

Desinflación sin apreciación cambiaria: ¿un camino posible?

Por: Sebastián Ezequiel Senlle

Facultad de Ciencias Económicas, Universidad de Buenos Aires

1. INTRODUCCIÓN

El proceso de desinflación en curso constituye, sin lugar a dudas, uno de los objetivos de política económica más relevantes de la actual conducción del Banco Central, tras un persistente período de alta inflación, que supera el 927% de incremento acumulado desde 2003¹.

Ante tal desafío, las autoridades de la institución han anunciado que comenzarán a aplicar formalmente a partir de comienzos de 2017 un esquema de *inflation-targeting* o metas de inflación, una variante de los programas de estabilización de precios que hará su debut en nuestro país, habiéndose ya puesto en práctica algunos de sus principales componentes.

La perspectiva resulta novedosa, por cuanto experiencias previas de planes de desinflación habían tenido como ejes centrales otros ingredientes, especialmente la fijación del tipo de cambio como ancla nominal, la utilización de otras anclas nominales alternativas como los precios regulados de servicios públicos o la adopción de políticas de controles y acuerdos de precios (de cumplimiento más o menos forzoso según el caso).

Vale destacar que el equipo actual se encontró con tres restricciones importantes al inicio de su gestión, que restaban grados de libertad al menú de trayectorias a adoptar por los *policy-makers* al momento de diseñar su programa desinflacionario, a saber:

- La virtual imposibilidad de utilizar un ancla cambiaria nominal, en tanto este recurso ya había venido siendo utilizado en años anteriores. Resulta contra-fáctico suponer qué magnitud hubiera alcanzado la inflación sin los controles cambiarios impuestos desde 2011, pero lo que resulta evidente es que dicha

¹ A fines de contar con una única serie confiable para todo el período, referimos al incremento que calcula el “IPC San Luis, Nivel General”, considerando la variación acumulada hasta Diciembre de 2015 (Base 2003= 100).

política no estuvo siquiera cerca de converger las tasas de incremento de precios domésticas a niveles acordes con la inflación internacional y que, además (o *en consecuencia*), generó una persistente apreciación del Tipo de Cambio Real (TCR), enfrentando a la economía argentina a un nuevo episodio de restricción externa. En este contexto, la posibilidad de estabilizar precios profundizando el ancla del Tipo de Cambio Nominal (TCN) no parecía una opción viable.

- La dominancia fiscal sobre la política monetaria, ante las crecientes necesidades de asistencia al Tesoro por el déficit del sector público. Al respecto, los adelantos transitorios otorgados por el BCRA ascendieron en 2015 a \$331.850 millones, 4403% por encima de los valores de 2003 (Argañaraz, 2016).
- El atraso relativo de los precios regulados (servicios públicos de energía), que obligaba al Estado al pago de crecientes masas de subsidios que explicaban en buena medida ese déficit, pero cuya corrección implicaba un incremento en el corto plazo de la tasa de inflación. Vale mencionar, de todos modos, que una visión alternativa considera que este shock de precios relativos no incide en los niveles inflacionarios de mediano plazo por alterar (vía efecto sustitución y efecto ingreso) los patrones de consumo, de manera tal que el aumento de los precios regulados se compensa con la baja de los precios de otros bienes y servicios en un marco de equilibrio general (Sturzenegger, 2016).

Así las cosas, el presente trabajo pretende ser un modesto aporte ante tamaña tarea que tiene la actual conducción del Banco Central por delante, analizando a la luz de la historia reciente otros procesos de desinflación por inflation-targeting en el plano internacional.

No obstante, no es mi objetivo realizar un mero repaso histórico de experiencias previas ni una presentación teórica de las cualidades de este tipo de programas. Más bien, mi objetivo es indagar acerca de una cuestión que vincula la política anti-inflacionaria con las posibilidades de desarrollo: ¿es posible poner a nuestro país en un sendero de desinflación sin incurrir en una trayectoria de apreciación cambiaria que ponga en riesgo la sustentabilidad del programa económico en su conjunto? Puesto de modo más directo: ¿puede la Argentina salir de las tasas de inflación altas que repetidamente viene exhibiendo evitando una apreciación real grave del tipo de cambio?

La pregunta resulta de especial interés si observamos que todos los planes anti-inflacionarios de la historia reciente de nuestro país han culminado con fuertes apreciaciones cambiarias (independientemente de su éxito o no en desacelerar el incremento de precios). El crawling-peg activo de Martínez de Hoz, la caja de cambios que significó la Convertibilidad o el crawling-peg pasivo combinado con controles de cambio del período reciente (2011-2015) son algunos ejemplos.

Me interesa analizar la trayectoria del TCR durante el proceso desinflacionario y en el período subsiguiente a la estabilización de precios, intentando establecer relaciones causales que permitan entender por qué desinflación y apreciación suelen ir de la mano y, eventualmente, cómo se puede hacer para evitarlo.

Mi interés por indagar acerca de las posibilidades de no incurrir en trayectorias de apreciación deviene de una combinación de varios motivos que analizaré a lo largo del trabajo y que me llevan a concluir que se trata de un riesgo que debe ser evitado, a saber: 1) los conocidos efectos negativos que tienen dichas trayectorias sobre la competitividad de los productores transables locales, 2) el abaratamiento relativo que provocan de la producción transable del resto del mundo, 3) el consecuente deterioro sobre la balanza comercial y la cuenta corriente, 4) los ciclos de boom-recesión a los que la apreciación cambiaria somete a la actividad económica y 5) como resultado de los anteriores, los efectos nocivos que introduce la apreciación en la credibilidad de un plan anti-inflacionario y su sostenibilidad en el tiempo.

Mi análisis cubrirá un set amplio de países y ejemplos históricos de utilización de metas de inflación a fines de evitar anomalías muestrales que pudieran sesgar el análisis, pero me enfocaré con especial detalle en el caso de Chile por varias razones, entre ellas: 1) la cercanía geográfica y el nivel de vinculación económica que tiene con nuestro país, 2) el éxito que ha conseguido en materia de estabilidad de precios y 3) la ausencia, en simultáneo, de crisis severas en el frente externo durante las últimas dos décadas.

Antes de avanzar al siguiente punto, estimo conveniente señalar que los datos expuestos en el presente trabajo respecto al tipo de cambio refieren al Tipo de Cambio bilateral con los Estados Unidos. Un análisis más preciso debiera incluir en consideración el Tipo de Cambio Multilateral, que incluye los efectos de potenciales apreciaciones / depreciaciones de la moneda local contra la de todos los socios comerciales relevantes de cada país. Por limitaciones en la extensión de este ensayo y para simplificar la

comparación entre países, he decidido prescindir de este último set de datos, aun cuando reconozco en ello una falencia del análisis.

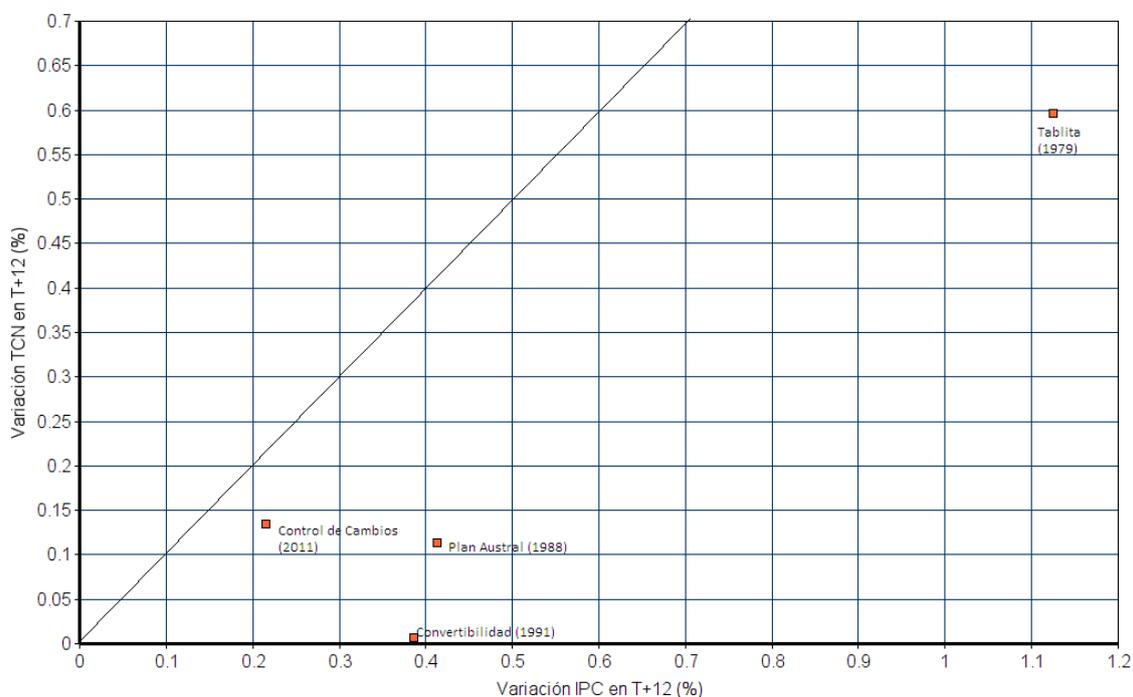
2. EXPERIENCIAS PREVIAS DE DESINFLACIÓN EN ARGENTINA

