

Argentina y el Inflation Targeting. ¿Es posible su implementación?

– Algunas consideraciones provenientes de la experiencia brasileña –

Resumen

Este trabajo intenta mostrar algunos de los requerimientos para la implementación del Inflation Targeting como ancla nominal de la economía – y su capacidad de ser implementados en Argentina -a la luz de la experiencia brasileña y las dificultades experimentadas a lo largo de los cuatro años de su utilización. El foco del análisis está colocado en la dominancia fiscal y el funcionamiento de los mecanismos de *pass-through* en la economía brasileña.

Se concluye que, dada las todavía peculiares características de la economía Argentina, no parece recomendable la aplicación inmediata del IT como ancla nominal de la economía.

Juan Carlos N. Soldano Deheza

Lic. en Economía (UBA), MBA en Estrategia de Negocios (FGV)

El autor agradece a Fabio Giambiaggi (BNDES), Alexandre Pundek Rocha (BCB) y Patricio Cataldo de la Cortina (Banco Safra) sus comentarios y sugerencias dejando expresa comentario que los errores u omisiones cometidos son de su exclusiva responsabilidad

INDICE

I. Introducción	Pag. 3
II. Las anclas de la economía	Pag. 4 y 5
III. Inflation Targeting – Precondiciones para su implementación	Pag. 6 a 8
IV. Argentina - ¿Un país ITL?	Pag. 9 a 12
V. Desafíos de política monetaria en países ITL y Argentina	Pag. 13 y 14
VI. Algunas lecciones de la experiencia brasileña	Pag. 15 a 20
VII. Conclusiones	Pag. 21 y 22
VIII. Referencias Bibliográficas	Pag. 23 y 24

I. Introducción

Existe hoy en día un consenso casi universal respecto a que la estabilidad de precios es un bien social relevante y que debe ser un objetivo primario de la política monetaria.

Esta primacía, como objetivo de política económica, no tiene que ver con ninguna creencia en particular relativa a su relación con la tasa de empleo y el crecimiento de la economía, sino con el hecho que los Bancos Centrales tienen hoy instrumentos de política monetaria suficientes para mantener la inflación baja, y que está demostrado que políticas monetarias que fomentan la estabilidad de los precios generan, en el largo plazo, crecimiento económico y mayores tasas de empleo (Goodfriend, 1999).

Por otra parte, también se encuentran ampliamente reconocidos, no sólo por los economistas sino por la sociedad en su conjunto, los costos que genera la inflación, ya que los esfuerzos y recursos que gasta la sociedad en protegerse de ella podrían ser empleados de manera mucho más eficiente y productiva.

Un aspecto a ser recordado es que la inflación afecta a la sociedad en su conjunto y, en especial a los sectores más pobres que, por definición, cuentan con menores posibilidades de defenderse de ella, mientras que el desempleo afecta a una determinada proporción de la sociedad a cada momento.

También se encuentra aceptado que la tasa de inflación no debe ser cero, sino que ella debe ser baja y con el menor grado de variabilidad posible, de forma tal de permitir una mejor planificación. La mayor parte de los países desarrollados hoy en día tiene objetivos de inflación, explícitos o implícitos, en el entorno de 3% al año.

Cabe también mencionar que una tasa de inflación de 0%, por problemas de medición (efectos sustitución, calidad y nuevos productos), tiende a significar que la economía está en deflación y una de los aspecto más serios a considerar, fuera de las rigideces al ajuste deflacionario de la estructura económica y legal de los países –básicamente en lo que toca a la caída de los salarios reales-, es que la tasa de interés nominal no puede ser negativa, inhibiendo la utilización de un poderoso instrumento para sacar a la economía de una recesión.

II. Las anclas de la economía

A partir de estas definiciones corresponde comenzar a analizar cuales son las mejores herramientas disponibles para alcanzar este objetivo.

El consenso económico define que la estabilización de los precios, particularmente en los países subdesarrollados, puede alcanzarse mediante la utilización de un ancla basada en el tipo de cambio o en la utilización de diversos instrumentos de política monetaria.

Tipo de cambio

Dolarización (generalización que denota la utilización de una moneda “fuerte”, de uso extendido internacionalmente): Desde el punto de vista económico, elimina la capacidad de un país de realizar una política monetaria independiente e impide la obtención de los beneficios del señoriaje, los que son transferidos al país emisor de la moneda utilizada. Parece tener sentido para economías relativamente muy pequeñas y cuyo comercio internacional está dirigido en forma mayoritaria al país emisor de la moneda. En forma adicional, presenta problemas significativos desde el punto de vista político.

Currency Board: Elimina la capacidad de realizar una política monetaria independiente. Aunque no elimina el señoriaje y tiene menos restricciones políticas que la dolarización, requiere de una significativa disciplina fiscal para aislar esas economías, en forma parcial, de la excesiva dependencia de los flujos de capitales internacionales. En casos de agotamiento del modelo, la salida es normalmente muy traumática.

Crawling Peg: Tiende a asegurar la estabilidad en los precios por la vía de un sistema de devaluación de la moneda preanunciado cuyo efecto es que los precios tiendan a ajustarse a la evolución del tipo de cambio. Limita la capacidad del Banco Central de realizar política monetaria y, dado un contexto de liberalización de la cuenta capital, tiene el potencial de introducir fuertes distorsiones en la administración de la política monetaria por la vía de arbitrajes de la tasa de interés.

La evidencia empírica de los últimos años nos muestra que, en un mundo con gran movilidad e inestabilidad en los movimientos de capitales utilizar como “ancla” el tipo de cambio presenta significativas fragilidades. Su sustentabilidad deriva en buena medida de su credibilidad, la que, a su vez, depende en buena parte de las políticas macroeconómicas utilizadas (Agenor, 2000). La salida de estos regímenes tiende a ser altamente traumática para el bienestar social, lo que ha llevado a un paulatino abandono en su utilización.

Política monetaria

Control de agregados monetarios: La evidencia empírica indica que resulta cada vez más difícil establecer una alta correlación entre el agregado monetario elegido y el PBI. La demanda de moneda muestra fuertes fluctuaciones y significativos cambios estructurales en relativamente cortos períodos de tiempo – potenciada por la liberalización de la cuenta capital y el avance tecnológico en las telecomunicaciones – que dejan la relación entre el agregado monetario¹ y el objetivo elegido altamente inestable.

Inflation Targeting (IT): Dado el relativo fracaso, o dificultad de implementación, de las formas de anclaje antes mencionadas, en particular las vinculadas al tipo de cambio en los países emergentes, un creciente número de países (42 en total hasta 2001), con diferentes grados de desarrollo, comenzó a adoptar a lo largo de los últimos años un ancla basada en un indicador claramente perceptible para el público en general: un objetivo de un determinado nivel de inflación (precios minoristas, combinados, mayoristas, índices núcleo expurgados de diferentes maneras, construcción de índices especiales que sobrevalúen el peso de los bienes no transables, etc) el que, dependiendo del marco institucional existente, puede ser definido de diferentes maneras.

