

INT-0457

~~CEPAL/BA (0457) G. 2~~

AS  
OMICA  
LATINA Y EL CARIBE

**CEPAL**  
BUENOS AIRES

**Tres ensayos  
sobre inflación y  
políticas de estabilización**

documento de trabajo

**18**



**CEPAL** Documento de Trabajo N° 18  
BUENOS AIRES Distribución LIMITADA

---

COMISION ECONOMICA PARA AMERICA LATINA Y EL CARIBE

TRES ENSAYOS SOBRE INFLACION Y POLITICAS DE ESTABILIZACION



900002955 - BIBLIOTECA CEPAL

Buenos Aires, febrero de 1986



#### TRES ENSAYOS SOBRE INFLACION Y POLITICAS DE ESTABILIZACION

Este trabajo fue elaborado en la Oficina de la CEPAL en Buenos Aires por el señor Daniel Heymann en virtud del Programa de Información y Análisis de Corto Plazo de la Economía Argentina, que dirige el señor Alberto Fracchia. Francisco Gatto y Bernardo Kosacoff aportaron comentarios a uno de los ensayos. Aníbal Aller, Mirta Camaleri, Ricardo Martínez, Elena Salvia y Ernesto Soubelet participaron en la elaboración de los anexos estadísticos; en la edición y dactilografía colaboraron Gloria Landa y Cristina Lavandera. Se distribuye al solo efecto de recibir críticas y comentarios.



## PRESENTACION

La Oficina de CEPAL en Buenos Aires viene trabajando desde hace varios años en temas de análisis económico de corto plazo; entre ellos, la inflación ha sido uno de los que merecieron mayor atención. Este documento reúne parte del trabajo realizado recientemente en la materia.

La publicación contiene tres ensayos de lectura independiente, pero con un tema común. El primero está dedicado a analizar la literatura teórica sobre inflación y políticas de estabilización; se busca definir las principales cuestiones en debate y ofrecer una revisión crítica de los argumentos teóricos más difundidos. Los dos estudios siguientes tratan sobre episodios históricos particulares. El ensayo sobre las grandes inflaciones presenta una descripción y un análisis de estos fenómenos, apoyados principalmente en la experiencia europea de los años veinte. El objetivo es estudiar, a partir de la evidencia histórica, de qué modo se generan las hiperinflaciones, cómo se comportan las economías en una situación de extrema inestabilidad de precios y cómo se produce la estabilización. Por último, el tercer ensayo comenta el reciente programa de estabilización argentino, con breves referencias a la secuencia de hechos previos que condujo a una muy alta inflación y a los primeros efectos del programa.

Una versión anterior del artículo "Inflación y Políticas de Estabilización" fue presentada en las Jornadas de Economía Monetaria que organizó el Banco Central de la República Argentina en noviembre de 1985. R. Frenkel, R. Lavagna y F. de Santibáñez formularon útiles críticas. Para la elaboración del artículo sobre las grandes inflaciones se aprovecharon los detallados comentarios de A. O'Connell (que, además, facilitó parte del material bibliográfico utilizado) así como conversaciones con P. Gerchunoff. El ensayo que trata del Plan Austral se discutió en un seminario en el Instituto Torcuato Di Tella. El agradecimiento a estos comentarios no implica involucrar a sus autores en los errores u opiniones que contengan los trabajos.



INDICE

	Página
I. INFLACION Y POLITICAS DE ESTABILIZACION . . . . .	1
1. Introducción . . . . .	1
2. El debate sobre las causas de la inflación . . . . .	2
a) El planteo del problema . . . . .	2
b) Las teorías monetarias-fiscales . . . . .	6
c) Los esquemas de puja distributiva . . . . .	14
d) Las teorías de inflación estructural . . . . .	18
e) Un resumen . . . . .	23
3. Efectos de la inflación . . . . .	25
4. Políticas de estabilización . . . . .	28
a) La estabilización como problema de política económica . . . . .	28
b) La transición . . . . .	32
Referencias bibliográficas . . . . .	41
II. LAS GRANDES INFLACIONES: CARACTERISTICAS Y ESTABILIZACION . . . . .	49
1. Introducción . . . . .	49
2. Características y orígenes de las grandes inflaciones . . . . .	50
3. El funcionamiento de las economías . . . . .	56
4. Los programas de estabilización . . . . .	60
a) Sistema monetario . . . . .	63
b) Política fiscal . . . . .	65
c) Reparaciones de guerra . . . . .	67
d) Créditos de estabilización . . . . .	69
d) Políticas de precios y tratamiento de los contratos . . . . .	70
f) Un resumen . . . . .	70

	Página
5. La administración de los programas y sus efectos . . . . .	71
Notas . . . . .	85
Anexo estadístico . . . . .	107
Referencias bibliográficas . . . . .	133
III. EL PLAN AUSTRAL: UNA EXPERIENCIA DE ESTABILIZACION DE SHOCK . . . . .	135
1. Introducción . . . . .	135
2. Breve reseña de la historia reciente . . . . .	136
a) Crisis económica, oscilaciones de la política económica e inflación . . . . .	136
b) La economía bajo una altísima inflación . . . . .	147
3. El programa . . . . .	151
a) El enfoque general de la política de estabilización . . . . .	151
b) El clima económico que precedió a los anuncios . . . . .	158
c) Los primeros efectos del programa . . . . .	160
d) Algunos comentarios . . . . .	170
Anexo estadístico . . . . .	177
Referencias bibliográficas . . . . .	207

LISTA DE CUADROS

	Página
II. LAS GRANDES INFLACIONES: CARACTERISTICAS Y ESTABILIZACION	
1a Precios, tipo de cambio, salarios y dinero: tasas de variación equivalente mensual. Alemania . . . . .	109
1b Precios, tipo de cambio y dinero: tasas de variación equivalente mensual. Austria . . . . .	110
1c Precios, tipo de cambio y dinero: tasas de variación equivalente mensual. China . . . . .	111
1d Precios, tipo de cambio y dinero: tasas de variación equivalente mensual. Grecia . . . . .	112
1e Precios, tipo de cambio y dinero: tasas de variación equivalente mensual. Hungría (1921/24) . . . . .	113
1f Precios y dinero: tasas de variación equivalente mensual. Hungría (1944/46) . . . . .	114
1g Precios, tipo de cambio y dinero: tasas de variación equivalente mensual. Polonia . . . . .	115
1h Tipo de cambio y dinero: tasas de variación equivalente mensual. URSS . . . . .	116
2a Finanzas Públicas. Alemania. Ingresos y gastos del Gobierno Central . . . . .	117
2b Finanzas Públicas. Austria, Hungría y Polonia. Déficit fiscal como porcentaje de los gastos públicos . . . . .	118
3a Coeficientes de liquidez. Alemania . . . . .	119
3b Coeficientes de liquidez. Austria . . . . .	120
3c Coeficientes de liquidez. Grecia . . . . .	121
3d Coeficientes de liquidez. Hungría . . . . .	122
3e Coeficientes de liquidez. Polonia . . . . .	123
4a Tipo de cambio real y salario real. Alemania . . . . .	124
4b Tipo de cambio real. Austria y Hungría . . . . .	125
4c Tipo de cambio real. Polonia . . . . .	126
5a Empleo y producto. Alemania. Tasa de desempleo . . . . .	127
5b Empleo y producto. Alemania. Producción industrial per cápita y empleo en la industria . . . . .	128
5c Empleo y producto. Austria. Cantidad de beneficiarios de asistencia por desempleo . . . . .	128

5d Empleo y producto. Hungría. Cantidad de desempleados . . . . .	129
5e Empleo y producto. Polonia. Cantidad de desempleados . . . . .	129
6 Comercio Exterior. Alemania . . . . .	130
7a Algunos datos adicionales sobre la estabilización de Alemania. Tasa de interés y brecha cambiaria nov.-dic. 1923 . . . . .	131
7b Algunos datos adicionales sobre la estabilización de Alemania. Tasas de interés anuales: primeros meses de 1924 . . . . .	131
7c Algunos datos adicionales sobre la estabilización de Alemania. Cantidad de quiebras . . . . .	132

III. EL PLAN AUSTRAL: UNA EXPERIENCIA DE ESTABILIZACION DE SHOCK

1 Oferta y demanda global. (desestacionalizado) . .	179
2 Ingreso nacional, ahorro e inversión . . . . .	180
3 Empleo y desempleo . . . . .	181
4 Principales variables nominales (tasas de variación equivalente mensual sobre datos trimestrales)	182
5 Principales variables nominales (tasas de variación mensual) . . . . .	183
6 Precios relativos (trimestral) . . . . .	184
7 Precios relativos (mensual) . . . . .	185
8 Medidas alternativas del salario real en la industria manufacturera . . . . .	186
9 Comercio Exterior . . . . .	187
10 Precios del intercambio comercial . . . . .	188
11 Balanza de pagos . . . . .	189
12 Deuda Externa . . . . .	190
13 Esquema ahorro-inversión-financiamiento del sector público no financiero (consolidado) . . . . .	191
14 Tesorería General de la Nación (trimestral) . . .	192
15 Tesorería General de la Nación (mensual) . . . .	193

	Página
16 Recaudación de impuestos nacionales (trimestral)	194
17 Recaudación de impuestos nacionales (mensual)	195
18 Determinantes de la base monetaria (trimestral)	196
19 Determinantes de la base monetaria (mensual)	197
20 Determinantes de la base monetaria: contribuciones al crecimiento de la base (trimestral)	198
21 Determinantes de la base monetaria: contribuciones al crecimiento de la base (mensual)	199
22 Determinantes de los recursos monetarios de particulares (trimestral)	200
23 Determinantes de los recursos monetarios de particulares (mensual)	201
24 Determinantes de los recursos monetarios de particulares: contribuciones al crecimiento de M2 (trimestral)	202
25 Determinantes de los recursos monetarios de particulares: contribuciones al crecimiento de M2 (mensual)	203
26 Coeficientes de liquidez	204
27 Tasas de interés (trimestral)	205
28 Tasas de interés (mensual)	206

#### LISTA DE GRAFICOS

	Página
III. EL PLAN AUSTRAL: UNA EXPERIENCIA DE ESTABILIZACION DE SHOCK	
1. Tasas mensuales de variación de precios	137
2. Producto manufacturero y medidas cualitativas de demanda e inventarios	138
3. Precios relativos	139
4. Intercambio comercial	140



## INFLACION Y POLITICAS DE ESTABILIZACION

### 1. Introducción

La inflación, aun moderada, no es inocua: con ella van generalmente asociados súbitas aceleraciones y desaceleraciones de los precios y cambios bruscos en los precios relativos. Con todo, las economías se adaptan de algún modo a variaciones no demasiado rápidas en los precios. Mientras existen ciertas guías para formar expectativas, al menos por plazos cortos, las decisiones de precios y producción y las operaciones de crédito pueden desenvolverse sin demasiada incertidumbre. En esos casos, cabe la pregunta sobre si los beneficios probables de intentar una estabilización completa compensarían los costos de modificar comportamientos a veces firmemente establecidos.

El carácter del problema cambia en alta inflación. En varios países, los precios han crecido en los últimos años a tasas antes desconocidas, excepto tal vez durante algunos episodios críticos de corta duración. La experiencia muestra que este tipo de inestabilidad de precios perturba gravemente a la actividad económica. Tanto el sector público como los agentes privados acortan el horizonte de sus decisiones: las políticas se ven presionadas por la urgencia de administrar una economía cada vez menos previsible, mientras que el público dedica grandes esfuerzos para protegerse o sacar provecho de los erráticos cambios de precios. Los precios significan poco más que el resultado de un conjunto de acciones especulativas e inconsistentes, y los conflictos sociales se agudizan por los intentos de sacar partido o defenderse de la inflación. De ahí que las economías sujetas a esa turbulencia tienen serias dificultades

para encarar los temas del crecimiento. Moderar la volatilidad de precios se convierte entonces en una condición necesaria para que el sistema económico funcione en forma razonablemente efectiva.

Así como la inflación es un problema para los actores económicos, también lo es para el análisis. Pocas cuestiones han sido tan discutidas, tanto desde el punto de vista teórico como desde el de las políticas. Sin embargo, las controversias persisten. El objetivo de este trabajo es comentar sobre esos debates. No se ha buscado hacer un relevamiento exhaustivo de la literatura 1/, sino describir de manera general algunos de los problemas salientes en el análisis de las causas y consecuencias de la inflación y en el diseño de políticas de estabilización.

## 2. El debate sobre las causas de la inflación

### a) El planteo del problema

El origen de la inflación ha dado lugar a muchas polémicas inconclusas. En parte, ello se debe a que la pregunta misma es ambigua. En una situación inflacionaria crecen simultáneamente, aunque no siempre al mismo ritmo, las distintas categorías de precios, los salarios, el tipo de cambio, los agregados monetarios. ¿De dónde surgen las alzas del nivel general de precios?. Esto puede referirse a cuestiones analíticamente bien distintas: los determinantes inmediatos de los precios (es decir, en la terminología econométrica, una ecuación del modelo en forma estructural); o bien, las causas de última instancia de la inflación (o sea, una forma reducida, en que solo aparecerían variables exógenas) 2/.

---

1/ Hay varios estudios ampliamente difundidos que presentan un panorama del estado de la teoría en distintos momentos. Véase, por ejemplo: Bronfrenbrenner y Holzman (1963), Laidler y Parkin (1975), Lipsey (1981), Frisch (1983). Una comparación de estos trabajos muestra claramente la diversidad de los enfoques existentes, así como los cambios que se han producido con el tiempo en la teoría.

2/ La distinción ha sido hecha en Addison, Burton y Torrance (1980). En los modelos aplicados, no siempre resulta claro el carácter de la ecuación de precios. Por ejemplo, una ecuación que relacione a los precios con el salario, el tipo de cambio y la cantidad de dinero no pertenece en principio a la forma estructural (porque difícilmente el stock de dinero influya directamente sobre las decisiones de precios; en todo caso actuará a través de su efecto sobre la demanda agregada o las expectativas) ni a la forma reducida (porque no parece que las variables independientes puedan tratarse todas como exógenas).

En cuanto al primer punto, no hay en la actualidad una teoría bien establecida sobre la formación de precios: tanto los modelos de equilibrio como, por ejemplo, los que postulan márgenes fijos sobre costos reflejan sólo imperfectamente la complejidad de la operación de los mercados. La cuestión no es sólo académica, porque impide tener respuestas precisas para preguntas tales como con qué rapidez y en qué magnitud se trasladarán aumentos de costos a los precios en distintas circunstancias, o cuál será la reacción de los precios ante cambios en la demanda. De ahí que, dado que el conocimiento sobre el tema es limitado, las hipótesis sobre la inflación que dependan de supuestos muy estrictos sobre los mecanismos de formación de precios estén sujetas a duda.

De cualquier modo, parece claro que las decisiones de precios dependen no sólo de variables directamente observables sino también de las conjeturas que se formen los agentes sobre las conductas de los demás. Esto implica que los precios variarán de un modo tanto más ordenado cuanto mejor definidas estén las previsiones de los individuos. También parece que la respuesta de los precios a un estímulo dado dependerá de las percepciones y expectativas que se formen los responsables de fijar esos precios. En particular, el patrón de ajuste de precios variará según cómo el público estima que se determina la política económica 1/.

La función de reacción de las autoridades debe asimismo tenerse en cuenta al analizar los determinantes "de última instancia" de la inflación, porque, dependiendo de ella, ciertas variables podrían ser consideradas exógenas, mientras que otras (incluyendo algunos instrumentos de política) se determinarían

---

1/ Esto no implica que todos los individuos tengan iguales percepciones, ni que éstas coincidan con la "verdadera" forma de actuar de las autoridades o de los demás agentes. En realidad, una de las características de las inflaciones intensas pareciera ser la incoherencia de las expectativas (el punto se desarrolla más adelante). En ese caso, también las conductas de fijación de precios serían difíciles de describir en forma sistemática. Si el modo en que se determinan los precios varía con el régimen inflacionario, probablemente no sea ni necesario ni suficiente contar con una explicación precisa de los cambios de precios en un régimen dado para analizar la transición a otro (porque el cambio mismo haría variar los comportamientos). Por ejemplo, al considerar políticas de estabilización, parecería menos importante tener una idea sobre cómo se fijan los precios en la inflación que sobre las conductas una vez iniciadas las políticas. Por supuesto, queda el problema de reconocer cuándo es que se ha producido efectivamente un cambio de régimen.

como resultado de aquéllas. Pero el concepto de exogeneidad es ambiguo, dado que depende de hasta donde se quiere llevar la explicación: por ejemplo, en los modelos monetarios se suele tratar a la cantidad de dinero como un dato, pero en general, la política monetaria responderá (de modo tal vez distinto a lo largo del tiempo) a la situación fiscal, al nivel de actividad, etc.; a su vez, se puede tratar de explicar los cambios de esas variables como respuesta a otras influencias (económicas y extraeconómicas) y así sucesivamente. Se corren los riesgos simétricos de, por un lado, postular explicaciones simplistas (con lo cual se supone por ejemplo que ciertos instrumentos pueden ser variados a voluntad, cuando no es el caso) y, por otro, llevar la discusión hasta un punto en que no pueden ya hacerse afirmaciones medianamente precisas.

Se trata, por último, de una cuestión de juicio. Pero, como la inflación puede en principio originarse de varias maneras distintas, y en cada caso tiene distintas consecuencias, es necesario considerar el proceso que da lugar a los aumentos de precios. Esto se puede ilustrar con un ejemplo que tiene poco que ver con las inflaciones observadas en la práctica, pero que, precisamente por ello, sirve como elemento de contraste de las teorías en debate.

Supóngase una economía con las siguientes particularidades. Hay un precio patrón, fijado arbitrariamente en cada período; es indiferente para el ejercicio que la determinación de este precio esté en manos del sector público o de algún agente (o grupo) del sector privado. Cada vez que el precio patrón varía, los individuos reciben una transferencia de dinero que eleva sus tenencias de activos monetarios en la misma proporción ( $k$ ) que el precio patrón  $1/$ . Las deudas del sector público, si las hay, y los precios controlados por el gobierno se modifican también proporcionalmente. En última instancia, cuando cambia el precio del producto patrón se produce una suerte de reforma monetaria; es probable que los agentes privados reconozcan que, si todos los precios se multiplican en la proporción  $k$ , los mercados se encontrarán en la misma situación real que antes del cambio. Por otra parte, tampoco los contratos preexistentes se verán afectados si (como es razonable hacerlo en este caso) los individuos pactan los pagos futuros con una cláusula de indexación. Es decir, aun-

---

1/ El ejemplo (inspirado en Leijonhufvud (1983 b)) supone una política explícita de dinero pasivo. Las conclusiones serían exactamente iguales si la iniciativa proviniera de la autoridad monetaria. Nótese, por otro lado, que con las hipótesis del ejercicio no hay un impuesto inflacionario sobre las existencias de dinero y, por lo tanto, la demanda de saldos reales no tienen por qué depender de las variaciones esperadas en el precio patrón.

que el nivel general de precios (determinado por el precio patrón) tenga una evolución errática, con una tendencia ascendente más o menos pronunciada, la inflación sería neutral a todos los efectos prácticos. Por otro lado, si la inflación tuviera estas características, sería fácil de eliminar: bastaría con fijar el precio del producto patrón de una vez y para siempre 1/; dado que ningún grupo de agentes se beneficia o perjudica con ello y que los precios presumiblemente se ajustarían de inmediato a la constancia del precio patrón, la medida no causaría resistencias ni perturbaciones.

Este ejemplo elemental cumple un propósito negativo: mostrar cuán estrictas son las condiciones bajo las cuales la inflación tiene una "causa" bien definida y consecuencias inocuas. En efecto, el ejercicio postulaba:

i) La política monetaria está extremadamente restringida, ya que se limita a incrementar la oferta de dinero, de modo perfectamente anunciado, en la misma proporción que el precio del producto patrón.

ii) La política fiscal también está sujeta a una significativa restricción: no tiene acceso al financiamiento monetario excepto para hacer transferencias proporcionales a las tenencias de dinero. En otras palabras, no puede haber un déficit financiado con emisión más que a raíz de esas transferencias.

iii) Los precios regulados por el gobierno (tarifas de servicios públicos, tipo de cambio, etc.) deben acompañar a los "saltos" en los demás precios.

iv) Trabajadores y firmas conocen exactamente el funcionamiento del sistema, determinan su conducta de acuerdo con ese conocimiento y confían en que los demás agentes actuarán del mismo modo. Esto implica, en particular, que ha habido un aprendizaje previo, que ha llevado al ajuste de las decisiones de precios y de los modos de definir contratos.

v) Dados estos supuestos, el origen de las variaciones de precios puede encontrarse, sin mucha ambigüedad, en el precio del bien patrón. Sin embargo, esta inflación no tiene una

---

1/ Aquí se dejan de lado las variaciones de precios nominales debidas a cambios en el precio relativo del bien patrón. A los efectos meramente ilustrativos de este ejemplo, esto no distorsiona demasiado el argumento.

motivación precisa: el responsable de fijar el precio de referencia en un momento dado no tiene un interés definido en que ese precio tenga un valor u otro.

Ninguna de estas condiciones se verifica en los hechos. Las inflaciones parecen responder a un complicado juego de acciones y reacciones entre la política económica y las distintas partes del sector privado, que no puede representarse de un modo sencillo y bien definido como en el ejercicio anterior. De cualquier modo, para tratar de entender ese juego, y su resultado en el aumento persistente de los precios, es necesario introducir supuestos simplificadores. Se han propuesto varias clases de hipótesis generales sobre el origen de la inflación, que difieren en cuanto a los mecanismos de formación de precios y a la dirección de causalidad que postulan entre precios, salarios y dinero.

b) Las teorías monetarias-fiscales

Según la visión más tradicional, "la inflación es siempre y en todo lugar un fenómeno monetario" 1/. El monetarismo actual difiere del antiguo esquema de la teoría cuantitativa simple y de los modelos de inflación de demanda (en los cuales la inflación se asociaba con estados cercanos a la plena utilización de la capacidad): la teoría no postula una relación necesariamente estrecha, período a período, entre dinero y precios, dado que admite diversos adelantos o rezagos, y también racionaliza situaciones de aceleración de los precios con caídas simultáneas en la actividad. Pero estos efectos se explicarían, en todo caso, como resultado de los cambios en la oferta monetaria. El monetarismo es, por un lado, una posición metodológica: el nivel de precios se analiza a través de la oferta y la demanda de dinero. Por otro lado, el monetarismo tradicional considera al stock de moneda como una variable exógena, que regula la demanda agregada 2/ y, a través de ésta, al producto fi-

---

1/ Friedman (1968).

2/ Salvo indicación en contrario, los términos "demanda agregada", "demanda de bienes" o "demanda global" designan aquí a una variable que define la posición de una curva de demanda (es decir, se refieren a la función que determina la relación entre precios y cantidades agregados). Esta es asimilable aproximadamente al ingreso nominal. Un aumento de la demanda agregada, definida de este modo, es compatible con una variación de cualquier signo en las cantidades producidas.

sico y a los precios 1/.

En el modelo simple más típico, la demanda de dinero se expresa como una función estable del ingreso nominal y la tasa de interés que, a su vez, se iguala a la suma de la tasa de interés real (supuesta aproximadamente constante) y la inflación esperada. Se postula una función de oferta agregada, que vincula al producto con los precios corrientes y los precios esperados 2/. Estos dependen de la secuencia de la cantidad de dinero o, en todo caso, de la propia historia pasada de los precios 3/. El producto y el nivel general de precios en el período corriente se determinan entonces simultáneamente a partir del valor presente y esperado de la oferta monetaria 4/.

La teoría tiene dos componentes: la asociación entre dinero y precios, por un lado, y la hipótesis de exogeneidad del stock de moneda, por otro. Con respecto al primer punto, se puede distinguir entre los modelos monetarios de economía cerrada y los de economía abierta. En los esquemas de economía cerrada, los precios responden a las condiciones de los mercados internos que a su vez, serían gobernados, en el agregado, por la cantidad de dinero. Los modelos de economía abierta 5/ parten de la "ley de un solo precio" para los bienes comerciables: el arbitraje entre compras o ventas en el país y en el exterior haría que los precios se rijan por los precios internacionales y el tipo de cambio (una vez tenidos en cuenta los efectos de los impuestos al comercio exterior). En la hipótesis más simple, el nivel de precios se determina directamente por la condición de paridad de poder adquisitivo; en general, se admite que el tipo de cambio real puede variar debido a los cambios en el precio relativo entre los bienes comerciables y los no comer-

---

1/ El análisis convencional se puede extender para incluir regímenes monetarios en los que el stock de dinero es endógeno. Un caso sería el del modelo monetario de economías abiertas con tipo de cambio fijo, que se comenta más adelante.

2/ Véase Friedman (1974), Lucas (1973, 1981). Cagan (1956) sustituye la curva de oferta por el supuesto de que las cantidades producidas son constantes.

3/ La diferencia en cuanto a los supuestos de formación de expectativas entre los autores que aceptan la interpretación monetaria de la inflación se refleja en actitudes distintas con respecto a las políticas de estabilización. (Véase la sección 4). Para los propósitos de la presente discusión, esa diferencia no es esencial.

