

Comentarios Sobre “La Macroeconomía de Macri” de Federico Sturzenegger

Rafael Di Tella

Working Paper 20-025



Comentarios Sobre “La Macroeconomía de Macri” de Federico Sturzenegger

Rafael Di Tella
Harvard Business School

Working Paper 20-025

Copyright © 2019 by Rafael Di Tella

Working papers are in draft form. This working paper is distributed for purposes of comment and discussion only. It may not be reproduced without permission of the copyright holder. Copies of working papers are available from the author.

Funding for this research was provided in part by Harvard Business School.

Comentarios sobre “La macroeconomía de Macri” de Federico Sturzenegger

Rafael Di Tella,
*Harvard Business School, NBER.*¹

10 de octubre de 2019

El ensayo de Sturzenegger describe la transición Argentina hacia un gobierno ortodoxo de centroderecha que empleó expertos, como él mismo, para estabilizar la economía tras doce años de gobiernos populistas. Cuatro años después, y con una inflación que duplicó el nivel heredado de los populistas, hay una desilusión generalizada con la gestión económica de Macri. ¿Qué salió mal? De acuerdo con Sturzenegger, el error clave fue modificar las metas de inflación en medio de un “exitoso programa desinflacionario”. Si bien se trata de una afirmación interesante, el ensayo no explica el motivo por el que Macri y otros funcionarios del gobierno fueron incapaces de advertir el progreso de Sturzenegger y lo despidieron. Sería irónico si la única conclusión a la que pudieramos llegar luego de este episodio fuese que el talón de Aquiles de Macri fue, al final de cuentas, la falta de visión a largo plazo tan característica de los populistas.

Por supuesto que una explicación más simple es que la Argentina tuvo un desempeño macroeconómico malo, que no hubo una reducción significativa de la inflación respecto del nivel que dejaron los Kirchner, y que la defensa que hizo Sturzenegger de un programa lleno de sorpresas fue poco convincente. En resumen, su plan adoptó simultáneamente gradualismo fiscal y una forma pura de un régimen de metas de inflación que prometía mantener en todo momento la libre flotación del tipo de cambio. El plan cubría tres períodos separados: una fase inicial “informal” en la que se levantarían las restricciones sobre el flujo de capitales, se ajustarían los precios relativos y, de hecho, la inflación aumentaría; una segunda fase en la que la inflación caería hasta alcanzar niveles “normales”; y una tercera y última etapa en la que los ciclos económicos orbitarían alrededor de un índice inflacionario más bajo que el heredado de los Kirchner. Describo al plan como “sorprendente” ya que la ausencia de dominio fiscal es un reconocido prerrequisito para fijar metas de inflación y porque una forma pura de metas de inflación, con un tipo de cambio flotante y margen cero para otro tipo de recursos (tales como políticas de ingresos), es un enfoque extremadamente inusual para reducir la inflación (fase dos). Y describo a la defensa de Sturzenegger como poco convincente porque partía de supuestos que contradecían las creencias convencionales (por ejemplo, a diferencia de lo que cree la mayoría de los argentinos, el plan de Sturzenegger presuponía que no habría “*pass through*” – es decir, que asumía no habría cambios en los precios

¹ Quiero agradecer a Juan Cruz López del Valle por su excepcional asistencia en esta investigación, así como por sus valiosos comentarios, que han mejorado enormemente el contenido de este ensayo. Quiero agradecer a Andrés Velasco por las provechosas conversaciones, así como por los comentarios de los participantes de la conferencia de otoño 2019 de *Brookings Papers on Economic Activity*. Cualquier error que subsista me es atribuible. Se dice que la mirada retrospectiva tiene visión 20/20, por lo que me enfoco en problemas en el diseño del programa y evito debatir políticas que involucraron apuestas con las cuales las personas razonables pueden estar en desacuerdo (tales como la apreciación del tipo de cambio o los riesgos que implica la acumulación de la deuda a corto plazo). Justifico mis equivocaciones por las emociones que me genera el hecho que la crisis está en pleno desarrollo y que la labor encarada en este trabajo me resulta un tanto prematura.

locales cuando cambiara el precio del dólar). Esta explicación más sencilla sería, por lo menos, consistente con el resto de la información presentada en este ensayo.

Conviene empezar por destacar lo inesperado que fue realmente el plan de Sturzenegger. La Tabla 1 de su ensayo indica que la Argentina tuvo un desempeño fiscal razonable en los años anteriores a las elecciones presidenciales de 2015, en los que se registró un déficit fiscal primario por debajo de 0,4% anual en promedio para el período comprendido entre 2011 y 2014. Luego, durante el último año del mandato de Cristina Kirchner, saltó a 3,8%. El ensayo explica que Sturzenegger y su equipo esperaban (en junio de 2015) que ese déficit cayera a 2,5% durante 2016, lo que parece razonable en vista de que los cambios implementados en ese último año no deberían ser costosos de deshacer. Algunos pueden considerar insuficiente el ajuste proyectado, pero eso no es obvio ya que, como en su momento enfatizó Sturzenegger, podía argumentarse que los niveles de deuda no eran altos. Una observación más pertinente es que hubiera sido factible realizar ajustes mayores, especialmente si observamos que el gasto público durante el gobierno de los Kirchner había aumentado drásticamente en comparación con los niveles históricos. Sin embargo, en líneas generales, no considero que la trayectoria fiscal propuesta haya sido claramente insostenible, aunque no particularmente compatible con un régimen puro de metas de inflación. Efectivamente, Sturzenegger y su equipo eran concientes que la ausencia de dominio fiscal es un prerrequisito básico para la implementación exitosa de un régimen de metas de inflación y su ensayo explica que la expectativa era contenerla “anticipando un sendero de transferencias desde el Banco Central al gobierno”. La cuestión de cuán probable era el éxito de dicha “contención” en la práctica dado el contexto de la Argentina es poco relevante, ya que una serie de “obsequios” de alta visibilidad (reducción del impuesto a las ganancias, aumento de las jubilaciones) pronto convirtieron el gradualismo fiscal en una sólida *expansión* fiscal que llevó el déficit primario a un 5,4% del PBI en 2016. Es razonable esperar que los argentinos, quienes ya experimentaron hiperinflaciones y varios episodios de incumplimiento de pagos de la deuda, otorguen una importancia considerable a la consistencia de los planes fiscales a la hora de decidir si confiar o no en la autoridad monetaria. Así, el plan de Sturzenegger de utilizar metas de inflación en presencia de “gradualismo” fiscal parece riesgoso inicialmente y, hacia fines de 2016, extremadamente difícil de justificar².