Un repaso por la historia argentina reciente muestra que todos los planes de desinflación aplicados generaron un escenario de apreciación cambiaria, motivada especialmente por alguna forma de fijación del Tipo de Cambio Nominal en un contexto donde la desaceleración del incremento de precios no se produce en forma inmediata (el ejemplo más claro es, desde ya, la convertibilidad, donde la paridad cambiaria fue establecida con fuerza de ley).

Los motivos que llevan a esta búsqueda de contener los incrementos de precios sujetando el valor del dólar son contundentes, en tanto, en países con un pasado de inflación crónica, el TCN resulta un indicador de referencia para los agentes que afecta no sólo los precios transables sino también las expectativas inflacionarias y el mecanismo de fijación de contratos salariales y precios no-transables (Frenkel, Rapetti 2010). Un análisis de Rapetti (2015) sobre doce programas desinflacionarios “exitosos” en Latinoamérica muestra que en todos ellos se produjo algún grado de apreciación del TCR, la cual resulta “significativamente mayor cuando se usan anclas cambiarias”, en relación a aquellos planes donde se utilizaron anclas monetarias.

El gráfico debajo exhibe esta idea para cuatro planes de desinflación recientes (la “Tablita” de Martínez de Hoz, el Plan Austral, la Convertibilidad y los más recientes controles sobre el mercado de cambios), indicando en el eje de ordenadas la variación porcentual del Tipo de Cambio Nominal en los doce meses posteriores (T+12) a la implementación del plan y en el de abscisas, la variación porcentual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) en idéntico período. Como se observa a simple vista, en todos los casos el incremento del IPC fue muy superior al del TCN.

PLAN	VARIACIÓN IPC EN T+12	VARIACIÓN TCN EN T+12
"Tablita" (1979)	112,58%	59,53%
Plan Austral (1988)	41,35%	11,25%
Convertibilidad (1991)	38,62%	0,60%
Control de Cambios (2011)	21,60%	13,43%



Antes de avanzar, creo conveniente hacer referencia a un punto importante. Una posible observación que podría formularse es que los anteriores programas desinflacionarios se dieron con regímenes cambiarios donde el BCRA asumía la obligación de garantizar determina paridad con el dólar, mientras que actualmente, el Mercado Único Libre de Cambios (MULC) funciona con un esquema de flotación, donde si bien el Banco Central se reserva el derecho de intervenir cuando lo considere apropiado, no se impone el compromiso de defender determinado valor del peso frente al dólar ni ha establecido en forma explícita bandas dentro de las cuales considera que el TCN debe ser mantenido.

En este sentido, ¿por qué debería ser una preocupación la eventual apreciación cambiaria si el TCN lo fijarán las fuerzas del mercado en el valor que la oferta y demanda de dólares lo consideren apropiado?

La respuesta es que la apreciación cambiaria puede producirse en un esquema de inflation-targeting, aún cuando no hubiera un intento deliberado del Banco Central por contener el TCN. Los mecanismos por los que pueden producirse estos casos son variados, pero en líneas generales se relacionan con el ingreso de flujos de capital (atraídos por las tasas de interés reales positivas que suelen acompañar los programas desinflacionarios), los cuales presionan a la baja el TCN, en un contexto en que los precios suelen irse desacelerando pero exhiben todavía inflación “inercial” o “residual”.

Resulta interesante, al respecto, el conocido “Trilema de la Imposibilidad” de la política macroeconómica que establece que un país no puede elegir una combinación simultánea de tipo de cambio fijo, perfecta movilidad de capitales y política monetaria autónoma; debiendo “conformarse” con optar a lo sumo por dos opciones (Krugman, 1999). En el contexto actual, es evidente que la alternativa desechada es el tipo de cambio fijo, lo que hace posible la ocurrencia de eventuales apreciaciones cambiarias nominales (y reales), por los mecanismos antes señalados.

Al respecto, Frenkel (2006) argumenta que el trilema no es necesariamente válido, ya que, en una situación de superávit de cuenta corriente, y bajo determinadas condiciones, el Banco Central puede operar sobre el tipo de cambio para evitar su apreciación nominal sin comprometer sus objetivos de tasa de interés. El mecanismo se basaría en la adquisición por parte del BC de todas las divisas excedentes en el mercado de cambios y su posterior esterilización con notas o letras del Banco Central. Suponiendo que el BC vea remuneradas sus reservas internacionales (RR.II.) a una tasa α , obtenga ganancias de capital θ por el aumento de la valuación de sus RR.II. al aumentar el TCN (de un valor e_{t-1} a un valor e_t) y pague por las operaciones de esterilización una tasa δ , el mecanismo será sustentable en el tiempo siempre que $\alpha + \theta > \delta$.

De todos modos, Frenkel reconoce que esta situación no es la más frecuente, dado que en general los Bancos Centrales operan bajo situaciones de déficit de cuenta corriente (o, al menos, de alternancia entre períodos con déficit y superávit), en las cuales Tipo de Cambio y Tasa de Interés sí pueden resultar objetivos contradictorios.

Señalado este punto, vale la pena preguntarse entonces si actualmente es posible evitar la apreciación que ha acompañado históricamente a los programas desinflacionarios en Argentina.

Pero antes de sumergirme en dicho análisis, creo relevante contestar una pregunta previa: ¿por qué es relevante evitar la apreciación? Evaluaré este punto en el siguiente inciso.

3. LA IMPORTANCIA DE LA COMPETITIVIDAD CAMBIARIA

En esta sección del trabajo, analizaré los motivos que me llevan a darle tal relevancia a mantener un TCR competitivo. Me enfocaré en los lazos causales que van de TCR alto a aceleración del crecimiento económico en el mediano y largo plazo, así como en los ciclos de boom-crisis que parecen asociarse a períodos persistentes de TCR Bajo.

Es importante resaltar que la evaluación refiere al mediano plazo, en tanto la literatura parece sugerir (sin ser un debate saldado) que una depreciación real inducida por una devaluación del TCN resulta contractiva en el corto plazo por sus efectos negativos sobre el consumo, potenciados por los efectos redistributivos hacia sectores con menor propensión marginal al gasto (Díaz Alejandro, 1963; Krugman y Taylor; 1977).

Retomando, los efectos de un tipo de cambio real competitivo sobre el crecimiento de mediano y largo plazo han sido objeto reciente de estudio de diversos autores, cuyas conclusiones intentaremos listar resumidamente.

Rodrik (2008) realizó, en este sentido, uno de los trabajos más completos analizando un *sample* de 184 países sobre bloques quinquenales desde 1950 hasta los 2000 para concluir que el tamaño del sector transable es el “canal operativo” por el cual opera el efecto del tipo de cambio competitivo sobre el crecimiento.