4/ El modelo monetario reconoce que las variaciones exógenas en la oferta de bienes (causadas, por ejemplo, por cambios aleatorios en la producción primaria) pueden afectar el nivel de precios. Sin embargo, también se hace una neta distinción entre cambios de una sola vez en los precios y crecimientos persistentes; éstos últimos tendrían un origen monetario.

5/ Véase por ejemplo J. Frankel y H. Johnson (1976, 1978).

ciables. Cuanto más abierta la economía (en el sentido de que es mayor la participación de los bienes comercializables), más estrecha sería la vinculación entre los precios internos y el tipo de cambio. La forma en que se asocian dinero y precios dependería del régimen para los pagos internacionales. Con tipo de cambio flotante, el stock de moneda actuaría sobre los precios (a través de su efecto sobre el valor de las divisas en dinero local) mientras que, si el tipo de cambio es fijo (y rige la paridad de poder adquisitivo), la causalidad, momento a momento, sería la inversa 1/. Pero, sea que el tipo de cambio flote o se maneje como un instrumento de política económica, la tendencia de los precios vendría determinada por la creación monetaria de origen interno 2/.

Hay posiciones distintas según los autores en cuanto al supuesto de exogeneidad del stock de dinero (o del crédito interno, si se parte de un esquema de economía abierta). Para algunos, las autoridades monetarias pueden regular el volumen de sus activos internos. Otros, por oposición, señalan que esa capacidad es reducida: aun cuando exista una cercana asociación entre dinero y precios, no es la política monetaria sino la fiscal la que determinaría la tasa de inflación. Estos autores señalan que el financiamiento del gobierno limita la autonomía de la política monetaria: el déficit del sector público puede cubrirse transitoriamente con colocación de deuda, pero, si no se generan fondos para servir esa deuda, se debe recurrir finalmente a su monetización. Es decir, el déficit fiscal causa al

---

1/ La literatura no es homogénea con respecto a la capacidad que se le asigna al Banco Central para "esterilizar" los flujos de reserva, es decir, para controlar el stock de dinero en el corto plazo, con tipos de cambio fijos (véase, por ejemplo, Darby (1980)).

2/ La conexión entre crédito interno y precios sería más indirecta con tipos de cambio fijos, especialmente si hay gran movilidad de capitales, porque las variaciones de reservas internacionales compensarían los cambios en los activos internos del Banco Central, de modo que estos tendrían un efecto pequeño sobre el stock de dinero y los precios. Sin embargo, los modelos monetarios destacan que esta independencia es limitada: a la larga, el tipo de cambio debe variar al ritmo del crédito interno (porque, de no ser así, los flujos de reservas se harían insosteniblemente grandes), de manera que éste regula el valor medio de la tasa de inflación (véase Rodríguez (1979)).

stock de dinero, cuyo aumento determina el de los precios 1/.

Recientemente, el análisis de la determinación de la cantidad de dinero se ha extendido para tratar de representar la interacción entre la conducta de las autoridades monetarias por un lado, y el público u otras partes del gobierno, por otro. Un ejemplo de estos modelos sería el siguiente 2/. La economía está representada por una curva de Phillips ampliada con expectativas: si la demanda global (que depende sólo de la cantidad de dinero) crece a la velocidad anticipada, los precios ajustan en igual proporción, y el producto permanece en su valor de equilibrio; aumentos inesperados en la demanda dan lugar transitoriamente a una mayor actividad, mientras que los precios responden menos que proporcionalmente a la variación del gasto. Los individuos conocen esto y lo incorporan al formar sus expectativas de precios; también están informados sobre el modo de comportamiento de la autoridad económica. Esta actúa de acuerdo con un criterio según el cual prefiere estados con baja inflación y producto elevado. Por debajo de una determinada tasa de inflación, las autoridades están dispuestas a aumentar la demanda si esto implica una mayor actividad; más allá de este punto encuentran aceptable una caída en el producto, a fin de frenar a los precios. Hay entonces un equilibrio en el que la tasa de inflación se ubica en ese valor crítico, porque cualquier otro estado sería inestable:

---

1/ Véase Sargent y Wallace (1981); para el caso argentino: Cavallo y Peña (1982). En el argumento original, no necesariamente existe una vinculación período a período entre déficit y precios: no son los requerimientos de financiamiento transitorios sino los permanentes los que causarían inflación. La posición "fiscalista" se expresa a veces como el supuesto de que los precios crecen proporcionalmente a la deuda pública en sentido amplio (es decir, incluyendo tanto el dinero como otros activos que devengan intereses). Esto ignora la posibilidad de cambios en la demanda de activos e implica que una operación de mercado abierto (que sustituye una forma de deuda por otra) sería irrelevante, lo cual no resulta obvio.

2/ En el caso mencionado en el texto (que surge de los modelos de Thompson (1981), Barro y Gordon (1983)) el juego está definido entre el Banco Central y el conjunto del sector privado. También se han propuesto modelos que buscan describir la interacción entre el Banco Central y los asalariados (Gale (1981), Horn y Persson (1984)) o las autoridades fiscales (Tabellini (1985)).

si, por ejemplo, el crecimiento de los precios fuera menor que ese valor, el público anticiparía que el gobierno tratará de elevar la demanda global y ajustaría sus expectativas consecuentemente. Sólo para el valor crítico de la tasa de inflación el gobierno no tiene incentivos para cambiar su conducta ni el público la suya.

Se observa que, en este modelo, la tasa de inflación está definida, a través de la política monetaria, en base a las "preferencias" de las autoridades <sup>1/</sup> y a los parámetros de la economía (particularmente, la elasticidad cantidades-precios en el corto plazo). Es decir que, si bien se mantiene la hipótesis de una asociación relativamente simple entre dinero y precios, se busca una explicación endógena de los cambios en la oferta monetaria, de manera que la causa de la inflación se identifica con los determinantes de aquella.

Los modelos de este tipo tienen un claro interés, porque muestran cómo la tasa de inflación depende de la naturaleza de las respuestas que la evolución de la economía provoca en las autoridades y recíprocamente. También se desprenden de ellos algunas conclusiones útiles para la discusión de políticas de estabilización (véase la sección 4): en buena medida, un cambio sostenido en la tasa de inflación puede verse como una modificación del "juego" que define los aumentos de precios. Por contraste, esa literatura pone de manifiesto la complejidad del análisis, incluso cuando se parte de fuertes supuestos de comportamiento. Al basarse en juegos relativamente simples e imponer las condiciones de equilibrio y expectativas racionales, los modelos existentes dan probablemente una interpretación demasiado sistemática del proceso inflacionario. Tanto desde el punto de vista del estudio de la causalidad como desde aquél de la descripción de los mecanismos de formación de precios, los esquemas monetarios y fiscales dejan problemas sin resolver.

De hecho, la asociación entre dinero y precios parece difícil de resumir en una fórmula sencilla. En cierta forma, los modelos monetarios carecen de una explicación independiente para los precios: éstos se deducirían como residuo a partir de la oferta monetaria y de los otros determinantes de la demanda de dinero. Hay implícita una secuencia de efectos, entre los cambios en la cantidad de dinero y los de los precios, pasando por la demanda agregada y las expectativas que el público se

---

<sup>1/</sup> Una de las debilidades de esta clase de modelos es que no determinan cómo se llega a estas preferencias y cómo ellas acaban siendo conocidas por el público.

forma de ésta, que no se describe con precisión. En primer lugar, el concepto mismo de dinero no está definido con exactitud: hay una variedad de activos, cada uno de los cuales tiene su propio rendimiento y sus propias características de riesgo, mayor o menor facilidad de transferencia, etc. En principio, la oferta de cada uno de estos activos influye sobre la demanda de los demás y sobre la demanda de bienes, a través de cambios en su retorno explícito y en los servicios de liquidez que ofrece. Por lo tanto, los determinantes financieros de la demanda global consistirían en un vector de activos más que en un único agregado 1/. En los hechos, parecería que la relación entre el ingreso nominal y la cantidad de dinero no puede representarse en general como una función simple de la tasa de interés 2/. Además, como se reconoce generalmente, la disposición del público a mantener dinero depende de anticipaciones que, si no se adhiere literalmente a la teoría monetaria con expectativas racionales, pueden ser una fuente autónoma de cambios en la demanda de bienes para un dado "M". Por otro lado, parece claro que shocks reales pueden afectar el gasto. En resumen, la relación entre dinero y demanda no es automática.

Por otra parte, queda el problema, que no tiene una respuesta definida, acerca de la reacción de los precios ante cambios presentes o anticipados en el gasto. En el típico modelo monetario de equilibrio, la ecuación entre oferta y demanda de dinero se combina con una curva de oferta agregada, según la cual el producto responde a sorpresas en el gasto 3/. Esto

---

1/ Tobin ha insistido en la no neutralidad del dinero debido a la existencia de diversos activos en la cartera del público. Véase por ejemplo su comentario a Friedman (Tobin (1974)).

2/ El desarrollo de modelos de demanda de dinero de ajuste parcial (Chow 1966) o con la hipótesis de amortiguación de shocks (Carr y Darby (1981)), en los cuales la demanda por saldos reales se aproxima sólo gradualmente a la que resulta de las clásicas funciones de demanda, revela indirectamente las dificultades que existen en asociar los movimientos período a período del stock de moneda y de la demanda agregada.

3/ O de otro modo, los precios observados en un período son iguales a los precios esperados (o a la estimación del nivel general de precios que se formulan en el momento los individuos, con información incompleta) más una corrección que depende del desvío entre el producto físico y su valor normal. Son posibles otras hipótesis de formación de precios compatibles con una causalidad dinero-precios; en particular, ésta puede ser sostenida en conjunto con supuestos del tipo de margen fijo sobre costos. Alchian y Allen (1964) presentan un análisis de esta clase, en que un aumento del gasto actúa primero sobre los precios de los recursos productivos con oferta relativamente inelástica, lo que repercute a su vez sobre los precios de los otros bienes y servicios. Este modelo, sin embargo, deja bastante difusa la explicación de cómo se determinan los precios de los factores.

hace fuertes supuestos, tanto sobre la formación de expectativas como sobre la operación de los mercados. Desde este último punto de vista, a menudo queda poco claro si el efecto de la demanda sobre los precios se daría directamente o a través del precio de los factores de producción. Por otro lado, la hipótesis de flexibilidad de precios (sujeta a la información sobre el estado corriente de la economía) plantea algunas dudas. Muchos intercambios parecen tener un carácter "contractual" (explícito o no), que implica respuestas lentas de los precios a cambios en la demanda. Estas rigideces no son probablemente mecánicas, sino que dependerían de las condiciones de la economía y de las conjeturas que los actores se formen de ellas. Pero no están aun bien estudiadas las reglas de decisión que resultarían en la fijación de precios: en todo caso, el supuesto de equilibrio resulta tan poco plausible como aquél de completa inflexibilidad <sup>1/</sup>.

Parecería, entonces, que un análisis puramente monetario no soluciona la pregunta sobre la causa de la inflación y tiene dificultades para dar cuenta de los movimientos de los precios período a período. Sin embargo, dado que el crecimiento del stock de dinero es un hecho típico de las inflaciones, cualquier teoría debería tener en cuenta el aspecto monetario del fenómeno. Por otro lado, si la autoridad económica se reserva la atribución de emitir activos que no devengan intereses,

---

<sup>1/</sup> Esta discusión se aplica en principio a los modelos de economía cerrada. Sin embargo, en el caso de economías abiertas, la hipótesis de paridad de poder adquisitivo parece lejos de ser verificada, no sólo por la existencia de bienes no comerciables sino también porque la "ley de un solo precio" no se aplica estrictamente a muchos bienes que participan en el comercio (véase por ejemplo Machinea (1983)). Por lo tanto, ahí también hacen falta supuestos de comportamiento sobre la determinación de los precios internos. Los modelos de equilibrio usuales hacen depender al nivel general de precios del tipo de cambio y del gasto agregado (a través de su efecto sobre los mercados de bienes no comerciables): caben observaciones similares que las que se refieren a los esquemas de equilibrio para economías cerradas.

toda inflación acompañada por aumentos en la cantidad de dinero tiene un componente fiscal 1/. Es decir, una descripción completa de la inflación requiere considerar por qué se percibe y en qué forma se utiliza el impuesto inflacionario. Esto casi necesariamente apunta hacia cuestiones de tipo social y político: superados ciertos límites, el financiamiento a través de emisión indica que el gobierno se ve forzado a utilizar un método poco ordenado para resolver la discrepancia entre su capacidad de obtener recursos y las presiones que determinan su gasto. Recíprocamente, para que haya una reducción sostenida en la tasa de inflación es necesario que el sector público renuncie en algún momento a parte del crédito que obtiene en el Banco Central 2/: esto implica pérdidas para ciertos grupos, a cambio de ganancias para aquellos que son más afectados por el impuesto inflacionario.

---

1/ Esto vale aun cuando la inflación tenga un origen real. Considérese por ejemplo un sistema con tipo de cambio fijo (por simplicidad se supone que los precios externos de los bienes comercializables están también dados), donde el progreso técnico es mayor en las industrias vinculadas con el mercado externo que en las de bienes no comercializados (Aukrust (1977)). El precio relativo de los bienes no transables aumenta con el tiempo; esto implica de por sí un crecimiento tendencial en el nivel general de precios. La cantidad demandada de dinero también crece. Si el Banco Central no varía el crédito al gobierno, acumula activos contra el resto del mundo o contra el sector privado interno. Esto puede interpretarse como una utilización del impuesto inflacionario para aumentar los activos netos del sector público. Si en algún momento el sector público decide utilizar estos fondos, tendrá un poder de gasto que no es contrapartida de la percepción de impuestos.

2/ La reducción del déficit financiado con emisión no tiene necesariamente que ser simultánea con la caída en la tasa de inflación, porque al reducirse la tasa de crecimiento de los precios presumiblemente aumentará la demanda de dinero. El argumento del texto ignora la posibilidad (concebible teóricamente) de que la inflación se haya ubicado por encima de la que maximiza el impuesto inflacionario; es decir, que el aumento de los precios sea tal que un incremento adicional en la tasa de inflación produzca una caída más que proporcional en las tenencias de saldos reales. No parece que esta posibilidad tenga relevancia práctica, excepto tal vez para el caso de las hiperinflaciones.

c) Los esquemas de puja distributiva

Según las teorías monetarias o fiscales, la inflación resulta en última instancia de aumentos en el gasto nominal inducidos por la política económica. Una explicación alternativa asocia a la inflación con alzas persistentes en los costos de producción. Esta relación se puede entender, en primer lugar, con referencia al modo en que se fijan los precios: la teoría se identificaría, entonces, con el supuesto de que los precios de los bienes se determinan directamente a partir de los precios de los factores. Pero, aunque es claro que hay una cercana asociación entre costos y precios, esto no define todavía la causa de la inflación: debe haber una hipótesis sobre cómo se establecen esos costos y sobre cuál es el conjunto de variables exógenas que arrastra al sistema de precios.

En los modelos de puja distributiva, los precios se establecen como resultado de un conflicto social 1/. Está claro que la competencia entre grupos sociales se manifiesta en la política fiscal. Como se mencionó, la existencia de déficits elevados y persistentes podría verse generalmente como un reflejo de la dificultad para conciliar las demandas por gasto público con las resistencias a la tributación. Los esquemas que se comentan aquí enfocan otro aspecto de la cuestión distributiva. Resulta evidente que los cambios de precios relativos tienen efectos distributivos: los oferentes de un bien, o recurso productivo, se benefician si su precio de venta aumenta en relación a los demás ( y las cantidades vendidas no se reducen excesivamente). En el tradicional análisis de equilibrio, los precios (y la distribución consiguiente) surgen de la operación de los mercados, en condiciones de competencia. Según otras teorías, algunos precios clave, como el salario, se determinan como resultado de la acción de grupos sociales. Los intentos de los diversos grupos para mejorar sus ingresos reales darían lugar a aumentos de costos y precios (dado que cada grupo sólo tiene influencia sobre "su" precio); en algunos períodos se adelantarían los salarios y en otros los precios de las diversas categorías de bienes, de acuerdo con el poder relativo de trabajadores o empresarios 2/. La secuencia de

---

1/ Kalecki (1943), Aujac (1954), Jackson y Turner (1975), Moore (1979).

2/ En el caso argentino, es tradicional la distinción entre tres grandes grupos (trabajadores, empresarios urbanos, empresarios agropecuarios) que, en distintas alianzas según el momento, definirían las características de la puja. De acuerdo con este conjunto de literatura, la capacidad de negociación de los grupos y la configuración de precios estarían influidas particularmente por la situación de pagos externos. Véase, entre otros Ferrer (1963), Brodersohn (1974), Canitrot (1975), Mallon y Sourrouille (1975).

acciones y reacciones de estos grupos traería aparejada la inflación. Esta, en otros términos, resultaría de un juego colectivo en el que se determinan salarios y márgenes sobre costos, sin que se alcance un equilibrio. Los precios crecerían tanto más rápidamente cuanto más intensa es la puja, es decir, si los grupos tratan simultáneamente de obtener grandes mejoras en sus ingresos reales <sup>1/</sup>. Por otro lado, si hay mecanismos de indexación (definidos institucionalmente o aplicados como reglas implícitas), la variación de precios de un período se trasladaría a períodos siguientes: una agudización de la puja distributiva produciría no solo un crecimiento acelerado en los precios sino un aumento persistente en la inflación.

Para completar el esquema hace falta definir el comportamiento de la política monetaria. Dado el supuesto de que precios y salarios responden principalmente a los costos y a consideraciones distributivas, la puja colocaría a las autoridades ante un difícil dilema. Una restricción de demanda actuaría sobre las cantidades producidas y sólo muy lentamente sobre los precios. Precios y salarios pueden responder a expectativas, pero éstas no se basarían en los anuncios sobre política monetaria como en los esquemas de equilibrio con expectativas racionales. Así, cuando se produce una alza de precios, las opciones para el gobierno serían, o bien convalidar el alza expandiendo la demanda agregada, o bien aceptar una caída en la actividad. Desde la perspectiva de estos modelos, la política monetaria es generalmente endógena: el nivel de precios es decidido por grupos o individuos privados y el gobierno ajusta (aunque no necesariamente en forma inmediata) su conducta a ese dato <sup>2/</sup>. Es decir, las teorías de la puja distributiva están asociadas con una hipótesis sobre el régimen de política económica según la cual el gobierno actúa como seguidor del sector privado, por oposición a las hipótesis monetarias y fiscales que postulan un liderazgo por parte de las autoridades.

---

<sup>1/</sup> O bien cuando hay presiones para un aumento de los precios relativos de algunos productos de "precio flexible", que genera resistencias a la caída del ingreso real de los grupos afectados. Según este esquema, por otro lado, el gobierno podría también iniciar o acelerar la puja sectorial a través de políticas dirigidas a aumentar el valor real de los precios bajo su control.

<sup>2/</sup> La cantidad de dinero también podría variar a través de una respuesta endógena del déficit fiscal a los precios debido a la existencia de rezagos en la percepción de impuestos (Olivera (1967), Dutton (1971), Tanzi (1977), Canavese (1985)). En este caso, un aumento "de una sola vez" en los precios podría dar lugar a una aceleración persistente en el crecimiento de la oferta monetaria.

Las hipótesis resumidas anteriormente ponen de manifiesto el aspecto distributivo de las variaciones de precios y salarios, que queda escondido en los modelos de equilibrio. También señalan las limitaciones de los análisis tradicionales para la descripción de las relaciones entre firmas y trabajadores: en la producción se generan cuasi-rentas, cuya distribución es materia de regateo, especialmente cuando se consideran cortos horizontes de tiempo. De cualquier manera, a menudo los modelos de la puja distributiva no aclaran las hipótesis de comportamiento que basarían la conducta de grupos e individuos 1/. Ello plantea algunos interrogantes. Aunque los salarios nominales se establezcan para un grupo de empresas (o para la economía en su conjunto), cada firma determina en principio sus precios en forma individual: los salarios reales no resultan entonces de una negociación colectiva. ¿Cómo se fijan las estrategias de las partes cuando se convienen los salarios y cómo se establecen los precios una vez que los costos están dados?. En todo caso, parece tratarse de un juego complicado, en que los participantes deben actuar en base a conjeturas sobre probables acciones de los demás agentes y de la política económica, con un conocimiento poco preciso sobre el resultado final. Dada la complejidad del problema, es probable que se adopten reglas de comportamiento que no incorporen toda la información potencialmente disponible (porque esa información no es necesariamente confiable y porque es difícil realizar inferencias a partir de los datos) 2/. Pero se sigue planteando la pregunta sobre cuán mecánicamente se aplicarán reglas como el traslado de costos a precios o el ajuste de salarios basado en la inflación pasada, y cómo se ajustarán esas reglas ante cambios bruscos en las circunstancias, producidas por ejemplo por una modificación en el régimen de política económica 3/.

---

1/ Véase la discusión en Hirschman (1985).

2/ Para una discusión de los problemas asociados con la formación de precios y un intento de racionalizar la existencia de rigideces véase Okun (1981). Frenkel (1984 a) argumenta que los salarios responden a condiciones institucionales y que, dadas éstas, la indexación resultante de la inflación pasada es un régimen que evita a las partes un trabajo excesivo de obtención y procesamiento de información. Véase la discusión más adelante.

3/ Frenkel (1983) señala que el margen sobre costos que aplican las empresas no permanecería fijo ante tales cambios.

La impresión que se desprende de la hipótesis de la espiral de precios y salarios es la de una economía que no alcanza a definir un conjunto más o menos estable de precios relativos: si un grupo busca mejorar su situación relativa, su acción es neutralizada después de algún tiempo por la reacción de otros precios, de modo que la sucesión de 'movidas' no tiene un resultado bien definido. Una pregunta inmediata es cómo surge la inconsistencia en el sistema de precios <sup>1/</sup>. Una primera posibilidad aparece si algún grupo intenta sacar partido de rezagos en el ajuste de los precios para obtener una mejora transitoria en su ingreso real: a plazos cortos, las demandas son relativamente inelásticas y, aunque la acción de ese grupo sea contrarrestada en algún momento por el crecimiento de otros precios, de cualquier modo puede haber una ganancia potencial. Esta conducta requiere varias condiciones: una acción coordinada (más fácilmente sostenible sobre plazos cortos), la ausencia de reacciones anticipadas del resto de los agentes y una respuesta no muy intensa de las cantidades demandadas. Esto último parece tanto más probable cuanto más errático sea el movimiento del conjunto de los precios. De ahí que en circunstancias de inestabilidad ya manifiesta se pueda esperar una mayor frecuencia de aumentos de precios de este tipo.

Una segunda forma de puja distributiva se produciría cuando precios y salarios se establecen con la expectativa de mejoras relativas permanentes, que luego se ve desmentida. Este sería el caso, por ejemplo, cuando el salario real anticipado por los trabajadores es incompatible con la política de márgenes de las empresas. La búsqueda de un sistema "factible" de precios relativos puede dar lugar a aumentos sucesivos en salarios y precios. En una situación de esta clase, la puja revelaría no solo una tensión social, sino también un desequilibrio económico. Esas inconsistencias parecen más probables cuando algún hecho exógeno perturba los precios relativos o contrae el ingreso real. Los salarios reales reclamados y los márgenes sobre costos dependen presumiblemente de las estimaciones que se hacen sobre valores normales, sostenibles de acuerdo con la experiencia. Aunque se reconozca que ha habido un cambio que disminuye el ingreso agregado, sus consecuencias sobre los precios y las remuneraciones de grupos específicos pueden no ser fáciles de establecer de antemano. No hay garantía de que los ingresos esperados sumen el ingreso poten-

---

<sup>1/</sup> Esto se refiere al caso en que se supone que la puja distributiva inicia la aceleración de los precios. Conviene distinguir este caso del que resulta de las reacciones "defensivas" que se producen cuando salarios y precios varían para adaptarse a una inflación ya desatada.

cial. Los intentos por mantener precios relativos normales en el pasado pueden dar lugar a crecimientos superiores a los ordinarios en las magnitudes nominales <sup>1/</sup>. En otras palabras, el aprendizaje que lleva a un nuevo sistema de precios se daría a través de la aparición efectiva de excesos de oferta o demanda en los mercados e implicaría un corrimiento hacia arriba de los precios en su conjunto.