Sturzenegger sostiene que el “gradualismo” fiscal fue una restricción decidida por la autoridad política y que su equipo se limitó a aceptarla y trabajar con ella³. Incluso si uno acepta esto, hay dos maneras de interpretarlo. Una es que esto refleja una “lógica política” que está asociada exclusivamente al déficit fiscal por algún *deus ex machina* y que no hay mucho más que discutir. La segunda es más natural y asume que Sturzenegger se está refiriendo a un conjunto de restricciones

² El epígrafe del ensayo es una cita de Dornbusch en la que se desestiman las explicaciones que son específicas para ciertos países, lo que resulta extraño dado el número de explicaciones específicas que incluye el ensayo, comenzando por la volatilidad de la demanda de dinero en la Argentina. Una cita más relevante de Dornbusch sería la que critica los planes de estabilización que involucran políticas fiscales inconsistentes y explica que “hay muchos miles de años de experimentos fallidos desde Diocleciano”, y llama “poetas” y “magos” a quienes implementen programas “sin prestar atención al *sine qua non* de la corrección fiscal” (véase, Dornbusch y Simonsen, 1987, énfasis en el original).

³ Dado el carácter central de la debilidad fiscal en la explicación de Sturzenegger de la crisis, es una lástima que esta afirmación no esté debidamente documentada. Noto que las declaraciones de una fuente cercana a la campaña de Macri contradicen directamente esta afirmación y describen el optimismo de Sturzenegger como un habilitador exógeno del enfoque gradualista. Esa fuente cita una reunión en la que Sturzenegger rechaza la necesidad de privatizaciones, recortes de las jubilaciones y subsidios sociales, y de otros recortes, y que Marcos Peña, el futuro Jefe de Gabinete de Macri, estaba “agradablemente sorprendido” (véase pág. 152-3 en Iglesias Illa, 2016).

políticas más amplias a las que se debía enfrentar un gobierno débil, y él hace algunas alusiones en este sentido cuando explica que el gradualismo fiscal ayudaría al gobierno a evitar el “estigma” de ser un gobierno de derecha. Pero esto da lugar a más preguntas. Por ejemplo, ¿hubo alguna ganancia política cuando el ajuste fiscal proyectado para el primer año se convirtió en una fuerte expansión? ¿Había algún plan para gastar ese capital político de maneras que respaldaran el programa económico? No se dan explicaciones en el ensayo. El resto del programa incluye muchas políticas no graduales, tales como la decisión de reducir el impuesto a las ganancias o permitir un aumento brusco de los precios regulados (véase abajo). ¿Se supone que debemos interpretar esas políticas como de izquierda? ¿O es que las restricciones políticas son irrelevantes al momento de tomar estas otras decisiones? Las restricciones políticas en el ensayo de Sturzenegger se parecen al gato de Cheshire en *Alicia en el País de las Maravillas*: ahora las ves, ahora no las ves.

La decisión de adoptar una versión pura de metas de inflación para los tres períodos venideros fue incluso más sorprendente dado el romance histórico del país con el dólar. Los macroeconomistas han explorado extensamente las ventajas y desventajas de programas de estabilización basados en el tipo de cambio, y la clase de problemas que abordan difieren drásticamente de la clase de problemas que se tratan en los modelos de metas de inflación. A mi entender, los trabajos sobre metas de inflación no ofrecen respuestas a los desafíos centrales abordados en la literatura sobre desinflación, incluido el hecho de que a veces los cambios en la cotización del dólar representan mucho más que un mero cambio en un precio relativo, o la presencia de inercia en la inflación (a través de contratos u otras instituciones formales e informales). De hecho, un desafío clave en los episodios de estabilización es mantener baja la tasa de interés real cuando bajan los índices de inflación y la implementación de la fijación de metas de inflación parece introducir fuerzas que empujan en la dirección contraria. Sturzenegger nunca respondió las críticas que abogaban a favor de políticas de ingresos, similares a los congelamientos temporarios de los salarios, las pensiones y los precios durante diversos períodos de estabilización exitosos (véase, por ejemplo, la discusión en Dornbusch and Simonsen, 1986, quienes hacen hincapié en la necesidad de complementarlos con planes fiscales consistentes). Más allá de catalogarlas como “políticas anticuadas”, Sturzenegger solo concluye que no fueron necesarias porque “las expectativas de la inflación cayeron muy rápidamente”. Esta es una afirmación difícil de evaluar dado que en esa parte del ensayo no trata el papel que jugó la apreciación del tipo de cambio.

Del mismo modo, el ensayo de Sturzenegger no brinda una respuesta a los críticos que proponían incluir el dólar en la función objetivo del Banco Central⁴. Claro está que hay límites a lo que puede lograr la autoridad monetaria con muy pocas reservas a disposición, pero ese es un argumento distinto. Además, hubo varios episodios de intervención en el mercado de divisas que, sin algún tipo de marco, parecían arbitrarios, y uno se pregunta cuánto afectaron su credibilidad. Sturzenegger menciona la inconveniencia de la fijación del tipo de cambio tras la experiencia del Plan de Convertibilidad y ha hecho énfasis, tanto ahora como en el pasado, en que no hay razones teóricas para esperar que se produzca *pass through* (véase Sturzenegger, 2016). También ha ofrecido evidencia empírica para demostrar bajo *pass through*. Se trata de una coincidencia muy afortunada, pero dado que hay una amplia base empírica que respalda lo contrario (véase Cavallo, et al., 2018, quienes detectaron niveles extremadamente altos de *pass through* en la Argentina), cabe preguntarse si el

⁴ Él sostiene: “En el caso de la Argentina, si bien muchos observadores sugerían que ese punto era clave para coordinar las expectativas, el Banco Central sostenía lo contrario, que, para reducir los niveles de *pass through*, era importante que el Banco Central afirmara que no daba importancia alguna al tipo de cambio”; lo que es, quizás, relevante durante la fase tres, pero parece tener invertidas las prioridades durante la fase de estabilización.

optimismo de Sturzenegger no estará jugando un rol. Como mínimo, noto que los supuestos que Sturzenegger usa aquí son los más optimistas que hay disponibles en lo que a restricciones macroeconómicas se refiere. Y esto plantea una cuestión más amplia sobre economía política, concretamente sobre la selección de optimistas y pesimistas para ocupar cargos públicos (y quizás también en los diferentes partidos políticos).

