plazo y tener que pagar el capital de la deuda que no se renovó junto con sus intereses y el riesgo de que esa cantidad de pesos se dirija a comprar dólares. El segundo riesgo tiene una fuerte relación con el primero ya que una variable objetivo que se conservó del periodo anterior es el de base monetaria. Si no se renueva el total de las lebac a negociar, el pago del capital aumentaría la cantidad de dinero en la economía. Por este motivo, la tasa de interés sube hasta renovarse el stock total de lebac vencidas, lo cual, deteriora el balance del Banco Central al aumentar la cantidad de intereses que se deben pagar por la deuda contraída. El pago de intereses se contabiliza como parte las pérdidas del BCRA y contribuyen al “déficit cuasi fiscal” siendo este la diferencia entre erogaciones e ingresos denominados en una misma moneda. Este déficit se termina traduciendo en un aumento de los pasivos del BCRA: o emite dinero (base monetaria), o títulos (Lebac) u otras obligaciones. La conjugación de estos riesgos debilita las expectativas bajistas de la inflación ya que el aumento en el stock de lebac significa una promesa de emisión futura.

El aumento de pago de intereses tiende a traer inestabilidad económica, que puede manifestarse inmediatamente o quedar latente por un tiempo. En 2017, con aumentos de precios y base monetaria del 25%, las lebac en manos de particulares crecieron 127%, y en los primeros tres meses y medio de 2018, 27% adicional. En el gráfico 4 se puede ver la evolución del stock de lebac más los pasivos desde su implementación en 2002. Desde allí, la nueva política económica en diciembre de 2015 las lebac y los pasivos crecieron unos 635.000 millones lo que representa un aumento del 190% a abril de 2017.

Gráfico 4:



Fuente: El país digital en base a BCRA

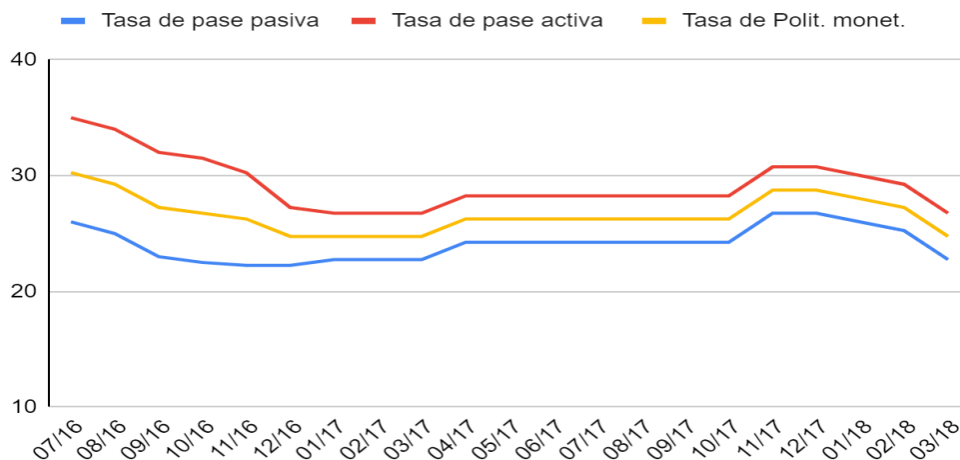
Con la consideración de este nuevo factor las variables objetivo de política aumentaron. Al igual que el periodo anterior, la mantención de un dólar estable y un objetivo, no específico, de base monetaria continúan estando, aunque en una presentación de las metas de inflación el 27 de septiembre de 2016, el presidente del BCRA sostuvo que la oferta monetaria es endógena, y que el instrumento de política del nuevo régimen será un corredor de tasas de pases activos y pasivos, y la tasa de interés de las Letras del BCRA (lebac) a 35 días hasta fin de año. Y partir de enero de 2017, la tasa de política monetaria es la de pases pasivos a 7 días y las lebac que sirvieron para absorber una gran cantidad de pesos en el periodo de esterilización anterior, a partir de 2017 la tasa de retorno de la lebac se determina según la renovación del 100% de las letras vencidas o según la disposición a pagarlas.