A su vez, pueden distinguirse dentro de estos regímenes, dos modelos, denominados en la literatura (Svensson, 1999) como estrictos y flexibles. Régimen estricto es aquel en el que sólo entra en el objetivo del Banco Central la inflación, mientras que régimen flexible es aquel en el que el Banco Central también toma en cuenta otras variables, como por ejemplo, la tasa de variación del Producto Bruto, nivel de empleo, etc. Prácticamente todos los países que utilizan IT como ancla de la economía utilizan, en la práctica, el modelo flexible ya que los costos a pagar, en términos de crecimiento y empleo, del régimen estricto podrían inviabilizarlo desde el punto de vista político.

1 Los agregados monetarios, M1 y M4, tradicionalmente utilizados en las políticas monetarias que utilizaban su control, para intentar alcanzar una determinada tasa de inflación, tienen el problema de ser uno altamente inestable y otro de difícil medición. En este sentido, vale la pena mencionar la frase del Gobernador del Banco de Canadá, Gerald Bouey (1982), al justificar el abandono de los agregados monetarios para controlar la inflación: "We didn't abandon monetary aggregates, they abandon us". Debe hacerse notar, sin embargo que, existen dos casos de éxito en la utilización de agregados monetarios como control de la inflación, Suiza y Alemania, siendo que en este último caso, el más exitoso de ellos, el Bundesbank utilizó M0 como agregado a controlar. Mishkin (2001), atribuye el éxito a la política de comunicación con el público utilizada, que permitió que la inflación se mantuviera bajo control, aunque en repetidas oportunidades no se cumplieron los objetivos fijados este agregado.

III. Inflation Targeting – Precondiciones para su implementación

Aunque, en tesis, la definición por parte de la autoridad monetaria acerca de que el ancla de la economía será un determinado índice de inflación y que está utilizará todos los medios a su alcance para alcanzarlo, configura la adopción del IT, es necesario contar con un marco institucional que permita su implementación efectiva.

Según Einchgreen (2002), la adopción del IT es recomendable para países con bajo grado de apertura, que tengan sistemas financieros sólidos y bien regulados, en los que existen amplios mercados de capitales en los que obtener coberturas y en los que la autoridad monetaria posea un razonable grado de credibilidad, lo que requiere, indefectiblemente, de la eliminación la “dominancia fiscal” de la mente de los agentes.

Dados estos supuestos iniciales se requiere que la autoridad monetaria cuente con independencia en el uso de los instrumentos de política monetaria, instrumentos efectivos de política monetaria y una contabilidad del Banco Central clara, además de transparencia en su utilización y en su comunicación a los agentes económicos (Blejer, 1999).

Posteriormente deben definirse un conjunto de pasos a ser cumplidos, a saber:

- Fijación de un índice de precios de referencia,
- Objetivo central, techo y piso de dicho índice en forma numérica y temporal,
- Compatibilidad con las restantes políticas gubernamentales,
- Marco institucional que asegure la independencia operativa² del Banco Central y sus responsabilidades,
- Transparencia de la política monetaria,
- Desarrollo de modelos de predicción,

Aquellos países que cuentan con el marco institucional antes mencionado y han cumplido con esos pasos son conocidos como Full Fledged Inflation Targeters (FFIT) o adherentes completos al cumplimiento de objetivos de Inflación.

A finales de 2001, 7 países industrializados y 11 países emergentes eran definidos como tales.

Existen además en la literatura (Carare and Stone, 2003), países denominados como Eclectic Inflation Targeters (EIT) e Inflation Targeting Lite (ITL)³.

Sumariamente definiremos a los EIT, como aquellos países que, por su tradición de credibilidad e historia de estabilidad financiera, consiguen mantener niveles bajos y estables de inflación sin tener absoluta transparencia respecto a sus objetivos de inflación, consiguiendo estabilizar la tasa de crecimiento del Producto Bruto y los índices de precios. 5 Bancos Centrales de países desarrollados pueden ser caracterizados como EIT incluyendo el Banco Central Europeo.

² Ello debería incluir un presupuesto propio que consagre no sólo su autonomía sino su autarquía.

³ Diferentes autores adjudican esta denominación a Mark Swinburne

Los países ITL son aquellos que anuncian un objetivo de inflación pero que, dada su relativamente baja credibilidad no consiguen mantener el control de la inflación como su objetivo principal. Esta baja credibilidad refleja la vulnerabilidad a shocks económicos, inestabilidad financiera y un marco de soporte institucional relativamente débil.

El ITL puede ser definido como un régimen de transición durante el cual las autoridades económicas realizan las reformas estructurales necesarias para la implementación de un ancla nominal única, sea esta el tipo de cambio o una meta de inflación. Diecinueve países, todos ellos emergentes, pueden ser caracterizados como ITL.

Carare y Stone (2003), presentan un conjunto de indicadores (Tabla 1) que definen las posibilidades que tienen los diferentes países, en función del grado de desarrollo relativo y tamaño, de utilizar cada una de las diferentes modalidades de IT.

Tabla 1. Mediana de valores de indicadores estructurales entre diferentes regímenes de IT

Indicadores macroeconómicos						
	PBI per capita U\$S	PBI U\$S – mil millones	Déficit / PBI	Deuda Pública PBI	Financiamiento del BC al Gobierno ⁴	Restricción legal al financiamiento del BC al gobierno ⁵
Año	2000	2000	1996-2000	1999-2000		
EIT (5)	33.589	4.573	-0,63	59,1	100	1,5
FFIT (18)	7.695	142	-0,98	37,5	100	0,8
Industrializados (7)	23.844	227	0,69	37,3	100	1,1
Emergentes (11)	4.728	122	-3,27	37,5	100	0,5
ITL (19)	1.720	19	-2,83	50,4	62,5	0,9
Indicadores Financieros						
	M4/PBI	Mercado de acciones /PBI	Reservas/ M4	Tasa de interés real	Deuda Ext. Privada /PBI	Flujos de capital (portafolio) / PBI
Año	1998-2000	1998-1999	1999-2000	1998-1999	1998-1999	1995-1999
EIT (5)	115.4	168.2	10.4	5.1	S/D	S/D
FFIT (18)	56.2	47.8	11.2	8.1	S/D	S/D
Industrializados (7)	53.8	97.1	7.1	6.0	S/D	S/D
Emergentes (11)	58.6	31.8	20.2	9.9	20.2	0.5
ITL (19)	41.6	10.5	32	12.4	3.7	0.1

Fuente: Carare y Stone, IMF WP 0309

Aunque no necesariamente los países EIT poseen los mejores indicadores fiscales, su historia y el tamaño de sus mercados financieros y de sus economías, les permiten no tener objetivos de inflación claramente definidos.