Quizás la afirmación más extrema del ensayo es la que describe como apropiado y estándar el uso de un régimen de metas de inflación para bajar la inflación en Argentina en 2015. Dos aspectos son notables. El primero es que nunca se explica el mecanismo a través del cual se suponía que iba a funcionar la desinflación a través de un régimen de metas de inflación. En ninguna parte del ensayo se ofrece una descripción adecuada de los canales a través de los cuales el aumento de la tasa de interés iba a moderar los aumentos de los precios, tanto durante la fase inicial de desinflación como en las etapas posteriores. El ensayo enfatiza “que la coordinación de las expectativas desempeñó un papel fundamental, que permitió generar una convergencia en las dinámicas de la inflación sin necesidad de emplear una política monetaria excesivamente contractiva”. Observo que, en junio de 2015, el equipo de Sturzenegger suponía que el crecimiento ese año iba a ser de 2%, mientras que para 2016 se esperaba uno de 1% con una inflación menor. Hacia fines de 2015, el crecimiento registrado estaba ligeramente por encima de 2,7%, pero en 2016 fue de *menos* 2,1%. Por supuesto que hace tiempo se sabe que las reducciones rápidas de la inflación, sin los “costos de la curva de Phillips”, son posibles en modelos con expectativas racionales. Sargent (1981) defiende su aplicabilidad a inflaciones “moderadas”, pero explica que los cambios de régimen tienen que ser ampliamente aceptados y entendidos para que sean efectivos. Esto parece diferir drásticamente del contexto en el que se suponía que tendría lugar la desinflación sin costos de Sturzenegger, por lo que está la pregunta sobre la aplicabilidad de esas ideas en un contexto de división política⁵. Y cuando aparecieron las cifras negativas de crecimiento para 2016, cabe suponer que las autoridades tenían pruebas de que era de público conocimiento que cualquier convergencia alrededor de expectativas más bajas de inflación era el resultado de otros canales, más tradicionales (apreciación real del tipo de cambio, recesión, etc.) y que estábamos más en el mundo de Thatcher que en el de Poincaré. Esto no equivale a afirmar que es imposible encontrar momentos particulares durante el período de la muestra en los que se registró crecimiento, y Sturzenegger hace ese ejercicio⁶. Pero el punto aquí es que quedó claro muy al principio que el mecanismo de desinflación sin costos que se había anticipado no estaba presente y que la política monetaria era muy contractiva. Es decir, pronto quedó claro que cualquier desinflación que se observaba se estaba produciendo a través de otros canales, más costosos, a diferencia de lo que sostenía el gobierno.

El segundo aspecto polémico es la muy alta tasa de inflación inicial de la Argentina. Los casos más conocidos de éxito en el uso de un esquema de metas de inflación, lograron desinflar a través de

⁵ Sargent describe el modo en el que se produjo la estabilización del franco francés en 1926 una vez que “se hubo reconocido universalmente que el país volvía a estar en problemas y que todos los partidos políticos, excepto los socialistas y los comunistas, se alinearon detrás de Poincaré. Cinco ex primeros ministros pasaron a formar parte del gobierno. Hubo una tregua política” (pág. 7). En el caso de Sturzenegger, es precisamente la vulnerabilidad política lo que está detrás de la restricción de un ajuste fiscal “solo gradual”. También cabe destacar la fuerza del respaldo político de los populistas (en el ballottage de 2015 obtuvieron 49% de los votos, comparado con el 51% de Macri) y el hecho de que el gobierno de Macri rechazó convocatorias para ampliar la coalición de gobierno.

⁶ Me atengo a los datos presentados en este ensayo, tanto por una cuestión de simplicidad como porque es probable que sean los datos relevantes a la hora de formar expectativas. Ajustes estacionales y otras divisiones del período de muestra, por ejemplo, arrojan magnitudes ligeramente distintas, sin que ello afecte las conclusiones.

otros medios y recién después adoptaron un esquema pleno de metas de inflación. Un buen ejemplo es el caso del Reino Unido, un país en el que las grandes desinflaciones se lograron a través de una combinación de “monetarismo” durante el mandato de Thatcher y el control del tipo de cambio (ERM 1990-92, tras la reaparición de la inflación a partir de mediados de la década de 1980)⁷. En otras palabras, no es que se utilizó un régimen de metas de inflación para reducir la inflación, sino, más bien, que la fijación de metas fue una manera de “consolidar” la caída de la inflación que se logró mediante otros mecanismos más costosos. En contraste, Sturzenegger sostiene que el caso de la Argentina fue típico comparado con países en los que se había implementado metas de inflación, y la Figura 3 del ensayo, del lado izquierdo, presenta los países con un índice de inflación similar que “implementaron la desinflación mediante la flotación pura”. De hecho, en esta versión del ensayo, parece haber redoblado su postura y ahora sostiene que los regímenes mixtos solo se utilizaron en países con índices de inflación *más bajos*, y explica que la Figura 3 revela que “Países con índices de inflación más bajos utilizaron el recurso del tipo de cambio, pero tuvieron estabilizaciones más lentas, probablemente porque el ajuste gradual del tipo de cambio condicionó la tasa de desinflación”.

Tengo tres reacciones diferentes a esto. En primer lugar, cuando estudio los datos llego a una clasificación diferente. Las fuentes revelan que esos países no implementaron un régimen de flotación pura en el período anterior a la fijación de metas de inflación, por lo que en su desinflación intervinieron otras políticas⁸. En segundo lugar, en la Figura 3bis a continuación repito el ejercicio pero incluyo a estos países solo desde el momento en que usan un régimen de metas de inflación puro (en el caso de México, por ejemplo, fue 5 años más tarde, en 2001). Esta imagen plantea un panorama muy distinto: mirando a los países sólo desde el momento en que afirman estar en un régimen de metas de inflación puro, el índice inicial de inflación de la Argentina es 2,1 desviaciones estándar más alto que el promedio de los demás países. En otras palabras, el contexto de la Argentina no se parece en nada al contexto de otros países que usaron un régimen puro de metas de inflación y el plan de Sturzenegger puede ser catalogado de muchas maneras menos estándar en términos del índice inicial de inflación. En tercer lugar, es posible determinar cuán agresiva fue la postura de la política inicial si se resta la meta del índice de inflación inicial. Eso se representa en la Figura A. Se puede observar que la postura de la política monetaria de la Argentina fue 3 desviaciones estándar más agresiva que el promedio de los países considerados en la muestra original

⁷ De Gregorio (2019) explica que las metas de inflación no son una buena forma de bajar la inflación. Una pregunta que surge es si implementar un régimen de metas cuando los niveles de inflación son elevados es simplemente inútil, o si es una fuente significativa de nuevos problemas. La Argentina parece ser un ejemplo de lo segundo. Hay un paralelismo con el uso de un régimen de metas cuando la inflación está por debajo del “steady state” (véase Pill, 2019, para una discusión).