En todo caso, aún cuando la puja distributiva puede ser una fuente autónoma de alzas de precios, parece claro que ese mecanismo inflacionario funcionará con más intensidad cuanto más flexible sea la política económica. Es cierto que la existencia de conflictos distributivos agudos dificulta la regulación de la demanda nominal. Pero, al mismo tiempo, una política puramente pasiva tiene un claro sesgo inflacionario. Al fijar sus precios, cada individuo o grupo tendrá en cuenta que, si el resto determina una mayor tasa de inflación, la demanda crecerá consecuentemente. La aceleración de algunos precios, o la amenaza de que ésta ocurra dará lugar entonces a reacciones de los otros precios. Por lo tanto, es probable que la inflación se deslice hacia arriba. El límite se alcanzaría cuando el aumento de precios se vuelva lo suficientemente rápido como para que las autoridades se resistan a seguir convalidándolo. De ahí resultaría que la política económica no puede evitar el dilema: implícitamente, debe haber un punto en el que se renunciará a mantener incondicionalmente la actividad a fin de evitar mayores alzas de precios.

d) Las teorías de inflación estructural

La denominación "estructural" es ambigua. Tanto los me-

---

<sup>1/</sup> En ese sentido parecería que el fuerte aumento en los servicios de la deuda externa ha creado condiciones particularmente propicias para la inflación. En primer lugar, las transferencias al exterior implican un tipo real de cambio más alto, lo que usualmente se logra a través de devaluaciones nominales que elevan los precios. Además, mientras no se ha establecido (y de algún modo, aceptado) una nueva configuración de precios relativos, las reacciones defensivas de los sectores más afectados pueden dar lugar a inconsistencias en la fijación de precios del tipo de las mencionadas. Por último, pero no menos importante, dado que buena parte de la deuda ha sido contraída o tomada a su cargo por el sector público, se crea una presión adicional sobre el presupuesto. Cuando, además, la capacidad tributaria es limitada (lo que se agrava por la caída en el ingreso real), es de esperar que se recurra en mayor medida al impuesto inflacionario.

canismos de formación de precios como los estímulos que en última instancia actúan sobre ellos dependen de las características específicas de la economía, de su composición social y del modo en que se determina la política económica. Un déficit fiscal elevado y persistente, por ejemplo, puede sin duda atribuirse a causas estructurales, si así se señala al conjunto de presiones que le dan lugar. Las hipótesis de inflación estructural, sin embargo, se refieren a una clase específica de modelos, con supuestos bastante bien definidos sobre el origen no monetario de la inflación 1/.

En el enfoque de la puja distributiva, la inflación revela un desajuste en la determinación de los precios relativos. Por contraste, para algunos modelos la inflación se puede interpretar como un mecanismo que facilita el establecimiento de los precios relativos de equilibrio cuando varían las ofertas y demandas sectoriales. Si los precios nominales son inflexibles a la baja 2/, es imposible alcanzar un equilibrio manteniendo fijo el nivel general de precios: no hay fuerzas que tiendan a eliminar el exceso de oferta de aquellos bienes cuyo precio relativo debería disminuir. En cambio, si la demanda agregada aumenta al menos hasta el punto de que los precios nominales de esos bienes permanezcan fijos (lo cual implica que crezcan los otros precios) se puede sortear la restricción planteada por la rigidez. Es decir, cuando se producen cambios en la tecnología, en las preferencias, etc., que requerirían una modificación de los precios relativos ésta solo ocurre sin perturbaciones si no se fuerza una caída de algunos precios nominales. Si las autoridades adoptan una política de mantener el volumen de producción, el resultado es una variación ascendente del conjunto de los precios. La inflación sería tanto más intensa cuanto más frecuentes y amplios son los corrimientos intersectoriales y cuanto más inelásticas son ofertas y demandas; esto depende de la estructura de la economía. Desde esta perspectiva, entonces, la causalidad iría desde la variabilidad de precios relativos -debida a factores reales- a la inflación, a través de un régimen de política pasiva, que permite el deslizamiento de los precios para facilitar la transición desde un conjunto de precios y cantidades a otro.

---

1/ Véase por ejemplo Sunkel (1958), Prebisch (1961), Seers (1963, 1964), Ruggles (1964), Olivera (1964), Frisch (1983, cap. 5).

2/ A menudo se distingue a los bienes de acuerdo con el grado de flexibilidad de su precio a los excesos de demanda. En algunos casos la respuesta sería relativamente rápida, mientras que en otros ocurriría solo muy lentamente. Véase Hicks (1974).

Estas teorías señalan que algunos aumentos generalizados en los precios no provienen necesariamente de variaciones agregadas en ofertas y demandas sino que también pueden originarse en desplazamientos entre sectores. Aunque el argumento se basa en una teoría muy esquemática sobre la formación de precios (y la rigidez de los precios nominales a la baja parece tener menos relevancia a medida que la inflación es más elevada) parece claro que en muchos mercados las respuestas equilibrantes de los precios ocurren solo lentamente. Para ciertos bienes, la reacción inicial a un exceso de oferta es una reducción en las cantidades producidas, mientras que para otros (como los productos agropecuarios) hay ajustes de precios más pronunciados. Por lo tanto, es probable que un aumento en los precios relativos del segundo grupo de artículos se traduzca en un alza del nivel general de precios nominales; estos aumentos pueden transmitirse en el tiempo si hay mecanismos de difusión (tales como reglas de indexación o cambios inducidos en el déficit fiscal) o bien si la perspectiva de una menor actividad lleva a las autoridades a convalidar las alzas.

Las formulaciones iniciales de la hipótesis de inflación estructural ponían énfasis sobre la inelasticidad de la oferta agropecuaria, que se atribuía a rigideces tecnológicas e institucionales y sobre la inflexibilidad descendente de los precios nominales. Un grupo de trabajos más recientes también adopta una visión no monetaria de la inflación, pero con características distintas <sup>1/</sup>. Las hipótesis sobre formación de precios tienen dos temas principales. Por un lado, se divide a los bienes en dos clases: aquellos de precio flexible (típicamente las materias primas) y los de precios administrados: los precios de estos últimos se determinarían aplicando márgenes sobre costos relativamente constantes. Por otra parte, se supone que los salarios siguen una regla de indexación basada en la variación de precios de períodos anteriores, y que están poco influidos ya sea por anticipaciones de precios futuros o por el exceso de demanda de trabajo <sup>2/</sup>. De allí surge que la tasa de inflación tiene un fuerte componente "inercial", dado que la indexación de salarios transmite hacia adelante los aumentos de precios <sup>3/</sup>; las aceleraciones inflacionarias obedecerían principalmente a

---

<sup>1/</sup> Véase por ejemplo Canavese (1982), Frenkel (1983, 1984), Lopes (1984), L. Taylor (1983, cap. 6, 10).

<sup>2/</sup> Este tipo de modelos puede combinarse con las hipótesis de puja distributiva a través de cambios episódicos en el margen sobre costos o en el "grado de indexación" de los salarios.

<sup>3/</sup> La "inercia inflacionaria" ha sido también destacada por Gordon (1981), Tobin (1980). Fischer (1977), Phelps y J. Taylor (1977), J. Taylor (1980), entre otros, han discutido los efectos de las "rigideces contractuales" aunque, en estos modelos, los salarios se determinan sobre la base de anticipaciones.

aumentos en los valores relativos de los bienes de precio flexible 1/. También se deduce que los salarios reales variarían de modo inverso a la tasa de inflación y que los cambios en la demanda agregada afectarían casi exclusivamente a las cantidades producidas y sólo muy poco a los precios.

Desde el punto de vista analítico, estos modelos enfatizan las dificultades del enfoque de equilibrio para dar cuenta de la formación de precios y, especialmente, de los salarios. En primer lugar, se cuestiona el supuesto implícito de fijación "instantánea" de las remuneraciones: las relaciones de trabajo suelen ser duraderas y su renegociación es costosa; por lo tanto, los salarios formarían parte de un contrato (tal vez implícito), que no se revisa permanentemente. De ahí resulta que los salarios nominales mostrarían una apreciable rigidez en plazos cortos. Además, se señalan los costos de información y conflicto que implicarían reglas salariales complejas, en las que se utilicen datos que no son de disponibilidad pública y fácilmente obtenibles 2/. Desde esa perspectiva, la indexación con respecto a la inflación pasada sería, en un contexto de rápido crecimiento de precios, una forma razonable para estabilizar las relaciones de trabajo, que no recurre a procedimientos inaplicables en la práctica. Por ese motivo, la fijación de salarios se haría "mirando hacia atrás", en función del cambio de precios ocurrido entre momentos de reajuste, y no sobre la base de expectativas sobre la inflación futura.

En los hechos, la indexación salarial es una práctica corriente en economías inflacionarias: claramente, ella facilita la realización de contratos en condiciones de rápida variación de precios y resulta una fórmula relativamente poco costosa de negociar y aplicar. También es claro que en una economía en la que la indexación es difundida existe una inercia en la inflación, que afecta especialmente las posibilidades de políticas de estabilización basadas con exclusividad en la restricción de la demanda.

---

1/ Esta conclusión se asemeja a la del esquema estructuralista tradicional. Sin embargo, en éste se trataba de explicar los aumentos de precios, mientras que aquí el análisis se refiere a los cambios en la tasa de inflación. Por otro lado, los modelos recientes difieren del de Olivera (1964) en que no se hace referencia al equilibrio general.

2/ Véase Frenkel (1984 b).

Quedan, sin embargo, algunos interrogantes. Cuando se fijan los salarios nominales, es claro que una de las principales variables que se tienen en cuenta es el crecimiento de los precios desde el ajuste anterior. Pero, el sistema de indexación basado en la inflación pasada es imperfecto, porque no mantiene los términos de poder adquisitivo del contrato si se modifica la tendencia de los precios y porque no incorpora otras influencias reales sobre los salarios. Sería deseable poder especificar en qué condiciones se utiliza la indexación como modo para evitar renegociaciones frecuentes y cómo y con qué frecuencia se revisa la base salarial. Para ello, haría falta definir con alguna precisión los objetivos de las partes, sus percepciones y los costos de negociación y puesta en práctica de distintos tipos de contratos, además del contexto institucional 1/. La teoría no es aún clara al respecto: los modelos existentes no han llegado a conclusiones firmes, si bien se han propuesto varias hipótesis que explicarían una cierta rigidez en los salarios 2/. En particular, todavía queda por interpretar la existencia de diversos modos de contratación dependiendo de la economía y del período (salarios fijados en términos nominales con ajustes de diferente frecuencia, indexación más o menos "completa" a índices de precios u otras variables, con distintos rezagos y períodos de ajuste) y, especialmente, la transición de una modalidad a otra 3/. En este sentido, parecería que los métodos de fijación de salarios (y precios) dependerán del régimen de política económica. En especial, la indexación "mirando hacia atrás" estabiliza el salario real esperado si es que la tasa de inflación pasada es un buen estimador de la que se observará en el período del contrato. Que esta condición sea válida depende del comportamiento anticipado de los precios fijados en el sector público y de los agregados monetarios (a través de su efecto sobre los "precios flexibles", los márgenes sobre costos o las mismas expectativas de otros sectores). Si bien los costos de transacción pueden explicar que ciertas reglas se sigan usando aun cuando impliquen un margen de error, es probable que los métodos basados exclusivamente en la extrapolación de comportamientos

---

1/ La importancia de las condiciones institucionales ha sido enfatizada, entre otros, por Cortázar (1983) y Frenkel (1984 a). Este último autor afirma que la teoría de los salarios es necesariamente histórica y que no es posible definir una explicación de tipo general.

2/ Un panorama de la discusión actual sobre teoría de contratos y fijación de precios y salarios puede encontrarse en: Azariadis y Cooper (1985), Azariadis y Stiglitz (1983), Flanagan (1984), Klein (1984), Lazear (1984), Weitzman (1984), Yellen (1984).

3/ Una cuestión particularmente interesante es con qué rapidez se adaptan las reglas de formación de precios y salarios al tipo de inflación vigente. Gerchunoff (1985) menciona el hecho de que, luego de la estabilización alemana de 1923, si bien los salarios se volvieron a fijar en términos nominales (en moneda local) con bastante prontitud, el período de validez de los contratos siguió siendo por varios años menor que en otros países europeos.

pasados no se apliquen en momentos de cambios "visibles" en las condiciones económicas. En otros términos, resultaría que una teoría de precios y salarios no puede pasar por alto la consideración de las expectativas (es decir, que los precios, en última instancia, se fijan hacia adelante) y que esto reintroduce (aunque sea en momentos de grandes variaciones) a la demanda agregada en la explicación de los "precios administrados". De cualquier modo, dado que la respuesta de los precios flexibles y de las expectativas a la demanda muy probablemente no sea completa, ni uniforme, y que existen costos de renegociación, la presencia de rigideces contractuales es un elemento importante para el análisis de políticas de estabilización. Este tema se discute con mayor detalle más adelante.

e) Un resumen

El debate sobre las causas de la inflación se plantea a menudo como una alternativa entre distintas tipologías: la inflación tendría una "naturaleza" bien definida, que haría falta descubrir. Esa preocupación no es absurda desde un punto de vista analítico; además, una explicación precisa de la inflación ayudaría al diseño de políticas. Pero, a veces, la discusión tiene un cariz más bien metodológico: mientras que algunos exigen que se explique la creación de dinero y sus efectos, por ejemplo, otros insisten en que se dé cuenta de la variación de los salarios. En realidad, una teoría más o menos completa debería incorporar todas esas cuestiones simultáneamente, de manera de identificar las influencias exógenas y mostrar los mecanismos a través de los cuales se transmiten a los precios. No se cuenta con una teoría lo suficientemente desarrollada como para permitir inferencias precisas de ese tipo.

Las explicaciones monocausales tienen riesgos. Es cierto, por ejemplo, que no hay casos de inflación sostenida en que no haya habido un rápido crecimiento de la cantidad de dinero. También parece claro que las anticipaciones sobre el comportamiento de la política monetaria juegan un papel en la formación de precios: éstos serán más volátiles y poco flexibles a la baja cuanto más probable sea que la demanda agregada se ajuste pasivamente a los precios. Pero estas observaciones no alcanzan a explicar la inflación. Un modelo puramente monetario simplifica en exceso las decisiones de precios (al suponer que éstos se determinan según un equilibrio en el que los agentes sólo toman en cuenta la evolución prevista en la cantidad de dinero) y deja abierta la pregunta sobre cuáles son las presiones que actúan sobre la política monetaria. De modo simétrico, los modelos que postulan reglas mecánicas de fijación de precios y salarios no explican claramente el modo en que individuos o grupos llegarían a esas decisiones y cómo reacciona la política económica ante ellas. No es, por supuesto, que se carezca totalmente de conocimiento sobre los factores que llevan a los aumentos de precios, pero sí que ese conocimiento es difuso. La incertidumbre (tanto para el análisis como para la toma de decisiones de los agentes) es mayor cuando más errático es el régimen inflacionario o bien cuando se producen cambios súbitos en la política económica.

De hecho, el énfasis en la búsqueda de una explicación única puede sugerir que la inflación (especialmente cuando es intensa) es un fenómeno más sistemático de lo que es en realidad. Elevados déficits fiscales, inconsistencias en la fijación de precios y resistencias a disminuir el ritmo de aumento de precios y salarios suelen ir juntos y actúan unos sobre otros: una vez que la inflación toma impulso parece difícil que se le pueda atribuir una causa bien definida <sup>1/</sup>. Algo similar ocurre cuando se considera la variación de precios período a período. Muchas veces se observa que en algunos momentos la cantidad de dinero crece por encima de los precios; en otros, se adelantan los salarios o el tipo de cambio u otro grupo de precios; en otros, los precios suben sin que se pueda encontrar un motivo claro. Estos adelantos o rezagos episódicos no definen el "tipo" de inflación en cada momento; más bien, reflejan el carácter errático de la fijación de precios.

Una economía inflacionaria es distinta de una economía estable no sólo porque las variables nominales crecen a mayor velocidad en un caso que en otro. El crecimiento desordenado de los precios, sea porque el gobierno no encuentra otros medios que la emisión para financiar sus gastos o porque existen reclamos inconsistentes que a su vez llevan a una política de acomodamiento, señala un estado de perturbación más general. Parece significativo que muchas de las grandes inflaciones hayan ocurrido en circunstancias de inestabilidad política o crisis económicas, es decir cuando hay conflictos distributivos exacerbados o bien la economía está manifiestamente desequilibrada. En última instancia, una inflación aguda aparece como un síntoma de un problema de funcionamiento social. Desde este punto de vista, las consecuencias más importantes de la inflación se asociarían con las dificultades para la toma de decisiones que acompañan a un estado de gran incertidumbre. De

---

<sup>1/</sup> Por otro lado, a veces es posible identificar como causas de aceleración de los precios a hechos circunstanciales, pero que también podrían dar lugar a la definición de otros "tipos" de inflación. Por ejemplo, las crisis financieras (debidas en parte a factores reales, o a fragilidades en los sistemas bancarios) originan potencialmente una intensa "demanda por inflación" para reducir el valor real de los pasivos. El mecanismo a través del cual se genera la inflación puede involucrar inicialmente una mayor expansión monetaria o el crecimiento de ciertos precios. Dependiendo de dónde se ponga el énfasis, se insistirá sobre estos mecanismos o sobre el origen específico de las presiones inflacionarias.

modo similar, la estabilización se presenta no sólo como un cambio en el manejo de ciertos instrumentos de política, sino como un proceso en el cual se modifican los diversos tipos de conducta (tanto por parte del gobierno como del sector privado) que dan lugar a la inflación.

### 3. Efectos de la inflación

El análisis de las consecuencias de la inflación se suele basar en modelos de inflación neutral (en el sentido de que las variables nominales: precios, salarios, cantidad de dinero, crecen al mismo ritmo) y perfectamente anticipada. De ahí resultaría que el principal efecto del crecimiento continuo de los precios es una distorsión en las tenencias de dinero: el mayor costo de mantener activos sin interés reduce la demanda de saldos reales, de modo que los individuos consumen menos servicios de liquidez 1/. También se han señalado las consecuencias distributivas de los cambios no previstos en los precios 2/. Estos efectos no son despreciables, pero no agotan en absoluto las consecuencias de la inflación 3/.

Una de las características de las situaciones de volatilidad de precios es que los agentes están envueltos en un juego de complejas conjeturas, en el que cuentan con escasa información confiable. En estos casos, ni la conducta de los agentes privados ni la política económica son fáciles de prever. La política económica suele estar influida por una variedad de demandas (sostener el nivel de actividad, mantener el equilibrio externo, regular el crédito, influir sobre los precios, distribuir el ingreso o el patrimonio de determinada forma) cuyas prioridades cambian según los objetivos de las autoridades, el estado de la economía o la interpretación que se hace de éste. Si la política es inestable, es más probable que las expectativas que se forma el público sean volátiles y difieran para distintos individuos 4/, lo que afecta a las decisiones de precios y de tenencias de activos. La heterogeneidad de las expectativas, unida frecuentemente a cambios poco regulares en los precios del sector públi-

---

1/ Bailey (1954), Friedman (1969).

2/ Kessel y Alchian (1962).

3/ Véase Leijonhufvud (1977).

4/ Leijonhufvud (1981) distingue entre "expectativas bien comportadas", que se pueden describir en función de los estados pasados de la economía y serían características de situaciones relativamente estables y "expectativas mal comportadas", que no responden a un modelo bien definido, aplicado por el conjunto de los agentes.

co, se refleja en la evolución errática de las diversas categorías de precios <sup>1/</sup>. Entonces, ni los agentes privados ni el gobierno pueden predecir con precisión el comportamiento de los mercados. Esto, a su vez, crea problemas para la política económica. En esas circunstancias, es probable que no haya un régimen claro de determinación de las políticas y que las decisiones privadas sean poco sistemáticas e incompatibles entre sí. Los costos de la inflación provienen no solo del crecimiento de los precios de por sí, sino también, y principalmente, de esa turbulencia.

Hasta qué punto la inflación perturba las actividades económicas depende claramente de la intensidad del fenómeno. En los casos de mayor inestabilidad, los efectos son apreciables:

i) El crecimiento de los precios estimula la demanda de activos líquidos alternativos de los medios de pago, cuyo valor real se deprecia rápidamente. Una de las consecuencias de la 'huída del dinero' es la mayor importancia que adquieren las divisas extranjeras, no sólo como numerario para expresar los precios, sino también como medio para mantener poder de compra, e incluso para efectuar pagos. Como contrapartida de las mayores tenencias de moneda extranjera (que no devenga intereses en el país de emisión), los residentes deben desprenderse de bienes u otros activos: esto representa un costo para la economía en su conjunto. Por otro lado, el intento por reducir el monto de los saldos monetarios distrae recursos en la realización de operaciones financieras de corto plazo y en la búsqueda de formas para sincronizar pagos y cobros, y crea inconvenientes en la organización de los intercambios. Además, no todos los individuos tienen la misma facilidad para evitar el impuesto inflacionario: éste recae probablemente en buena parte sobre los grupos de ingresos bajos.

ii) La volatilidad de los precios lleva a una activa búsqueda de información. Pero, a pesar de este esfuerzo (que resta recursos a las actividades productivas) los agentes se encuentran ante una incertidumbre mucho mayor que en condiciones

---

<sup>1/</sup> Está bien establecido que la variabilidad de precios relativos crece con la inflación (para el caso argentino, véase Helman, Roiter y Yoguel (1984)). Las explicaciones propuestas para este hecho van desde modelos de inflación estructural a modelos en que la variancia de los precios relativos es función de la varianza en el componente aleatorio de la oferta monetaria (Cukierman (1979)).

de estabilidad. Hay riesgos de grandes pérdidas y al mismo tiempo oportunidades de grandes beneficios que sólo dependen del pronóstico de la inflación. Se genera entonces una intensa actividad especulativa en la que la mayoría de los individuos se ve inducida (o forzada) a participar. Muchas transacciones se basan sólo en la existencia de opiniones distintas sobre la evolución futura de los precios; de modo similar, quedan sin realizarse intercambios que se llevarían a cabo en circunstancias más normales. Al mismo tiempo, la dificultad para realizar previsiones es mayor cuanto mayor es el horizonte de las decisiones. Los individuos prefieren entonces posiciones flexibles, que pueden modificarse a medida que se recibe nueva información. Esto probablemente lleva a postergar inversiones de lenta maduración. Algo similar vale para la política económica: las medidas dirigidas a promover el crecimiento tienen menor probabilidad de ser consideradas duraderas cuando, como sucede en los casos de alta inflación, la conducta del gobierno se percibe como inestable; consiguientemente, también crece la magnitud de los incentivos necesarios para obtener una determinada respuesta.

iii) El estrechamiento del horizonte de las decisiones se percibe especialmente en los mercados financieros. Como la incertidumbre sobre los precios aumenta con el plazo, los contratos a interés fijo se realizan por períodos reducidos. Las posibles alternativas para el financiamiento a más largo plazo también tienen inconvenientes: los sistemas de interés variable implican riesgos de cambios en la tasa de interés real, mientras que la variabilidad de precios relativos hace difícil encontrar índices apropiados para el ajuste de deudas. De este modo, se resiente la provisión de fondos para la inversión.

iv) Los frecuentes cambios de precios causan una rápida pérdida de relevancia de la información que pueden obtener los consumidores. El costo de la búsqueda de mejores oportunidades de compra se eleva con la inflación. Por lo tanto, la competencia a través de precios es una estrategia menos conveniente para las firmas que en condiciones de estabilidad.

v) Al preferir conductas flexibles, los agentes intentan protegerse de los efectos de cambios sorpresivos en los precios. Pero, igualmente, la inflación produce redistribuciones aleatorias de incentivos y de ingresos. Si la inestabilidad de precios puede reflejar una pugna distributiva, también la realimenta. Cuando existen regímenes de ajuste automático de salarios, sus imperfecciones producen cambios no previstos en las remuneraciones reales y, por lo tanto, son motivos de fricción. En otros casos, aumenta la frecuencia de los ajustes: dado que no se puede establecer un sistema bien definido de contratos en términos reales y como se producen frecuentes e intensos cambios de precios relativos, cada vuelta de negociación resulta conflictiva.

En condiciones de inflación errática, por lo tanto, las acciones orientadas al crecimiento y a la redistribución permanente de ingresos pasan a segundo plano frente a un desordenado juego de corto plazo sin una solución precisa. Dado que el problema reside en la forma de comportamiento del sector público y de los agentes privados, su corrección implica un cambio en esas conductas. Es decir, estabilizar significa llegar a una situación en que los actores económicos estén en mejores condiciones para formular planes hacia el futuro y sea más probable que las decisiones sean consistentes entre sí. Dicho de otro modo, la evolución de los precios debe ser más previsible; esto requiere que la política económica sea tal que guíe a las decisiones privadas hacia ese resultado. Dificilmente eso se logre a tasas elevadas de inflación. Por lo tanto, una de las condiciones para la estabilización es que se alcance una velocidad razonable en el crecimiento de los precios. Reducir la inestabilidad requiere, además, que la inflación sea relativamente previsible, de modo que los agentes puedan formular expectativas más o menos confiables. Por lo tanto, el problema de la estabilización es doble: lograr que disminuya el ritmo de aumento de los precios y, también, conseguir que esa disminución sea sostenible.

#### 4. Políticas de estabilización

##### a) La estabilización como problema de política económica

El diseño de políticas de estabilización plantea varias difíciles preguntas: hasta qué punto es deseable y posible que se formulen compromisos incondicionales de política económica; qué sendero de precios conviene elegir como meta para la estabilización; qué implica esto para el manejo de los instrumentos de política; cómo puede hacerse para que la transición hacia una tasa más baja y más estable de inflación tenga el menor costo posible.