Los países FFIT necesitan declarar su intención de alcanzar una determinada meta de inflación a efectos de anclar la confianza.

Los países ITL, por su reducido tamaño y desarrollo de los mercados financieros, así como relaciones Deuda Pública / PBI y tasas de interés real relativamente altas, y capacidad de

⁴ 100 significa poco o nulo financiamiento

⁵ Indicador ordinal muestra: Financiamiento del BC no permitido = 0, limitaciones = 1, sin limitaciones = 2

financiar a los gobiernos de forma relativamente significativa, necesitan de mayores grados de flexibilidad en las políticas a utilizar, como se muestra en la tabla 2.

Tabla 2. Banco Centrales IT – Objetivos declarados de política monetaria

Foco	Inflación	Estabilidad financiera	Múltiples objetivos	Credibilidad	Claridad respecto al objetivo de inflación	Flexibilidad respecto a otros objetivos
EIT (4)	19	25	51.5	Alta	Relativamente poca	Alta
FFIT (16)	88	25	19	Media / Alta	Alta	Poca
Industrializados (7)	94	16	6			
Emergentes (9)	88	33	28			
ITL (12)	44	37.5	47	Baja	Baja	Alta

Fuente: Fry y otros en Carare y Stone (2003). Entre paréntesis cantidad de países

Una conclusión intuitiva sería que la trayectoria histórica de búsqueda de estabilidad de precios y el tamaño de los mercados financieros es significativa a la hora de elegir el modelo a seguir. Sin embargo, debe notarse que la primera afirmación no es corroborada en los tests econométricos realizados, mientras que surge de ellos como variable relevante el PBI per cápita.

El nivel de credibilidad de cada país –y de su autoridad monetaria- parece ser el otro elemento determinante de la elección de cada uno de los modelos.

En la medida en que el propósito último de la política monetaria es maximizar el bienestar social a través de la obtención de tasas altas y permanentes de crecimiento en el largo plazo, este puede ser alcanzado mediante diferentes combinaciones de inflación baja, grados de estabilidad financiera y tasas estables de crecimiento del PBI. El set de políticas a seguir que busca la maximización del bienestar, dependerá entonces del marco institucional y normativo de cada país que, a su vez, condiciona su nivel de credibilidad.

De ello se desprende que no necesariamente el anuncio de la implantación de un régimen FFIT, puede ser el camino de corto plazo que asegure la mejor combinación posible de bienestar -sobre todo si existe una autoridad monetaria con bajo nivel de credibilidad, para la que los beneficios de una menor volatilidad en la tasa de crecimiento del PBI o una mayor estabilidad financiera son mayores que niveles de inflación más altos y variables- y existe el riesgo de tener que cambiar el ancla anunciada con los consabidos costos que ello apareja.

IV. Argentina -¿un país ITL?

Si la manera más eficiente – ¿o por que no de moda? - en la teoría económica de “anclar” la economía es el Inflation Targeting, y las autoridades económicas han indicado que es su intención encaminar sus pasos hacia a ese modelo, parece interesante analizar dentro de cual de las variantes que describimos antes correspondería clasificar a la Argentina a efectos maximizar el bienestar social esperable de su aplicación.

Para ello se deben analizar cuales de las condiciones iniciales antes comentadas para la implantación del IT se cumplen.

- a) *País con bajo grado de apertura*; A lo largo de la última década Argentina ha sido un país con bajo grado de apertura como se puede observar en la Tabla 3. Con posterioridad a la devaluación de enero de 2002, el grado de apertura creció en forma significativa (34.6%)⁶. Sin embargo, ello se dio en circunstancias de fuerte caída de la corriente de comercio internacional (X+M) y de un fuerte overshooting en la cotización del dólar que, a nuestro modo de ver, exagera la caída del PBI medido en dólares, situación que debería tender a situarse en valores más “normales” en 2003, debido a la combinación de tasa de crecimiento del PBI esperada, efecto estadístico de crecimiento nominal del Producto derivado del deflactor de precios implícito del PBI y caída del tipo de cambio real. Cabe pensar también que, dado el contexto internacional y las restricciones de financiamiento externo que enfrentará la Argentina en los próximos años, el coeficiente de apertura será bastante mayor que el vigente en la década de los '90.

Tabla 3. Coeficiente de apertura de la economía Argentina

Año	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002*	2003*
PBI	272.150	292.859	298.948	283.523	284.204	268.697	97.500	119.500
Corr. de comercio (X+M FOB)	46.326	54.985	55.999	47.436	50.260	45.770	33.795	37.000
Coef. de apertura	17,02%	18,78%	18,73%	16,73%	17,68%	17,03%	34,66%	30,96%

Fuente: Indec. *Estimación Banco Francés

- b) *Que tenga un sistema financiero sólido y bien regulado*; Aunque el sistema bancario argentino excedía con creces los ratios de Basilea, el resultado de las regulaciones implementadas a lo largo del 2001 -que obligaron a los bancos a incrementar su exposición a títulos de deuda soberana-, la moratoria de la deuda pública y la pesificación asimétrica (parcialmente compensada por la emisión de Boden), redujeron a polvo los criterios de definición de un sistema financiero sólido, además de haberse perdido buena parte del elemento central de cualquier sistema financiero, que es la confianza del público. Una necesaria consecuencia es un

⁶ Estimación propia con base en los cálculos de PBI 2002 de Banco Francés y datos de balanza comercial del INDEC

proceso de significativa confusión en el plano regulatorio. Adicionalmente, el riesgo de redolarización de los depósitos, dependiente de decisiones judiciales, introduce elementos adicionales de duda sobre el grado de solvencia del sistema. Las autoridades económicas son conscientes de la necesidad de un sistema financiero fuerte que sea capaz de apalancar el crecimiento económico, pero su reconstrucción y la vuelta del crédito al sector privado llevarán, sin duda, un largo tiempo.

- c) *Que exista un amplio mercado de capitales en los que se puedan obtener coberturas;* Los mercados de capitales han tenido en Argentina un considerable grado de subdesarrollo con relación a países con indicadores macroeconómicos más o menos similares. La convertibilidad, que de hecho funcionó como un seguro de cambio gratuito durante una década, inhibió la necesidad de que se desarrollasen mercados amplios de coberturas de tipo de cambio, los que comenzaron a operar gradualmente a partir de mayo de 2002. El desarrollo de este mercado, aunque con un razonable crecimiento en su escaso tiempo de vida, cubre una fracción mínima de las transacciones comerciales y es despreciable en relación al conjunto de las transacciones financieras (Tabla 4).