⁸ Las diferencias no parecen surgir de un “problema de denominación”, como escribe Sturzenegger. Por ejemplo, la misma fuente que Sturzenegger utiliza para clasificar a Turquía como un país de flotación pura sostiene que “la política de ingresos continuará desempeñando un papel importante en el programa” y “cualquier otra intervención en el mercado de divisas estará estrictamente limitada a suavizar las fluctuaciones a corto plazo” (Dervis y Serdengeçti, 2001). En el caso de Indonesia, Juhro y Goeltom (2013) declaran que el “Banco de Indonesia no solo debe mirar las metas de inflación en términos de formulación de políticas, sino que también debe considerar una serie de otros factores, incluida la estabilidad del sector financiero y las dinámicas del flujo de capitales y del tipo de cambio”. En el caso de México, Ramos-Francia y Torres García (2005) explican que “otro elemento de la estrategia para devolver la credibilidad a la política monetaria consistió en una serie de normas anunciadas previamente a través de las cuales el Banco de México intervino en el mercado de divisas”.

de Sturzenegger⁹. En la Figura B se repiten estos dos ejercicios con una muestra ampliada y se llega a una conclusión similar.

Volviendo al desfase entre la velocidad del ajuste fiscal determinada por los políticos (gradual) y la velocidad del ajuste en otros márgenes decididos (o tolerados) por el equipo de Sturzenegger, noto que es extremo en el caso de los precios regulados. Hubo mucha anticipación respecto del enfoque que adoptaría la autoridad monetaria ya que algunos de esos precios estaban obviamente desactualizados, y algunos estudios ofrecían estimaciones que advertían sobre un impacto significativo en la inflación a corto plazo (véase, por ejemplo, Navajas, 2015). El ensayo enumera cuatro de dichos aumentos, que oscilan entre 100% y 300% en los primeros meses de 2016. Los economistas habían alegado durante mucho tiempo que cualquier impacto directo en la inflación en el corto plazo podría moderarse mediante una mejora subsiguiente de las cuentas fiscales. Sin embargo, y desafortunadamente, como explicó Sturzenegger, “una porción considerable del aumento se dedicó a recuperar la rentabilidad de las empresas del sector energético, con un efecto más tenue en las cuentas fiscales”. Como mencioné anteriormente, es difícil entender qué criterio político guiaba los ajustes: es mucho más probable que alimentaran el “estigma de ser un gobierno de derecha” que un mero ajuste fiscal. Es cierto que el punto de partida era extremadamente bajo y que, incluso luego de estos grandes aumentos, es posible que no hayan alcanzado un nivel que podría ayudar a financiar las inversiones. Pero el impacto en la inflación, el principal objetivo de la política de Sturzenegger, fue desestimado una y otra vez como “un ajuste de los precios relativos”¹⁰. Si bien sin duda esto es una posibilidad, los cambios que son a) tan grandes, b) que afectan a tantos productos, c) que se producen separados por períodos tan cortos y d) que claramente tienen lugar como consecuencia del accionar del gobierno, podrían tener un impacto diferente en la inflación, quizás porque actúan como una señal (en contraste con, por ejemplo, el cambio en el precio de un tipo de lamparita eléctrica).

Una posibilidad, por supuesto, es que Sturzenegger y su equipo estuvieran preocupados por todas estas cuestiones, pero aceptaron la aversión del gobierno a que una sola persona centralizara el poder de las decisiones económicas (un “súper-ministro”). Esta habría sido otra restricción política aceptada por Sturzenegger que complicó mucho más de lo necesario su trabajo, y es una lástima que no podamos conocer sus opiniones sobre los costos involucrados, incluido si tanta deferencia para con las restricciones políticas puede, en última instancia, haber menoscabado la percepción de independencia de la autoridad monetaria.

⁹ Esto subestima la agresividad inicial de Sturzenegger ya que utiliza la meta de 2017 anunciada por Prat Gay (y luego confirmada por el Banco Central) y el índice de inflación anual efectivo correspondiente a diciembre de 2016. Eso arroja un resultado de 22,3%. Si utilizamos los valores de la Tabla 2 de el trabajo de Sturzenegger, el índice de inflación proyectado es de 38,2%, mientras que el correspondiente a 2017 es de 12,5%, para una agresividad de 25,7%.

¹⁰ Sturzenegger (2016) explica como un “razonamiento riguroso” basado en “equilibrio general” basta para desestimar a los críticos de su programa quienes esperan un impacto de los ajustes de los precios regulados (o de la cotización del dólar) en la inflación. Incluso si uno está en desacuerdo con la visión de Sturzenegger, se debe aceptar que su postura es coherente con algunas de sus otras opiniones (ej.: que estábamos en presencia de una “desinflación exitosa” guiada por las expectativas basadas en un banco central cada vez más creíble). Sorprendentemente, en algunas versiones del ensayo actual, el autor contradice esa afirmación y escribe que esos aumentos del índice de inflación durante 2017 nacieron de dos aumentos de los precios regulados que se produjeron a lo largo de ese año. También afirma que el aumento de 2016 se debió al levantamiento de los controles de capital.