Definiendo el TCR como el precio relativo de los bienes transables (P_T) en términos de los no transables (P_{NT}), suponemos una función de producción transable doméstica del tipo Salter-Swan X^T que depende del TCR (para simplificar, lo asumimos como única variable independiente), con derivada primera positiva. En esta situación, un aumento del TCR (sea por un incremento de los precios transables o un decremento de los no

transables) generará un desplazamiento de los recursos hacia la producción transable, incrementando el tamaño del sector.

$$\mathbf{X}^T(\text{TCR}) \text{ con } \text{TCR} = P_T / P_{NT} \wedge \mathbf{X}'_{\text{TCR}} > \mathbf{0} \rightarrow \uparrow \text{TCR} \leftrightarrow \uparrow P_T \text{ y/ó } \downarrow P_{NT} \rightarrow \uparrow \mathbf{X}^T(\text{TCR})$$

El efecto se potencia en lo que podríamos llamar el sector “transable moderno”: mayormente industria y servicios transables –telecomunicaciones, servicios financieros, etc.-, aunque me permito incluir en este grupo la agricultura “de precisión” que se practica en extensas zonas de nuestro país y que ha permitido un aumento notable de los volúmenes producidos, dando por superada las restricciones de cantidad (y baja elasticidad precio de la oferta exportable) con que el estructuralismo latinoamericano describía al sector.

Ahora bien, ¿por qué este cambio de producción relativo entre sectores debería resultar expansivo para la economía en forma agregada? La respuesta radica en el carácter “especial” de los transables, a saber:

- El sector transable moderno es “intrínsecamente más productivo” (Rapetti-Frenkel, 2014). Se podría modelar su función de producción imaginando una homogénea de grado mayor a 1 (i.e. con rendimientos crecientes a escala), de forma tal que la reasignación de recursos hacia este sector tiene efectos positivos sobre el crecimiento del PBI.
- Dada la complejidad productiva que suele presentar el sector y su exposición a la competencia internacional, un contexto institucional débil penaliza mucho más al sector transable “moderno” que al no transable (Rodrik, op. cit.) Englobamos en este grupo lo que podríamos denominar “Fallas de Gobierno” por omisión (bajo desarrollo de infraestructura, mantenimiento insuficiente de transporte y comunicaciones) y por comisión (presencia de firmas estatales deficitarias en sectores tradicionales del sector privado, déficit fiscal cubierto con emisión, regímenes de comercio excesivamente restrictivos, etc.) (Krugger, 1990).
- Las “fallas de mercado” también gravan más pesadamente a este sector. Entre las principales podemos enumerar fallas o carencia de externalidades de aprendizaje y de coordinación (por ejemplo: el despegue de un sector determinado requiere inversiones paralelas, hacia abajo o hacia arriba en la

cadena de valor, que no se producen) y el racionamiento de crédito asociado a información asimétrica, donde los emprendedores no pueden financiar proyectos rentables porque se les exigen tasas de interés demasiado altas, dada la imposibilidad del prestamista de distinguir en forma tajante entre proyectos seguros y riesgosos (Stiglitz, Weiss 1981).

En este sentido, el TCR alto puede operar como un “second-best” que compense parcialmente estas deficiencias institucionales y de mercado, a la vez que sirve de protección transitoria para las infant-industries, induciendo a los productores a ingresar a nuevos mercados y permitiendo una diversificación de la estructura productiva (Freund, Pierola, 2008). Rodrik entiende al TCR alto como una política que en simultáneo impulsa la producción transable y penaliza su consumo doméstico, favoreciendo la generación de saldos comerciales superavitarios (sin incurrir en infracciones a las reglas de la OMC que conllevan políticas como los subsidios a las exportaciones).

La evidencia empírica revela también que el impacto acelerador del TCR sobre el crecimiento depende del nivel de ingreso del país (Rodrik, op. cit.): es particularmente fuerte en países en desarrollo (P.E.D.) y se debilita a medida que crece el nivel de ingreso (Rodrik calcula que eventualmente la correlación deja de ser significativa para niveles de ingreso per cápita cercanos a los 20.000 dólares). Esto resulta argumentalmente consistente con la explicación de qué vuelve “especiales” a los transables, por cuanto en las economías desarrolladas suelen ser marcadamente menores las fallas de Gobierno y Mercado que aquejan al sector transable moderno en los P.E.D.

La historia no resulta completa si no tomamos en consideración también que, así como la evidencia parece sugerir que en los P.E.D. la subvaluación favorece el crecimiento, su contrario (la sobrevaluación), aun cuando puede resultar expansiva en el corto plazo, lo daña en el mediano. A esa conclusión llegan distintos trabajos (Rodrik, op. cit, Razin y Collins, 1999), donde los escenarios de apreciación cambiaria marcada aparecen correlacionados con déficits insostenibles de cuenta corriente, escasez de divisas y restricción externa al crecimiento. En nuestro país, la tradición estructuralista es rica en investigaciones de este tipo, dándole forma a los modelos de “stop and go”, donde la restricción externa aparecía como limitante del crecimiento y la depreciación nominal se veía como la única salida, a través de devaluaciones abruptas e inflacionariamente

aceleradoras. Tornell y Westermann (2001) encontraron evidencias de que las crisis cambiarias-financieras en países de ingreso medio suelen ir precedidas por planes de estabilización con ancla nominal cambiaria que ponen a la economía en trayectorias insostenibles de “boom” de capital-inflows y apreciación real que expanden muy rápidamente el crédito y el consumo y empeoran el ratio de producción transable/ no transable y la balanza comercial.

4. INFLATION TARGETING EN LATINOAMÉRICA

Hemos analizado hasta aquí, en forma separada, que los procesos desinflacionarios en Argentina han utilizado en algún grado el TCN como ancla y han sido históricamente “apreciacionistas” y que la apreciación cambiaria tiene efectos dañinos sobre el crecimiento económico de mediano y largo plazo (mientras que la subvaluación lo promueve, en tanto impulsa el desarrollo del sector transable “moderno” que reúne ventajas intrínsecas para la expansión del PBI).

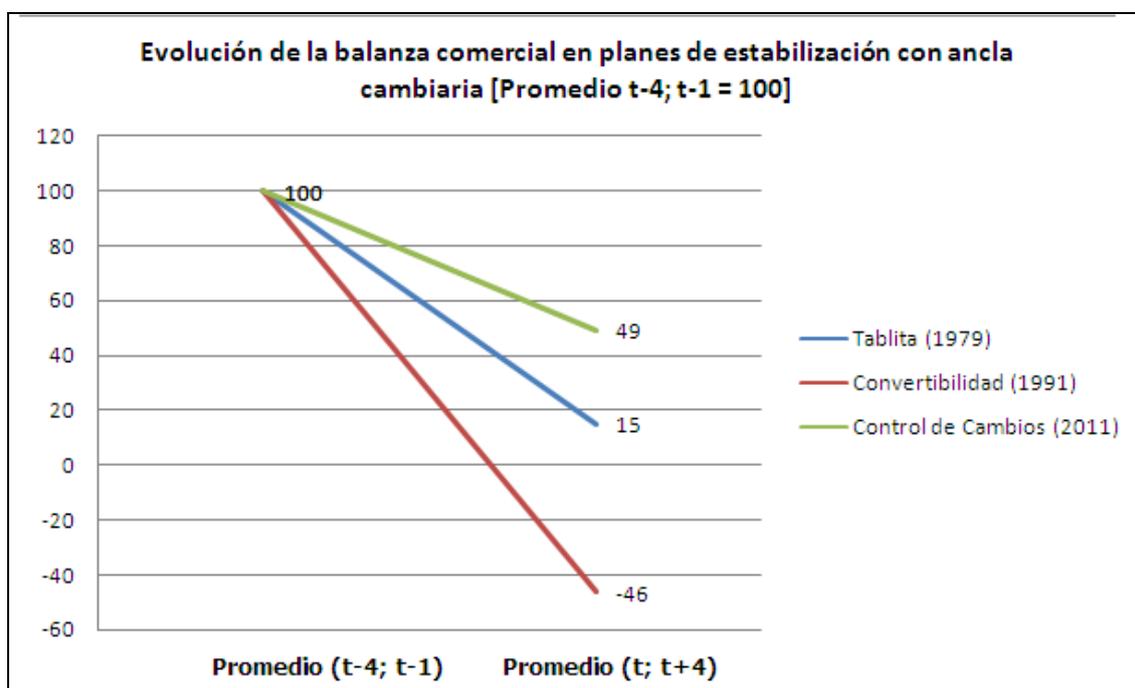
La pregunta entonces en un país como la Argentina, sometido a tasas de inflación de dos dígitos desde hace una década, es si es posible combinar un sendero desinflacionario persistente en el tiempo con un tipo de cambio competitivo.