Tabla 4. Contratos de cobertura en U\$S – Rofex y BCBA

	may-02	jun/02	jul/02	ago-02	sep-02	oct-02	nov-02	dic -02	ene-02	feb-02*
Rofex**	54	215	4.484	35.027	72.820	95.999	98.344	78.196	99.630	128.214
Indol**				7.291	14.591	11.492	7.090	7.913	11.143	7.570
Total	54	215	4.484	42.318	87.411	107.491	105.434	86.109	110.773	135.784
X	862	2.213	2.211	2.151	2.250	2.229	2.160	1.960		
M	2.343	687	813	764	717	874	807	781		
Com exterior	2.915	2.915	2.915	2.915	2.967	3.103	2.967	2.741		
Coberturas Com. Ext.	0,00%	0,01%	0,15%	1,45%	2,95%	3,46%	3,55%	3,14%		

Fuente: Rofex - *Al 27/2/03 - ** en cantidad de contratos, cada contrato expresa U\$S 1000

- d) *Que la autoridad monetaria posea un razonable grado de credibilidad, lo que requiere indefectiblemente de la eliminación la “dominancia fiscal” de la mente de los agentes;* El BCRA, pese a que es, en tesis, absolutamente independiente por Ley, siendo sus autoridades designadas con acuerdo del Senado y por un plazo diferente al de las autoridades elegidas, se ha visto sujeto desde inicios de 2001 a una serie de acontecimientos que se caracterizan por un elevado grado de interferencia de la autoridad política en el manejo de la política monetaria, que ha retirado un considerable grado de credibilidad a su independencia. Debe señalarse, además, que su Directorio no parece ser todo lo profesional que demanda su Estatuto. En la actualidad, además, su aporte al financiamiento del Tesoro es significativo. Con relación al aspecto de la eliminación de la dominancia fiscal de la

mente de los agentes, ello va a depender del resultado de los acuerdos de renegociación de la deuda, lo que impactará en la relación Deuda Pública / PBI y la percepción de los agentes respecto a la capacidad de las diferentes instancias de gobierno de obtener un superávit primario permanente en el tiempo que permita, como mínimo, el pago de los servicios de la deuda, por lo menos durante los primeros años después de efectivizada su renegociación.

- e) *Independencia en el uso de los instrumentos de política monetaria*; El antecedente de la mencionada interferencia del Gobierno Federal en la administración del BCRA puede generar dudas sobre su capacidad de utilizar todos los instrumentos a su disposición para administrar la política monetaria.
- f) *Instrumentos efectivos de política monetaria*, El volumen de crédito al sector privado cayó considerablemente en términos nominales (Tabla 5), y en un gran porcentaje, éste se encuentra ajustado por CER⁷, en el caso de empresas, y CVS⁸, en el caso de personas físicas, como consecuencia de la pesificación de deudas, lo que reduce la efectividad de la tasa de interés como inductor de respuestas en el sector real de la economía. Adicionalmente, la falta de resolución de la cuestión de la compensación de redescuentos con títulos gubernamentales en default, complica las decisiones del sistema financiero sobre asignación de recursos.

Tabla 5. Volumen de crédito al sector privado

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002 (E)
Préstamos Totales	62,8	71,3	80,6	82,1	81,9	75,5	69,0
Depósitos Totales	53,5	69,7	77,6	81,1	86,0	67,1	62,0
PBI	272,2	292,9	298,9	283,5	284,2	268,7	352,0
Prestamos s/ PBI	23,1%	24,3%	27,0%	29,0%	28,8%	28,1%	19,6%
Depósitos s/PBI	19,7%	23,8%	26,0%	28,6%	30,3%	25,0%	17,6%

Fuente: Elaboración propia con datos del BCRA

- g) *Contabilidad del Banco Central clara*; El BCRA publica en forma permanente y actualizada en su página en Internet información relevante respecto al sistema financiero y las operaciones que realiza. Sin embargo, debe notarse que no es una información presentada de manera clara para no especialistas.
- h) *Transparencia en la utilización de los instrumentos de política monetaria y en su comunicación a los agentes económicos*; Dentro de las limitaciones derivadas de los escasos instrumentos de intervención disponibles, la autoridad monetaria ha sido razonablemente transparente en su utilización y en la comunicación al público respecto a sus intenciones.

7 Coeficiente de Estabilización de Referencia

8 Coeficiente de Variación Salarial

- i) *Anuncio público de objetivos numéricos de inflación de mediano plazo*; Aunque las autoridades económicas indicaron su intención de avanzar rumbo al IT, el BCRA realizó un pronóstico respecto de la inflación esperada para 2003 y se estableció un objetivo de inflación para 2003 por la vía del presupuesto y del acuerdo firmado con el FMI, los mismos no se han presentado dentro de la estructura recomendada para el anuncio del IT (definición del índice de precios a utilizar, techo y piso de la inflación objetivo, cláusulas de escape en caso de incumplimiento y horizonte temporal –Carare, Schaechter, Stone y Zelmer, 2002-).
- j) *Un compromiso institucional con la estabilidad de precios como objetivo primario de la economía, a los que los demás objetivos se subordinan*; El objetivo principal del BCRA, definido en su misión, es la preservación del valor de la moneda, lo que puede ser asimilado a un compromiso con la estabilidad de precios. Sin embargo, no resulta absolutamente claro que, con posterioridad al 1/1/2002, este sea su objetivo principal.
- k) *Una estrategia inclusiva de información que, ayudada por el uso de diferentes variables y modelos, permita a la autoridad monetaria la determinación del conjunto de instrumentos de política a ser utilizados*; De la información disponible en el site del BCRA no surge que se cuente actualmente con estas herramientas.
- l) *Una estrategia de política monetaria transparente que le otorgue un rol central a la comunicación al público de los planes, objetivos y racionalidad de las decisiones del Banco Central*. No existe.
- m) *Mecanismos que conviertan en responsable a la autoridad monetaria respecto de alcanzar sus respectivos objetivos de inflación*. No existe.

Del análisis del conjunto de puntos presentados como necesarios –por lo menos en una gran proporción- para poder denominarse un FFIT, surge que son muy escasos aquellos en los que el BCRA cumple con los requisitos mínimos necesarios para poder definir a la Argentina como tal.

En consecuencia, podríamos definir que, en el mejor de los casos, se encamina a un modelo de ITL ya que, aunque se intentara definir un objetivo de inflación como marco de referencia de su política monetaria, no parece que el Banco Central sea capaz en el actual estado de situación de sostener el IT como su política más significativa, el sistema financiero sea ha encogido significativamente, es probable que deba atender objetivos múltiples y su nivel de credibilidad parte de un punto relativamente muy bajo, a lo que debe sumarse que los tres niveles de gobierno carecen de una posición fiscal suficientemente sólida.