Incluso en caso de existir esa restricción política, sigue siendo difícil compatibilizar las proyecciones iniciales de Sturzenegger con su posición sobre *pass through*, que parece ocupar un lugar clave en su decisión de abrazar un régimen de metas de inflación. Efectivamente, las proyecciones de junio de 2015 del equipo sostenían que la inflación de 2016 *aumentaría* a 38,2% (respecto del índice de inflación de 26% durante el gobierno de Cristina Kirchner). El desafío consiste en descifrar cómo llegaron a esa cifra sin asumir *pass through*. Como mencioné anteriormente, hay que descartar los canales obvios que involucran *pass through* de la devaluación y de los aumentos en los precios de la energía (Sturzenegger, 2016). Resulta difícil justificar la cifra de 38,2% con el crecimiento monetario porque el plan proyectaba una reducción drástica de los déficits monetizados (tanto porque se esperaba que cayera el déficit primario como porque esperaban emitir más deuda). Quizás Sturzenegger y su equipo estaban haciendo un supuesto extremo con respecto al cambio en la credibilidad del Banco Central unos pocos meses de asumir el gobierno (pero no inmediatamente después del traspaso) y, a su vez, supuestos extremos respecto del impacto de la credibilidad del régimen en el *pass through*. O quizás, el equipo simplemente utilizó un modelo con un supuesto estándar sobre mucho *pass through* para hacer las proyecciones de 2016 y luego lo cambiaron cuando tuvieron que pensar en los beneficios de un régimen de metas de inflación. De ser así, y en vista de que dieron en el blanco con esa proyección, la mayoría de los lectores se preguntará por qué el equipo económico no continuó usando el modelo estándar.

La parte menos interesante del ensayo es la dedicada a echarle la culpa del fracaso de su programa a la interferencia política que llevó a que se modificara la meta el 28 de diciembre de 2017. Está la descripción de fuerzas que conspiraron contra el banco central, cada una siguiendo una lógica diferente y que pasaron desapercibidas para una autoridad política que el propio Sturzenegger describe como iluminada. Tomemos por ejemplo a los conspiradores del Ministerio de Hacienda. La idea es que, dado que las jubilaciones estaban indexadas a la inflación pasada, un “tipo diferente de dominio fiscal” dio lugar a una demanda por una desinflación *más lenta* y a un cambio de la meta. Esto suena extraño, quizás porque el propio Sturzenegger explica que en el segundo semestre de 2017 “la desinflación se estancó” y que las expectativas sobre la inflación “para 2018 habían aumentado 2,3 p.p. en los 14 meses anteriores, lo que, junto con el hecho de que no se podría cumplir con la meta de 2017 por un margen que se amplió hacia fines de ese año, llevó a que se mantuvieran las dudas sobre el éxito del programa de desinflación”.

También hay una breve discusión sobre lo poco usual y útil que puede ser modificar las metas, independientemente de cuánto difiera de los resultados¹¹. Al parecer, el lema del Banco Central era “cambiar la meta implica no tener ninguna”. Es de suponer que hay un punto a partir del cual mantener metas que sistemáticamente se incumplen reduce la credibilidad, pero esto no se considera. También se analiza brevemente la decisión de reducir la tasa de interés poco tiempo después. Tras el cambio de las metas, las expectativas sobre la inflación mediada en encuestas aumentaron

¹¹ El 12 de enero de 2016, Prat Gay, a cargo del Ministerio de Hacienda, anunció un límite máximo para la meta de inflación de 2016 de 25%. También anunció valores de 17% para 2017, 12% para 2018 y 6,5% para 2019. En ese entonces, el INDEC no podía ofrecer datos sobre el IPC tras años de intervención por parte de los Kirchner. Por esta razón, cabe suponer que esas cifras eran tentativas. Poco más tarde, el 28 de abril de 2016, el Banco Central ratificó esas metas. La inflación de la Argentina superó la meta de 2016 por 14,3 puntos porcentuales y la de 2017, por 8,7 puntos porcentuales. Sturzenegger describe el primer año como un “período de transición” y asegura que solo intentó “aproximarse” a la meta de 2016 y que “nunca la respaldó”. Se lamenta por la coincidencia entre las metas para 2017, 2018 y 2019 anunciadas por el Ministerio de Hacienda en enero y las metas propuestas por el Banco Central en abril, ya que podría haber dado a entender un mayor compromiso con la meta de 2016.

aproximadamente un 5%, lo que redujo la tasa real y fue seguido por una reducción inicial de la tasa nominal que estabilizó el mercado (lo que permitió una gran emisión de bonos). Es de suponer que esto redujo la presión política sobre el Banco Central, por lo que resulta difícil comprender por qué, poco después, se produjo una segunda reducción de la tasa nominal, que provocó el aumento del *spread* de los bonos del estado en dólares. Sturzenegger explica que no hubo “una justificación razonable para ello” pero omite explicar por qué lo hizo (al fin y al cabo, él seguía siendo Presidente del Banco Central). En la versión actual, sostiene que fue la “respuesta natural a una flexibilización de las metas”, sin hacer alusión al hecho de que la tasa real ya había caído considerablemente. Quizás Sturzenegger realmente dio esta explicación en detalle a las autoridades políticas y estas se mostraron simplemente insaciables. En ese caso, deberíamos revisar nuestra interpretación de quiénes son los populistas en la Argentina.

En cierto sentido, éste es un ensayo fácil para comentar: Sturzenegger explica que es una práctica estándar utilizar las metas de inflación con fines desinflationarios y para mí esto es cualquier cosa menos estándar. También explica que él y su equipo eran concientes de que la ausencia de dominancia fiscal es un prerrequisito para una fijación efectiva de metas de inflación pero que igual les pareció bien usar esta estrategia, incluso cuando a principios de 2017 había quedado claro que la situación fiscal había empeorado. Si bien el ensayo presenta algunos argumentos valiosos, no explica si esta era una cuestión que preocupaba a Sturzenegger y, en caso afirmativo, por qué fue incapaz de transmitir esa restricción a las autoridades políticas o por qué insistió en implementar una versión tan pura de metas de inflación, con tipo de cambio flotante y metas inalterables. La relación entre políticos y economistas en el gobierno siempre es complicada. La mayoría de las veces, los políticos establecen las restricciones dentro de las cuales los economistas deben diseñar las políticas. Sin embargo, en algunas ocasiones, los economistas logran convencer a los políticos de los beneficios de evitar algunos caminos. Lo que resulta llamativo en este ensayo, si uno acepta la premisa básica de un ajuste fiscal gradual decidido exógenamente por los políticos, es lo limitada que fue la influencia de Sturzenegger en el entorno en el que él y su equipo debieron trabajar y el optimismo que conservó mientras interpretaba el resto de las restricciones a las que se enfrentaba.