Una primera observación de la experiencia histórica nacional y regional (Rapetti, 2014) parece indicar que la conjunción no es factible en planes de estabilización con ancla cambiaria (*exchange-rate based programs*).

Considerando tres planes de estabilización históricamente recientes (la “Tablita” de Martínez de Hoz, la Convertibilidad y los controles sobre la demanda de dólares implementados desde fines de 2011), vemos que todos ellos vinieron acompañados no sólo de una apreciación cambiaria real (dada por un incremento de precios muy superior al del tipo de cambio nominal) sino también de un fuerte deterioro de los saldos del comercio exterior. Si llamamos “t” al año de lanzamiento de estos programas (1979, 1991 y 2011 respectivamente) y comparamos los saldos comerciales promedio en los cuatro años anteriores (t-4; t-1) contra los obtenidos en los cuatro años que siguieron al lanzamiento del plan (t; t+4), observamos que en todos los casos la balanza comercial contrajo su saldo positivo y llegó a adquirir incluso signo negativo.

Balanza comercial anual (En Millones de dólares)	Tablita	Convertibilidad	Control de Cambios
--	---------	-----------------	--------------------

Promedio (T-4; T-1)	988,50	4.501,88	13.024,23
Promedio (T; T+4)	147,88	-2.087,00	6.431,84



Sin embargo, el programa actual resulta novedoso, particularmente, por no ir acompañado de variantes más o menos rígidas de régimen de cambio fijo sino por un régimen de flotación, donde la tasa de interés de referencia que fija el Banco Central y los agregados monetarios son los instrumentos de política.

En este sentido, resulta de especial interés indagar en las experiencias recientes de metas de inflación que desde la década del 90 han adoptado distintos países de la región en reemplazo de los programas de ancla cambiaria, máxime teniendo en cuenta que será el tipo de política que adoptará el BCRA en el futuro cercano.

4.1 Una breve reseña sobre metas de inflación

Suponemos en este trabajo un lector familiarizado con el concepto de “inflation-targeting” (IT), de modo tal que dedicaremos unas pocas líneas a su presentación conceptual.

Tomaremos la definición de Mishkin (2000), que caracteriza el IT a partir de cinco elementos constitutivos:

- El anuncio público por parte de la autoridad monetaria de un objetivo numérico de inflación (que puede ser un punto o un rango) para uno o varios horizontes de mediano plazo.
- Un compromiso institucional de la política monetaria para con la estabilidad de precios, subordinando a éste otros objetivos complementarios.
- Una estrategia de información “inclusiva”, que utiliza datos de múltiples variables (no sólo agregados monetarios o tipo de cambio) para elegir los instrumentos de política.
- Elevada transparencia del Banco Central en la comunicación de su estrategia, planes y decisiones al público y al mercado.
- Responsabilidad ampliada (*increased accountability*) del Banco Central para alcanzar sus objetivos de inflación.

El IT nació como tal en países desarrollados (con Canadá y Nueva Zelanda como pioneros en 1990) pero se extendió rápidamente a los P.E.D. (con Chile a la vanguardia), entre los que se volvió una alternativa crecientemente atractiva, especialmente a partir de los ciclos de boom-crisis que se sucedieron entre los que aplicaron programas de estabilización con ancla cambiaria (Mishkin, op. cit.).

Bajo un régimen IT, el Banco Central pasa a operar en un marco de “discrecionalidad restringida” (Stevenson, 2000), por cuanto se impone objetivos específicos por los cuales debe responder (y que marcarán su reputación y credibilidad durante el programa) pero cuenta con un importante grado de libertad (e independencia de presiones político-legislativas) para recurrir a los instrumentos que considere apropiados para alcanzarlos.

Es de destacar que la aplicación de estos programas en países emergentes supone desafíos adicionales por varios motivos, entre ellos que: 1) generalmente, parten de niveles de inflación más elevados que los países desarrollados; 2) el marco institucional suele ser más débil y las presiones políticas sobre el BC para que atienda en simultáneo objetivos inmediatos de empleo o de crecimiento suelen ser mayores; 3) el grado de coordinación requerido con las autoridades del Ejecutivo suele ser mayor por la presencia extendida de precios regulados directamente por el Gobierno, cuya variación

responde más a una lógica política y resulta imprevisible para el BC (en este sentido, una alternativa interesante aplicada por República Checa consiste en excluir los precios regulados del índice de precios utilizado como referencia para la meta inflacionaria).

Si bien en el corto plazo la aplicación de Inflation-Targeting no resulta incompatible con la presencia de niveles considerables de déficit fiscal, su eventual persistencia resulta una amenaza para la continuidad del programa en el mediano plazo, caso que el déficit debiera ser monetizado o que condujera a niveles de endeudamiento externo insustentables, usualmente procesados con fuertes devaluaciones que disparan los niveles de inflación. De allí que algunos autores consideren la ausencia de dominancia fiscal como un requisito adicional no para la implementación de IT pero sí para su prolongación en el tiempo (Masson-Savastano, 1997)

4.2 IT en Latinoamérica

Como señalábamos, los programas de metas de inflación han ganado relevancia teórica en Latinoamérica al haber comenzado a ser implementados durante los 90 por un número creciente de países de la región. Si bien las fechas de inicio de los programas en cada país no son categóricas y puede existir divergencia al momento de definir el punto de partida, Chile inició la aplicación de targets de inflación anuales desde diciembre de 1990, Perú lo hizo en 1994 y hacia finales de la década y comienzos del siglo XXI, se sumaron México, Brasil y Colombia (aunque este último ya venía aplicando objetivos anuales de inflación desde 1991, sin un mandato primario al Banco Central de compromiso con la estabilidad de precios)². En las páginas que siguen, nos referiremos a estos cinco países alternativamente como IT-Countries (*inflation-targeting-countries*).

Los programas de Metas de Inflación en Latinoamérica han sido generalmente acompañados de regímenes cambiarios de flotación, si bien en todos los casos los Bancos Centrales se reservaron (y ejercieron) la posibilidad de intervenir en el valor del TCN, sea vía operaciones de mercado o, indirectamente, a través de la fijación de tasas de interés de referencia en países donde el dólar actúa como sustituto de la moneda local. Parece observarse, en este sentido, cierta resistencia de los Bancos Centrales

² Para contar con un criterio unificado, tomamos como fechas de inicio para cada país las propuestas por la CEPAL en el trabajo de José García Solanes (2012), "Inflation targeting Works well in Latin America" - CEPAL Review.

latinoamericanos a permitir una flotación pura –lo que Calvo y Reinhart (2002) han denominado “fear of floating”-, atribuible a los efectos negativos de una volatilidad cambiaria excesiva, especialmente el efecto inflacionario que suele ir asociado con incrementos abruptos del valor nominal del dólar y los mencionados efectos negativos de las apreciaciones.

Una primera conclusión que deja la experiencia latinoamericana es que los programas de metas de inflación han cumplido su objetivo primario de desacelerar el incremento de precios. A excepción de Brasil, todos los “IT-countries” de la región han reducido significativamente sus tasas anuales de incremento del IPC a partir de la aplicación de estas políticas y han evitado rebotes significativos, al menos en los diez años siguientes.