Debe notarse que Argentina no representa un caso excepcional desde este punto de vista. De hecho, Stone (2003) identifica 19 países dentro de los socios del FMI en esta categoría.

Lo que distinguirá el caso es el punto de partida relativo; No hay antecedentes de un país en default, con su sistema financiero casi destruido y la credibilidad de sus autoridades políticas y económicas en muy bajos niveles, que adopte lo que es entendido como un camino hacia la aplicación integral del Inflation Targeting.

V. Desafíos de política monetaria en países IRL y Argentina

Los países IRL tienen un bajo nivel de credibilidad, comparados a otros países emergentes, como reflejo de una débil posición fiscal, sistemas financieros endeblados y subdesarrollados y vulnerabilidad a shocks económicos exógenos.

El objetivo probable de la autoridad monetaria será obtener una inflación minorista en niveles de un dígito, manteniendo la estabilidad financiera. Los mecanismos y objetivos de política monetaria son menos orientados al mercado y relativamente poco transparentes, buscando fortalecer el sistema financiero.

Ello puede ser notado a través de los instrumentos de política monetaria comúnmente utilizados; tasas de interés de corto plazo, intervención frecuente en el mercado de cambios, control de la base monetaria, encajes, límites de crédito, controles en la tasa de interés y falta de esterilización de operaciones de cambio, lo que refleja la ausencia general de los instrumentos financieros necesarios para el eficaz control de la política monetaria por la vía clásica de operaciones de mercado abierto. Evidentemente ello no es recomendable, ya que la experiencia indica que los países que utilizan estas prácticas tienen normalmente tasas de interés reales más altas que quienes no lo hacen (12,4% vs 9,9 de los FFIT, Carare y Stone, 2002)⁹.

Ello impone otros costos adicionales a la economía, ya que la falta de percepción clara por parte de los agentes respecto de los reales objetivos de la autoridad monetaria, implica en un grado mayor de incertidumbre para la toma de decisiones.

Las medidas sugeridas para intentar remediar en forma parcial estos costos y construir el camino de la credibilidad consisten en anunciar las razones de su intervención en los mercados - de preferencia con anticipación -, como por ejemplo: definir si las intervenciones en el mercado de cambios están orientados a sostener un determinado tipo de cambio que asegure un balance de pagos sustentable, influenciar la inflación o moderar shocks temporarios.

No obstante, deberá tenerse en cuenta que la autoridad monetaria podría enfrentar dificultades, tales como que el mercado no crea que interviene por las razones que expresa, que exista una percepción de conflicto entre los objetivos anunciados y la situación fiscal, o que se perciba un conflicto entre la autoridad monetaria y la autoridad económica, situaciones todas que complican la efectividad de las intervenciones en el mercado y la obligan a sobre reaccionar generando mayor variabilidad en la tasa de crecimiento del PBI.

⁹ Se refiere a la tasa a la cual se financia el gobierno.

Stone (2003) sugiere el ejercicio de una “ambigüedad constructiva”, en particular en el ejercicio de su rol de prestamista de última instancia, tendiente a consolidar y fortalecer el sistema financiero¹⁰.

El anuncio formal de la intención de convertirse en un país FFIT, tan pronto la credibilidad lo permita¹¹, dados los costos antes mencionados, puede atraer algunos de los beneficios de un único objetivo y obliga a debatir y crear conciencia en la sociedad sobre la necesidad de las reformas fiscales y estructurales necesarias para alcanzarlo.

Se observa que la descripción utilizada sobre la capacidad de utilización de instrumentos de política monetaria por los países ITL en general, parece encuadrarse dentro de las posibilidades reales que tiene la Argentina en el corto plazo.

La formulación de políticas de un país ITL, y por ende de Argentina, dependerá de los pesos relativos otorgados al tipo de cambio, inflación, canales de transmisión de la política monetaria, los horizontes temporales en los cuales estos objetivos son definidos y la duración de los shocks que impactan estos objetivos. En definitiva, todos elementos que pueden ser evaluados a partir de consideraciones domésticas (Mishkin 2000), aunque en una economía abierta tienen impactos provenientes de shocks externos.

A lo largo del período de transición hacia el FFIT, para adquirir credibilidad, la autoridad monetaria y económica deberá alcanzar, como mínimo, los siguientes objetivos:

- Alcanzar una posición fiscal sustentable en el tiempo,
- Crear las condiciones para que se recree un sistema financiero que sea más que transaccional,
- Generar los modelos que permitan entender los mecanismos de transmisión de la política monetaria y cambiaria a precios de manera de asegurar eficiencia a la política monetaria.

10 Esto parece de una dificultad extrema en un país en el cual la población tiende a pensar, en verdad muchas veces con razón que, por detrás de cada medida existe una respuesta a un interés particular y no el bienestar general.

11 Para un modelo simple de medición de la credibilidad ver Agenor (2002), pag. 59. Alternativamente Drazen & Masson (1994) y Agenor & Masson (1999)

VI. Algunas lecciones de la experiencia brasileña

Los ya 4 años de experiencia brasileña en Inflation Targeting como país FFIT y los sucesivos shocks que ha experimentado su economía permiten extraer algunas lecciones de utilidad para la Argentina, sobre todo teniendo en cuenta que la quiebra de contratos ha sido tan generalizada en todos los campos que prácticamente hay que “barajar y dar de vuelta”.

Entre las múltiples lecciones que pueden extraerse de la experiencia brasileña nos centraremos en 2 de ellas:

- Aspectos fiscales
- Mecanismos de *pass-through*

Aspectos fiscales – La Dominancia Fiscal

Pese a que desde 1999 Brasil obtiene sistemáticamente un superávit fiscal primario creciente (que en 2003 deberá superar 4,25% del PBI), la significativa deuda pública, tanto interna como externa, no ha parado de crecer, introduciendo un temor permanente en los agentes sobre la solvencia intertemporal de Brasil. Ello se produjo a pesar que, desde el año 2000, existe una Ley de Responsabilidad Fiscal que limita severamente la capacidad de los Estados y Municipios (que han sido responsables de una parte significativa del aumento de la Deuda Pública a lo largo de la década de los '90) de endeudarse irresponsablemente.

En particular, el alto componente dolarizado de la deuda tiende a amplificar, vía la dinámica perversa del incremento de la relación Deuda / Producto, la volatilidad del tipo de cambio¹². El siguiente cuadro muestra claramente el impacto del tipo de cambio en la evolución de la deuda neta del sector público brasileño.

12 Uno de los aspectos a considerar cuando se emite deuda pública interna en moneda local corregida por la variación del tipo de cambio, es que ella cumple la función de otorgar hedge al sector privado en un mercado donde existen relativamente pocos vendedores y donde las expectativas (que podrían verse exacerbadas por esa razón) cumplen un rol fundamental para la formación de precios internos clave.