Una primera cuestión se refiere al horizonte temporal de las políticas. Los modelos económicos suelen representar a las decisiones en el tiempo como la solución de problemas en los que se formulan estrategias que cubren todos los períodos futuros: la conducta que se adoptará en el presente es parte de una secuencia de acciones, y depende de las contingencias que se espera encontrar en adelante. Estos esquemas no se ajustan del todo a lo observado. En los hechos, es común encontrar un comportamiento distinto: las decisiones se adoptan "de una por vez", sin definir muy precisamente las acciones futuras. Es natural que esto sea así, teniendo en cuenta las dificultades en obtener y procesar información. Las políticas de estabilización plantean claramente el dilema entre prefijar (y anunciar) la evolución de ciertos instrumentos a lo largo de un período más o menos prolongado, o bien permitir que las políticas se ajusten de modo flexible a las circunstancias.

Son numerosas en América Latina las experiencias de programas que no pudieron sostenerse; la alternancia de intentos de desinflación, crisis y nuevos intentos ha sido un significativo factor de inestabilidad. Esto sugiere la inconveniencia de basar a las políticas principalmente en expedientes transitorios, lo que puede afectar la confianza en sus efectos (y, por lo tanto, dificultar la transición hacia tasas de inflación más bajas) y hacer más difícilmente sostenibles los programas una vez que se han iniciado. Sin embargo, también es claro que no resulta probable que un programa de estabilización pueda plantear un conjunto completo de políticas permanentes. Por un lado, si se parte de un estado de alta inflación, las perturbaciones que ésta implica no permiten fijar un horizonte demasiado largo para las políticas. Por otra parte, dado que la estabilización misma representa un cambio apreciable en la economía, no se pueden prever de antemano con exactitud las condiciones que existirán durante y luego de la transición. Desde esta perspectiva, parece razonable ver a la estabilización como un paso previo, muchas veces imprescindible pero no necesariamente definitivo, para el establecimiento de políticas duraderas.

Si bien es claro que las políticas erráticas tienen un alto costo, también a más largo plazo se plantea el interrogante sobre la conveniencia de definir reglas estrictas para administración de ciertos instrumentos. Un caso particular de ello es el de la política monetaria. Se ha propuesto que el Banco Central ajuste su conducta de modo de mantener constante la tasa de crecimiento de algún agregado monetario <sup>1</sup>/ . De acuerdo con los defensores de este sistema, la regla monetaria resolvería el problema de la inestabilidad de precios y, a la vez, eliminaría buena parte de las fluctuaciones en el producto agregado: si los medios de pago crecen a un ritmo predecible, se reduciría el componente no anticipado de la demanda agregada que, según la hipótesis convencional, provoca los cambios cíclicos en la producción.

Sin embargo, estos argumentos se basan en supuestos muy fuertes sobre la asociación entre dinero y precios. De hecho, un régimen de crecimiento monetario fijo tendría varios inconvenientes. En primer lugar, si esa regla se establece como parte de un programa de estabilización (y, por lo tanto, se acompaña de un cambio apreciable en la tasa de crecimiento de la cantidad de dinero), puede haber un considerable impacto inicial sobre los

---

<sup>1</sup>/ Véase Friedman (1959), Lucas (1980). El argumento general en favor de las "reglas" de política (por oposición al manejo discrecional de los instrumentos) está desarrollado en Kydland y Prescott (1977).

precios, dado que presumiblemente habrá un aumento en la demanda de saldos reales. Es prácticamente imposible saber, en esas condiciones, cuál sería el nivel de precios de equilibrio. Así, en lugar de facilitar la formación de expectativas, se podría introducir un elemento adicional de incertidumbre. Más allá de la transición, la función de demanda de dinero varía de acuerdo con las modificaciones en el tipo de activos disponibles y los hábitos de pago. Aún en el supuesto de perfectos ajustes de equilibrio, predeterminedar el aumento en la cantidad de dinero no es condición necesaria ni suficiente para hacer predecible la tasa de inflación. Por otra parte, no parece apropiado restringir la capacidad de acción de las autoridades monetarias hasta el punto en que no puedan ejercer una acción anticíclica en los mercados de crédito en respuesta a perturbaciones de origen real <sup>1/</sup>.

Por lo tanto, si bien la definición de un régimen monetario menos errático es, sin duda, una parte importante de una estabilización, establecer una regla rígida para la política no resultaría un objetivo apropiado. En general, se presenta una disyuntiva: la búsqueda de una mayor previsibilidad a través del anuncio de metas estrictas sobre el curso futuro de los instrumentos puede hacer perder flexibilidad a las políticas e implicar compromisos de cumplimiento incierto. En la práctica, parece difícil que haya reglas incondicionales sobre un horizonte indefinido de tiempo. Pese a que el anuncio (y el cumplimiento) de metas para ciertos instrumentos puede tener un propósito útil, probablemente la estabilización de las expectativas a un plazo más o menos largo deba basarse en algo más difuso, pero también más simple: el juicio, manifestado claramente por el gobierno y compartido por una parte significativa de la sociedad, de que la volatilidad de precios tiene costos elevados y que, por lo tanto, es importante esforzarse por mantener los precios sobre un sendero menos incierto. Más que un anuncio unilateral de reglas inamovibles de política, esto implicaría la existencia de un acuerdo implícito sobre el objetivo y la confianza del público (validada en los hechos) de que las autoridades actuarán para sostener ese objetivo.

De cualquier modo una política de estabilización requiere que la meta que se fije (aunque sea de manera imprecisa) para la tasa de inflación pueda ser satisfecha con una razonable seguridad a lo largo de un período que vaya más allá de lo inmediato. En buena medida, éste es un problema fiscal: la tasa de in-

---

<sup>1/</sup> Leijonhufvud (1983) discute los problemas que resultan de un sistema monetario "sin reglas" y los que surgirían con regímenes sin flexibilidad.

flación que se establezca como objetivo tiene que ser compatible con un volumen de recaudación del impuesto inflacionario que cubra los requerimientos del sector público. Sin duda, no es fácil prever las presiones que se ejercerán en el futuro sobre la política fiscal, ni tampoco la evolución de la demanda de activos. Sin embargo es claro que, al buscar una disminución de la inflación, se aceptan también restricciones al financiamiento mediante emisión de dinero; conviene entonces que la política se oriente a hacer defendible una tasa de inflación más baja teniendo en cuenta estas restricciones. Es decir que el sistema fiscal debe encontrar un sustituto para el crédito del Banco Central y que, a lo largo de la estabilización, las redistribuciones de ingresos que se operen a través del presupuesto deben cerrar. O sea, la capacidad de generar ingresos por impuestos tiene que corresponderse con el volumen del gasto; entre otros requisitos, esto supone identificar con alguna precisión a los grupos que aportarían los recursos. Además, también debe haber consistencia en la manera en que se dirimen los conflictos sociales a través de los precios: si no se acomodan las variaciones de costos con cambios en la demanda agregada, tiene que resultar claro que si un grupo intenta aumentar su participación en el ingreso real a través de un aumento nominal, otros tendrán una pérdida.

En última instancia, las políticas de estabilización implican siempre decisiones distributivas: se trata de reemplazar a los mecanismos de redistribución que dan origen a presiones inflacionarias por otros que no tienen estos efectos. Como resultado, si bien la estabilización no es un juego de suma cero, es probable que algunos grupos se vean perjudicados. Este aspecto político de la estabilización es probablemente uno de los más complejos, en especial si se tiene en cuenta que las inflaciones intensas están acompañadas por serios conflictos distributivos. En América Latina, la búsqueda de la estabilización de precios se ha asociado muchas veces con políticas de tipo conservador, sin preocupación por la distribución de ingresos, o que produjeron transferencias en contra de los grupos de menores recursos. Desde un punto de vista lógico, este sesgo distributivo no parece una condición necesaria. En realidad, un esfuerzo de estabilización tiene mayores probabilidades de sostenerse si es que puede ser conciliado con una distribución de ingresos socialmente aceptable.

En los términos generales de esta discusión, parecería que un programa es tanto más sólido cuanto mejor definidas estén las metas de inflación que se busca alcanzar y las políticas que se aplicarán sobre un horizonte más o menos largo. Sin embargo, a menudo, estas condiciones son difíciles de satisfacer. Y, de cualquier modo, el resultado final de las políticas depende crucialmente del manejo de la transición. Esto plantea dos cuestiones muy debatidas: a qué velocidad y con qué instrumentos conviene encarar una estabilización.

b) La transición

Para que una estabilización sea efectiva, el conjunto de precios y salarios nominales y la demanda agregada deben crecer todos a un menor ritmo. El problema es definir cómo y a qué velocidad se puede hacer que esa desaceleración ocurra en forma más o menos sincronizada y con la menor perturbación posible para la actividad económica. La discusión sobre el tema supone típicamente que las autoridades regulan la demanda; se trata entonces de saber de qué forma se producirá el ajuste de los precios. En el análisis tradicional, la relación entre precios y cantidades se expresa a través de la curva de Phillips de corto plazo: los precios dependen de las expectativas y del exceso de demanda de bienes. Si las expectativas se basan en la inflación pasada o bien existen rigideces contractuales (o de otro tipo) que dificultan las variaciones de precios, una reducción de la demanda nominal necesariamente provoca una caída en la actividad. La caída sería tanto mayor cuanto menor la respuesta de los precios a la disminución del producto y cuanto más abrupta sea la desinflación buscada. Esta clase de argumentos lleva a la recomendación de que la inflación se reduzca mediante una política gradual <sup>1/</sup>, a través, en particular, de sucesivas disminuciones en la tasa de crecimiento de la cantidad de dinero; en el proceso, de cualquier modo, habría un período de menor producción.

Esa opinión ha sido cuestionada por algunos autores, que utilizan las hipótesis de expectativas racionales y equilibrio en los mercados. Esta corriente supone que los contratos, explícitos o implícitos, son generalmente flexibles, y se adecúan a los cambios en las condiciones de la economía. Así, no habría frenos a los ajustes de precios que no provengan de fallas en la información corriente. Entonces, la "inercia" de la inflación desaparecería si las anticipaciones del público varían con la demanda agregada. En ese caso, la estabilización podría ser rápida y no tendría por qué acompañarse por una recesión. Por otro lado, el análisis parte de la hipótesis de que las expectativas incorporan toda la información relevante (en la medida en que los datos estén disponibles). Si, en última instancia, la inflación depende de la cantidad de dinero, las previsiones de precios se basarían en la política monetaria esperada. Por lo tanto, si el gobierno está en condiciones de transmitir de modo creíble que se ha producido un cambio permanente en el régimen monetario, tal que la demanda agregada será desde ese momento compatible con la estabilidad de precios, las expectativas y los precios mismos se ajustarían de inmediato. No necesariamente

---

<sup>1/</sup> En esta posición parecen coincidir autores con distintas visiones teóricas. Véase, por ejemplo Laidler (1975, cap. 4), Gordon (1982). Cagan (1979, pág. 224) sugiere que "la mejor política posible está en algún lugar entre una restricción muy lenta y el extremo opuesto".

debe frenarse en forma brusca la expansión monetaria, porque las menores expectativas de inflación estimulan la demanda de dinero. Pero sí tendría que producirse un cambio visible en la política fiscal: debería haber una clara reducción en los déficits presentes y (en especial) en los que se prevén en el futuro, que muestren sin ambigüedad que el gobierno no deberá recurrir al impuesto inflacionario 1/.

Más allá de los detalles particulares de este debate, parece claro que la elección entre enfoques graduales o "de shock" depende de las condiciones iniciales. Cuando la inflación es moderada, es probable que haya numerosos contratos (salariales o de crédito) a plazos relativamente largos, pactados en términos nominales con condiciones que reflejan el crecimiento observado de los precios. Independientemente de la rapidez de ajuste de las expectativas, una desinflación lenta afectaría menos el valor real de esos contratos que una rápida. Por otro lado, las políticas graduales son potencialmente flexibles: se puede entonces utilizar la información que se va recogiendo de acuerdo con la respuesta de la economía. Pero estas posibles ventajas resultan menos claras si se parte de una inflación muy alta. En estos casos, la inercia de los contratos es menor (aunque no desaparece por completo, excepto tal vez en las hiperinflaciones), porque la misma volatilidad de precios lleva a acortar los plazos de los acuerdos. Además, una transición prolongada puede representar un largo período de incertidumbre en el que el público continuaría adoptando decisiones momento a momento por falta de una perspectiva definida a plazos más largos. La propia flexibilidad de las medidas, por otro lado, puede crear la impresión de que son reversibles, lo que haría más trabajoso el cambio de expectativas y aumentaría las presiones sobre las políticas.

Un shock evade estos problemas, aunque impone condiciones estrictas para tener resultados. Una vez que se ha anunciado que la inflación tendrá un salto descendente, es imprescindible que este efecto se produzca, que los costos del ajuste sean tales que no hagan poner en duda la viabilidad de las políticas y que el gobierno utilice sus instrumentos para sostener la estabilización. Hay poco lugar para el aprendizaje sobre la marcha, especialmente en las etapas iniciales del programa: tiene que haber políticas bastante bien definidas y un control efectivo sobre los instrumentos; el gobierno, además, debería estar dispuesto a subordinar eventualmente algunos de sus restantes objetivos a la obtención de un efecto

---

1/ El argumento está desarrollado en Sargent (1981, 1982) y se apoya en la experiencia de las hiperinflaciones europeas (véase también Bomberger y Makinen (1983)). Sin embargo, se ha puesto en duda que ese modelo se aplique estrictamente al caso de la inflación alemana de los años veinte (véase, por ejemplo, Dornbusch (1985)).

duradero sobre los precios. Esto subraya nuevamente la necesidad de un consenso social sobre el objetivo antiinflacionario, pero también implica fuertes demandas de consistencia en las políticas: un programa de shock, por su propia naturaleza, es difícilmente reversible y su eficacia depende en parte de que esto sea percibido por el público; los costos de no obtener resultados son consiguientemente altos. Pero la consistencia se define de modo distinto según diferentes teorías sobre cuya validez o invalidez estrictas pueden haber dudas. La incertidumbre sobre el "verdadero modelo" de la economía tiene especial peso para el caso de un shock; en la medida en que eso sea tenido en cuenta, es probable que las políticas no respondan a un esquema teórico "ubicable" con precisión.

De cualquier modo, el argumento de expectativas racionales señala varias cuestiones importantes. Si la determinación del nivel general de precios se puede representar como el resultado de acciones del gobierno y los individuos o grupos privados, sobre las que influye la conducta que cada agente espera que van a adoptar los demás, uno de los puntos esenciales de la estabilización es que las autoridades puedan asumir un liderazgo en el juego, es decir, que consigan hacer que la política anunciada sea tomada como un dato por el público al decidir su comportamiento. Esto requiere, en particular, que el gobierno pueda regular la oferta monetaria sin verse sobrepasado por los requerimientos fiscales, de manera de ir ajustando la liquidez de modo consistente con la demanda de dinero a una tasa de inflación más baja. Cuanto más clara sea la percepción del público de que el gobierno cuenta con esa capacidad, es menor el riesgo de que los precios no respondan a la política.

Ahora bien, este razonamiento no establece el conjunto de condiciones para una estabilización exitosa. En primer lugar, falta precisar las condiciones para que haya credibilidad: ¿cuándo pueden confiar las autoridades en que sus anuncios serán incorporados en las decisiones del público?. Aunque, sin duda, puede haber un juicio sobre la cuestión en cada caso específico, la credibilidad es un concepto difuso <sup>1/</sup>. Por otro lado, no pa-

---

<sup>1/</sup> El problema de la credibilidad, en vinculación con las políticas de estabilización ha sido discutido en Schelling (1982) y Koromzay (1982). Recientemente se han desarrollado modelos según los que el público va modificando su apreciación sobre la conducta futura del gobierno de acuerdo con las políticas que aplican efectivamente (véase por ejemplo Di Tata (1983), Backus y Driffill (1984)). Uno de los resultados de estos modelos en los que las expectativas dependen de la reputación de las autoridades es que, incluso en el caso en que éstas estén dispuestas a desacelerar incondicionalmente la demanda nominal, existe una cierta probabilidad de que las anticipaciones no ajusten enseñada: el aprendizaje de que ha ocurrido un cambio en el régimen de políticas se produce a través de una recesión.

rece evidente que un anuncio sobre un cambio drástico en la política fiscal y monetaria, aunque sea creíble, dé lugar a una modificación suficiente en las expectativas y en los precios 1/. Al margen de la posible existencia de rigideces contractuales queda el problema que plantea para los agentes el hacer inferencias sobre los precios a partir de los instrumentos que ha fijado el gobierno.

Un anuncio sobre medidas monetarias y fiscales debe ser interpretado, transformado en expectativas de variaciones de precios y éstas, a su vez, en decisiones sobre precios y cantidades. Para cada firma individual, no importa solamente la conducta que ella espera que adopte el gobierno, sino también, y de modo principal, lo que supone que harán sus proveedores y competidores y cómo variarán los salarios. La incertidumbre sobre estos comportamientos no desaparece aunque haya un cambio creíble en la política 2/. El mismo problema se plantea para los trabajadores. Un cambio abrupto en la tasa de inflación requiere

---

1/ La credibilidad de la política fiscal también depende de las expectativas de precios. Al reducirse la inflación aumenta la recaudación impositiva real, porque disminuye el efecto del rezago entre el momento del pago y el del hecho imponible. Es decir, el déficit fiscal es en parte endógeno (véase Olivera (1967), Dutton (1971), Tanzi (1977), Canavese (1985)). La disminución del rezago fiscal fue especialmente importante en las hiperinflaciones. Se ha sostenido, incluso, que en algunos casos la estabilización traería el equilibrio fiscal, más que a la inversa (véase Liga de las Naciones (1946), para el caso de las hiperinflaciones austríaca y húngara). La interdependencia entre déficit e inflación, por otro lado, introduce una ambigüedad: una política fiscal creíble para un público escéptico sobre las perspectivas de estabilización sería muy restrictiva si la inflación se redujera efectivamente.

2/ Una buena parte de la discusión macroeconómica sobre el rol y la formación de las expectativas se basa en el contraste entre expectativas adaptativas y racionales; es decir, entre el caso en que las anticipaciones sólo dependen de la historia pasada de la variable y aquél en que los individuos actúan como si conocieran el proceso que determina la variable. Esta disyuntiva es falsa. Suponer que los individuos son capaces de reconocer cuándo ha habido un cambio en las condiciones de la economía (y, por lo tanto, no extrapolan mecánicamente el pasado), no implica postular que las consecuencias de ese cambio se evalúen de modo consistente ni que los agentes predigan uniformemente sobre la base de un modelo determinado.

un movimiento sincronizado del conjunto de precios. Si cada agente no percibe con claridad que el resto responderá a la política ajustando sus precios, tampoco tiene incentivos para modificar suficientemente los que controla 1/. Es decir, aún cuando haya una cierta confianza en que el gobierno mantenga el curso anunciado, no hay garantía de que una modificación súbita en la política monetaria y fiscal se reflejará completamente en los precios 2/. Es probable que la tasa de inflación no se reduzca al mismo ritmo que la demanda nominal y que los precios relativos varíen de modo errático. Las perturbaciones que esto puede producir afectarían a las perspectivas de continuidad de las políticas. En esas condiciones, no resulta claro que la inflación deba ir convergiendo al valor que sería consistente con una respuesta de equilibrio a los anuncios.

Farece razonable que un programa de estabilización trate de evitar esos riesgos. Una manera posible es a través de una política de ingresos. La intervención del sector público en la determinación de precios y salarios se presenta a veces como equivalente a una política de estabilización; según otras opiniones, es una fuente de distorsiones sin justificativo. Ninguna de estas dos posiciones parece acertada. La función de la política de ingresos sería facilitar la transición a una tasa de inflación más baja, de modo que los precios, en conjunto, varíen aproximadamente en correspondencia con la demanda agregada. No hay seguridad de que los mercados por sí solos produzcan este resultado; tampoco la política puede crear un sistema de precios con una decisión administrativa. La efectividad de las medidas directas sobre precios depende mucho, probablemente, de las condiciones y el modo en que se apliquen:

i) La política de ingresos se complementa, y no se sustituye, con la regulación de la demanda agregada. Cuando se aplican controles o se anuncian pautas de precios, el público debe confiar en que serán cumplidos. El sistema administrativo puede

---

1/ Di Tata (1982) y Phelps (1983) han analizado este problema a través de las "expectativas de las expectativas": los individuos deben formar conjeturas sobre cómo forman sus anticipaciones los demás; si cada uno confiara en que los otros modificarán sus expectativas ante el cambio de políticas, los precios irían al equilibrio, pero, si esto no sucede, habría un desajuste.

2/ El caso de las hiperinflaciones parece especial: en la medida en que la mayor parte de los precios se ajuste en respuesta a un "precio guía" (como el tipo de cambio) es suficiente que ese precio se establezca para que lo haga el conjunto (véase por ejemplo Lopes (1984)). El problema de la sincronización se plantearía entonces de modo menos agudo que para inflaciones menos rápidas.

tratar con desvíos particulares, pero no ejercer un control completo sobre las transacciones <sup>1/</sup>. Por lo tanto, la perspectiva de éxito de la política depende de que el programa en su conjunto se perciba como factible. Esto requiere que el gobierno pueda mostrar que está en condiciones de evitar que aparezcan grandes excesos de demanda a los precios pautados. La experiencia muestra que la generalización de mercados negros o la existencia de grandes discrepancias entre precios regulados y no regulados se resuelve por último con el abandono de los intentos de estabilización. Para evitar esto, es necesario que los fijadores de precios encuentren que no obtendrán grandes beneficios eludiendo los controles: la demanda debe ser tal que no aparezcan perturbaciones en el abastecimiento o se vean estimuladas las alzas extraoficiales de precios. Es decir, la información que reciben los agentes en los mercados debería ser tal que reafirme que la evolución prevista de los precios es sostenible.

ii) Por lo tanto, la política de demanda agregada tiene un papel central en la transición hacia un sendero de menor crecimiento de los precios. En principio, tendría que haber consistencia entre el gasto y los precios de modo de no generar grandes excesos ni insuficiencias de demanda. Sin embargo, es claro que no se puede pretender una "sintonía fina", no sólo por las conocidas dificultades en controlar con precisión el gasto nominal sino también porque a lo largo de la transición puede haber incertidumbre sobre la respuesta de las cantidades producidas a un estímulo de demanda. De cualquier modo, el manejo de instrumentos específicos probablemente deba variar de acuerdo con el juicio de los responsables de la política. En particular, si se ha producido un cambio apreciable en la tasa de inflación, habría modificaciones en las demandas de activos que no pueden preverse con exactitud. Fijar metas estrictas para los agregados monetarios en ese caso no parece un procedimiento apropiado. En relación con esto, queda el problema de distinguir los movimientos en la tasa de interés que son atribuibles a cambios en las expectativas de inflación de aquellos que responden al estado de la liquidez.

iii) Cuando se regulan precios y salarios se está "sobre-determinando" la economía: el estado que resulta no puede describirse como de equilibrio. No se permite que los precios relativos varíen en respuesta a las condiciones de los mercados. Es-

---

<sup>1/</sup> En este sentido, parecería que la administración de políticas de ingresos a tasas altas de inflación es extremadamente compleja. Las políticas serían por lo tanto más viables a bajas tasas de inflación.

to no es inocuo. Pero el argumento que señala que la política de ingresos es indeseable porque produce distorsiones en los precios tiene poca validez. ¿Cuál es la alternativa?. En una inflación errática, los precios relativos surgen de un juego de adivinanzas que se asemeja poco a un equilibrio; es muy probable que el ajuste de los precios ante una desaceleración de la demanda sucedería de modo igualmente desordenado. En esas condiciones, los precios relativos que establecerían los mercados no son un patrón de referencia útil. La estabilización de los precios en conjunto parece un requisito para que se pueda empezar a formar un sistema de precios significativo; la sobre-determinación inicial es entonces una manera de acelerar el trámite para que esto se produzca.

De cualquier modo, las restricciones impuestas por la administración de precios a los movimientos de precios relativos pueden plantear un problema a la política antiinflacionaria si es que se producen grandes excesos de demanda de algunos bienes, o bien si algunos grupos perciben que soportan una carga desproporcionada. Es casi inevitable que surjan algunos casos de este tipo, sin que necesariamente peligre la política en su conjunto. Sin embargo, es importante que no se produzcan atrasos que lleven en algún momento a fuertes aumentos en algunos precios nominales. Esto sugiere, por un lado, que la intervención estricta sobre los precios tendría que tener una duración limitada, hasta tanto se pueda confiar en que la tasa de inflación más baja esté incorporada en las decisiones de precios. Por otra parte, importa que el punto de partida para los precios relativos, especialmente para aquellos de mayor significado macroeconómico (tipo de cambio real, salario real, precios del sector público) sea tal que evite desequilibrios importantes. Este es un punto particularmente complejo, en especial cuando la situación de partida hace difícil usar normas históricas como referencia y hay fuertes conflictos sobre la distribución de ingresos. De cualquier modo, es necesario afrontar el hecho: nuevamente, es utópico pensar que la búsqueda de un conjunto aceptable de precios relativos se hará sin perturbaciones en un clima de alta inflación.