En un régimen de metas de inflación el objetivo explícito no es una variable objetivo (ejemplo, base monetaria), sino que lo es el objetivo final (la inflación). Por lo tanto, se crean bandas en un periodo de tiempo determinado con el que se pretende anclar las expectativas de inflación, utilizando como instrumento la tasa de interés de corto plazo, en este caso, materializada en la tasa de pases pasivos de 7 días, en el mercado de pases sólo pueden operar los bancos. Con ella, el BCRA pretende regular la liquidez del sistema financiero, y que a su vez los bancos la tomen como referencia para las tasas que aplican a los créditos o a la captación de depósitos. Por lo tanto, la evolución y la dinámica de este período está fuertemente vinculado a si la tasa de inflación está dentro o fuera de las metas previamente establecidas para el año. En el gráfico 2 se ven los resultados de las diversas políticas aplicadas en el periodo ya que, por la existencia de un trade-off entre crecimiento e inflación las tasas de interés bajaban cuando bajaba la inflación (para favorecer la inversión) y cuando la inflación subía se debía subir la tasa de política monetaria para absorber pesos.

Gráfico 5:

Tasas de interés

Tasa de polít. monet.=tasa de pase pas. a 7 días - Pases act. y pas. a 1 día



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

Como se vio en la última sección, el primer trimestre de 2017 muestra un repunte en la inflación producto de un relajamiento monetario a la salida del periodo de esterilización. Después de ese episodio se puede observar una mayor disciplina monetaria materializada en la suba de tasa de interés y luego su estabilidad en varios meses consecutivos. Las tasas de inflación desde diciembre de 2017 en adelante se incrementaron bruscamente, el dato de diciembre es de 3,1% casi 2 puntos porcentuales por encima del dato del anterior mes. Obligando así a incrementar el corredor de tasas de pases en diciembre donde también se ubica, el día 28 una conferencia de prensa de la cual fue tomada por los agentes como una manera violar la independencia del BCRA por el poder ejecutivo nacional, en dicha conferencia se anuncia una baja de la tasa de interés priorizando ahora un objetivo de producto, el cual, enmarcó de ahí en más un sendero de inestabilidad cambiaria y aumentos en las tasas mensuales de inflación como las que se ve en el gráfico 5. En el siguiente gráfico se puede ver la evolución durante 2017 del corredor de tasa de pases junto con la tasa de política monetaria de 1 y 7 días respectivamente, donde ilustra lo mencionado anteriormente.

Como se vio en el marco teórico, es claro y evidente que el régimen de metas oficiales de inflación tiene un doble propósito: a) servir de guía al BCRA respecto de lo necesario o faltante para reducir la inflación a niveles mínimos, y b) alinear las expectativas del público a las metas del BCRA. La mecánica instrumentada en lo que va del año, es bastante flexible, ya que el corredor de pases es ajustado según la interpretación del BCRA de la futura inflación, las expectativas de inflación y las necesidades de liquidez de las entidades financieras. Para que el mecanismo de transmisión monetaria vía efectos sustitución por cambios en tasas de interés interbancarias nominales de corto plazo, opere plenamente hasta afectar, con mínimo rezago a las tasas de interés reales de largo plazo, relevantes para decisiones de inversión, o de consumo-ahorro, se requiere un mercado interbancario y un mercado de deuda pública y privada de mayor profundidad al actual del país. Sin embargo, la utilización de este régimen tuvo buenos resultados en la recuperación crediticia y desarrollo financiero. El período de los últimos 2 años presenta una volatilidad de la tasa de interés de *call* entre bancos privados 3 veces menor a la volatilidad que se presenta en los meses enero-marzo de 2016 y también, en ese periodo, se encuentra la menor volatilidad de los últimos 15 años, según datos del BCRA. Esto muestra una clara diferenciación entre el periodo de esterilización marcado como enero

y marzo 2016 y el periodo de metas de inflación que se inicia en abril-mayo. Esta menor volatilidad reduce la incertidumbre en la planificación financiera de los bancos y las empresas, y facilita el desarrollo del mercado de crédito.

Por otro parte, Rubini (2017: 30) opina que, teóricamente, existen dudas con respecto a la viabilidad del régimen de metas de inflación con respecto al tipo de cambio:

“Este régimen se pone en vigencia en una economía pequeña, abierta al movimiento de capitales y con un mercado de cambios libre de controles prohibitivos. En ese caso, las tasas de interés están arbitradas con las internacionales, y el rendimiento de activos locales no puede ser inferior a la suma del rendimiento en dólares de activos comparables del exterior, más prima de riesgo país, más la depreciación esperada del peso respecto de otras monedas. Como lo prevé el llamado “trilema” de economías abiertas, cuando se adopta un régimen de tipo de cambio flexible, se presenta la posibilidad de controlar la oferta monetaria y/o las tasas de interés. En este caso se intenta influir sobre las expectativas tomando como instrumento las tasas de interés de corto plazo, pero no es claro cómo puede influir sobre tasas a más largo plazo endógenas a la prima de riesgo país y a la expectativa de depreciación del peso. Sin embargo, en presencia de libre movilidad de capitales, es imposible dicho control, al menos de manera permanente: las tasas de interés en moneda local están determinadas exógenamente por las tasas internacionales y las primas de riesgo (cambiario, de transferencia, de default soberano) determinadas en los mercados de capitales del exterior. Ergo, un sistema como el adoptado es en extremo vulnerable a shocks exógenos por el lado de la cuenta de capitales de la balanza de pagos.”