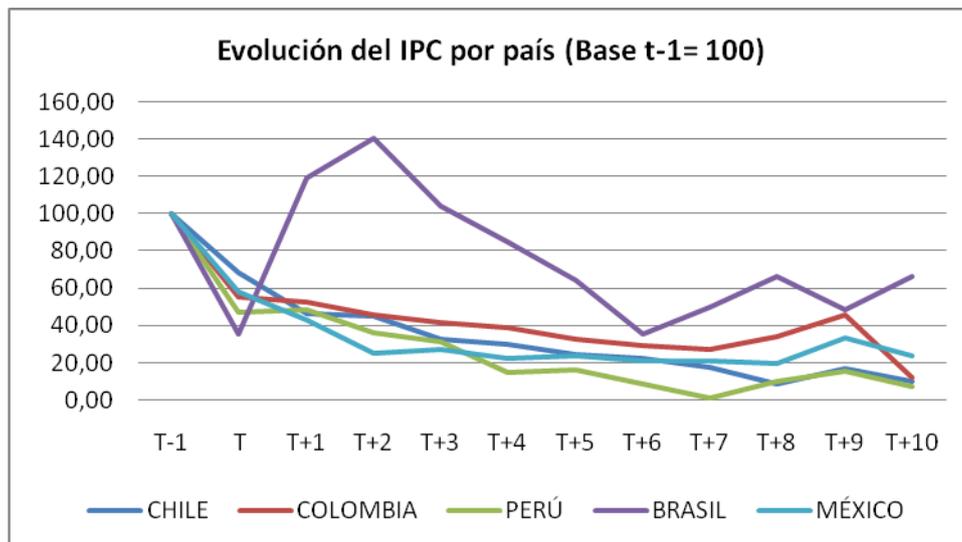
Si llamamos T al año de inicio de los programas de inflation-targeting (1991 en Chile, 1994 en Perú, 1999 en Colombia, Brasil y México), vemos que en todos los casos T fue un año de desaceleración inflacionaria respecto a T-1 y que dicha tendencia fue continuada en los años subsiguientes (con excepción del citado rebrote de la inflación de Brasil en 2001-2002), no volviendo a registrarse en ningún caso años de variación anual del IPC de dos dígitos a partir del tercer año de aplicación del programa.

En promedio³, los países partieron de una variación anual del 19,1% en el índice de precios al consumidor en el año previo a lanzar los programas de IT (T-1), la redujeron al 10,6% en el año de lanzamiento (T), al 10,3% el siguiente (T+1), al 9,1% en T+2, al 7,5% en T+3, al 6% en T+4, al 5,2% en T+5, al 4,0% en T+6 y al 3,6% en T+7.

Esto marca un sendero sostenido de desinflación que, si bien resulta mucho menos intenso que el de algunos programas de “shock” con ancla cambiaria (como la convertibilidad en Argentina, que pasó de 2314% de inflación en T-1 a 24,9% en T+1 y 10,6% en T+2), parece mostrar una sustentabilidad robusta en el mediano plazo.

³ Considerando un promedio simple entre los cinco países analizados.

TASA DE VARIACIÓN ANUAL IPC					
PERÍODO	CHILE	COLOMBIA	PERÚ	BRASIL	MÉXICO
T-1	27,3%	16,70%	23,70%	8,94%	19,02%
T	18,7%	9,23%	11,10%	3,14%	11,02%
T+1	12,7%	8,75%	11,50%	10,63%	8,11%
T+2	12,2%	7,65%	8,50%	12,53%	4,79%
T+3	8,9%	6,99%	7,30%	9,30%	5,16%
T+4	8,2%	6,49%	3,50%	7,58%	4,20%
T+5	6,6%	5,50%	3,80%	5,71%	4,54%
T+6	6,0%	4,85%	2,00%	3,14%	3,94%
T+7	4,7%	4,48%	0,20%	4,46%	3,98%
T+8	2,3%	5,69%	2,30%	5,90%	3,70%
T+9	4,5%	7,67%	3,70%	4,31%	6,28%
T+10	2,6%	2,00%	1,60%	5,91%	4,46%



Comprobado su éxito en la estabilización de precios, una crítica frecuente que muchos economistas “heterodoxos” suelen plantear en contra de los programas de estabilización de este tipo es que introducen limitantes al crecimiento y que, como suelen ir

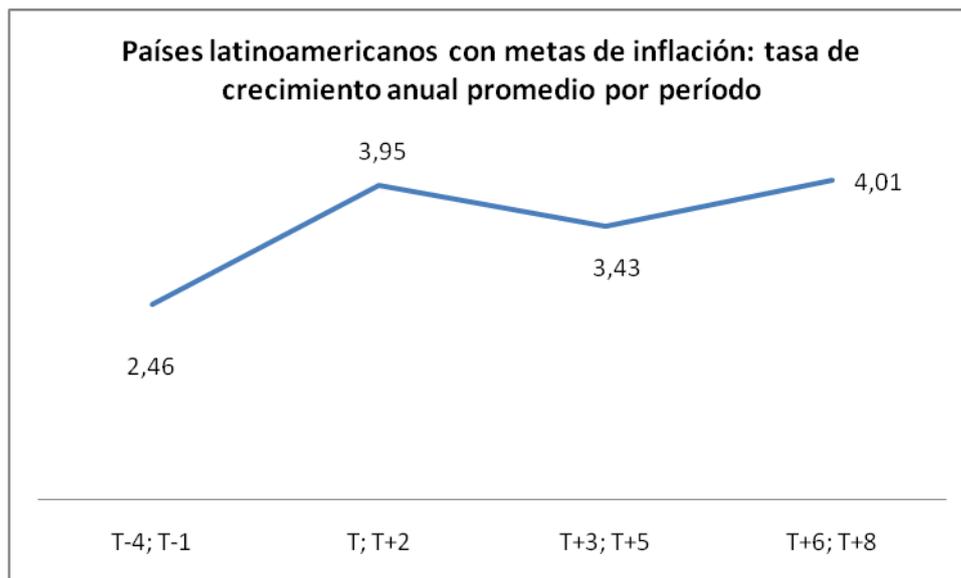
acompañados de tasas de interés reales positivas, favorecen la especulación financiera por sobre la economía “real”.

Los datos de evolución del PBI en términos reales de los cinco IT-countries latinoamericanos desmienten esta idea. Durante los tres años inmediatamente posteriores al inicio de las metas de inflación (T; T+3), Chile y Perú alcanzaron tasas de crecimiento promedio anuales del PBI real muy superiores a las de los tres años anteriores al inicio del programa (T-4; T-1), en tanto que Brasil y México sostuvieron niveles de crecimiento similares y sólo Colombia enfrentó tasas negativas para ese período.

Como se observa en la siguiente tabla, en relación al trienio inmediatamente previo al inicio de los programas de metas de inflación, los cinco países analizados crecieron en promedio (simple) a una tasa 60% superior durante los primeros tres años (T; T+2), 39% superior durante el siguiente trienio (T+3; T+5) y 63% superior durante el siguiente (T+6; T+8).

En resumen, no se evidencia en este grupo de economías de la región que los programas de desinflación hayan estado asociados con períodos de crecimiento bajo, sino más bien todo lo contrario: lograron atravesar el período de desinflación (al menos durante los nueve primeros años de IT) acelerando el crecimiento.

PERÍODO	Tasa de Crecimiento Anual PBI Real- Promedio del período (%)					
	Promedio 5 países	Chile	Colombia	Perú	Brasil	México
T-4; T-1	2,46	5,75	0,89	0,48	2,52	2,64
T; T+2	3,95	9,24	-1,70	7,51	2,53	2,18
T+3; T+5	3,43	7,09	1,81	2,53	3,23	2,49
T+6; T+8	4,01	4,20	4,70	2,92	4,40	3,82



Resta evaluar qué ocurrió con estos países en sus cuentas del sector externo a partir de la aplicación de estos programas de estabilización de precios, en tanto se trata de un factor que puede determinar fundamentalmente la sustentabilidad del programa en el mediano y largo plazo.

Por razones de extensión, nos centraremos en el análisis del comportamiento del Tipo de Cambio Real y de la Balanza Comercial como indicador de referencia del comportamiento del sector externo, prescindiendo a los fines prácticos de evaluar otros componentes de la balanza de pagos y la posición de inversión internacional.

En este sentido, la evidencia resulta más disímil para el conjunto de países de la región evaluados lo que lleva a resultados menos concluyentes que los que surgen de analizar el crecimiento del PBI y la materialización de la desinflación.

Evaluando las series de tiempo del tipo de cambio real y definiendo, nuevamente, como T al año de implementación del programa de IT en cada país, observamos que en Brasil y Colombia el programa fue seguido por depreciaciones reales, en tanto que en México, Perú y Chile se observaron apreciaciones del TCR aunque de muy moderada intensidad.