Brasil – Deuda neta del sector público (% PIB)

Composición	1998	1999	2000	2001	2002
Deuda fiscal	40,6	40,7	40,9	41,6	37,1
Ajustes patrimoniales	1,1	8,0	7,9	11,0	18,8
Efectos del cambio	0,9	7,4	8,4	10,0	17,4
Otros (a)	0,2	0,6	- 0,5	1,0	1,4
Deuda sector público	41,7	48,7	48,8	52,6	55,9
Memo: Deuda interna indexada a cambio	7,3	9,3	10,0	14,6	14,7
Deuda pública externa	6,2	10,3	9,6	10,4	14,4

OBS: posición de fin de período (diciembre). (a) Resultado neto de (Reconocimiento de pasivos ocultos – Privatizaciones).
Fuente: Banco Central do Brasil. En Rubini y Giambiaggi, 2003, Moeda Única e Banco Central Unificado no Mercosul: Princípios Econômicos e Desafios Institucionais. No publicado.

El hecho que otra proporción significativa de la deuda se ajuste por la tasa de overnight (Selic) reduce la eficiencia de la política monetaria y provoca que aumentos en la tasa de interés, con un impacto directo en el déficit presupuestario debajo de la línea, generando también una dinámica perversa sobre las expectativas de los agentes¹³.

Deuda Pública Bruta brasileña – en millones de R\$ - Enero de 2003

Deuda Pública Bruta	Deuda Interna	DI Dólar	DI Selic	DI Otros	Deuda Externa	Ajuste Dólar	Ajuste Selic	DBSP / PBI
1 163 160	879 792	134 902	477 899	266 991	283 368	35,96%	41,09%	73,2%

Fuente: Banco Central de Brasil

Un efecto colateral es que dicha volatilidad afecta significativamente a los balances del sector privado y del sector público financiero, que poseen una composición significativa de sus pasivos en moneda extranjera, aumentando su riesgo de insolvencia y exacerbándola aún más.

Crédito Externo e Interno al Sector Privado No Financiero– Nov 2002 - Millones

Crédito Externo U\$S	Crédito en R\$ con ajuste por tipo de cambio	Crédito interno en R\$
103.110	374.959	365.683

Fuente: Banco Central de Brasil – El tipo de cambio real se encontraba subvaluado con relación a su paridad de equilibrio de largo plazo en por lo menos 30% a fines de noviembre, lo que implica que sólo en lo que toca a deuda con el exterior el impacto en los balances del sector privado fue superior a R\$ 100.000 millones. Una parte significativa de esta pérdida fue compensada con posiciones de cobertura en títulos públicos indexados al dólar.

En el caso argentino es inevitable que exista una situación relativamente similar dado que, aún con una quita significativa en la deuda pública externa en manos del sector privado, la deuda denominada en moneda extranjera tendrá una participación significativa en el total de la Deuda Pública.

¹³ Cada punto porcentual de aumento en la tasa de interés impacta en forma directa en los intereses pagados por la todo el stock de deuda pública ajustado por este indexador, contribuyendo a potenciar las dudas sobre la solvencia intertemporal del Estado.

Si asumimos que la renegociación de la deuda pública será un benchmark para la deuda privada en su conjunto, es probable que, por lo menos en el momento inicial post – renegociación, en el que todavía no se hayan restablecido los flujos de inversiones, un alto grado de volatilidad en el tipo de cambio nominal puede tener efectos significativos en la solvencia de las empresas.

Ello nos remite al problema del “pecado original” (Hausman et al, 2001) de la incapacidad de la mayor parte de los países emergentes de endeudarse en moneda local para financiar su crecimiento, fundamentalmente debido a su incapacidad de alcanzar las tasas de ahorro interno necesarias para financiar un crecimiento sostenido, y para el cual no parece existir otra solución de corto y mediano plazo que no sea crear mecanismos para incentivar el ahorro interno.

Mecanismos de pass-through

Toda devaluación tiene impacto en los precios, pudiendo ser un simple cambio en los precios relativos o convertirse en un proceso inflacionario. El mecanismo de *pass through* nos indica el quantum en que la devaluación se traslada a los diferentes índices de precios. Contra lo que se puede pensar, los países emergentes que experimentaron grandes maxi devaluaciones, no experimentaron una inflación, medida por precios minoristas, tan alta como se esperaba.

Devaluación e inflación en los '90 – 12 meses inmediatos siguientes a la devaluación

País	Indonesia -97	Brasil -99	Corea -97	México -94	Tailandia - 97	Malasia -97	Filipinas -97
Inflación predecida	185.2	12.7	14.8	61.6	18.0	16.4	21.5
Inflación ocurrida	82.2	8.9	6.6	51.7	10.0	5.8	9.9

Ho y McCauley (2003) analizan en detalle estas razones. En el caso brasileño, el coeficiente efectivo de pass-through en precios al consumidor de corto plazo (menos de 12 meses) se situó en alrededor de 14% y el de mediano plazo en cerca de 28% siendo, como podía suponerse, significativamente más alto en los restantes índices de precios.

Evolución de los diferentes índices de precios en Brasil y cotización del dólar

	Consumidor	Combinados	Mayoristas	R\$ / U\$S *	R\$ / U\$S **
Dic 1998	100	100	100	100	1,22
Dic 1999	108,94	119,97	128,89	150,98	1,84
Dic 2000	115,444	131,727	144,421	149,92	1,83
Dic 2001	124,298	145,426	161,563	192,62	2,35
Dic 2002	139,99	183,85	218,82	239,34	2,92
Dic 2003***	158,19	209,59	240,70	286,88	3,50

Fuente: Elab. propia con datos IBGE y FGV - * Var. dólar medio anual - ** Cotización dólar media anual - ***Estimado

Coeficiente de *pass – through* final

	Consumidor	Combinados	Mayoristas
1999*	17,54%	39,17%	56,67%
2000*	30,94%	63,56%	88,99%
2001*	26,23%	49,04%	66,47%
2002*	28,70%	60,17%	85,27%
2003**	31,14%	58,64%	75,29%

*Verificado ** Estimación propia

Un efecto a tomar en cuenta para este análisis es la composición de la canasta de bienes y servicios de los precios al consumidor, ya que para diferentes niveles de ingreso medio per cápita existen pesos diferentes de bienes transables en esta canasta, así como la existencia de controles de precios o subsidios gubernamentales a determinados bienes considerados como esenciales.