Por lo tanto, cualquier shock negativo en cuenta corriente provocaría una reducción de reservas y aumentos del precio del dólar, ergo, un aumento no deseado de la tasa de interés. Ante esto, el Banco Central utiliza el instrumento de tasa de interés de corto plazo para controlar de forma indirecta el tipo de cambio y con él, tratar de evitar quiebra masiva de deudores dolarizados (privados y públicos), y al riesgo de que una parte importante de la devaluación se trasladara a los precios eliminando de este modo los beneficios en términos de competitividad. La tasa de interés aumenta de manera de reducir así un riesgo de devaluación cambiaria pero como consecuencia un aumento de pasivos remunerados en el balance, con los riesgos de credibilidad que ello implica en la viabilidad de las políticas. Este tipo de instrumentación se puede observar más en los últimos 6 meses de la gestión de Sturzenegger al empeorar los datos de inflación y volatilidad cambiaria.

Si se observa con atención en distintos apartados de los que se habló se encuentra la palabra credibilidad, la cual, es un aspecto esencial que deben tener los policymakers para el éxito de cualquier política óptima y en especial para un régimen de metas de inflación ya que su ancla nominal es la expectativa de inflación futura, por lo tanto, si no es creíble la promesa de baja de la inflación, la tasa de interés de largo plazo subiría y la idea del régimen es igualarla a una tasa internacional de largo plazo que no posea la contemplación de expectativas inflacionarias. Las presentaciones de Sturzenegger, al igual que en la página web del BCRA se prevé como mecanismo de transparencia informativa la publicación diaria de sus operaciones, a su vez, el BCRA publica sus explicaciones y visión de la política monetaria a través de los Comunicados de Política Monetaria (dos por mes), un Informe Monetario Mensual y el Informe de Política Monetaria que presenta trimestralmente el Presidente del BCRA en conferencia de prensa. Todo ello sirve como un signo de responsabilidad en la conducción y afecta positivamente la credibilidad de las políticas. Probablemente no fue un acierto de Sturzenegger, en el sentido de generar credibilidad,

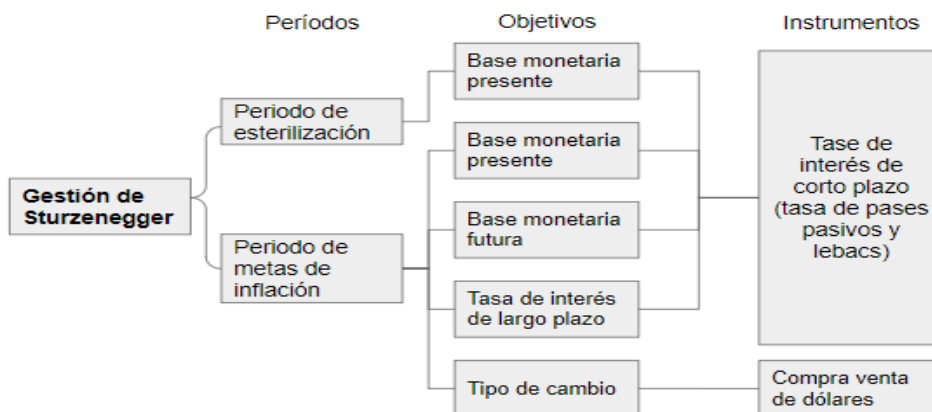
anunciar verbalmente en el primer trimestre de 2017, que el BCRA tiene otro objetivo prioritario, que es el de acumular reservas internacionales hasta alcanzar al 15% del PIB. Dado que la autoridad monetaria no tiene control efectivo sobre las cuentas externas, y el principal aportante de divisas es el Gobierno Nacional vía endeudamiento externo, bien podría entenderse tal afirmación como en línea con la dominancia fiscal que no debería existir en un régimen de “inflation targeting”.