Considerando un promedio simple de los cinco países, la apreciación concluido el cuarto año de implementación de los planes no resulta sustancial, como se observa en la siguiente tabla:

TIPO DE CAMBIO REAL POR PAÍS (BASE: T, Año de implementación de inflation targeting= 100)

PAÍS	T-4	T-3	T-2	T-1	T	T+1	T+2	T+3	T+4
Brasil	85,6	85,3	87,9	87,3	100,0	106,7	107,3	107,4	108,8
México	137,3	128,3	105,1	90,5	100,0	83,5	77,3	66,7	78,1
Perú	-	102,0	92,5	102,9	100,0	91,3	91,0	93,8	93,2
Chile	103,7	102,8	106,7	109,7	100,0	90,8	91,1	86,3	83,5
Colombia	92,4	78,2	86,4	90,1	100,0	108,0	107,1	120,4	121,1
PROMEDIO	104,8	99,3	95,7	96,1	100,0	96,1	94,8	94,9	96,9

En igual sentido, las balanzas comerciales de estos países, medidas como porcentaje del PBI, no muestran tendencias de empeoramiento en forma generalizada (e incluso en Brasil, consistentemente con la depreciación cambiaria, su balanza exhibe una mejora, revirtiendo a partir del tercer año su signo negativo inicial).

BALANZA COMERCIAL COMO % DEL PBI

País	T-4	T-3	T-2	T-1	T	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5
Brasil	-1,89	-2,18	-2,61	-2,38	-1,85	-2,26	-2,19	0,84	2,22	3,41
Chile	3,27	5,20	3,47	1,24	0,76	2,48	1,41	0,00	-1,89	-2,18
Colombia	-6,43	-5,65	-5,91	-5,89	0,54	-0,84	-3,13	-3,35	-3,37	-2,32
México	4,24	2,73	1,14	-0,28	-0,31	-0,58	-1,24	-1,45	-1,44	-1,76
Perú	1,98	-2,29	-3,02	-3,93	-3,47	-5,86	-5,12	-4,59	-5,59	-2,43
Promedio	0,23	-0,44	-1,39	-2,25	-0,86	-1,41	-2,05	-1,71	-2,01	-1,05

Fuente: Banco Mundial

Vale destacar que estas experiencias resultan fuertemente contrastantes con las dos últimas experiencias de programas desinflationarios en Argentina (convertibilidad y control de cambios) donde la implementación del plan, como vimos, fue seguida de una apreciación real muy significativa, junto con un marcado deterioro de la balanza comercial.

De esta manera, la evidencia encontrada coincide con la evaluación de García Solanes-Torrejón de que “la fijación de metas de inflación da buenos resultados en América Latina y que “las economías de mercado emergentes que adoptaron regímenes monetarios de objetivos explícitos de inflación han logrado reducir sus tasas de inflación” (aunque a un ritmo más gradual que los programas de shock con ancla cambiaria), a la vez que el sistema ha “contribuido a disminuir la variabilidad del crecimiento del PIB” (García Solanes-Torrejón, 2002).

A su vez, no vemos evidencias de que los programas de inflation-targeting hayan representado limitantes significativos para el crecimiento del producto en los países de la región que los han aplicado y constatamos que su implementación resulta mucho más

compatible con el mantenimiento de trayectorias sostenibles de las cuentas externas que los programas de inflación basados en la fijación de “*nominal anchor*”.

5. EL CASO DE CHILE. VINCULACIÓN CON CASO ARGENTINO

La aplicación de metas de inflación en Chile se dio de manera muy temprana, cuando aun el término “inflation targeting” no estaba formalizado. Su adopción respondió en buena medida al aprendizaje de experiencias fallidas de esquemas de fijación cambiaria, sumado a la necesidad de imponer alguna guía para las expectativas de los agentes y disminuir así el comportamiento inercial de la inflación por mecanismos de indexación de salarios y contratos, de uso muy expandido en esta economía al inicio del programa.

El caso de Chile resulta de especial interés para evaluar el caso argentino, por una conjunción de factores: 1) la proximidad histórica, geográfica y comercial entre ambos países; 2) los relativamente similares valores del IPC exhibidos en el año elegido como punto de partida del programa inflation-targeting y 3) el hecho de que Chile aplicó hasta 1998 metas de inflación en conjunto con metas de déficit en cuenta corriente, abocándose en simultáneo a bajar la inflación sin descuidar la sustentabilidad del frente externo.

Respecto al primer punto, Chile presenta una historia marcadamente inflacionaria desde finales del Siglo XIX, con una inflación promedio para el período 1930-1998 del 45% anual (Morandé, 2001). En el camino, ha experimentado en su combate una diversidad de opciones de regímenes cambiarios y monetarios.

En este sentido, resulta ilustrativa la síntesis histórica de Felipe Morandé, que refiere al caso chileno hasta comienzos de la década del 90 pero que exhibe a las claras sus similitudes con la trayectoria argentina: “la política fiscal fue habitualmente muy expansiva y muchas veces claramente irresponsable, operando con frecuencia sin un presupuesto equilibrado. Como resultado, la política monetaria fue sólo una expresión de las necesidades fiscales y, por lo tanto, los altos niveles y la volatilidad de la inflación fueron inevitables”. Morandé concluye además que en su país, las experiencias de tipo de cambio fijo resultaron fallidas pues “han terminado en ataques especulativos, debido a políticas inconsistentes o a shocks externos, provocando fuertes costos reales y mayor volatilidad cambiaria”.

Respecto al segundo punto, el caso chileno resulta particular por ser el país que mayor nivel de inflación tenía al momento de encarar el inflation-targeting. En la siguiente tabla, vemos la variación de la inflación en el trimestre inmediatamente anterior a la adopción de la meta con respecto al mismo trimestre del año anterior. El caso chileno prácticamente triplica la inflación promedio del resto de los países evaluados.

PAÍS	Δ IPC AL INICIO DE IT
Chile	29,0
Israel	18,5
Hungría	18,5
México	11,2
Perú	11,1
Polonia	10,8
República Checa	10,1
Canada	4,9
España	4,7
Nueva Zelanda	4,4
Reino Unido	3,6
Suecia	1,8
Australia	1,2
PROMEDIO	9,9
MEDIANA	10,0

Fuente: Morandé Lavin, Felipe (2001) en base a IMF

Esto resulta de interés en el caso argentino, donde la fijación de metas parte de un escenario de inflación moderada-alta, más parecida a la que exhibió Chile que al promedio de los “IT-Countries” en su punto de partida. Dicha situación representa un desafío adicional al éxito del programa, en tanto valores iniciales altos aumentan la probabilidad de que el valor final de la inflación diverja del pronóstico inicial, dañando la credibilidad de la autoridad monetaria.

El caso chileno resulta una cabal demostración de que un punto de partida con inflación moderada-alta resulta compatible con IT, pues en forma gradual y monotónica logró bajar sus niveles inflacionarios a valores inferiores al 5% en menos de una década.

Como puntos a favor con los que contó Chile al inicio del programa, Mishkin señala que la supervisión y regulación bancarias y del sistema financiero eran de una calidad

técnica similar a la de países desarrollados y que el sector público arrojaba resultados primarios superavitarios sólidos (tras sucesivos ajustes sobre el gasto público aplicados por el gobierno militar de Augusto Pinochet).