Sturzenegger concluye su ensayo con algunas lecciones. Estas difieren de las mías, que son bastante simples.

1. El uso de metas de inflación con un tipo de cambio flotante para estabilizar la economía no es una práctica estándar. El enfoque habitual es utilizar las metas de inflación para consolidar las reducciones de inflación lograda por otros métodos. Si bien esto no significa que es imposible que un plan así funcione en alguna circunstancia imaginable, sí indica que la descripción que hace el ensayo de este uso de las metas de inflación como “práctica habitual” es incorrecta.
2. Una trayectoria fiscal creíble puede ayudar a anclar las expectativas durante un programa de estabilización. Es probable que sea un prerrequisito, especialmente en países con antecedentes de indisciplina fiscal, ya que muchos agentes prestan atención a las cuentas fiscales. Esto es especialmente importante cuando se está utilizando una versión “pura” de metas de inflación porque se ha renunciado a sustituir la formación de expectativas en precios locales por el proceso (exógeno) para determinar las expectativas precios en el extranjero que se logra de manera relativamente fácil e inmediata estabilizando el tipo de cambio.

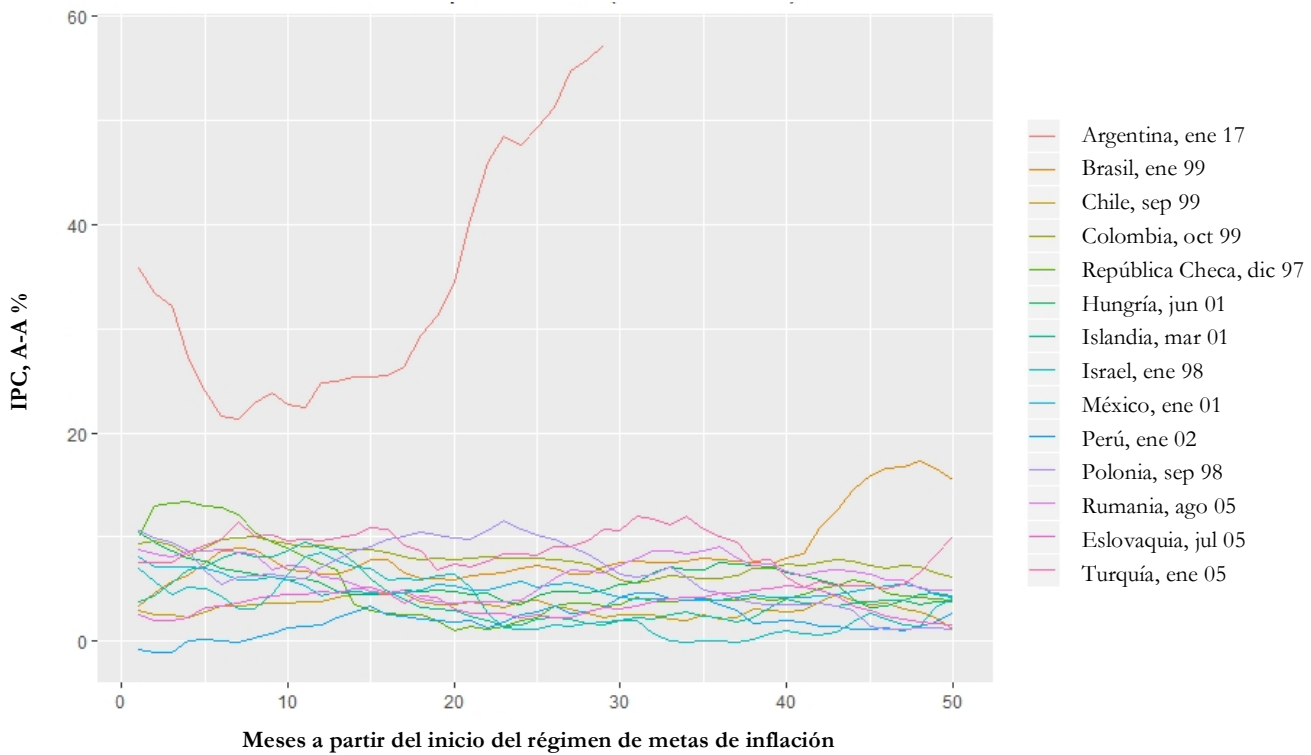
3. Las políticas de ingresos y las intervenciones del tipo de cambio son instrumentos razonables, al menos en la teoría, por lo que no deberían aceptarse restricciones “políticas” o “ideológicas” a su uso.
4. Pareciera que fué difícil para Sturzenegger derivar credibilidad mostrándose “duro” o sobre-ambicioso. Mi duda es si no hubiera derivado mas credibilidad mostrándose “razonable”. Por ejemplo, después de no haber acertado la meta, me pregunto cuáles habrían sido los efectos de reconocerlo públicamente con el fin de lograr apoyo para las nuevas metas. En ese sentido, es posible que cambiar metas que uno no ha podido alcanzar sea más creíble que aparecer como obstinado.
5. Puede resultar útil calibrar los supuestos de un programa en base a una “escala de optimismo”. Si muchos/la mayoría de los supuestos estan del lado optimista, comparados con otros supuestos que podrían plantearse, entonces debería preguntarse si el plan es robusto y quizás haya que repensar. Como mínimo, si uno no logra convencer a los funcionarios de su propio gobierno de las virtudes del programa, el margen de error es pequeño, por lo que hay un caso para cambiar en favor de políticas que sean percibidas como razonables por la mayoría, en vez de como las mejores por unos pocos.
6. Si bien el ensayo describe elementos clave del programa económico diseñado por Sturzenegger y su equipo que se apartan de los observados en intentos exitosos de estabilización anteriores, mi principal crítica es que las autoridades políticas no parecen haber sido concientes de la naturaleza no-estándar del plan economico ni de las incertidumbres que eso implicaba. No se hacen muchos experimentos en la macroeconomía, por lo que la mayoría de nuestros conocimientos provienen de narrativas históricas y modelos simplificados. Por ende, es bueno que los clientes (los políticos y los votantes) sepan lo grande que es el margen de error dentro del que operan los responsables de hacer políticas macroeconomicas. Es poco probable que la pretension de conocimiento ayude a lograr credibilidad y quizás fomente una mayor resistencia a los expertos, incluso entre votantes no-populistas en la Argentina.