En todo caso, es claro que en algún momento los precios relativos deben variar y que esto implicará movimientos hacia arriba de algunos valores nominales. También parece cierto que la aplicación de una política de ingresos puede provocar incertidumbre sobre la posibilidad de sostener tasas de inflación reducidas, especialmente cuando hay experiencias previas de saltos abruptos en los precios al ceder los controles. Esto subraya de nuevo la necesidad de una política de demanda compatible con el sendero de precios elegido, de manera de hacer creíble que no se producirá ese efecto. Además, puede haber también un aprendizaje inverso: si durante un tiempo los precios administrados se mantienen sin perturbaciones apreciables, habría un refuerzo de

las expectativas; si ésto se produce, los ajustes requeridos en los precios relativos no necesariamente implicarán una gran aceleración en el agregado de los precios nominales. Por otro lado, es probable que, al haber un período de precios relativamente estables, las demandas dirigidas a cada firma individual se hagan más elásticas porque, si los precios son menos volátiles, disminuye el costo de búsqueda de los compradores. Esto puede ser un incentivo para una mayor competencia a través de precios, si es percibido por las firmas.

Al aplicar una política de ingresos en conjunto con las políticas de demanda se buscaría reducir el efecto de la estabilización sobre la actividad. Pero es difícil que se pueda evitar por completo que se produzcan perturbaciones. En la medida en que las expectativas no ajusten rápida y totalmente, la tasa de interés real puede ser elevada: ésta es una experiencia común en los comienzos de programas de estabilización. Por otra parte, es posible que, especialmente cuando se busca una desinflación rápida, haya un período en que la incertidumbre sobre los precios puede contraer la oferta. Además, tanto desde el punto de vista fiscal como desde el de los precios relativos, una política antiinflacionaria es necesariamente "no neutral": habrá sectores cuyo ingreso real se reduce; aunque otros mejoren su posición (en especial aquellos sobre los que más recaía el impuesto inflacionario), los efectos sobre el gasto pueden no compensarse totalmente y de inmediato. Como resultado de la estabilización, asimismo, es posible que se pongan de manifiesto pérdidas que venían realizando ciertos individuos o sectores, pero que éstos no percibían con exactitud o esperaban recuperar en algún momento. A un plazo más largo, algunas actividades, cuyos beneficios estaban ligados a la inestabilidad de precios, o que estaban organizadas en función de esas condiciones, también tendrían incentivos para contraerse.

Cuando se parte de una inflación elevada, por lo tanto, no parece posible que la transición a una economía más estable ocurra sin algunas dislocaciones. En las condiciones que enfrentan muchas economías latinoamericanas, reducir la inflación es particularmente difícil por la carga de la deuda externa sobre el ingreso real y el presupuesto. Pero también, una economía en alta inflación no puede alcanzar un funcionamiento más o menos coordinado. Sin una cierta estabilidad de precios queda poco lugar para políticas de crecimiento y de redistribución ordenada de ingresos. En última instancia, la estabilización sería un esfuerzo para permitir que estas políticas se lleven a cabo; a más largo plazo, depende de ellas para sostenerse.



#### REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- Addison, J., J. Burton y T. Torrance(1980): "On the Causation of Inflation" The Manchester School, junio.
- Alchian, A. y W. Allen (1964): Exchange and Production: Competition, Coordination and Control, Wadsworth Publishing Co.
- Aujac, H. (1954): "Inflation as the Monetary Consequence of the Behaviour of Social Groups", International Economic Papers, Nº 4.
- Aukrust, O. (1977): "Inflation in the Open Economy. A Norwegian Model", en L. Krause y W. Salant(eds):Worldwide Inflation, The Brookings Institution.
- Azariadis, C. y R. Cooper (1985): "Nominal Wage-Price Rigidity and Rational Expectations Equilibrium". American Economic Review, mayo.
- Azariadis, C. y J. Stiglitz (1983): "Implicit Contracts and Fixed Price Equilibria", Quarterly Journal of Economics, mayo.
- Backus, D. y J. Driffill (1984): "Rational Expectations and Policy Credibility Following a Change in Regime", mimeo, Institute for Economic Research, Queen's University.
- Bailey, M. (1956), "The Welfare Cost of Inflationary Finance", Journal of Political Economy, Abril.
- Barro, R. y D. Gordon (1983 a): "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model", Journal of Political Economy, agosto.
- Barro, R. y D. Gordon (1983 b): "Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy", Journal of Monetary Economics, Julio.
- Bomberger, W. y G. Makinen (1983): "The Hungarian Hyperinflation and Stabilization of 1945-1946", Journal of Political Economy, octubre.
- Brodersohn, M. (1974): "Políticas Económicas de Corto Plazo, Crecimiento e Inflación en Argentina", en Problemas Económicos Argentinos, Diagnóstico y Política, Macchi.
- Bronfenbrenner, M. y F. Holzman (1963): "Survey of Inflation Theory", American Economic Review, septiembre.

- Cagan, P. (1956): "The Monetary Dynamics of Hyperinflation" en M. Friedman (ed.): Studies in the Quantity Theory of Money, Univ. of Chicago Press.
- Cagan, P. (1979): Persistent Inflation. Historical and Political Essays, Columbia Univ. Press.
- Canavese, A. (1979): "La hipótesis estructural de la teoría de la inflación", Ensayos Económicos, septiembre.
- Canavese, A. (1982): "The Structuralist Explanation in the Theory of Inflation", World Development, julio.
- Canavese, A. (1985): "Impuesto inflacionario, rezagos fiscales e hiperinflación", Serie Documentos de Trabajo, Instituto Torcuato Di Tella.
- Canitrot, A. (1975): "La experiencia populista de redistribución de ingresos", Desarrollo Económico N° 59, octubre-diciembre.
- Carr, J. y M. Darby (1981): "The Role of Money Supply Shocks in the Short-Run Demand for Money", Journal of Monetary Economics, septiembre.
- Cavallo, D. y A. Peña (1983): "Deficit fiscal, endeudamiento del gobierno y tasa de inflación: Argentina 1940-1982", Estudios N° 26, abril-junio.
- Cortázar, R. (1983): "Salarios Nominales e Inflación: Chile 1974-1982", Colección Estudios CIEPLAN, diciembre.
- Cukierman, A. (1979): "The Relationship Between Relative Prices and the General Price Level. A Suggested Interpretation", American Economic Review, septiembre.
- Chow, G. (1966): "On the Long-Run and the Short-Run Demand for Money", Journal of Political Economy, abril.
- Darby, M. (1980): "Sterilization and Monetary Control under Pegged Exchange Rates: Theory and Evidence", NBER Working Paper N° 449.
- Díaz Alejandro, C. (1965): Devaluación de la tasa de cambio en una economía semiindustrializada, Instituto Torcuato Di Tella.
- Di Tata, J. (1982): "Expectativas de expectativas y la no neutralidad transitoria de una política monetaria totalmente creída", Ensayos Económicos N° 23, septiembre.

- Di Tata, J. (1983): "Brechas de credibilidad y desequilibrios persistentes: algunos casos interesantes", Serie de Estudios Técnicos, BCRA N° 54.
- Dornbusch, R. (1985): "Freno a la hiperinflación: Lecciones sobre la experiencia alemana de los años 1920-30", mimeo.
- Dutton, D. (1971): "A Model of Self-Generating Inflation: the Argentine Case", Journal of Money Credit and Banking, vol. 3 N° 2.
- Ferrer, A. (1963): "Devaluación, redistribución de ingresos y proceso de desarticulación industrial en la Argentina", Desarrollo Económico N° 8, enero-marzo.
- Fischer, S. (1977): "Long-Term Contracts, Rational Expectations and the Optimal Money Supply Rule", Journal of Political Economy, febrero.
- Flanagan, R. (1984): "Implicit Contracts, Explicit Contracts and Wages", American Economic Review, mayo.
- Frenkel, J. y H. Johnson, eds (1976): The Monetary Approach to the Balance of Payments, Allen and Unwin.
- Frenkel, J. y H. Johnson, eds (1978): The Economics of Exchange Rates, Addison-Wesley.
- Frenkel, R. (1983): "La dinámica de los precios industriales en la Argentina, 1966-1982", Estudios CEDES.
- Frenkel, R. (1984 a): "Salarios industriales e inflación. El período 1976-1982". Desarrollo Económico N° 95, octubre-diciembre.
- Frenkel, R. (1984 b): "Salarios e Inflación en América Latina", mimeo, CEDES.
- Friedman, M. (1959): A Program for Monetary Stability. Fordham Univ. Press.
- Friedman, M. (1968): "Inflation: Causes and Consequences" en Dollars and Deficits, Prentice Hall.
- Friedman, M. (1969): The Optimum Quantity of Money and other Essays, Macmillan.
- Friedman, M. (1974): "A Theoretical Framework for Monetary Analysis" en R. Gordon (ed): Milton Friedman's Monetary Framework, Univ. of Chicago Press.

- Frisch, H. (1983): Theories of Inflation. Cambridge Univ. Press.
- Gale, D. (1981): Money: in Equilibrium, Cambridge Univ. Press.
- Gerchunoff, P. (1985): "Gasto público y tipo de cambio después de la hiperinflación", Anales de la Asociación Argentina de Economía Política, vol. III.
- Gordon, R. (1981): "Output fluctuations and gradual Price Adjustment". Journal of Economic Literature, junio.
- Gordon, R. (1982): "Why Stopping Inflation may be Costly. Evidence from Fourteen Historical Episodes", en R. Hall (ed), Inflation-Causes and Consequences. Univ. of Chicago Press.
- Helman, H., D. Roiter y G. Yoguel (1984): "Inflación, variación de precios relativos e inflexibilidad de precios", Desarrollo Económico Nº 95, octubre-diciembre.
- Hicks, J. (1974): The Crisis in Keynesian Economics, Basic Books.
- Hirschman, A. (1985): "Reflections on the Latin American Experience", en L. Lindberg y J. Maier (eds): The Politics of Inflation and Economic Stagnation. The Brookings Institution.
- Horn, H. y T. Persson (1984): "Exchange Rate Policy, Wage formation and Credibility", mimeo, Institute for International Economic Studies.
- Jackson, D. y H. Turner (1975): "Inflation, Strato-Inflation and Social Conflict" en D. Jackson, H. Turner y F. Wilkinson (eds): Do Trade-Unions Cause Inflation?, Cambridge Univ. Press.
- Kalecki, M. (1943): "Political Aspects of Full Employment", Political Quarterly, octubre-diciembre.
- Kessel, R. y A. Alchian (1962): "Effects of Inflation", Journal of Political Economy, diciembre.
- Klein, B. (1984): "Contract Costs and Administered Prices: An Economic Theory of Real Wages", American Economic Review, mayo.
- Koromzay, V. (1982): "Credibility and Demand Restraint", American Economic Review, mayo.
- Kydland, F. y E. Prescott (1977): "Rules rather than Discretion: the Inconsistency of Optimal Rules", Journal of Political Economy, junio.
- Laidler, D. (1975): Essays on Money and Inflation. Univ. of Chicago Press.
- Laidler, D. y M. Parkin (1975): "Inflation - A Survey", Economic Journal, diciembre.

- Lazear, E. (1984): "Incentives and Wage Rigidity", American Economic Review, mayo.
- Leijonhufvud, A. (1977): "Costs and Consequences of Inflation", en G. Harcourt (ed): The Microfoundations of Macroeconomics, Westview Press.
- Leijonhufvud, A. (1981): "Keynesianism, Monetarism and Rational Expectations. Some Reflections and Conjectures", UCLA Working Paper N° 231.
- Leijonhufvud, A. (1983 a): "What would Keynes have thought of Rational Expectations?" , UCLA Working Paper N° 299.
- Leijonhufvud, A. (1983 b): "Rational Expectations and Monetary Institutions", UCLA Working Paper N° 302.
- Liga de las Naciones (1946): The Course and control of Inflation.
- Lipsey, R. (1981): "The Understanding and Control of Inflation: Is there a Crisis in Macroeconomics?", "Canadian Journal of Economics, XIV N° 4.
- Lopes, F. (1984): "Inflação inercial, hiperinflação e desinflação: Notas e conjeturas", mimeo, Pontificia Universidad Católica Do Rio de Janeiro.
- Lucas, R. (1973): "Some International Evidence on Output - Inflation Trade-Offs", American Economic Review, junio.
- Lucas, R. (1980): "Rules, Discretion and the Role of the Economic Advisor", en S. Fischer (ed): Rational Expectations and Economic Policy, Univ. of Chicago Press.
- Lucas, R. (1981): "Understanding Business Cycles", en Studies in Business Cycle Theory, MIT Press.
- Machinea, J. (1983): The Use of the Exchange Rate as an Anti-Inflationary Instrument in a Stabilization-Liberalization Attempt: the Southern Cone Experience, tesis doctoral, Universidad de Minnesota.
- Mallon, R. y J. Sourrouille (1975): Política Económica en una Sociedad Conflictiva, Amorrortu.
- Moore, B. (1979): "Monetary Factors", en A. Eichner (ed): A Guide to Post-Keynesian Economics. M.E. Sharpe.
- Okun, A. (1981): Prices and Quantities. A Macroeconomic Analysis, The Brookings Institution.

Olivera, J. (1964): "On Structural Inflation and Latin American Structuralism", Oxford Economic Papers, octubre.

Olivera, J. (1967): "Money, Prices and Fiscal Lags: a Note on the Dynamics of Inflation", Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, vol. 20 N° 21.

Phelps, E. y J. Taylor (1977): "The Stabilizing Powers of Monetary Policy under Rational Expectations", Journal of Political Economy, febrero.

Phelps, E. (1983): "The Trouble with Rational Expectations and the Problem of Inflation Stabilization", en R. Frydman y E. Phelps (eds): Individual Forecasting and Aggregate Outcomes, Cambridge Univ. Press.

Prebisch, R. (1961): "El falso dilema entre desarrollo económico y estabilidad monetaria", Boletín Económico de América Latina, marzo.

Rodriguez, C. (1979): "A Stylized Model of the Devaluation - Inflation Spiral", IMF Staff Papers, N° 1.

Ruggles, R. (1964): "Summary of the Conference on Inflation and Economic Growth in Latin America", en Baer, W. y I. Kerstenetzky (eds), Inflation and Growth in Latin America, Richard Irwin, Inc.

Sargent, T. (1981): "Stopping Moderate Inflation: the Methods of Poincare and Thatcher", mimeo, University of Minnesota.

Sargent, T. (1982): "The End of Four Big Inflation", en R. Hall (ed): Inflation: Causes and Effects. Univ. of Chicago Press.

Sargent, T. y N. Wallace (1981): "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic", Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, Fall.

Seers, D. (1963): "La teoría de la inflación y el crecimiento de las economías subdesarrolladas. La experiencia latinoamericana". El Trimestre Económico, julio-septiembre.

Seers, D. (1964): "Inflation and Growth: the Heart of the Controversy", en Baer W. y I. Kerstenetzky (eds): Inflation and Growth in Latin America, Richard Irwin, Inc.

Schelling, T. (1982): "Establishing Credibility: Strategic Considerations", American Economic Review, mayo.

Sunkel, O. (1958): "Un esquema general para el análisis de la inflación. El caso de Chile", Revista de Desarrollo Económico vol. 6 N° 1, octubre-diciembre.

Tabellini, G. (1985): "Endogenous Monetary and Fiscal Policies Under Alternative Institutional Settings. A Game Theoretic Analysis", mimeo, UCLA.

Tanzi, V. (1977): "Inflation, Lags in Collection and the Real Value of Tax Revenue", IMF Staff Papers vol. 24 N° 1.

Taylor, L. (1983): Structuralist Macroeconomics, Basic Books

Taylor, J. (1980): "Aggregate Dynamics and Staggered Contracts", Journal of Political Economy, febrero.

Tobin, J. (1974): "Friedman's Theoretical Framework" en R. Gordon (ed): Milton Friedman's Monetary Framework, Univ. of Chicago Press.

Tobin, J. (1980): "Stabilization Policies Ten Years After", Brookings Papers on Economic Activity, N° 1.

Weitzman, M. (1984): The Share Economy, Harvard Univ. Press.

Yellen, J. (1984): "Efficiency Wage Models of Unemployment", American Economic Review, Mayo.



## LAS GRANDES INFLACIONES: CARACTERISTICAS Y ESTABILIZACION

### 1. Introducción

El renacimiento del interés por el estudio de las hiperinflaciones \* 1/ obedece probablemente a dos motivos. Primero, varios países han sufrido en los últimos años inflaciones de gran intensidad que, si bien no resultan en general comparables con las experiencias históricas de colapso monetario, de todos modos llevan a prestar atención a esos episodios extremos. Segundo, desde un punto de vista analítico, se puede esperar que la observación de economías en muy alta inflación revele mecanismos de comportamiento que no aparecen con igual nitidez en circunstancias más normales.

Este trabajo tiene por objeto analizar la historia de algunas grandes inflaciones. Se consideran tres clases de problemas:

- El origen de las grandes inflaciones: a partir de las características de los diversos episodios se busca obtener algunas inferencias sobre las condiciones en que se producen los fenómenos de muy alta inflación y cuáles son las circunstancias que pueden dar lugar a crisis en la organización de los sistemas monetarios.

---

\* Las notas se encuentran al final del texto. Una buena parte de estas notas contiene referencias históricas más detalladas que lo que se consideró conveniente incluir en el cuerpo principal del trabajo; por este motivo son a veces de mayor extensión que lo usual. Se ha intentado que el texto pueda ser leído sin recurrir a las notas; éstas ofrecen ilustraciones, desarrollos o citas referidas a los argumentos presentados.

- El comportamiento de las economías en inflaciones extraordinariamente altas, con énfasis sobre los métodos utilizados para realizar transacciones, las prácticas de formación de precios y salarios, las decisiones de tenencias de activos y la evolución de la actividad real.

- Las políticas de estabilización: cuáles fueron sus elementos, que secuencia siguieron las acciones de política económica y cuáles fueron sus efectos probables.

El análisis se efectúa sobre un conjunto limitado de casos. Desde 1950 han sido raros los episodios de inflación mayor al 500% anual; sólo Indonesia en 1966 y Bolivia en 1984 y 1985 registraron inflaciones de más de un 1000% entre promedios de dos años calendario 2/. Este trabajo se concentra en las inflaciones aún más intensas de los años veinte y los cuarenta. Los casos estudiados difieren bastante en cuanto a su gravedad: considerando los períodos de doce meses de mayor inflación, el crecimiento de los precios varió entre un 4300% anual (Hungría 1923/24) y el equivalente a casi un 20000% mensual (Hungría 1945/46); los máximos aumentos mensuales variaron entre un 100% (Hungría 1923/24) y la casi fantástica cifra de  $4 \times 10^{16}$  (Hungría, Julio de 1946). Claramente, por lo tanto, se trata de episodios heterogéneos, al margen de las obvias especificidades de tiempo y lugar. Por otro lado, también hay grandes diferencias con respecto al detalle y la precisión de la información disponible 3/. Sin embargo, hay algunos patrones comunes que resultan de los diversos casos y que se intentará destacar en lo que sigue.

## 2. Características y orígenes de las grandes inflaciones

Las grandes inflaciones fueron de corta duración. Las "explosiones" de precios fueron precedidas por períodos de largo variable en que la inflación fue muy elevada 4/. Sin embargo, ningún país soportó una inflación mayor al 30% mensual por más de dos años. Las tasas de variación de precios en estos episodios fueron muy volátiles: para dar un ejemplo entre otros posibles, los precios mayoristas crecieron en Alemania en más de un 100% en febrero de 1923; al mes siguiente disminuyeron (en términos absolutos) un 17%; en agosto de ese mismo año se multiplicaron por más de diez 5/. No se trató, por lo tanto, de aceleraciones continuas (y explosivas) en los precios, sino de procesos en los que hubo tanto reducciones esporádicas en la inflación (a veces de magnitud significativa) como "estallidos" súbitos. Algunas de las atenuaciones transitorias se pueden asociar con acciones de política económica que no pudieron ser mantenidas.

Un rasgo común a todos los casos fue la presencia de graves perturbaciones políticas 6/. Las grandes inflaciones fue-

ron típicamente fenómenos asociados con guerras (externas o civiles) o períodos de posguerra, en países cuyo status político estaba a menudo mal definido 7/: las crisis de la moneda en su forma más aguda parecen identificarse con situaciones en que la propia estabilidad de los estados nacionales (o de la organización política) está puesta en duda.

Los mecanismos de generación de éstas inflaciones han provocado controversias. Para el caso alemán, se distinguen claramente dos grupos de hipótesis 8/. Según las teorías del primer grupo, la causa de la inflación habría estado en las reparaciones de guerra 9/, a través de su efecto directo sobre el tipo de cambio. El argumento es que los pagos al exterior provocaban un exceso de demanda de divisas y, consecuentemente, una depreciación de la moneda; al crecer el tipo de cambio también aumentaban los precios internos lo que, a su vez, desequilibraba las finanzas públicas y presionaba sobre el Banco Central. En esta visión, por lo tanto, la dirección de causalidad habría sido de la demanda de divisas a los precios y de éstos a la oferta de dinero; la política monetaria habría actuado pasivamente, forzada por la inflación más que generándola 10/. Algunos autores utilizan un argumento similar, pero poniendo énfasis en una posible inconsistencia en la formación de precios y salarios: las transferencias al exterior habrían implicado un tipo de cambio real más alto y un menor salario real; la inflación se habría originado en una rigidez a la baja de las remuneraciones reales 11/. Para el segundo grupo de hipótesis, por contraste, la causa de la inflación habría estado en el déficit fiscal: todo el conjunto de precios, incluyendo a los salarios y el tipo de cambio habría sido arrastrado por la expansión monetaria, atribuible principalmente al financiamiento del gobierno y a una política monetaria equivocada 12/.

La "teoría del balance de pagos" destaca con razón el vínculo entre las transferencias al exterior (o la previsión de que éstas deberían realizarse) sobre el tipo de cambio real y nominal. También es claro que el tipo de cambio influye sobre los precios internos, en especial si los precios relativos no responden de un modo totalmente flexible. Desde un punto de vista analítico, parece defendible el argumento de que las reparaciones, al margen de su efecto fiscal, presionaban hacia el alza de los precios 13/. Por otro lado, en el caso alemán se pueden asociar algunos bruscos saltos en la tasa de inflación, con la ejecución de pagos de reparaciones (véase el apéndice estadístico). De modo simétrico, se observan súbitas desaceleraciones en la inflación o incluso caídas en los precios (como la que se produjo entre enero y abril de 1923) atribuibles a apreciaciones de la moneda aún cuando el déficit fiscal seguía siendo muy elevado y las perspectivas de equilibrio presupuestario muy dudosas.

Sin embargo, éste último ejemplo señala también las limitaciones de esa explicación. La drástica inflexión de los precios a principios de 1923 se debió probablemente a una política de utilización de reservas, que resultaba insostenible dado el crecimiento monetario que demandaba el financiamiento del gobierno. La fase final de la hiperinflación alemana se produjo en un período en el que no se realizaron transferencias por reparaciones (dado que Alemania había declarado una moratoria unilateral) pero en el que las finanzas públicas estaban prácticamente fuera de control, no sólo por el desequilibrio endógeno creado por la propia inflación sino también por los gastos extraordinarios causados por la política de resistencia pasiva en el Ruhr. El desajuste fiscal no fue tal vez la causa directa de todos los movimientos de los precios, pero sin duda estuvo lejos de ser un factor secundario o simplemente un resultado de la inflación; es bastante claro que, hasta el momento de la estabilización, el gobierno alemán no conseguía conciliar las exigencias de gasto (incluidas aquéllas que ejercían los acreedores externos) con las resistencias de una mayor tributación explícita <sup>14/</sup>. Por lo tanto, si bien un análisis basado exclusivamente en la expansión monetaria no sería completo <sup>15/</sup>, la necesidad de recurrir al impuesto inflacionario parece haber sido un determinante central de la inflación alemana.

Más generalmente, las grandes inflaciones tuvieron lugar en países muy diversos, algunos de los cuales estaban sujetos a reparaciones (Alemania, Hungría) y otros no (China, Polonia). Estos países, por otro lado, diferían marcadamente en cuanto a su organización económica y, en especial, a la importancia de los sindicatos: éstos, por ejemplo, tenían una influencia apreciable en Alemania, pero probablemente muy poca en China. Una característica general de los distintos episodios es la debilidad del aparato fiscal: en algunos casos, el gobierno realizaba gastos de guerra, reconstrucción o reparaciones además de los gastos ordinarios; en todos, los ingresos tributarios se veían limitados por una reducida base imponible, dificultades en la administración y resistencias políticas. Sin excepción, una parte considerable del gasto público (hasta alrededor del 90% o aún más en Alemania de 1923 y Hungría de 1945/46) no estaba cubierta con ingresos corrientes.