No puede dejar de mencionarse el impacto de retro alimentación en los índices de inflación minorista que tienen los precios de los servicios públicos. Dado que por los contratos de privatización dichos precios se ajustan en forma anual por un índice de precios combinados (IGP-M, 60% mayorista, 30% minorista y 10% consumidor) generado por la Fundación Getulio Vargas¹⁴ y, como se observó anteriormente, estos índices de precios tienden a reflejar en forma más acentuada los efectos de la devaluación de la moneda, se genera, necesariamente, un efecto distorsivo sobre los índices de precios al consumidor cuyo efecto proviene de dos razones:

- a) Se ajustan los precios de manera uniforme sin tener en cuenta el real impacto de las variaciones de precios en los costos de las empresas, pudiéndose generar situaciones inequitativas, sea desde el punto del vista del consumidor (que tiende a ajustar sus ingresos por precios al consumidor) como de las empresas (en las que el componente dolarizado de sus costos y el peso relativo de los salarios y compras en moneda local puede tener cambios muy significativos entre sectores),
- b) Se introduce un componente indexatorio que relaciona ajustes del pasado (BLP=Backward Looking Prices) con una metodología que se centra en la evolución de los precios futuros (FLP=Forward Looking Prices)

Debe también mencionarse que, como los reajustes salariales tienden a seguir la evolución de los precios al consumidor, lo que dado el desfase entre ambos índices, lleva a una caída adicional en el poder de compra real de la población, generando conflictos políticos adicionales.

¹⁴ La FGV es una institución de derecho privado, quizás la de mayor prestigio en Brasil en el área de estudios económicos, fundada en 1944 y este índice se elabora desde el momento de su fundación como institución académica. No se conocen cuestionamientos respecto a la fidelidad de la información elaborada por esa institución

Los modelos predictivos utilizados por el Banco Central de Brasil se han mostrado razonablemente exactos en ausencia de fluctuaciones significativas en el tipo de cambio nominal, pero se han mostrado relativamente incapaces de pronosticar, con un grado razonable de exactitud, su comportamiento en momentos de alta volatilidad, impidiendo el correcto funcionamiento del mecanismo de coordinación de expectativas y afectando el componente de credibilidad de la autoridad monetaria, aspectos ambos que son vitales para el adecuado funcionamiento del IT.

Por otra parte, no resulta absolutamente claro que esos modelos permitan identificar con total claridad los componentes de los shocks (de oferta o de demanda) que sufre la economía, pudiendo inducir a respuestas erradas¹⁵ en términos de política monetaria.

Finalmente debe tenerse en cuenta que el crédito al sector privado, en moneda local, otorgado a tasa de interés de mercado, representa una proporción muy baja del PBI, lo que disminuye la influencia de la tasa de interés como instrumento de inducción en el canal de transmisión de la política monetaria a los precios, exigiendo movimientos mayores en ella para obtener los resultados deseados.

Millones de R\$	Empresas					Individuos					Total General
	Tipo de tasas / indexador					Tipo de tasas / indexador					
Período	Prefijado	Selic	Flotante	Precios	Total	Prefijado	Selic	Flotante	Precios	Total	
Dic 2002	48.014	61.473	26.708	531	136.727	73.305	2.289	704	28	76.327	213.054
% PBI											13,52%

Fuente: Banco Central de Brasil – PBI dic 2002 estimado BCB 1.575.375 millones de R\$

Los análisis realizados hasta el momento sobre *pass-through* en la economía Argentina parecería que subestiman el efecto final que tendrá sobre los índices de precios el necesario ajuste de las tarifas de servicios públicos. De esta manera parece muy difícil que, en el corto plazo, se consigan desarrollar modelos que permitan evaluar de forma razonablemente precisa el coeficiente real de *pass-through*.

La renegociación de los contratos de servicios públicos no debería, aprovechando la quiebra de contratos ya realizada, ser atada a un índice de precios general, sino a una ecuación que tenga en cuenta los costos reales de producción de cada uno de ellos y la tasa de rentabilidad que sea acordada.

La falta de crédito al sector productivo impide, en la práctica, la utilización de la tasa de interés y de los encajes como instrumentos de política monetaria. La recreación de mecanismos de financiamiento al sector privado parece ser un obstáculo de difícil

¹⁵ Un caso abundantemente citado en la literatura es la diferencia de actitud del BC de Australia y de Chile ante la crisis del Sudeste asiático, donde la correcta identificación del shock por parte del primero le permitió mantener una tasa de crecimiento sustentada sin mayores desvíos respecto a la trayectoria del producto potencial.

superación en el corto plazo. No obstante, deberá mensurarse el impacto de la utilización de las Lebac como tasa de referencia para la fijación de arbitrajes e indicador de referencia para el circuito informal de crédito.

VII. Conclusiones

El estado del arte de la ciencia economía ha aceptado que la inflación es un mal que debe ser controlado. Para eso los países utilizan diferentes tipos de “anclas”, a través de las cuales se intenta que las expectativas de los agentes converjan hacia un determinado nivel de inflación. Las anclas pueden ser cambiarias o monetarias, siendo que las primeras parecen tender a ser descartadas, dados los traumas que genera su modificación. Dentro de las anclas monetarias, las más modernas tendencias parecen inclinarse por la utilización de metas de inflación en reemplazo del control de los tradicionales agregados monetarios.

Los países que adoptan metas de inflación pueden ser clasificados como EIT, FFIT e ITL, de acuerdo con su historia, grado de desarrollo de sus economías y posibilidades de utilización de los instrumentos del Inflation Targeting.

Argentina, caso decida comenzar el camino rumbo a la implementación del IT, será un caso particular, ya que no existen antecedentes de que un país en default, con su sistema financiero prácticamente destruido y un bajísimo grado de credibilidad en sus instituciones políticas y económicas, haya conseguido implementar exitosamente este tipo de políticas.

El primer aspecto que deberá consolidarse para adoptar ese camino es obtener un nivel de equilibrio fiscal tal que permita restablecer la confianza de los agentes en la solvencia intertemporal del Estado. Ello exigirá una definición respecto a los términos en que será renegociada la deuda en default para determinar el nivel de superávit primario requerido para hacer frente a sus servicios.

Un segundo aspecto es la reconstrucción de la credibilidad de la autoridad monetaria frente a los agentes para que sus análisis permitan una convergencia de expectativas y se minimicen las dudas sobre los reales motivos de su intervención en los diferentes mercados. Debe tenerse en cuenta que debe existir en los hechos un alto grado de sintonía fina y coordinación entre la autoridad económica y la monetaria a efectos de evitar tensiones que impacten negativamente en los agentes.

El tercer aspecto es la creación de un departamento de estudios económicos¹⁶ dentro de la autoridad monetaria que permita analizar los mecanismos de transmisión de la política monetaria a los precios, así como conocer como se produce el *pass-through* del tipo de cambio a precios. En particular, se deberá prestar particular atención a la influencia de la tasa de interés como inductor del comportamiento de los agentes en un contexto caracterizado por la falta de crédito.