Por el lado de la formulación de política óptima, aspirar a alcanzar varios objetivos: bajar la inflación esperada, bajar la inflación observada, acumular reservas, evitar (al menos implícitamente) que aumente la volatilidad cambiaria, sólo con un instrumento, una tasa de interés interbancaria a 7 días dificulta de sobremanera la determinación de una política óptima en términos de cumplimiento de todas las variables objetivo simultáneamente. También se observa que se utilizó mucho la venta de dólares en el último periodo pero solo afectando al tipo de cambio y solapando con la utilización de tasa de interés. Según la teoría de política óptima, en el modelo matemático de ecuaciones simultáneas, al tener demasiadas variables objetivos y un solo instrumento, el valor de las variables objetivo sobre-determinaría el valor de este único instrumento. Este tipo de políticas con aspiraciones en muchas variables genera descoordinación en las decisiones de los agentes económicos y modifican valores que permanecen constantes en el momentos de formulación de política. Esto se puede ver en el caso de la caída en la demanda de dinero saltos repentinos en el valor subjetivo del precio del dólar, pérdida de confianza en entidades bancarias cuando se observa el balance del Banco Central, entre otras que son producto de una baja credibilidad. La situación se agrava fuertemente el 28 de diciembre de 2017 cuando el jefe de gabinete y sus asesores económicos le obligan a Sturzenegger a cambiar la meta de inflación para 2018 con el fin de tener margen para la baja en la tasa de interés, además de lanzarlo públicamente mediante conferencia de prensa. Con este suceso se pierde credibilidad y daña la autoridad de Sturzenegger como presidente del Banco Central siendo la fecha que termina de derrumbar el modelo construido ya que las expectativas quedan a la deriva, se pierde el ancla nominal y se cae la demanda de dinero.

5) **Resultados de la investigación**

Por los objetivos y por la forma de implementación de las políticas, la gestión de Sturzenegger en el BCRA se puede clasificar en un primer período de esterilización de lo emitido por la anterior gestión desde el 14/12/2015 hasta fines de abril de 2016. El instrumento con la que contrajo el objetivo de base monetaria fue mediante emisión de lebac, además la implementación de las políticas fueron rápida y de shock. Luego, encontramos un segundo periodo donde se aplicó un régimen de metas de inflación de implementación gradual en términos de meta que dura aproximadamente 2 años desde mayo de 2016 hasta el 14/06/2018, utilizando la tasa de interés de corto plazo para afectar directamente todo una curva de rendimientos en la economía de más largo plazo pero viéndose dificultado en todo el periodo por las ventas de dólares de deuda del tesoro nacional al BCRA y una siguiente política de esterilización de los pesos emitidos y de esta manera se utiliza el instrumento de tasa de interés para controlar la base monetaria presente y futura. Además, logramos ver un tipo de cambio con mucha operación de cambios en el BCRA y una utilización indirecta de tasa de interés para afectar el tipo de cambio con el fin de evitar depreciaciones.

Gráfico 6:



En línea con las recomendaciones de política económica, la gestión de Sturzenegger se fue desvinculando de ellas progresivamente, encontrando la aplicación de varias de ellas en el primer periodo como la formación de políticas en base a teoría económica sólida, la utilización de la misma cantidad de instrumentos como objetivos, no se encuentran fuertes influencias por parte del estado nacional, actuación rápida desde el momento de su asunción. Implementación de más informes del BCRA para mejorar la transparencia. El único detalle que se encuentra es la anunciación de un régimen que no fue tal. Esto no tuvo mayor inconveniente ya que el régimen de agregados no se basa en la credibilidad. Para el próximo periodo, con la complejidad que le suma el stock creciente de lebacks, se empieza a sobreutilizar un instrumento para varios objetivos el cual genera vulnerabilidad en cuenta capital a shocks externos y dudas en torno a la credibilidad del sistema, el cual, metas de inflación, demanda credibilidad para su funcionamiento. A esto se le suma, el suceso del 28/12/2017 en donde queda demostrada la pérdida de la independencia del BCRA con el Estado Nacional.

6) Conclusión

De la necesidad de formular políticas económicas basadas en criterios científicos y de carácter objetivo del hacedor de política, se puede observar, en este escenario, que carece, entonces, de una “tecnología legal o de compromiso” que garantice una verdadera independencia del BCRA con el Estado Nacional para así encarar un modelo libre de presiones externas y que el único objetivo del banquero central sea la de garantizar a la ciudadanía que la moneda con la que se llevarán a cabo las transacciones sea sólida. Se tendería así, a reducir de esta manera la incertidumbre para el emprendedor, aumentando el nivel de inversión en la economía y con ella aumentar el empleo y los salarios reales de forma autosostenida, evitando el artificio de las sorpresas inflacionarias.