Claramente, el origen del desequilibrio fiscal fue específico de cada episodio. Sin embargo se pueden apreciar algunos rasgos comunes <sup>16/</sup>. En primer lugar aparecen casos de países que, después de una conmoción política, no conseguían ordenar las finanzas públicas con suficiente rapidez. Austria y Hungría luego de la primera guerra debieron sostener el aparato administrativo del antiguo imperio, lo que implicaba grandes gastos en personal y en seguridad social, y se hicieron cargo de las deudas del estado anterior, simultáneamente con

la pérdida de importantes territorios, que pasaron a constituir naciones independientes. Polonia se creó a partir de pedazos de territorio que no estaban integrados económicamente (porque habían pertenecido a distintos imperios) y no heredó una estructura administrativa única; por lo tanto, debía afrontar fuertes gastos, particularmente en el sistema de transportes 17 / sin un sistema tributario en funcionamiento. En Grecia y Hungría luego de la Segunda Guerra, el fin de la ocupación alemana produjo cambios en el personal administrativo, de manera que la recaudación tributaria quedó inicialmente desorganizada. En el caso chino, el desborde fiscal se produjo durante la guerra civil, cuando el gobierno mantuvo el aparato militar en conjunto con sus gastos ordinarios y con gastos en reconstrucción, y al mismo tiempo veía reducida su capacidad de recaudación. En Alemania, como ya se mencionó, los gastos de reparaciones y aquéllos asociados a la resistencia a la ocupación del Rhur tuvieron un papel importante; también Hungría luego de la Segunda Guerra afrontó gastos de ocupación y reparaciones 18/.

A esto se agregaban en cada país las dificultades internas para alcanzar un acuerdo sobre una política fiscal que no requiriera un uso intensivo del impuesto inflacionario: para atender las necesidades de gasto corriente, la carga de la deuda interna (muchas veces muy elevada en países que habían financiado guerras recurriendo al crédito) y las transferencias al exterior, cuando existían éstas obligaciones, hacía falta imponer una pesada carga sobre algunos grupos, lo que se revelaba extremadamente complejo. En varios de los países que atravesaron hiperinflaciones, previamente a ellas pueden identificarse tanteos para definir un sistema de tributación, que no dieron resultados duraderos 19/.

El ejemplo de Alemania es interesante, porque muestra una repetición de ensayos bloqueados a través de varios años. Después de la derrota a fines de 1918, recién en agosto de 1919 se definió una constitución política y al final de ese año se estableció una administración impositiva central. Anteriormente, se habían fijado impuestos extraordinarios al capital de las empresas y a los beneficios debidos a la guerra. Entre 1919 y 1920 la reforma Erzberger 20/ implicó una revisión completa del sistema tributario: se fijaron nuevos impuestos al capital y a las transacciones; "pocas fuentes de ingresos quedaron sin explorar y las tasas eran fuertes" 21/. A lo largo de 1920, los recursos del gobierno crecieron fuertemente aunque, al parecer, la recaudación se veía dificultada por la complejidad del régimen y había fuertes resistencias a los nuevos impuestos directos. De cualquier modo, el déficit fiscal siguió siendo elevado, si bien se observaba una tendencia decreciente 22/. Pero cualquiera haya podido ser el resultado de éstas políticas, el ultimátum de Londres en mayo de 1921 creó una situación completamente nueva: mientras que el gobierno alemán había operado

bajo una suerte de moratoria implícita, ahora debía acomodarse para afrontar muy grandes transferencias por reparaciones. Esto dió lugar a un muy intenso debate, para definir si se aceptaban las condiciones del ultimátum y, en caso de hacerlo, cómo se distribuirían los costos. Finalmente, el gobierno alemán aceptó hacerse cargo de las reparaciones; quedaba pendiente la discusión interna <sup>23/</sup>. Esta llevó un largo tiempo y no resolvió la cuestión. Aunque hubo un aumento en los impuestos indirectos, el tema central era la tributación sobre el capital. Un proyecto oficial estipulaba una cesión del 20% del capital industrial en la forma de acciones y bonos y la entrega de bonos al gobierno por el 5% de la propiedad inmueble: se usaría la renta de éstos títulos para atender los gastos públicos y el capital serviría como garantía para posibles créditos del exterior. Como se podría haber anticipado dada la magnitud de las transferencias que implicaba, este proyecto fue arduamente resistido. Los industriales sugirieron usar parte de su capital para garantizar un crédito internacional, pero rechazaban el impuesto (o la hipoteca a favor del gobierno) y reclamaban la privatización de los ferrocarriles. Al mismo tiempo, los países aliados exigían un aumento de los impuestos como condición para considerar una moratoria a los pagos <sup>24/</sup>.

Finalmente, en marzo de 1922 se definió el "compromiso fiscal", que autorizaba al gobierno a emitir un empréstito forzoso de 1000 millones de marcos oro (o alrededor del 3% del ingreso nacional). Pero éste préstamo debía ser usado en parte para pagar a los industriales por las reparaciones en especie que éstos ya habían realizado, y los montos a ser ingresados quedaron definidos en marcos papel de modo que, al momento de constituirse, el valor real del empréstito fue mucho menor que lo previsto <sup>25/</sup>. De esta forma, el compromiso fiscal resultó insuficiente, mientras que, a lo largo de los meses siguientes, los industriales y los agricultores ponían condiciones cada vez más estrictas para aportar fondos al gobierno <sup>26/</sup>. En Julio de 1922, el asesinato del Ministro Rathenau puso de manifiesto el grado de tensión política y desencadenó una moratoria unilateral en los pagos de reparaciones. El financiamiento del Banco Central al gobierno creció aceleradamente y también hubo un neto aumento en las tasas de inflación. El rezago fiscal disminuía rápidamente la recaudación de impuestos, sin que el gobierno reaccionara para evitarlo <sup>27/</sup>. A principios de 1923, la ocupación del Ruhr implicó la pérdida de importantes ingresos fiscales y la realización de grandes gastos para sostener la resistencia pasiva, por lo que la colocación de deuda en el Banco Central se aceleró aún más. Por último, el sistema tributario entró prácticamente en colapso hacia el final de la hiperinflación: en octubre de 1923 la recaudación era prácticamente nula.

Estos vaivenes de la política fiscal tenían un efecto in-

flacionario no solamente por los déficits corrientes en sí mismos, sino también porque creaban una gran incertidumbre sobre la capacidad de los gobiernos de controlar la inflación. Estas expectativas se reflejaban en los mercados de cambios y en la demanda de activos en moneda local. En general, surge bastante claramente que en los períodos en que se insinuaba una posibilidad de estabilización, se producían recuperaciones de la demanda de dinero, que se revertían al acelerarse nuevamente los precios (véase el anexo estadístico).

Al caer la liquidez real, se limitaba paralelamente la capacidad para recaudar recursos a través del impuesto inflacionario; de ahí que la magnitud de los déficits fiscales que podían ser sostenidos fuera disminuyendo a medida que se "consolidaban" las expectativas de aumentos en los precios 28/. De este modo, el Estado debía incrementar cada vez más rápidamente el valor nominal de su deuda con el Banco Central para obtener cada vez menos recursos reales mientras que simultáneamente se achicaba la recaudación de impuestos. Es posible que éste "círculo vicioso" fiscal haya estado asociado con la enorme aceleración de los precios que caracterizó la última parte de las grandes inflaciones.

En algunos casos, al crecimiento monetario debido a los requerimientos del presupuesto, se agregaron políticas de crédito también muy expansivas. En Alemania, por ejemplo, prácticamente hasta el final de la inflación, el Banco Central continuó fijando tasas de redescuento muy inferiores al aumento de los precios y, aparentemente (en especial a partir de 1922) otorgando créditos sin demasiadas restricciones a esas tasas 29/. Algo similar ocurrió en Hungría en los veinte.

No cabe duda de que el acelerado crecimiento de la cantidad de dinero fue un hecho característico de todas las hiperinflaciones. Esto no necesariamente quiere decir que la relación entre moneda y precios haya sido simple o sistemática; es probable que la dirección de causalidad haya variado entre período y período y que las variaciones de precios obedecieron en ocasiones a influencias erráticas o particulares de cada momento. En todo caso, es claro que las inflaciones de este grupo están asociadas con una pérdida de control casi absoluta de las autoridades sobre la oferta de dinero. Tal vez es éste descontrol, más allá de la velocidad de creación monetaria en sí misma, lo que determina el desborde hiperinflacionario. La fase final de éstos episodios plantea un problema especial. En esos casos, la moneda local se utilizaba sólo en operaciones de menor cuantía. Es decir, los precios denominados en moneda nacional significaban poco y el dinero se había convertido en una suerte de cambio pequeño en la circulación. Las autoridades parecían seguir una actitud pasiva, de acomodar la oferta a la demanda de dinero a cualquier nivel de precios 30/. Esto no podía más que alimentar la inflación. Pero, en ausencia de al-

gún signo de cambio en el régimen de políticas, cabe la pregunta sobre la capacidad de la política monetaria para regular a los precios. En el límite de la hiperinflación, el Banco Central no es más que un proveedor, entre otros posibles, de un activo de circulación muy limitada, cuya aceptación es casi puramente convencional: al reducirse drásticamente la recaudación de impuestos, el Estado carece de un medio para inducir al público a utilizar la moneda que emite; no hay "ancla" para la demanda de dinero. Entonces, una restricción en la oferta, en lugar de una menor inflación, puede simplemente promover la sustitución por otros activos 31/. Esto sugiere que, para salir de un estado de hiperinflación, lo que implica que el Banco Central recupere el control monetario, haría falta que se produzca un cambio visible (aunque, como se verá, no necesariamente de completa "credibilidad") en el régimen de política económica.

### 3. El funcionamiento de las economías

En las inflaciones más agudas, el intento del público por reducir sus tenencias de saldos monetarios llevó a un repudio prácticamente generalizado del dinero nacional 32/. En todos los casos hubo una marcada sustitución por moneda extranjera 33/. Esto parece haber seguido una secuencia más o menos sistemática a medida que se aceleraban los precios: en primer lugar se hacía uso de las divisas para conservar poder de compra sobre períodos más o menos largos. Luego, el período se acortaba hasta que las transacciones se realizaban a veces directamente en moneda extranjera y se generalizaba la práctica de fijar precios en esas monedas. El dinero nacional no desaparecía por completo, pero su uso quedaba limitado a transacciones minoristas y a aquellas en las que participaba el sector público.

En el caso de Hungría en 1946, el dinero fue sustituido incluso para esas transacciones. La casi extinción de la moneda estuvo asociada con la emisión de dinero indexado. En enero de 1946, el gobierno decidió ajustar los pagos de impuestos según el índice (diario) de precios; por ese acto se creó, como simple unidad de cuenta, el pengő fiscal. Algunos días después, se dispuso que los bancos recibieran depósitos denominados en esa unidad. El público respondió con un rápido desplazamiento de los billetes a los depósitos: en Junio de 1946 el dinero corriente prácticamente no circulaba después de la hora de cierre de los bancos. Por esa misma época se empezaron a emitir billetes en pengős fiscales; el gobierno se comprometía a aceptarlos en pagos de impuestos (más tarde, también de servicios públicos) por un plazo de dos meses a contar desde la fecha de emisión. Esta variedad de activos líquidos indexados contribuyó a la fuga del dinero: al final de la hiperinflación el stock de moneda corriente era ínfimo. Finalmente, y por unas pocas semanas antes de la estabilización, la moneda indexada

tuvo poder legal de cancelación de deudas. En definitiva, el experimento alcanzó un éxito muy parcial. El dinero indexado tuvo inicialmente una cierta aceptación; además de desplazar a la moneda común, es probable que (como lo buscaban las autoridades) la existencia de esos activos haya reducido la demanda de divisas. En cambio, la circulación del pengö fiscal sin duda aceleró la inflación en moneda corriente. Por otro lado, es dudoso que el gobierno habría podido mantener el dinero de "valor constante" en las condiciones vigentes: con un grande y persistente desequilibrio fiscal, no habría contado con fondos para hacer frente a los gastos públicos ordinarios, si adicionalmente se prometía pagar indexación sobre el dinero. Además, se plantearon problemas en el manejo del pengö fiscal. Al principio, el ajuste se hacía con el índice de precios rezagado dos días. Esto implicaba pérdidas para los tenedores, dado que la inflación (en la vieja moneda) se estaba acelerando. Más adelante, se utilizó la variación de precios del día anterior. Por último, el gobierno fijó el factor diario de corrección por decisión administrativa. De esta forma, el pengö fiscal no mantuvo su poder adquisitivo, sino que en los hechos sufrió una depreciación en relación a los bienes y las divisas 34/.

La inflación extremadamente alta provocó importantes modificaciones en los hábitos de pago y en los métodos de fijación de precios y salarios. En Alemania, estos cambios se acentuaron aparentemente en 1922 35/, cuando la inflación se aceleró desde alrededor de un 15% mensual (septiembre 1921-junio 1922) a más de un 70% (junio 1922-febrero 1923). No solamente se generalizó la práctica de establecer precios a partir de valores básicos, que se ajustaban generalmente con el tipo de cambio, sino que también se fijaban precios diferenciales según el medio de pago que se empleara, para tener en cuenta la distinta velocidad de depreciación de los diferentes activos: había "sobrepuestos" en moneda local (con respecto al tipo de cambio corriente) como premio para conservar por un tiempo el producido de la venta en esa moneda 36/. Los métodos para la determinación de los salarios cambiaban rápidamente. En la inflación anterior a 1922 se fueron acortando los períodos de validez de los acuerdos salariales (establecidos en términos nominales) y se empezaron a difundir las cláusulas de ajuste por el índice de costo de la vida 37/. Pero el sistema de salarios indexados fue causa de muchas fricciones: la definición del "salario base" causaba controversias (porque definía supuestamente un valor más o menos permanente del salario real) y, a medida que la inflación se aceleraba, el rezago en el ajuste (implícito en la indexación por la inflación pasada) producía grandes cambios en el poder adquisitivo de los salarios. Hacia mediados de 1923, con una inflación del orden del 25% mensual, aparentemente se adoptó el método del ajuste por el tipo de cambio del día de pago, o bien el de frecuentes revisiones de los salarios de referencia con ajustes basados en índices semanales, en el intervalo

entre los cambios en la base salarial. Sin embargo, tampoco éstas formas eran adecuadas, porque no contemplaban la depreciación de la moneda en el período de gasto. En Agosto de 1923 (cuando la inflación ya se estaba acelerando hacia sus máximos de más del 10000% mensual) los sindicatos y las empresas acordaron un sistema por el que los salarios se establecerían de acuerdo con los precios esperados en el período en que se gastaría el ingreso; en caso de error de estimación, ella se corregiría en el siguiente pago 38/. Obviamente, los pagos de salarios se fueron haciendo a intervalos cada vez más cortos: una vez por semana antes del verano de 1923, luego dos y tres veces por semana y finalmente todos los días 39/.

Por supuesto, en los mercados de crédito se tendían a abandonar las operaciones fijadas en términos nominales: sin embargo, éstas no desaparecían por completo (aún en inflaciones muy rápidas, como la alemana), si bien se limitaban a plazos extremadamente cortos. También para las transacciones financieras había dificultades para encontrar sistemas de ajuste apropiados. En el caso alemán, se utilizaban muy variados métodos de indexación: se realizaban por ejemplo préstamos ligados al precio del carbón, del coque, de la potasa, del lignito, del kilowatt-hora de electricidad, del centeno 40/. Sin embargo, es probable que los créditos "gravitaran" también hacia una generalizada indexación con el tipo de cambio.

Es decir, un hecho común de las grandes inflaciones parece haber sido la creciente (y, por último, casi completa) dolarización: el sistema de precios y obligaciones en su conjunto respondía muy prestamente a las variaciones del tipo de cambio. Dicho de otra manera, a medida que la inflación se acentuaba, la cotización de las divisas se convertía en una referencia de uso común 41/. Esto no implica que a lo largo de las inflaciones el tipo de cambio real se haya mantenido constante, ni que la dispersión de precios relativos haya disminuido al acelerar los aumentos de precios. En realidad, parece haber sucedido lo contrario 42/. Ello sugiere que, a pesar de la utilización de sistemas de ajuste más o menos automático, el ruido en los precios, sea por rezagos en la información, por diferencias (aún muy pequeñas) en la velocidad de reacción o por otras causas tendía a crecer con la inflación. Es decir que la referencia generalizada a las divisas y el uso de otras formas de indexación estaba lejos de reproducir las condiciones de una economía con precios estables.

Hacia el final de las grandes inflaciones, por lo tanto, el sistema de precios, las prácticas de pago y las relaciones comerciales se habían desordenado al extremo. Los costos de transacción eran a menudo tan altos que directamente se interrumpían los intercambios 43/. Algunas transformaciones en la organización industrial pueden atribuirse a la inflación: se ha argumentado, en particular, que el desarrollo de la concentra-

ción vertical en Alemania hasta 1923 obedeció en parte al incentivo para reducir las operaciones de compra y venta y las tenencias de moneda <sup>44/</sup>. Por otro lado, está bastante bien establecido, aunque de modo generalmente cualitativo, que las inflaciones causaron un desvío de recursos hacia actividades no vinculadas a la producción de bienes <sup>45/</sup>.

Si bien es claro que el funcionamiento de las economías sufrió grandes perturbaciones, la evidencia sobre el empleo es ambigua. En Austria, por ejemplo, el periodo de máxima inflación coincidió con un desempleo relativamente reducido. En Alemania, durante 1921 y 1922 el producto creció; en cambio, en el año siguiente la tasa de desempleo aumentó fuertemente <sup>46/</sup> y la producción industrial alcanzó un mínimo bien definido. Ha habido debates de los efectos de las grandes inflaciones sobre la actividad real <sup>47/</sup>. En especial, según algunas opiniones, la inflación habría contribuido en el caso alemán a aumentar las exportaciones (al menos hasta 1922, en que el tipo de cambio real tendía a crecer) y las inversiones, y causado que el producto tuviera una evolución más favorable que en países que intentaron políticas deflacionistas. Estos argumentos tienen una validez sólo parcial. La comparación con los casos en que los gobiernos intentaron volver a las paridades de preguerra probablemente afirma más sobre las consecuencias recesivas de esas políticas que sobre las posibilidades de lograr crecimientos a través de la inflación. Parecería, por otro lado, que, si se trata de discriminar los efectos debidos a la inflación por sí misma, la reacción de las exportaciones y la inversión en la primera fase del episodio alemán obedeció a rezagos transitorios en los precios relativos, difícilmente sostenibles. En todo caso, el análisis de la actividad real en las hiperinflaciones es especialmente complejo, porque requiere distinguir las consecuencias del crecimiento de los precios de las demás influencias (guerra o reconstrucción, ocupación militar, exigencias de transferir divisas al exterior) que se ejercían simultáneamente.

En cuanto a los salarios reales, no se observa un patrón bien definido. En Alemania, por ejemplo, pueden distinguirse varios periodos con tendencias bien diferenciadas. Aparentemente, los salarios se rezagaron hasta 1922, mientras que se habían recuperado en el periodo de máxima inflación, tal vez como resultado del uso de sistemas de ajustes cada vez más frecuentes. De cualquier modo, dentro de estos periodos parece haber habido una marcada variabilidad de corto plazo. Por otro lado, son bien conocidas las dificultades para medir con precisión las remuneraciones reales en condiciones de rápido crecimiento de los precios, lo que limita las inferencias que pueden extraerse de los datos <sup>48/</sup>.

Las grandes inflaciones estuvieron asociadas con grandes redistribuciones a través del deterioro en el valor real de las deudas. En los países europeos, la inflación siguió a un largo

período de estabilidad. Había entonces una gran masa de créditos a largo plazo y a interés fijo, que quedaron prácticamente anulados. Las políticas financieras también tuvieron efectos redistributivos; las empresas que tenían acceso a préstamos a tasas de interés mucho menores que la inflación se veían claramente favorecidas. Asimismo, es probable que hayan obtenido grandes beneficios los grupos que, por su manejo de recursos o su acceso a la información, podían sacar partido de las amplias fluctuaciones en los precios.

En el límite de la hiperinflación existían condiciones favorables para un freno brusco a los precios. Prácticamente habían desaparecido los contratos nominales: los créditos, los precios y los salarios ya no se fijaban en moneda local más allá de períodos extremadamente cortos. Es decir, quedaban muy pocas rigideces contractuales en los precios y en las operaciones financieras. Por otro lado, los gobiernos, que hasta entonces no habían podido financiar sus gastos sin recurrir a la emisión, ya no podían contar tampoco con ese medio, al haber caído drásticamente el valor de los saldos monetarios. La deuda pública interna emitida antes de la inflación con intereses nominales había alcanzado valores despreciables, de modo que su servicio ya no pesaba sobre las finanzas públicas. Algo similar ocurría con las deudas privadas, por lo que no existían presiones para una "licuación" ulterior. Al contraerse fuertemente el valor real de los activos financieros en moneda local, además, se reducían los incentivos para demandar políticas de crédito expansivas. Por otro lado, el desorden económico había llegado a un punto tal que la necesidad de una estabilización era generalmente aceptada.

De hecho, en todos los casos considerados, las inflaciones se cortaron súbitamente, en el lapso de pocas semanas o algunos meses. Casi sin excepción, las estabilizaciones se produjeron cuando los precios estaban creciendo a su máxima velocidad; no hubo por lo tanto "preanuncios" de las estabilizaciones, en el sentido de desaceleraciones visibles en los precios previas a ellas. Las siguientes secciones están dedicadas a analizar los programas de estabilización y el comportamiento de las economías una vez que ellos comenzaron a aplicarse.

#### 4. Los programas de estabilización

El abrupto quiebre de las hiperinflaciones plantea varias clases de preguntas:

- Las grandes inflaciones estuvieron sin duda asociadas con estados de fragilidad política. Por contraste, los programas de estabilización implicaron la utilización efectiva de numerosos instrumentos y, en general, un refuerzo apreciable de la capacidad de acción de las políticas. Surge naturalmente la pregunta

sobre qué circunstancias llevaron en cada caso al cambio de la política económica e hicieron posible que los gobiernos pudieran implementar sus programas. El tema es amplio, y escapa en buena medida al alcance de este trabajo; en todo caso, se tratará de hacer una rápida descripción del contexto de los programas.

- Desde un punto de vista temporal, se pueden distinguir varios periodos en el desarrollo de las estabilizaciones:

- . El efecto inicial. El problema principal es determinar a través de qué mecanismos se alcanza a poner freno a la inflación y de qué manera se modifican las expectativas del público.
- . La transición. Lo que se plantea aquí es cómo mantienen las políticas el control macroeconómico una vez que la inflación se ha reducido; es decir, cómo se corrigen eventuales desvíos y de qué modo se refuerzan las expectativas. También importa analizar la respuesta de la actividad real ante una brusca modificación en la tendencia de los precios.
- . La economía luego de la inflación. La pregunta es de qué manera se mantiene la estabilidad de precios y qué cambios se operan en la economía algún tiempo después de finalizada la hiperinflación. Un tratamiento de estos temas se difiere hasta la sección 5, donde se enfoca la sucesión de acontecimientos y de decisiones de política posterior al inicio de los programas.

- Las partes de un programa de estabilización tienen una vinculación lógica y también un orden de precedencia: algunas medidas son esenciales, mientras que otras son accesorias. Definir estas relaciones es probablemente el principal problema analítico que plantean las experiencias de estabilización. Esta sección está dedicada a una descripción de las condiciones en que se pusieron en marcha las estabilizaciones y a una discusión de sus elementos. Se trata de buscar los rasgos comunes a los distintos programas y de hacer un breve análisis de la función de las medidas aplicadas.

El marco político de las estabilizaciones varió según los países. Esto se refiere tanto a la orientación de los gobiernos que llevaron a cabo los programas 49/ como a los cambios políticos que precedieron a la estabilización: si bien en algunos casos hubo una neta ruptura institucional (China, con el derrumbe del régimen de Kuomintang; Grecia, con la ocupación británica en 1944) o cambios en la conducción del gobierno (Austria, Alemania), en otros no aparece a las claras un "hecho desencadenante". Sin embargo, en todas las instancias de paí-

ses derrotados en las guerras mundiales (y sujetos a reparaciones), acompañando a los programas hubo aclaraciones sobre algunas cuestiones de importancia referidas al status internacional de esos países 50/. También en estos casos, en algún momento (aunque no necesariamente en coincidencia con el lanzamiento de los programas de estabilización) se acordó un calendario definido para las reparaciones, con quitas respecto de los montos fijados anteriormente, y se negociaron créditos del exterior; como parte de varios de estos acuerdos, los países aceptaron que los acreedores supervisaran el diseño y la ejecución de las políticas 51/. De cualquier modo, ésta no fue una característica común a todas las estabilizaciones: en otros casos (Polonia y la URSS) los programas fueron aplicados sin financiamiento o participación externa.

En general, las administraciones económicas que aplicaron los programas de estabilización tuvieron poderes especiales para el manejo de la emergencia, más amplios que en circunstancias normales o en las inflaciones previas. Pero no siempre la turbulencia política y económica tuvo un final inmediato. De modo similar, si bien una de las principales características de las estabilizaciones fue la rápida aparición de signos definidos de un cambio en las líneas de política económica, no siempre todas las medidas de los programas se anunciaron conjuntamente, en un único acto.