Un cuarto aspecto es la renegociación de los contratos de servicios públicos, en los que en la definición de modelo de reajustes tarifarios, parecería una buena idea, evitar su

16 El Dr. Alfredo Prat Gay, Presidente del BCRA, anunció recientemente que se dispondría la creación de esta área a la brevedad.

vinculación a índices generales de precios, vinculándolos a la estructura de costos de las empresas¹⁷, dado su impacto en la estructura de los índices de precios a ser utilizados como referencia para el IT. Debe notarse que ello no implica, dentro del debate conocido como “Reglas x Discrecionalidad” tomar partido por la discrecionalidad, ya que ello aumentaría desmedidamente la tasa de retorno exigida por los inversores del sector, sino formular reglas muy claras y lo más simple posibles, que permitan calcular la metodología de ajuste de precios. Dada la notoria inestabilidad jurídica argentina, no parece una mala idea que dicha metodología sea aprobada en forma expresa por el Congreso.

Un quinto aspecto que no puede ser olvidado es que la economía –aun con los efectos de la pesificación- se encuentra, de facto, parcialmente dolarizada¹⁸¹⁹, ya que la moneda de cuenta para la realización de las grandes transacciones (a diferencia de Brasil) es el dólar, y que todavía opera, por lo menos para algunos sectores de la economía vinculados a la producción de bienes, una bimonetariedad en los contratos comerciales. No puede olvidarse también que, a diferencia de Brasil, la mayor parte de la deuda pública está expresada en moneda extranjera y que existe la posibilidad de realizar colocaciones financieras en divisas.

Las tres primeras consideraciones nos indican que Argentina se encuentra muy lejos de poder considerarse en condiciones de adoptar una política FFIT y con considerables dificultades para enmarcarse dentro de los países ITL, razón por la que no parece recomendable el anuncio de su adopción inmediata a efectos de evitar las consecuencias de un eventual cambio de ancla. Ello nos lleva a pensar que sería prudente diferir la decisión pública de anclar la economía por algún tiempo -¿comenzar en 2005 y no en 2004?- y comenzar a operar bajo un mecanismo de IT de tipo informal que permita que los agentes recobren confianza en la autoridad monetaria, se verifique la consistencia de la política fiscal y se construyan los modelos econométricos predictivos, ya que ello permitiría una utilización más ecléctica de los instrumentos de política económica tanto por el Ministerio de Economía como por el Banco Central, hasta que se terminen de restablecer condiciones económicas “normales”.

17 El autor quiere señalar en forma expresa que ello no implica, dentro del debate conocido como “Reglas x Discrecionalidad”, tomar partido por la discrecionalidad, ya que ello aumentaría desmedidamente la tasa de retorno exigida por los inversores del sector, sino formular reglas muy claras y lo más simple posibles, que permitan calcular la metodología de ajuste de precios. Dada la notoria inestabilidad jurídica argentina, no parece una mala idea que dicha metodología sea aprobada en forma expresa por el Congreso

18 Esta realidad puede verificarse fácilmente cuando se observa que, de acuerdo con las estimaciones del US Treasury, tenedores argentinos mantienen en su poder cerca de 8% (US\$ 50.000 millones) del total de billetes, lo que convierte a Argentina en el segundo más país dolarizado del mundo. Para más información ver <http://www.federalreserve.gov/BoardDocs/RptCongress/counterfeit2003.pdf>

19 Adicionalmente, la bimonetariedad se ve reforzada por el hecho de que nunca fue derogada la modificación del Código Civil de 1991, que permite la realización de contratos en la moneda que libremente se convenga.

La cuarta consideración introduce la necesidad de llevar adelante un proceso de renegociación tarifaria extremadamente complejo en sus aspectos técnicos, y con una alta sensibilidad política.

Finalmente, el último punto parecería indicar la necesidad de introducir en los modelos de predicción un sesgo *à la peruana*, donde la economía opera con un componente dolarizado sensiblemente superior al de Brasil, mucho más que intentar transplantar los modelos brasileños.

IX. Referencias Bibliográficas

- Alina Carare y Mark Stone, 2003, *Inflation Targeting Regimes*, IMF Working Papers 03/09
- Barry Eichengreen, 2002, *Can Emerging Markets float? Should they Inflation Target?* University of California at Berkeley. Versión original presentada en el Banco de Inglaterra y versión corregida presentada como WP 36, Banco Central de Brasil
- Christopher Sims, 2003, *Limits to Inflation Targeting*, Inflation Targeting, NBER
- Corrinne Ho y Robert N McCauley, 2003, *Living with flexible exchange rates: issues and recent experience in inflation targeting emerging market economies*, BIS Working Paper 130.
- Fabio Giambiaggi y Hector Rubini, 2003, *Moeda Única e Banco Central Unificado no Mercosul: principios económicos e desafios institucionais*. No publicado.
- Fischer, Stanley, 1996, *Why Are Central Banks Pursuing Long-Run Price Stability?* en *Achieving Price Stability*, Kansas City, Missouri: Federal Reserve Bank of Kansas City
- Frederic Mishkin y Miguel Savastano, 2001, *Monetary policies for Latin America*, Policy Research Working Paper, WPS 2685, World Bank
- Frederic Mishkin, 2001, *From Monetary to Inflation Targeting. Lessons form industrialized countries*, Policy Research Working Paper, WPS 2684, World Bank
- Jiri Jonas y Frederic Mishkin, 2003, *Inflation Targeting in transition economies*, Inflation Targeting, NBER
- Joel Bogdanski, Tombini, Sergio Werlang, 2000, *Implementing inflation targeting in Brazil – WPS 1 – BCB –*
- Juan Carlos Nicolás Soldano Deheza, 2002, *Flotación del tipo de cambio e implementación del Inflation Targeting. Requisitos y lecciones de una transición exitosa. El caso Brasileño*. Universidad del Congreso, Mendoza, Argentina
- Laurence Ball y Niamh Sheridan, 2003, *Does Inflation Targeting Matter?*, Inflation Targeting, NBER
- Mario Blejer y Alfredo Leone, 2000, *Inflation Targeting in Practice, Strategic and Operational Issues and Application to Emerging Market Economies*, IMF/BCB joint seminar.
- Mark Stone, 2003, *Inflation Targeting Lite*, IMF Working Paper, WP03/12.
- Marvin Goodfriend, 2000, *Inflation Targeting in Practice, Strategic and Operational Issues and Application to Emerging Market Economies*, IMF/BCB joint seminar.
- Pierre Richard Agenor, 2002, *Monetary Policy under flexible exchange rates. An introduction to Inflation Targeting*, Policy Research Working Paper, WPS 2511, World Bank.
- Ricardo Caballero y Arvin Krishnamurty, 2003, *Inflation Targeting and sudden stops*, Inflation targeting, NBER