Referencias:

- Cavallo, Alberto, Neiman, Brent y Roberto Rigobon (2018) “Real Exchange Rate Behavior: New Evidence from Matched Retail Goods”, Mimeo de Harvard Business School.
- Dornbusch, Rudiger y Mario Henrique Simonsen, (1987) “Inflation Stabilization with Incomes Policy Support: A Review of the Experience of Argentina, Brazil and Israel”, NBER, wp 2153.
- De Gregorio, José (2019) “Inflation Targets in Latin America,” mimeo de Universidad de Chile, próximamente disponible en The New Palgrave Dictionary of Economics
- Dervis, D. y Serdengeçti, S. (2001). Letter to Horst Kohler, Managing Director of IMF. Consultado en: <https://www.imf.org/external/np/loi/2001/tur/03/index.htm>
- Iglesias Illa, Hernán (2016), *Cambiamos*. Sudamericana, Buenos Aires.
- Juhro, S. M., y Goeltom, M. (2015). “The Monetary Policy Regime in Indonesia”. Macro-Financial Linkages in Pacific Region, Akira Kohsaka (Ed.), Routledge.
- Navajas, Fernando (2015), “Subsidios a la energía, devaluación y precios”, Documento de Trabajo de FIEL 122, abril.
- Pill, H. (2019). “Monetary policy — ‘Whatever it takes within our (new ?) mandate’”, in R. Barwell and J. Chanda (eds.) *Renewing our monetary vows: Open letters to the new Governor of the Bank of England*, London: National Institute for Economic and Social Research.
- Ramos-Francia, M. y Torres García, A. (2005). “Reducing Inflation Through Inflation Targeting: The Mexican Experience” Working Papers, Banco de México.
- Sargent, Thomas (1981) “Stopping Moderate Inflation: The Methods of Poincare and Thatcher”, Ensayo de trabajo del Banco de la Reserva Federal de Minnesota.
- Sturzenegger, Federico (2016) “El uso del concepto de equilibrio general en su aplicación a la política monetaria”, disertación en la Academia Nacional de Ciencias Económicas, consultado en: <http://www.bcra.gov.ar/>

Figura 3bis

Desinflación en países que implementaron metas de inflación (horizonte de 5 años)

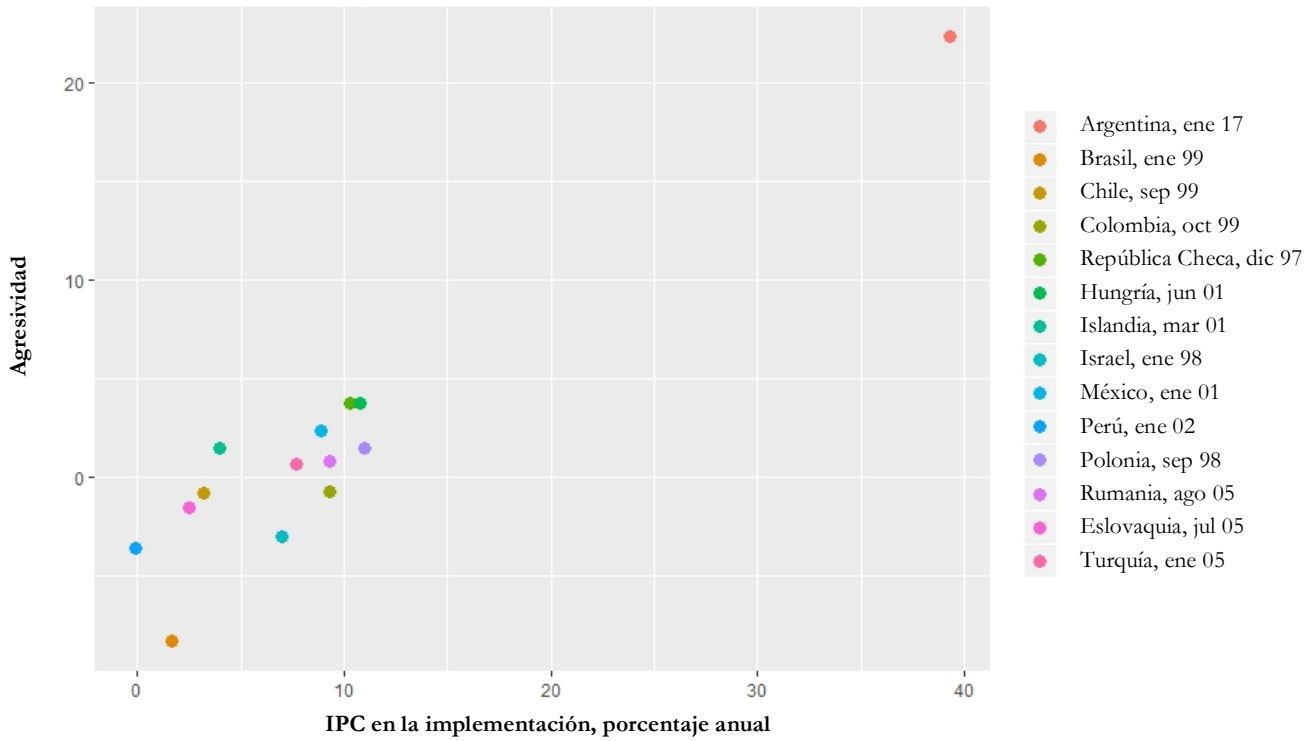


Fuente: FMI y organismos de estadísticas nacionales.

Notas: En el gráfico se representan las trayectorias de inflación de los países correspondientes a la Figura 3 de la versión original de “La macroeconomía de Macri” a partir del momento en que considero que implementaron un régimen de metas de inflación. Sturzenegger los juzga iniciando este proceso antes. Su lista original de países seguida de la fecha en la que a su criterio implementan una forma plena de metas de inflación (formal o informalmente) es: Chile 1990, Indonesia 1999, Israel 1991, Turquía 2002, Hungría 1996, Islandia 1990, México 1996, Colombia 1990, República Checa 1993, Brasil 1995, Rumania 2001, Eslovaquia 1993 y Polonia 1992.