El ejemplo alemán es ilustrativo en este sentido. En Agosto de 1923 cayó el gabinete Cuno, que había aplicado la política de resistencia a la ocupación del Ruhr. El nuevo gobierno, dirigido por Stressemann, se originó en una coalición de partidos de centro, que incluía en particular a la socialdemocracia. A fines de Septiembre, Stressemann anunció el final de la resistencia pasiva, luego de lo cual los industriales del Ruhr empezaron casi de inmediato negociaciones con los ocupantes para la reanudación de entregas de productos. A mediados de Octubre el Congreso otorgó plenos poderes al gobierno (en el que el anterior ministro de finanzas, socialdemócrata, ya había sido reemplazado por un miembro del Partido Popular, de centro-derecha).

El 15 de Octubre se decretó la creación de un nuevo banco de emisión, el Rentenbank, que se basaba, con algunas modificaciones, en un proyecto de las asociaciones de agricultores e industriales; el Rentenbank comenzaría a operar a mediados de Noviembre, sin remplazar al antiguo Banco Central (el Reichsbank), que, sin embargo, dejaría de otorgar préstamos al sector público. Unas semanas más tarde, el gobierno comunicó a la comisión de reparaciones su disposición para negociar un nuevo calendario de pagos, y se anunciaron medidas fiscales. A todo esto, los precios al por mayor crecieron casi un 30000% en Octubre y más de un 10000% en Noviembre. Simultáneamente, se pro-

ducían levantamientos de izquierda en dos provincias, mientras que la extrema derecha intentaba un golpe de estado desde Baviera. Esos movimientos fueron reprimidos por el ejército (cuya fidelidad al régimen republicano no había estado fuera de dudas). A fines de Noviembre renunció el gabinete Stressemann y los socialdemócratas pasaron a la oposición. (El nuevo gobierno incluía a los partidos de centro y centro derecha; el ministro de finanzas conservó su cartera). A fines de 1923 comenzaron las negociaciones entre los funcionarios alemanes y los expertos de la Comisión de Reparaciones; el Plan Dawes (que incluía disposiciones de política interna, entre ellas un nuevo estatuto para el Banco Central, y además establecía transferencias anuales por reparaciones) entró en vigencia a fines de 1924, nueve meses más tarde que la estabilización del tipo de cambio y de los precios.

Este episodio es interesante, por un lado, por el grado extremo de inestabilidad política que acompañó a los inicios del programa de estabilización: es probable que, en el momento, el público haya tenido dificultades en decidir si el "desorden hiperinflacionario" podría ser superado por el gobierno. Por otro lado, el programa consistió en una sucesión de medidas que, retrospectivamente, resultan complementarias, pero que no parecen haber sido tomadas como un "paquete" único. Es tanto más notable, por lo tanto, que los precios hayan respondido con rapidez (si bien no de modo inmediato), aún antes que hubieran terminado los tanteos de política económica.

Esto plantea nuevamente la pregunta acerca de los elementos centrales de los programas de estabilización y sobre los mecanismos que pusieron término a las inflaciones. Como es obvio, los distintos programas tuvieron características específicas en cada caso. Sin embargo, de su comparación surgen algunos rasgos comunes. A los efectos del análisis conviene considerar con algún detalle ciertos aspectos de todos o algunos de los programas: las medidas referidas al régimen monetario, la política fiscal, los cambios en las condiciones de pago de reparaciones al exterior o en el financiamiento externo, la política de precios y salarios y el tratamiento de los contratos en vigencia al momento de la estabilización.

a) Sistema monetario

La hiperinflación deja prácticamente fuera de uso al dinero. Estabilizar implica, en este sentido, restituir a la moneda las funciones que había perdido. Una de las medidas más espectaculares de ciertos programas fue el remplazo del signo monetario: el dinero en vías de desaparición dejaba lugar a otro que, se esperaba, mantendría su valor en el tiempo. Sin embargo, es claro que un cambio en la denominación de la moneda no puede por sí mismo tener efecto sobre el crecimiento de

los precios. De hecho, la reforma monetaria, en el sentido de la introducción de una nueva moneda, se realizó simultáneamente con el programa de estabilización en Polonia (1924) y en Hungría (1946) 52/. Por contraste, en Austria (1922) y en Hungría (1924), las nuevas denominaciones aparecieron cuando los precios se habían mantenido más o menos estables durante un tiempo relativamente largo. Alemania, nuevamente, fue un caso especial, porque el rentenmark circuló junto con el marco papel a una tasa de conversión fija (aunque no establecida legalmente). Por lo tanto, en todas estas instancias se trató de una estabilización de la "vieja moneda".

Una cuestión más sustantiva se refiere al modo en que el Banco Central determina la emisión de dinero. Independientemente de la teoría específica que se sostenga sobre el origen de la inflación, es evidente que en las hiperinflaciones hubo crecimientos extremadamente rápidos en la cantidad de dinero previamente a la estabilización. No es cierto (como se verá más adelante) que la expansión del stock de moneda se haya interrumpido antes o, ni siquiera, al mismo tiempo que se produjo el freno de los precios. Sin embargo, también es claro que no habría habido estabilización duradera si, en algún momento, no se hubiera desacelerado la emisión; en este sentido, se ha argumentado que la existencia de seguridades de algún tipo contra la sobreexpansión monetaria contribuyó a crear confianza en que ocurriría la estabilización y fue el factor crucial para que esta se produjera 53/. En general, los programas incluyeron reformas que modificaron sensiblemente la conducta del Banco Central.

En el período anterior a la primera guerra se había generalizado el sistema del patrón oro. Es natural que, luego de las grandes inflaciones de los veinte se haya identificado la estabilidad monetaria con un retorno a algún patrón similar. En Junio de 1924, Hungría ligó su moneda a la libra esterlina 54/, mientras que Austria estableció un patrón oro en 1922. El rentenmark alemán debía tener un valor equivalente al antiguo "marco oro"; el florín húngaro de 1946 también estaba definido en términos de oro. Sin embargo, sólo en algún caso aislado (como el húngaro de 1924) se estableció la convertibilidad de la moneda. En Austria, el programa de 1922 anunciaba que se autorizaría la libre conversión en oro, pero sólo cuando los créditos del Banco Central al gobierno se hubieran reducido por debajo de un límite prefijado. De un modo parecido, la reforma polaca de 1924 proclamaba la convertibilidad como objetivo, pero suspendía su aplicación. En cambio, en Hungría (1946) no se admitieron las operaciones en moneda extranjera de particulares; por el contrario, se daba un plazo para que todas las tenencias existentes fueran entregadas al Banco Central.

En síntesis, el establecimiento de un régimen de tipo de cambio fijo con garantía de conversión de la moneda en activos externos (a diferencia de una "estabilización de facto" del pre-

cio de las divisas) no fue una característica general de las estabilizaciones. Un rasgo común, sin embargo, fue la definición de algún tipo de cobertura para la moneda. En general, se requería al Banco Central mantener una cierta proporción de sus pasivos monetarios en forma de oro o divisas 55/. También se autorizaba el redescuento de papeles privados, pero se fijaba un monto máximo (nominal) de crédito al gobierno 56/; más allá de este límite, el sector público sólo obtendría dinero del Banco Central como contraparte de ventas de activos externos.

Estas disposiciones buscaban aumentar la aceptabilidad del dinero, separando la política monetaria del financiamiento al gobierno. Probablemente tenían un doble objetivo: fomentar las expectativas de estabilidad 57/ y, a más largo plazo, asegurar que no habría demandas sobre el Banco Central que llevaran a crecimientos excesivos en la cantidad de dinero. En rigor, una restricción legal a los créditos al sector público no parece una condición necesaria para una baja tasa de inflación: en principio, en economías en crecimiento o si por algún motivo aumenta la demanda de dinero, la monetización de deuda pública no tiene porqué ser inflacionaria; por otro lado, no es un hecho general que una tendencia más o menos estable en los precios se asocie con límites cuantitativos estrictos para la acción del Banco Central. Sin embargo, es probable que, especialmente después de una hiperinflación, una cierta garantía contra una sobreexpansión monetaria causada por la necesidad del financiamiento del gobierno sea importante para mejorar las perspectivas de estabilización. De cualquier modo, para que una regla monetaria de esa naturaleza pueda aplicarse efectivamente, hace falta que el sector público esté en condiciones de cubrir sus gastos sin recurrir al Banco Central 58/. Esto por supuesto restringe a la política fiscal: dado que el tamaño del mercado de crédito pone límites al stock de deuda, el gobierno debe manejarse de modo tal que no produzca déficits "crónicos" de magnitud excesiva 59/.

#### b) Política fiscal

Conjuntamente con el inicio de los programas de estabilización suele haber habido una reducción de ciertos gastos extraordinarios del gobierno tales como el financiamiento de la resistencia pasiva en el Ruhr en el caso alemán, o el fin de la guerra civil en el de China. En el mismo sentido, en algunos casos hubo alivios en los gastos de reparación u ocupación, que también afectaban a las finanzas públicas. Además, como rasgo general, los planes contuvieron disposiciones para reducir el déficit fiscal ordinario.

En Austria, por ejemplo, el protocolo firmado con los

acreedores incluía el compromiso por parte del gobierno de reducir gradualmente el empleo público en 100 mil personas, aumentar las tarifas de servicios públicos y aplicar nuevos impuestos. El programa húngaro de 1924 contemplaba medidas parecidas. En Alemania, un decreto de octubre de 1923 disponía una reducción del 25% en el número de empleados del gobierno; se despediría a todos los empleados temporarios y se aplicaría la jubilación obligatoria de los agentes mayores de 65 años. En Abril de 1924 habría una reducción adicional del 10% del empleo en la Administración. Además, hubo despidos en los ferrocarriles y en el correo. De modo similar, el programa húngaro de 1946 contemplaba una reducción del empleo en la administración pública, el ejército y la policía, y recortes salariales 60/. De todos modos, si bien la adopción de medidas para contraer los gastos públicos fue una característica común de los programas de estabilización, no siempre se observó una disminución efectiva (véase la sección 5).

Probablemente el aspecto más débil de las finanzas públicas durante las hiperinflaciones fue la reducida recaudación de impuestos. Como regla general, los programas de estabilización contuvieron medidas de varios tipos para aumentar los ingresos del gobierno: creación de nuevos impuestos, refuerzo de los ya existentes, alzas en las tarifas de servicios públicos. Teniendo en cuenta la diversidad de los países en cuanto a la experiencia previa del sistema impositivo y las distintas orientaciones políticas de los gobiernos, no es extraño que no aparezca un patrón común en cuanto al tipo de impuestos aplicados en las emergencias. Un problema válido para todo los casos, sin embargo, era la pérdida del valor real de los impuestos percibidos a causa de la inflación. Esto planteaba la opción de intentar reducir el efecto de los rezagos fiscales como forma de contribuir a la estabilización, o bien confiar en que, al frenarse los precios, habría de por sí un aumento en la recaudación. En algunos países se adoptó el primer camino. A partir de agosto de 1923, el gobierno alemán fue "valorizando" los impuestos, de modo que estos se cancelaron de acuerdo con el precio del marco oro 61/. Un método similar se ensayó en el programa polaco de 1924. En cambio, los planes de Austria (1922) y Hungría (1924) siguieron explícitamente el criterio alternativo: no hubo medidas especiales para ajustar los impuestos a la depreciación de la moneda, sino que se actuó en el supuesto de que el problema desaparecería una vez lograda la estabilización 62/.

Como se verá, la recuperación de la situación financiera de los gobiernos fue muy rápida: poco después del lanzamiento de los programas el déficit fiscal se había reducido fuertemente o había desaparecido. Sin duda, esto no se produjo solamente como consecuencia de la disminución de la inflación: hubo cambios a veces significativos en el manejo del sector público, que contrajeron gastos y reforzaron los ingresos. Sin

embargo, también es claro que los déficits tenían un significativo componente endógeno, que desapareció al conseguirse un éxito inicial en contener los precios 63/. Por otro lado, conviene insistir en que no se observa una precedencia definida de la reducción del déficit con respecto a la estabilización: si bien es probable que la perspectiva de ajustes en las cuentas del gobierno haya contribuido a modificar las previsiones de precios (y a reforzar la credibilidad de las medidas monetarias) no se aprecia que haya tenido que haber una contracción fiscal efectiva antes que los precios dejaran de crecer.

c) Reparaciones de guerra

Si bien esta no fue una característica general de las hiperinflaciones, varias de ellas, (especialmente aquella en Alemania de 1923 y Hungría luego de la segunda guerra) estuvieron estrechamente asociadas con la exigencia de gravosas transferencias al exterior. Las reparaciones no sólo aumentaban directamente los gastos públicos sino que también provocaban importantes efectos secundarios, ya que disminuían la capacidad tributaria y, cuando debían efectuarse transferencias en divisas, provocaban presiones sobre el mercado de cambios. La incidencia de las reparaciones no provenía exclusivamente de los pagos efectivamente realizados: la perspectiva de que el gobierno tendría que afrontar grandes obligaciones en el futuro probablemente contribuía a reforzar el clima de inestabilidad. Una estabilización exitosa (en la que el público "aceptaba" nuevamente el dinero local como un patrón de valor más o menos fijo) requería por lo tanto algo más que un alivio transitorio en los pagos (aunque también muy probablemente, menos que un "arreglo definitivo" de la cuestión de las reparaciones): algún signo creíble de que la carga de las transferencias no sería excesiva.

En algún momento de su diseño o su ejecución, todos los programas de estabilización contaron (en los casos en que eso era relevante) con acuerdos sobre las reparaciones. En el caso alemán, el plan Dawes establecía un calendario de pagos, más reducidos que los exigidos anteriormente, y definía un sistema para evitar que se produjeran grandes excesos de demanda de divisas en ocasión de las transferencias 64/. Unos días antes del lanzamiento del programa de estabilización en Hungría, por su parte, se definieron las reparaciones debidas a la URSS, Checoslovaquia y Yugoslavia en los siguientes años; la URSS, por otro lado, aceptó tomar acciones de una empresa carbonífera rumana como pago parcial de las reparaciones de 1946 y 1947. En el caso del programa húngaro de 1924, acordado con la Liga de las Naciones, se estableció que los acreedores suspenderían (condicionalmente a la aplicación del programa) el embargo preventivo que mantenían sobre los activos del país; los pagos por reparaciones, por otra parte, se empezarían a efectuar sola-

mente luego del período de reconstrucción 65/.

Ahora, si bien un arreglo del problema de las reparaciones (en cuanto a limitaciones a su monto y mayor certeza sobre los pagos a realizar) fue probablemente una condición necesaria para el sostenimiento de los programas de estabilización, no se deduce que este arreglo haya tenido que anticiparse a la desaceleración de los precios. En realidad, en los ejemplos considerados se observan secuencias de acontecimientos bastante diversas. Los anuncios sobre reparaciones en el caso húngaro (1924) ocurrieron en febrero, un mes antes de que se iniciara la estabilización de los precios y el tipo de cambio. En Hungría (1946), los acuerdos fueron casi simultáneos con el lanzamiento del programa. La estabilización austriaca parece haberse producido un poco antes de la firma de los protocolos de Ginebra en octubre de 1922 y varias semanas antes de la ratificación del tratado por el Parlamento y de la puesta en práctica de las medidas allí contenidas. Por contraste, la comisión Dawes empezó su trabajo en enero de 1924 y entregó su informe en abril de ese año, es decir, claramente con posterioridad a la estabilización alemana de fines de 1923.

En los ejemplos de Austria y Hungría, parece muy probable que los anuncios referidos a las reparaciones (o, incluso, la perspectiva de que habría avances en ese aspecto) contribuyeron a crear expectativas favorables para los planes de estabilización. El caso alemán ofrece una evidencia mucho más ambigua en este sentido. Por un lado, resulta claro que hacia octubre de 1923 (cuando se decidió la creación del Rentenmark y se adoptaron las medidas fiscales) había algunas señales que permitían esperar algún arreglo sobre las reparaciones. El gobierno alemán ya había abandonado la política de resistencia pasiva en el Ruhr, y anunciado que estaría dispuesto a reiniciar las transferencias si había un acuerdo sobre la capacidad de pago. La perspectiva de un colapso político y económico en Alemania creaba inquietud, especialmente en Gran Bretaña. En agosto, una nota del gobierno de ese país solicitaba la convocatoria de una comisión para estudiar los pagos que podían ser exigidos a Alemania y se manifestaba en contra de la ocupación permanente del Ruhr. El 30 de octubre, una carta de Smuts a Keynes afirmaba "los expertos empezarán una vez más la tarea de Sísifo y tratarán de determinar las cifras. Mi impresión es que los acontecimientos se están moviendo muy rápido y que contarán el nudo gordiano" 66/. En la medida en que ello reflejara una opinión relativamente generalizada, el público alemán podría haber esperado un acuerdo más o menos rápido. Sin embargo, la evolución del conflicto del Ruhr no parecía cerca de una solución precisa. En realidad, el abandono de la resistencia pasiva podía interpretarse como un signo de debilidad del gobierno alemán, ante la negativa francesa de aceptar cualquier arreglo que no implicara la reanudación plena de los pagos reclamados; un acuerdo

entre los gobiernos alemán y francés, que debía además tener el consentimiento de los poderosos industriales del Ruhr (uno de cuyos reclamos, obviamente resistido por los sindicatos, era la anulación de la jornada de ocho horas) no debía ser percibido como fácil de alcanzar. De hecho, las negociaciones fueron largas y trabajosas: todavía en diciembre de 1923, el gobierno francés estaba considerando planes para establecer un estado más o menos autónomo en Renania 67/.

Este episodio plantea nítidamente la duda sobre las expectativas que el público mantenía sobre la cuestión de las reparaciones en el momento de la estabilización y sobre la influencia de esas expectativas en el curso de los precios. Cabe tal vez una conclusión matizada: sin algún indicio sobre la posibilidad de un arreglo, es probable que tanto la estabilidad política como la perspectiva de un alto a la inflación habrían parecido poco creíbles, pero, al mismo tiempo, no era necesario que hubiera una solución bien definida sobre las reparaciones para que un programa de estabilización tuviera al menos un éxito provisorio.

d) Créditos de estabilización

La existencia de un apoyo financiero en divisas cumple una doble función. En primer lugar, permite alguna flexibilidad al manejo fiscal: el gobierno puede disponer de un cierto volumen de fondos sin recurrir al Banco Central. Segundo, las reservas en moneda extranjera permiten sostener el tipo de cambio. Esto era particularmente importante en programas como los considerados aquí en los que uno de los puntos principales era el mantenimiento del valor externo de la moneda (si bien no en todos los casos se anunció en forma explícita una paridad fija y permanente). Por lo tanto, es claro que cuanto más alto es el nivel inicial de reservas, también son más favorables las perspectivas de estabilización, porque la política cambiaria es más creíble (especialmente si se tiene en cuenta el reducido volumen de los saldos monetarios a la salida de una gran inflación) y se dispone de un margen para sortear perturbaciones transitorias sin afectar el resto del programa.

Sin embargo, también parece cierto que la existencia de créditos externos (o más generalmente la disponibilidad de reservas) no fue necesaria ni suficiente para que se iniciaran las estabilizaciones. Por un lado, a lo largo de las inflaciones se aprecian diversos episodios en los que la utilización de reservas (a veces relativamente abundantes) por parte del Banco Central tuvo efectos sólo temporarios. El ejemplo de la política de sostenimiento del marco a principios de 1923 (cuando el Banco Central consiguió reducir apreciablemente el tipo de cambio, pero tuvo que abandonar el intento después de pocas semanas) ilustra sobre las limitaciones de ese tipo de medidas

cuando las condiciones son desfavorables. Por otro lado, en varias instancias (Austria en 1922, Alemania), los créditos de estabilización fueron acordados con posterioridad al inicio de los programas. El programa polaco de 1924 es especialmente notable, porque obtuvo una estabilidad (transitoria) del tipo de cambio y de los precios sin créditos del exterior y con un volumen inicial de reservas muy reducido 68/.

e) Políticas de precios y tratamiento de los contratos

Aún cuando el control de la demanda agregada sea una condición necesaria para una estabilización exitosa, también hace falta que haya un ajuste suficientemente rápido en los precios. Cuando la tasa de crecimiento de los precios varía abruptamente, también se plantea el problema de los cambios en el valor real de las deudas denominadas en la moneda local.

En general, los programas de estabilización analizados no contuvieron medidas de control directo de precios o salarios; en ningún caso hubo disposiciones relativas a los contratos previamente establecidos en términos nominales. La única excepción al primer punto fue la del programa húngaro de 1946, en que se aplicaron controles de precios 69/.

Al interpretar estos hechos, conviene tener en cuenta que en las inflaciones más extremas desaparecen gran parte de los elementos que producen inercia en los precios y en los contratos de crédito. En el límite, prácticamente no se contrata en moneda local y los precios se reajustan con gran frecuencia, tomando como referencia, por ejemplo, la cotización de las divisas. Entonces, la estabilización de un precio clave como el tipo de cambio puede producir un freno casi inmediato al alza de los precios internos, mientras que el valor real de las deudas no se ve afectado significativamente.

f) Un resumen

En síntesis, los programas de estabilización implicaron marcados cambios en el manejo de política económica. En general, estos planes apuntaron a una estabilización completa de los precios, es decir, no se dirigieron a lograr reducciones graduales en el crecimiento de los precios ni tampoco a sostener tasas moderadas de inflación. La búsqueda de una estabilización abrupta probablemente haya respondido a las condiciones favorables generadas por la hiperinflación y también a que, de no haber una modificación en el régimen de políticas, la administración de un programa de desinflación lenta habría sido extremadamente difícil. En cuanto a la definición de un objetivo implícito de estabilidad de precios, ella reflejó tal vez la experiencia

de los períodos en que se aplicaron los programas, que llevaba a asociar a los estados de normalidad económica con una tendencia de precios absolutos más o menos constantes.

El contenido de los programas sugiere que éstos tuvieron tres elementos centrales: la definición de un nuevo régimen monetario; reformas en las finanzas públicas y el mantenimiento del tipo de cambio. En general, se produjeron modificaciones en el funcionamiento del Banco Central que, en especial, cortaron créditos al gobierno luego de una (a veces importante) emisión inicial. Esto se apoyaba en una reducción drástica en el déficit fiscal cuyo origen varió según los casos, pero que regularmente se basaba, del lado de los ingresos, en aumentos en las tasas de impuestos y en las tarifas públicas, introducción de nuevos impuestos y, en particular, en la eliminación del efecto de rezagos al caer la tasa de inflación. Un elemento importante de los programas, no sólo por su influencia directa sino también por su acción sobre las expectativas, fue la eliminación de gastos extraordinarios y, en los casos en que esa era relevante, la disminución de los compromisos de efectuar transferencias al exterior. Los programas también contuvieron medidas para contraer otros gastos, aunque no siempre se produjo una reducción efectiva. La fijación del tipo de cambio fue una característica general de los programas, pero no en la forma del anuncio de una paridad fija con convertibilidad de la moneda. Salvo alguna excepción, no se aplicaron políticas de ingresos y no hubo medidas referidas a los contratos en vigencia; esto parece consecuente con la ausencia casi completa de contratos nominales en condiciones de hiperinflación.

Es claro que el cambio en la política monetaria, la disminución del déficit fiscal y la fijación del precio de las divisas se reforzaban entre sí. Sin embargo, resultan menos evidente las condiciones que hicieron posible que esas políticas pudieran aplicarse. Por otro lado, queda la pregunta acerca de los mecanismos que dieron lugar a que las estabilizaciones tuvieran efecto y se sostuvieran, en especial porque la secuencia de acciones no fue la misma en todos los programas. Esta cuestión se discute en la sección siguiente.

##### 5. La administración de los programas y sus efectos

Que una economía pase rápidamente de un estado en que los precios crecen de hora en hora a otro de estabilidad es sin duda notable. El problema que plantean las estabilizaciones es explicar este fenómeno. Hay dos cuestiones centrales: qué elementos de los generalmente complejos programas fueron responsables de las estabilizaciones y hasta qué punto el resultado final es atribuible a un brusco cambio de expectativas (y, en ese caso, qué fue lo que lo produjo) o bien a reacciones ocu-

rridas sobre la marcha.

En las grandes inflaciones, como se vió, se desarrollaron mecanismos más o menos automáticos de fijación de precios y salarios vinculados con la cotización de las monedas extranjeras. Esto implica que a medida que la inflación se aceleraba, el tipo de cambio se convertía en una referencia central para la determinación de los precios nominales. Dicho de otra manera, no es que (en términos generales) los precios se ajustaran individualmente a las señales que producía cada mercado sino, más bien, que el conjunto de precios variaba en respuesta a los movimientos del tipo de cambio. Así como este arrastraba a los precios internos durante la inflación, las estabilizaciones fueron, antes que nada, estabilizaciones del valor de las monedas con respecto a las divisas, que produjeron con gran rapidez un corte en el crecimiento de los precios en general. Pero esta observación, si bien tiende a aclarar el modo en que se transmitían las estabilizaciones, deja abierta la duda sobre las causas del freno a la depreciación externa de la moneda y sobre aquellas que hicieron que esa estabilización resultara sostenible.