Además, en toda la presidencia de Sturzenegger el déficit fiscal jugó un importante rol a la hora de dificultar la tarea de reducir la inflación. Esto no se ve en el presente trabajo por el motivo del análisis estrictamente monetario pero es indudable que el aspecto monetario está vinculado con la política fiscal ya que, si se hubiera mantenido un superávit fiscal, se utilizarían esos ahorros en lo que necesite el BCRA según el régimen del momento. En este periodo se ve un tesoro nacional deficitario que para financiar sus gastos en pesos le vende al BCRA financiamiento externo en dólares. Estos dólares le vienen bien al BCRA en términos de reservas pero le complican el trabajo de mantener baja la inflación. Por lo tanto, en Argentina existe la necesidad de una ley que fuerce al Tesoro a reducir el déficit fiscal a ser financiado con deuda externa, ni al BCRA a reducir el stock de pasivos monetarios y no

monetarios. Bajo estas condiciones, controlar el crédito vía suba de tasas a 7 días, y no la base monetaria y los pasivos no monetarios, no luce como una forma eficaz de atacar el problema inflacionario, y de manera creíble.

Si algo ha quedado en evidencia es que con un solo instrumento no se pueden enfrentar shocks heterogéneos y de diversos orígenes. En todo caso, y a los efectos prácticos, luce evidente que las autoridades tarde o temprano deberán revisar la interrelación entre instrumentos de política monetaria y otros alternativos, y considerar la idea de reducir la complejidad de los regímenes a adoptar, en términos de instrumentos y objetivos, con el fin de evitar sub-determinaciones o sobre-determinaciones del modelo. Esto cobra mayor relevancia cuando el régimen monetario es de Metas de Inflación ya que los resultados que se consigan depende fuertemente de la credibilidad de la hoja de ruta que presente el presidente del Banco Central.

7) **Bibliografía**

- Rubini, H. (2017). “Metas de inflación: de la teoría a su aplicación en Argentina”. IPEC (Instituto Provincial de Estadísticas y Censo). Santa Fe. p. 30.
- Gastaldi, S. y Iunnisi, C. (2014). “Tópicos de macroeconomía y economía monetaria”. Tomo 1 y tomo 2. Editorial UCEL. Rosario. pp. 408-410.
- Figueroa, J. (2015). “Políticas y modelos en Tinbergen y Muth”. Economía informa núm. 390. Enero-febrero. pp. 83-90.
- Cuadrado, J. (2007). “Política Económica: Elaboración Objetivos e Instrumentos”. Editorial McGraw Hill. Tercera edición. Unidad 3. pp. 46 y 47.
- Jiménez, F. (2006). “Macroeconomía. Enfoques y Modelos”. Tomo 1. Pontificia Universidad Católica de Perú. Fondo Editorial. Tercera edición. p. 672.
- Fernández, j.; García, M.; Vallés, J.; Ogando, O.; Pedrosa, R.; Miranda, B.; Gómez, J. y Urueña, B. (2006). “Principios de Política Económica. Ejercicios de Test y Cuestiones Resueltas”. Delta publicaciones universitarias. Primera edición. Madrid. p. 8.
- Milei, J. y Giacomini D. (2019). “ Libertad, libertad, libertad”. Editorial Galerna. Libro digital, EPUB. Primera edición. C.A.B.A.
- Milei, J. y Giacomini D. (2017). “Ensayos Monetarios para Economías Abiertas: El Caso Argentino”. Actualidad Económica. N° 91. Ene. / Abr. 2017. pp. 5-26.
- Galvis, J. (2017). “El régimen de metas de inflación: Comunicación y credibilidad”. Universidad Pontificia Bolivariana. Editorial universitaria. Primera edición. Medellín. p. 16.

- Hermo, S. (2015). “Política monetaria y dolarización de carteras del sector privado no financiero: Los casos de Argentina y Perú en los últimos 15 años”. Universidad de Buenos Aires. Tesis de grado.
- Banco Central de la República Argentina [BCRA] (2018). “Sturzenegger presentó el #IPOM Abril 2018”. Youtube.
- Banco Central de la República Argentina [BCRA] (2018). “Fortalecimiento del Régimen de Metas de Inflación”. Sección noticias. Documento técnico.
- Sturzenegger F. (2015). “Discurso de inicio y lineamientos de gestión”. BCRA. Buenos Aires. p. 2.