Figura A

Agresividad de las metas de inflación al momento de la implementación

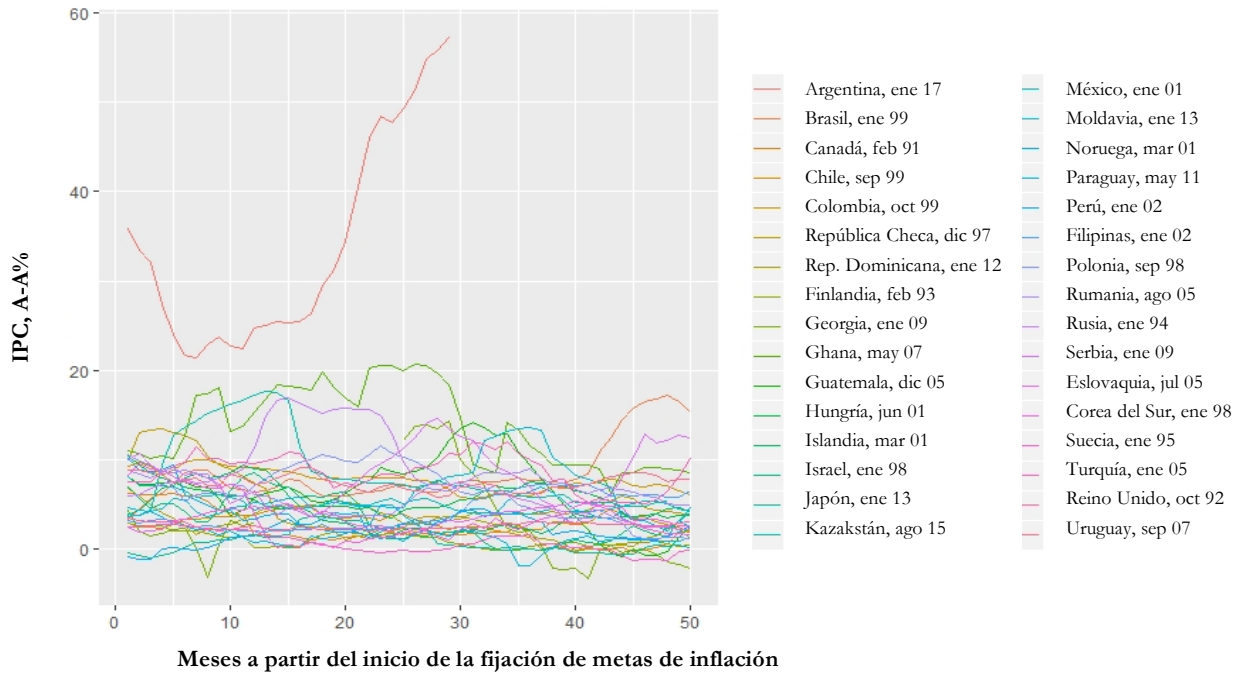


Fuente: FMI y organismos de estadísticas nacionales.

Notas: Denominamos “agresividad” a la diferencia entre la meta del IPC en porcentaje anual en la implementación del régimen de metas de inflación y el IPC en porcentaje anual en el mes anterior a dicha implementación. Si la meta fue un rango, se toma el valor superior.

Muestra expandida

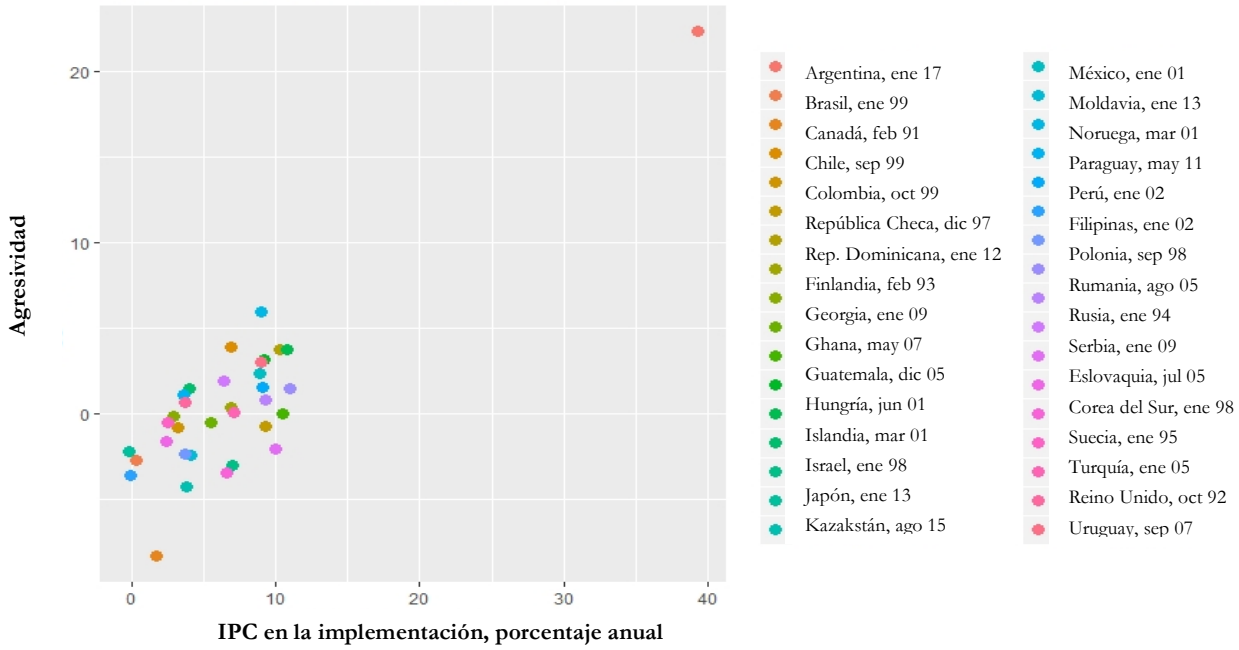
Desinflación en países que implementaron metas de inflación (horizonte de 5 años)



Fuente: FMI y organismos de estadísticas nacionales

Notas: El gráfico representa el ejercicio de la Figura 3bis con el máximo número de países disponible.

Agresividad de las metas de inflación en la implementación



Fuente: FIMI y organismos de estadísticas nacionales.

Notas: Denominamos “agresividad” a la diferencia entre la meta del IPC A-A% en la implementación del régimen de metas de inflación y el IPC A-A% en el mes anterior a dicha implementación. Si la meta fue un rango, se toma el valor superior.