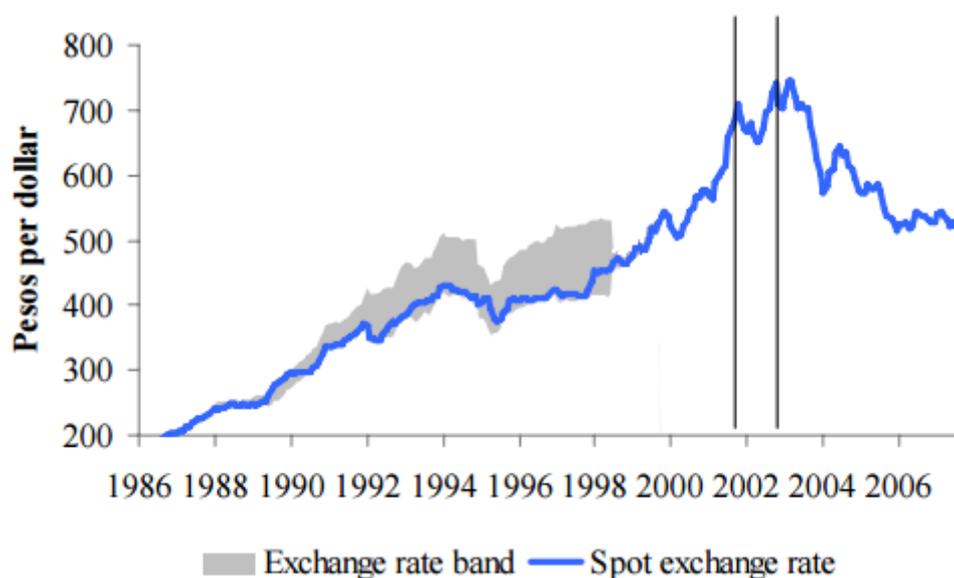
Diversos autores han enfatizado, al referirse al caso chileno, la relevancia de la autonomía con que contó el Banco Central para ejecutar el programa y, especialmente, la subordinación de los objetivos de política económica al control de la inflación. En 1989, previamente a la adopción del IT, Chile reformó la carta orgánica del BC, con la premisa de: 1) dotarlo de mayor independencia de los Poderes Ejecutivo y Legislativo, 2) indicarle, como objetivo primario, la doble tarea de “preservar el valor de la moneda nacional y el adecuado funcionamiento del sistema de pagos externo e interno”. Este marco institucional coloca a Chile en el percentil 93 en una muestra de 93 países ordenados de menor a mayor por nivel de independencia del Banco Central (Valdés, 2007).

Simplemente a modo de dejar planteada la inquietud, y abstrayéndome de la presencia de otros factores de correlación de fuerzas en el Parlamento y de otras prioridades de agenda legislativa, señalo como conveniente la adopción de un proyecto similar en nuestro país, máxime teniendo en cuenta que la última reforma de la Carta Orgánica del BCRA ocurrida en 2012, le asignó un objetivo múltiple que pone en pie de igualdad la estabilidad de precios con otras misiones: “promover, en la medida de sus facultades y en el marco de las políticas establecidas por el gobierno nacional, la estabilidad monetaria, la estabilidad financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social”.

Volviendo a los objetivos asignados por la Carta Orgánica al BC de Chile, me resulta de especial interés el hecho de que los legisladores le asignaron como misión encarar un proceso desinflacionario sin descuidar en ello la sustentabilidad externa.

Este punto implicó que el Banco Central tuviese, a lo largo de todo el proceso, un ojo puesto en el resultado de cuenta corriente y que, operativamente, materializase dicha atención fijando bandas objetivo dentro de las cuales podía oscilar el déficit de cuenta corriente por considerarlo un rango sustentable (hasta 1998) y bandas cambiarias dentro de las cuales aceptaba la cotización del dólar (si bien sistemáticamente, la cotización estuvo mucho más cercana al “piso” de la banda que a su techo). Asimismo, se intentó evitar apreciaciones no deseadas fijando como requisito para los capitales que

ingresasen al país encajes mínimos no remunerados del 30% durante un año, si bien estudios de la Universidad Católica de Chile afirman que este tipo de políticas de control de capitales son totalmente inefectivas para afectar el tipo de cambio real de largo plazo (Edwards, 1999).



Fuente: Valdés (2007)

Esta característica de atención simultánea a la desinflación y a la competitividad cambiaria es compartida por otros países en desarrollo que adoptaron metas de inflación en simultáneo con bandas cambiarias, como Israel y Colombia (Morandé, 2001) y, más generalmente, por los países latinoamericanos que, aun bajo esquemas de flotación, se reservan el derecho a que sus bancos centrales intervengan sobre los mercados de cambios. Israel, por ejemplo, que muestra hace ya varios años una sólida estabilidad de precios, posee un pasado altamente inflacionario en el que tropezó con programas de ancla nominal y crisis externas, lo que justifica su especial atención al factor cambiario.

Si bien es cierto que, en el caso chileno (no así en el colombiano e israelí), ante eventuales conflictos de objetivos, la preeminencia siempre la tuvo la política anti-inflacionaria, no menos cierto es que el BC se valió de una batería de instrumentos (determinación de encajes mínimos obligatorios sobre los capital-inflows, mayor o menor intervención en compra de divisas, etc.) para garantizar la compatibilidad entre ambos propósitos. Recién en 1999, con el proceso de desinflación muy consolidado, el Banco Central de Chile relajó su política cambiaria y pasó de un esquema de bandas a uno de flotación.

El mandato de atención a las cuentas externas indicado al BC de Chile no resulta casual, por cuanto por un lado, el país ya había sufrido una experiencia fallida aplicando un régimen de tipo de cambio fijo en 1979 que culminó en una fuerte devaluación y rebrote inflacionario en 1982-1983 y por otro, la autoridad monetaria interpretaba que un déficit alto de cuenta corriente pondría en duda, a ojos de los inversores extranjeros, la sustentabilidad del plan e induciría en el público un descrédito en la capacidad de la autoridad del BC para asegurar su continuidad (Morandé, 2001).

El caso chileno, en resumen, constituye un ejemplo interesante a tener en cuenta para la Argentina por cuanto exhibe un caso de desinflación sostenible y exitosa partiendo de un escenario de inflación intermedia-alta y con uso extendido de mecanismos indexatorios de salarios y contratos y logrando a la vez no comprometer seriamente su competitividad externa.

6. CONCLUSIÓN

A lo largo del presente trabajo hemos revisado los siguientes puntos, que sintetizamos a modo de observaciones finales:

- La aplicación de programas anti-inflacionarios en Argentina durante la segunda mitad del Siglo XX ha estado caracterizada por la aplicación de algún tipo de régimen de fijación del tipo de cambio nominal o de control forzoso sobre el precio del dólar (vía limitaciones en la demanda, fijación de tipos de cambio múltiple, etc.)
- Invariablemente, e independientemente de su éxito o fracaso en lograr la desinflación, como hecho estilizado estas experiencias han inducido una sustancial apreciación real, afectando la producción transable local, aumentando la demanda de divisas (para importaciones, atesoramiento, etc.) y han conducido al país a un fuerte empeoramiento de sus cuentas externas que vuelve insostenible la fijación cambiaria en el mediano plazo y fuerza posteriores devaluaciones que reactivan los procesos inflacionarios.
- El mantenimiento de un tipo de cambio real competitivo muestra importantes evidencias de correlación con el crecimiento para países de ingreso bajo o mediano. El canal operativo principal sería el efecto sobre

el sector transable “moderno”, el cual posee externalidades positivas sobre otros sectores económicos y resulta más propenso a sufrir los fallos de Gobierno y de mercado de las economías emergentes (actuando el TCR competitivo como un second-best que compensa estas deficiencias). Inversamente, los períodos persistentes de apreciación cambiaria resultan lesivos para el crecimiento de largo plazo, pues inducen a los países en desarrollo a peligrosos senderos de “boom-crisis”.

- Desde los años 90, han comenzado a funcionar y expandido su aplicación a un número creciente de países los programas de “Inflation-Targeting” o “Metas de Inflación”. Si bien originalmente implementados por países desarrollados, estos programas han resultado efectivos en un importante número de economías en desarrollo, y especialmente en Latinoamérica, para desacelerar el incremento de precios sin resultar contractivos.
- Resulta prácticamente un hecho estilizado que los programas de metas de inflación se aplican en simultáneo con regímenes de flotación cambiaria, donde el Banco Central relega la cuestión del tipo de cambio a un segundo plano y centra su atención en la política anti-inflacionaria.
- No obstante, en los países en desarrollo que aplican IT (especialmente en Latinoamérica) la cuestión cambiaria no pasa totalmente desapercibida. Desde reservarse (y ejercer) el derecho a intervenir en el mercado de cambios adquiriendo divisas que engrosan las reservas internacionales hasta aplicar regímenes con bandas cambiarias, controles de capital o encajes no remunerados para *capital inflows*, los Bancos Centrales de estos países han instrumentando diferentes medidas para evitar lo que consideran apreciaciones reales nocivas.

Este último punto no debería sorprender, siendo que: 1) los países en desarrollo han experimentado en su historia reciente diversos problemas relacionados con el tipo de cambio (episodios de volatilidad cambiaria, ciclos de boom-crisis inducidos por apreciaciones reales, escasez de divisas, etc.) que los llevan a adoptar mayores actitudes preventivas, 2) el efecto impulsor del tipo de cambio sobre el crecimiento es mayor a menor nivel de ingreso del país, 3) en estos países, la divisa extranjera tiene un uso extendido como activo sustituto de la moneda local por lo que la variable tipo de

cambio incide directamente no sólo en el precio de los transables sino en un amplio conjunto de variables económicas, siendo uno de los principales determinantes del salario real.

Formalizando, definiremos dos variables: llamaremos q^e al tipo de cambio que surge de la interacción entre oferta y demanda de divisas en el actual esquema de flotación y q^{tr} al valor del tipo de cambio compatible con un crecimiento sostenido de la oferta transable doméstica. Suponemos, adicionalmente, una relación inversa entre el poder adquisitivo de los salarios en pesos (o “salario real”) y el tipo de cambio y añadimos, en consecuencia, una tercer variable, q^s , a la que llamaremos “Tipo de Cambio de Equilibrio Social” cuyo valor en el caso argentino describiremos como sistemáticamente inferior a q^{tr} ($q^s < q^{tr}$) dando lugar a una diferencia estructuralmente conflictiva entre ambos valores: el que impulsa el crecimiento del sector transable y el que “colma” las expectativas de salario real de los trabajadores (Rapetti-Gerchunoff, 2015).

Mi punto es que, bajo un régimen de flotación, *puede* ocurrir que $q^e < q^{tr}$, esto es que el tipo de cambio que equilibra el MULC (Mercado Único Libre de Cambios) resulte inferior al que precisa el sector transable local para su crecimiento.

Esto puede ocurrir por una variedad de motivos que circunstancialmente aumenten la oferta de divisas (ingreso de dólares por toma de créditos externos, capital-inflows para inversiones productivas o financieras, aumento de precios o de volumen exportado de commodities agrícolas –la llamada “enfermedad holandesa”) o reduzcan su demanda (tasas de rendimiento de activos en pesos superior a la suma de tasa de activos en dólares más depreciación esperada).

Más aún, considerando que también $q^s < q^{tr}$, y que por tanto, las apreciaciones en el corto plazo suelen gozar de amplia popularidad, en un escenario como el descrito existirán sobre el Banco Central presiones (o al menos, potentes incentivos) para que no arbitre a favor de una depreciación cambiaria.

Suponer que el mandato primario de Banco Central bajo Inflation-Targeting de atender el curso del proceso desinflacionario es incompatible con el de tipo de cambio competitivo parte de suponer que ambos objetivos son conflictivos entre sí.

Esto no resulta ilógico en una economía como la argentina, donde además del esperable efecto sobre el precio de los transables (por Ley de Único Precio), el valor del dólar resulta una guía para las expectativas inflacionarias de los agentes e incide sobre los precios que fijan los productores de sectores no-transables y los reclamos salariales de los trabajadores.

No obstante, si bien puede haber situaciones donde ambos objetivos colisionen, el caso de Chile (así como el de Israel y Colombia) demuestra que la inflación puede converger desde valores de partida altos (inflación “moderada-alta”) hacia valores en torno a la inflación internacional sin descuidar por completo la cuestión cambiaria. Para ello, el Banco Central dispone de una batería de instrumentos amplia cuya aplicación no resulta incompatible con un programa de metas de inflación.

En una economía como la argentina, que ha tropezado sistemáticamente con niveles de apreciación insostenibles y posteriores crisis externas en sus intentos de bajar la inflación, se justifica tal esfuerzo de no descuidar el tipo de cambio real, aún cuando pueda implicar un mayor gradualismo que enlentezca en el proceso desinflacionario. Dicho esfuerzo permitiría dotar de una mayor credibilidad al programa, en un país donde los agentes han aprendido, a partir de la experiencia histórica reciente, a identificar valores bajos del dólar como insustentables en el largo plazo, a la vez que potenciaría el desarrollo de sectores industriales, de servicios e incluso agrícolas no tradicionales, diversificando la estructura exportadora y orientándola hacia sectores empleo-intensivos con mayor valor agregado.

BIBLIOGRAFÍA

Argañaraz, Nadin. “La pesada herencia del Banco Central”, artículo periodístico publicado en edición impresa del Diario Perfil (Buenos Aires) del 13 de Febrero de 2016.

Díaz, Alejandro. “A Note on the Impact of Devaluation and the Redistributive Effect”, *The Journal of Political Economy*, Diciembre 1963.

Calvo, Guillermo – Reinhart, Carmen. “Fear of Floating”, *NBER Working Papers* n° 7993, Noviembre de 2000.

Edwards, Sebastian. "The mirage of capital controls", Mayo de 1999.

Indicadores de crecimiento, tipo de cambio real, balanza comercial y series del IPC tomados de secciones de indicadores y estadísticas en sitios web de Banco Central de Chile, Perú, Colombia, México, Brasil y Argentina y de los respectivos institutos nacionales de Estadística.

Índice de Precios al Consumidor, Dirección Provincial de Estadísticas y Censos de la Provincia de San Luis, Serie Base 2003.

Frenkel, Roberto. "El esquema de inflation targeting y las economías en desarrollo", Exposición en las Jornadas Monetarias y Bancarias del Banco Central de la República Argentina. 6 de junio de 2006

Frenkel, Roberto – Rapetti, Martín. "A concise history of Exchange rate regimes in Latin America", Febrero de 2010

Frenkel Roberto – Rapetti, Martín. "The real exchange rate as a target of macroeconomic policy", Febrero de 2014.

García Solanes, José – Torrejon, Fernando. "Inflation targeting works well in Latin America", CEPAL Review n° 106, Abril de 2012.

Gerchunoff, Pablo- Rapetti, Martín. "La economía argentina y su conflicto distributivo estructural (1930-2015)", Diciembre de 2015.

Krugger, Anne. "Government Failures in Development". Verano de 1990.

Krugman, Paul – Taylor, Lance. "Contractionary effects of devaluation", febrero de 1977.

Krugman, Paul. "O Canada: A neglected nation gets its Nobel", publicado el 19 de Octubre de 1999 en "Dismal Science"

Masson, Paul -Savastano, Miguel y Sharma, Sunil. "The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries," IMF Working Paper 97/130, Octubre de 1997.

Mishkin, Frederic S., "Inflation targeting in emerging market countries", NBER Working Paper Series, marzo de 2000.

Morandé, Felipe. "Una década de metas de inflación en Chile: desarrollos, lecciones y desafíos", abril de 2001

Pierola, Matha – Freund, Caroline. “Export surges: the power of a competitive currency”, World Bank, Octubre de 2008.

Rapetti, Martín. “Inflación, estabilización y crisis: lecciones de la experiencia latinoamericana”, noviembre de 2015.

Razin, Ofair- Collins, Susan. “Real Exchange Rate Misalignments and Growth”, Junio de 1997

Rodrik, Dani. “The real exchange rate and economic growth”, Octubre de 2008.

Stevenson, Leo. “How Should Monetary Policy Be Conducted in an Era of Price Stability”, marzo de 2000.

Stiglitz, Joseph – Weiss, Andrew. “Credit Rationing in markets with imperfect information”, The American Economic Review, Junio de 1981

Sturzenegger, Federico. “El uso del concepto de equilibrio general en su aplicación a la política monetaria”, Disertación ante la Academia Nacional de Ciencias Económicas, Marzo de 2016.

Tornell, Aaron- Westermann, Frank. “Boom-bust cycles in middle income countries: facts and explanation”, IMF Staff Papers, 2002.

Valdés, Rodrigo. “Inflation Targeting in Chile: Experience and Issues”, Febrero de 2007