Los programas de estabilización incluyeron generalmente anuncios explícitos de cambios en el régimen de política económica: medidas tales como la suspensión de los créditos del Banco Central al gobierno, reformas fiscales o anuncios más o menos precisos de que se defendería una cierta paridad cambiaria, al margen de sus efectos concretos, parecen haber estado dirigidos a influir sobre las expectativas. Según algunas interpretaciones, el cambio brusco en las expectativas, alentado por señales claras de que la política actuaría sobre los factores inflacionarios "claves", explicaría buena parte del éxito inicial de los programas 70/. Estos análisis se basan en un modelo según el cual los precios dependen de la inflación esperada y de los excesos de demanda observados en los mercados. Además, se supone que las previsiones de precios se forman de acuerdo con el curso esperado de la demanda agregada. Entonces, un anuncio creíble de que el gobierno dejará de recurrir al financiamiento monetario (de manera que el público pueda confiar en que en algún momento, aunque no necesariamente de inmediato, se interrumpirá la expansión de la oferta de dinero) provocaría un ajuste inmediato de las expectativas y, a través de ellas, de los precios. La estabilización, según este argumento, podría ocurrir de golpe y sin implicar una caída apreciable en la producción o del empleo. Los estudios que siguen esta línea destacan el carácter súbito de las estabilizaciones (en algunos casos, incluso, previas al momento en que los programas se empezaron a aplicar) y el gran aumento de la demanda de dinero en el período inmediatamente posterior, y encuentran que ello sucedió a costas de recesiones breves y poco intensas. El punto crucial, en síntesis, sería una reforma de las finanzas públicas lo suficientemente bien definida como para modificar netamente las percepciones de los individuos: una vez producido esto, lo que

quedaría por hacer a la política económica sería llevar a la práctica sus anuncios de modo de convalidar las expectativas así formadas.

El argumento anterior pone énfasis sobre las medidas de política interna que inducen a los individuos a prever que se equilibrará el presupuesto. Otros análisis, que también le asignan gran importancia al cambio de las expectativas, destacan el efecto de los anuncios sobre pagos internacionales o sobre el otorgamiento de créditos externos. De acuerdo con esta interpretación la aparición de signos de un futuro alivio en las exigencias de reparaciones (en los países sujetos a estos pagos) o de un flujo de financiamiento internacional contribuyó de varias maneras a la estabilización <sup>71</sup>/. Por un lado, la perspectiva de menores presiones sobre la demanda de divisas habría influido directamente sobre el tipo de cambio. Además, la expectativa de mejores condiciones internas habría hecho más creíble la reducción del déficit fiscal, no sólo por su efecto directo (al disminuir el volumen de recursos necesarios para realizar transferencias o al aumentar el financiamiento disponible), sino también porque, al contar los gobiernos con un más claro reconocimiento internacional, el público podía esperar que ellos vieran reforzada su capacidad de control sobre sus finanzas y sobre la economía en general. Por otro lado, el aval externo habría facilitado la obtención de créditos privados e implicado un aumento en la riqueza percibida tanto de los estados como del conjunto de los agentes locales.

Sin duda, el vuelco de las expectativas fue un hecho esencial en las estabilizaciones. El neto corte en el crecimiento de los precios y el aumento en la demanda de dinero en plazos relativamente breves sugieren una modificación bien marcada en las actitudes del público. Parece razonable suponer que esto no habría ocurrido si, en cada caso, no hubiera habido signos de que las circunstancias que habían dado lugar a la hiperinflación iban a modificarse. Pero no es igualmente claro que los anuncios de cambios en la política o la perspectiva de mejores condiciones internacionales hayan sido suficientes para producir las estabilizaciones. El argumento basado en las expectativas sugiere que en algún momento se hizo evidente para los individuos que la inflación se había terminado; los hechos siguientes habrían simplemente convalidado estas previsiones. Esto supone que en esos momentos se unificaron varias condiciones: que los anuncios fueron considerados creíbles (en el sentido de que el público confió en que las acciones anunciadas por el gobierno o por otros países se llevarían a cabo), que esta credibilidad provocó una brusca modificación en las expectativas de precios y que, al cambiar las expectativas, los precios se ajustaron en consecuencia.

La experiencia de las estabilizaciones no parece confir-

mar enteramente esas hipótesis. Por una parte, no siempre los programas se definieron de una sola vez, sino que en algunos casos hubo significativos "tanteos" antes de que el curso de las políticas quedara más o menos fijado. Además, en la transición entre estados de gran desorden económico y otros de relativa estabilidad, es probable que la credibilidad de los anuncios haya sido limitada, aunque los gobiernos hayan tratado (y, en varios casos, conseguido con bastante éxito) de crear confianza en sus decisiones. Por otro lado, los vínculos entre la previsión de ciertas acciones de política económica y las expectativas de precios y entre estas y las conductas en los mercados, si bien indudablemente existen, son difusos. Por ello, no es sorprendente que los programas de estabilización hayan tenido que probarse en la práctica por algún tiempo antes de alcanzar resultados concluyentes. No parece que, en general, las estabilizaciones hayan ocurrido de una vez y para siempre: algunos comportamientos se acomodaron a la estabilidad en forma gradual y los temores de recaídas inflacionarias no se diluyeron de inmediato. Asimismo, las estabilizaciones no implicaron sólo una modificación en las tendencias de los precios; aunque las "crisis de estabilización" fueron tal vez poco intensas si se las contrasta con la magnitud del cambio en la tasa de inflación, de todos modos se pueden discernir apreciables efectos reales en esos episodios.

La administración de las políticas en estos episodios, por su parte, no puede reducirse a la aplicación de un diseño preestablecido. La gestión monetaria y fiscal, en particular, tenía que enfrentar decisiones que difícilmente podían resolverse de antemano: cómo reaccionar en el caso en que el déficit fiscal evolucionara de un modo que implicara conflictos entre las necesidades del gobierno y los anuncios sobre restricciones al financiamiento del Banco Central; cuál debería ser la medida de la expansión monetaria dado que, si las expectativas de precios se ajustaban, una política demasiado contractiva podía frustrar la demanda de mayores saldos reales y afectar a la actividad, pero, al mismo tiempo, un crecimiento excesivo de la cantidad de dinero podía poner en peligro la estabilización. El caso alemán ilustra con bastante claridad acerca de estos dilemas. Una descripción más o menos detallada de este episodio, además, permite observar las características de una transición especialmente compleja.

En noviembre de 1923, cuando se introdujo el Rentenmark, la situación política estaba lejos de ser clara. No sólo el gobierno era débil sino que, incluso, no estaba bien definido quién conduciría la estabilización: además del Ministro de Finanzas, con responsabilidad sobre el manejo fiscal, las autoridades en materia monetaria incluían al presidente del antiguo Reichsbank (hasta su muerte el 20 de noviembre de 1923, pocos días después del comienzo del programa), el directorio del re-

cién creado Rentenbank y el nuevo Comisionado para la Moneda, H. Schacht. Con el tiempo quedó claro que Schacht (que anteriormente se había manifestado con claridad en favor del retorno al patrón oro) tendría una influencia decisiva, especialmente después de su nombramiento como presidente del Reichsbank. Desde el punto de vista presupuestario, la suspensión de la resistencia pasiva, el nombramiento de la comisión internacional para estudiar las reparaciones y las medidas anunciadas para reducir gastos y aumentar la recaudación sin duda habían cambiado las previsiones que el público podría haber realizado unos meses antes. Pero el equilibrio fiscal no era, de ningún modo, dado por supuesto. El mismo ministro Luther creía que el lanzamiento del rentenmark había sido "como construir una casa empezando desde el techo"; en forma más precisa, Schacht decía que "en esos primeros días nadie en Renania creía en la estabilización 72/. Es decir, la evidencia sobre las expectativas es claramente contradictoria. Probablemente haya habido una amplia gama de previsiones. En promedio, parecería que el programa contó con algunas anticipaciones favorables, aunque en un principio no demasiado sólidas.

Inicialmente, se planteaban varios problemas urgentes para la política. Primero, debía descubrirse cómo recibiría el público a los nuevos Rentenmarks 73/. Segundo, tenía que definirse la tasa de conversión de la vieja y la nueva moneda, lo cual (dado que el rentenmark sería convertible en bonos con cláusula oro), equivalía a determinar el tipo de cambio del antiguo marco. Tercero, había que graduar la política monetaria de modo de estabilizar el tipo de cambio y los precios; quedaba la incógnita sobre qué tasa de interés sería compatible con eso. Cuarto, debía verse si el gobierno conseguía mantenerse dentro de los límites de financiamiento establecidos, y qué conducta se adoptaría en el caso en que los adelantos hechos por el Rentenbank no alcanzaran a cubrir los requerimientos de la Tesorería.

En los primeros días, se notó una demanda muy intensa por la nueva moneda. En parte, eso se debió a que el tipo de cambio oficial, de 150 mil millones de marcos papel por marco oro 74/ (o rentenmark) estaba muy por debajo del paralelo (que, el 12 de noviembre de 1923 oscilaba alrededor de 950 mil millones, es decir seis veces sobre el valor del tipo de cambio oficial). Por lo tanto, los individuos que recibieran rentenmarks podían tener la casi seguridad de una ganancia de capital. En una semana, el gobierno fue produciendo una sucesión de grandes devaluaciones hasta que el 20 de noviembre se llegó a una paridad de 4.2 billones de marcos por dólar, o un rentenmark por cada billón de marcos papel 75/. Es decir, el tipo de cambio oficial creció casi siete veces en una semana; probablemente también aumentaron los precios en proporción similar. El programa, por lo tanto, comenzó con una intensa inflación.

Mientras tanto, el tipo de cambio paralelo también había aumentado rápidamente: el 20 de noviembre el dólar se cotizaba 2.8 veces por encima del valor oficial. Eso mostraría una falta de confianza bien definida en que el valor del marco podría ser sostenido. Sin embargo, el precio del dólar en Colonia (en la zona ocupada por los franceses) se redujo hasta que el 10 de diciembre desapareció la brecha entre ambos tipos de cambio.

En el interín, el Banco Central había decidido ensayar una política de restricción monetaria. De hecho, hay indicaciones de falta de liquidez en el primer período del programa: no sólo por la caída en el tipo de cambio paralelo luego del 20 de noviembre, sino también por la magnitud de la tasa de interés: a fines de noviembre, se cobraban tasas del 10% diario; a fines de diciembre (cuando ya los precios se habían estabilizado) la tasa sólo había disminuído al 1% diario. En otras palabras, los intereses reales eran extremadamente altos. Al mismo tiempo, la información disponible muestra un gran aumento en la oferta monetaria: entre el 15 de noviembre y el 30 de diciembre de 1923, los medios de pago en marcos papel, sumados a los rentenmark puestos en circulación crecieron más de un 1000% (80% entre fines de noviembre y diciembre ) 76/.

Parte de la explicación para esos comportamientos aparentemente contradictorios podría encontrarse en la política con respecto al "dinero de emergencia". Como se vió, hacia el final de la hiperinflación, además del dinero propiamente dicho, estaba en circulación un apreciable volumen de otros instrumentos que funcionaban de hecho como medio de pago. Algunos eran emitidos directamente por el gobierno o instituciones estatales: los bonos con garantía oro (que existían en denominaciones pequeñas, con la intención explícita de que fueran utilizados para efectuar pagos) y las notas de los ferrocarriles, con una cláusula de ajuste similar 77/. Además, una gran variedad de instituciones (autoridades municipales, empresas privadas) había comenzado a producir instrumentos cuasi-monetarios. Hasta la estabilización, el Banco Central había estimulado la creación de ese dinero paralelo, al aceptarlo como medio de pago y convertirlo libremente en marcos. Se estimaba que, a mediados de noviembre de 1923, ese cuasi dinero había alcanzado un volumen similar al de la circulación de marcos papel (Schacht, op. cit., pág. 106); había, además, un stock del mismo orden de magnitud de bonos oro. El 17 de noviembre, el Banco Central suspendió la recepción de dinero de emergencia en sus sucursales y exigió que los emisores rescataran los papeles que estuvieran en poder del Banco Central. De este modo se buscaba limitar la circulación de dinero paralelo e, implícitamente, aumentar la demanda por marcos. La medida afectó principalmente a la zona de Renania (donde, aparentemente se había extendido el uso de moneda sustituta y, además, operaba un activo mercado paralelo de cambios). Es posible que, además del efecto inmediato, el mantenimiento de esa política a pesar de la fuerte oposición de

los industriales haya reforzado la credibilidad de la paridad cambiaria 78/.

Resultaría, entonces, que los datos sobre el stock de dinero sobreestiman la expansión monetaria porque no tienen en cuenta el desplazamiento del dinero de emergencia. Además, la gran devaluación de los primeros días, a través de su efecto sobre los precios, tendía a aumentar los requerimientos de dinero. Por otro lado, el público aparentemente mostró una cierta confianza en la solidez del Rentenmark, lo que tendía a disminuir la velocidad de circulación de la nueva moneda. En conjunto, esas razones podrían explicar la existencia de síntomas de restricción monetaria, aún para una oferta de dinero en rápido crecimiento. Cuando esas condiciones se reflejaron en la caída en el tipo de cambio paralelo y en el aumento de las reservas del Banco Central hubo sin duda un efecto apreciable sobre las expectativas, que reforzaba la tendencia a la estabilización 79/.

Un hecho notable de este episodio fue la rápida respuesta de los precios. El índice de precios mayoristas aumentó "sólo" un 70% en diciembre de 1923 (en comparación con 10000% en noviembre); dado que se comparan promedios mensuales, esa cifra incorpora un significativo efecto de arrastre. De hecho, una estadística elaborada por un diario de Frankfurt mostraba una declinación (absoluta) del 5% en los precios entre fines de noviembre y mediados de diciembre de 1923, y de otro 7% en el mes siguiente (Bresciani-Turroni, pág. 350). Ya se ha hecho notar que una de las características del período fue la gran volatilidad en la tasa de crecimiento de los precios: en marzo de 1923, por ejemplo, también se había producido una breve deflación mientras se aplicó la política de sostener el marco luego de la ocupación del Ruhr. Esta falta de inercia en los movimientos de los precios se explica sin duda por la frecuencia de los ajustes requerida por la propia inflación. La muy extendida dolarización contribuía además a acelerar la transmisión de las condiciones monetarias a los precios: las variaciones en el tipo de cambio daban lugar muy rápidamente a modificaciones en todos los precios que lo tomaban como referencia. Estas circunstancias, que (conviene insistir) resultan específicas a períodos de hiperinflación, dieron un efecto casi inmediato a la restricción monetaria.

Sin embargo, todavía no era evidente que ese resultado podría mantenerse. El gobierno había utilizado con gran rapidez los adelantos que le había hecho el Rentenbank antes de suspenderse los créditos del Banco Central al sector público. Aún después de haber adelantado el vencimiento de algunos impuestos, el Tesoro temía no estar en condiciones de atender el pago de salarios de diciembre del 23. Hubo una solicitud por nuevos créditos, que el Rentenbank rechazó el 20 de ese mes: todo el peso

recaía entonces en la capacidad del gobierno para eliminar efectivamente el déficit. En realidad, la reducción del gasto y (especialmente) el aumento de los ingresos se comenzaron a apreciar claramente a partir de enero de 1924: el gobierno obtuvo un superávit operativo, que continuó a todo lo largo del año.

En síntesis, durante las primeras semanas del programa de estabilización, el gobierno tuvo que enfrentar una variedad de decisiones: la devaluación, el anuncio de la política de retirar el dinero de emergencia, el nombramiento de un nuevo presidente del Banco Central, la negativa a acomodar al Tesoro con más financiamiento monetario que el previsto, la reacción de las autoridades fiscales frente a esa negativa. Retrospectivamente, esas decisiones parecen haberse reforzado entre sí, de forma que se produjo una estabilización rápida. Este resultado no estaba "predeterminado" por los anuncios iniciales: es muy probable que, partiendo de un estado de limitada confianza, la credibilidad de la política haya crecido rápidamente en esas semanas. Por otro lado, esto no dejó de tener costos, visibles en particular en las tasas de interés extremadamente altas en comparación con el crecimiento efectivo de los precios.

Los problemas no desaparecieron en 1924, aunque cambiaron de carácter. La situación fiscal, en especial, mejoró notablemente: la desaparición de los gastos extraordinarios y el notable aumento de la recaudación impositiva produjeron un superávit en las cuentas del gobierno. En enero de 1924, por otro lado, comenzaron a reunirse las comisiones que debían determinar los futuros pagos por reparaciones y que en abril propusieron el plan Dawes. Esto tendía a normalizar el tema de las transferencias y si bien el plan Dawes fue motivo de controversia en Alemania. A principios del año, en cambio, no se había definido la situación del Ruhr y continuaba la disputa sobre la jornada de ocho horas, que iba a terminar con la derrota de los sindicatos. En lo inmediato, una cuestión urgente era el manejo de la política monetaria.

Aunque el gobierno había conseguido suspender la demanda de préstamos adicionales, el crédito al sector privado había aumentado fuertemente en los primeros meses de 1924, al acomodar el Banco Central la intensa presión por mayor financiamiento, especialmente por parte de los agricultores: entre diciembre de 1923 y marzo de 1924, el monto de los descuentos del Reichsbank creció más de cinco veces 80/. Al mismo tiempo, aparecieron presiones (aún solo incipientes) sobre el tipo de cambio paralelo y los precios mientras aumentaba la demanda de divisas en el mercado oficial 81/. Para las autoridades del Banco Central, esto significaba que la expansión monetaria se había adelantado al aumento de la demanda de dinero y que, de no interrumpirse la tendencia, podría desencadenarse una nueva inflación 82/. Partiendo de ese juicio, en abril se decidió la suspensión total de los nuevos créditos al sector privado:

los descuentos se reanudarían sólo por el monto de los repagos de préstamos que se fueran produciendo. La súbita contracción del crédito tuvo un efecto inmediato. Por un lado, se produjo un brusco aumento en la tasa de interés. El costo de los préstamos de muy corto plazo, que era de alrededor del 30% anual, llegó en un momento a cerca del 80%. Simultáneamente se redujo el tipo de cambio paralelo y disminuyó la presión sobre las reservas internacionales del Banco Central. También parece haber existido una intensa liquidación de inventarios de bienes, que se reflejó en la caída en los precios mayoristas (7% entre abril y julio de 1924). Por otro lado, hubo un brusco aumento en el número de quiebras, acompañado por una reducción en el empleo, que duró algunos meses <sup>83/</sup>.

La drástica política de contracción del crédito causó intensas protestas, aunque no lo suficientemente fuertes como para exigir un cambio en la administración monetaria. A lo largo de 1924, por otro lado, se fueron relajando gradualmente las medidas de racionamiento del crédito (que se mantuvieron en vigencia hasta setiembre de 1925). Además, luego de la firma de los acuerdos de Londres, que establecieron el plan Dawes en agosto de 1924, se produjeron grandes ingresos de capitales <sup>84/</sup>; estos contribuyeron a normalizar la situación financiera, mientras se creaba un exceso de oferta de divisas al tipo de cambio oficial. Los precios mostraron todavía algunas oscilaciones: entre julio y diciembre, los precios mayoristas crecieron en promedio alrededor del 2% mensual. En ese momento, sin embargo, las expectativas de mantenimiento de la estabilización parecen haber sido sólidas: los movimientos de los precios se percibían como hechos esporádicos que no definían una nueva tendencia inflacionaria.

El Plan Dawes contribuyó muy probablemente a reforzar esas expectativas. Si bien las reparaciones exigidas eran todavía elevadas, había algunos elementos que podían hacer esperar que ellas no producirían grandes perturbaciones. Se habían arreglado créditos del exterior y se estableció que las transferencias por reparaciones se harían de manera de no crear presiones en el mercado de divisas; de un modo más difuso, ese acuerdo señalaba el interés de algunos de los aliados (especialmente EEUU y Gran Bretaña) en evitar costos excesivos para la economía alemana. Desde el punto de vista monetario, el Plan Dawes consagraba al Reichsbank como la única autoridad y preveía el rescate gradual de las monedas emitidas por otros entes (particularmente el Rentenbank). De las discusiones que se produjeron a ese respecto, dos tienen especial interés. La primera se refiere a la constitución del directorio del Reichsbank: mientras que los expertos pedían que se separara explícitamente a ese banco del gobierno y se admitieran directores extranjeros, los funcionarios alemanes insistían en que se mantuviera alguna vinculación con el gobierno y que la administración fuera exclusivamente local. Por otro lado, la Comisión Dawes recomendaba

un rápido establecimiento de la convertibilidad oro del marco. El Reichsbank aceptaba el principio del patrón oro pero, en cambio, pretendía demorar la puesta en práctica de la plena convertibilidad. En ambas instancias el arreglo definitivo se basó en la posición alemana.

En aproximadamente un año, por lo tanto, la estabilización alemana se había consolidado: las expectativas de una nueva inflación parecían haberse atenuado; el Banco Central había recuperado el control sobre la oferta monetaria y, especialmente después que el plan Dawes había aclarado el problema de las reparaciones, el gobierno parecía estar en condiciones de mantener el equilibrio fiscal. Esto no se produjo en un solo acto; en cambio, resultó de una secuencia de acciones de política económica y de negociaciones internacionales. Por otro lado, la adaptación de la economía a la estabilidad de precios fue gradual, como lo sugiere, el comportamiento de las tasas de interés y la evolución de las prácticas de fijación de precios y salarios 85/. Una vez producida la estabilización, además, la política económica pudo actuar sin restricciones demasiado estrictas: el aumento de la recaudación impositiva permitió una recuperación de los gastos públicos y hubo un significativo ingreso de préstamos del exterior que facilitó la realización de las transferencias previstas en el Plan Dawes y, en general, el financiamiento de una mayor demanda interna 86/.

El caso alemán sugiere que no es suficiente que se obtenga un efecto inicial para que la estabilización pueda mantenerse. Esta impresión se refuerza con la observación de otros programas, que enfrentaron dificultades después de algún tiempo de aplicación. Un ejemplo es la experiencia polaca de 1924. A principios de ese año se anunció un plan basado en un ajuste fiscal (incluyendo la aplicación de un impuesto de emergencia al capital), la limitación de los créditos del Banco Central al gobierno y el mantenimiento del tipo de cambio. Este programa no contó con financiamiento externo y el Banco Central partió con un nivel muy reducido de reservas internacionales. En los primeros días, el gobierno debió utilizar esas reservas para frenar la depreciación de la moneda. Esa operación dio resultado y, a lo largo de 1924, los precios se estabilizaron y el déficit fiscal se redujo apreciablemente. Pero esta primera estabilización resultó frágil. Una mala cosecha provocó un exceso de demanda de divisas y la recaudación impositiva fue menor de lo esperado. El gobierno recurrió a la colocación de títulos públicos y a la emisión de billetes de baja denominación (para los que no se aplicaba el límite legal al financiamiento monetario). Hacia fines de 1924, los precios volvieron a crecer, no a una velocidad similar a la de la hiperinflación previa, pero de modo apreciable 87/. Al mismo tiempo, la política económica sufría presiones por el aumento del desempleo (atribuible en parte a una guerra de aranceles de importación con Alemania). El gobierno debió permitir un ascenso del

tipo de cambio (que se elevó alrededor del 70% hasta mediados de 1926); este período, según Yeager (op. cit., pág. 70) estuvo marcado por un gran número de quiebras y conflictos sociales. En 1926, las condiciones externas mejoraron, porque aumentó el precio internacional del carbón, debido a una larga huelga en Inglaterra. Esto permitió que se recuperara la actividad y probablemente ayudó a la política de aumentos de impuestos y desindexación salarial aplicada a mediados de 1926, que interrumpió la caída del tipo de cambio. Entre el primer intento relativamente exitoso y la estabilización sostenida, por lo tanto, transcurrieron más de dos años. Las fluctuaciones en los precios y en la política económica fueron aún más marcadas en el episodio griego de 1945-1946 (véase Makinen (1984)), en el que la estabilización se alcanzó después de dos ensayos fallidos. Estos casos muestran que las estabilizaciones no se sostienen de modo automático y que, especialmente en sus primeras etapas, dos programas pueden ser puestos en peligro por shocks extremos o presiones internas. Por contraste, aún cuando la recaída inflacionaria fue bien marcada en el episodio polaco, éste sugiere que una vez producido un efecto inicial, no hay una disyuntiva clara entre una completa estabilidad y un retorno a la hiperinflación: el repunte de la tasa de inflación no llegó a valores extremos y fue posteriormente revertido.

La respuesta de la actividad real y del empleo en las estabilizaciones fue diversa. En Alemania, de acuerdo con algunos indicadores, durante 1924 se produjo un crecimiento de la producción con respecto a los muy deprimidos valores de 1923: el índice de volumen físico de la producción per cápita, por ejemplo, aumentó en más de un 44%. Esta comparación está claramente afectada por la grave dislocación de la economía que coincidió con la última parte de la hiperinflación. Parecería exagerado afirmar que la estabilización tuvo un efecto expansivo; en todo caso, la recesión tendió a aliviarse, a medida que la economía se normalizaba después del desorden de 1923. Los datos sobre empleo industrial muestran un panorama similar. A todo lo largo de 1923 y, especialmente, en la última parte del año se había producido un fuerte aumento del desempleo: en el cuarto trimestre, casi el 25% de los afiliados a los sindicatos no estaban ocupados (en comparación con 2% en 1922 y 1.5% en 1921). En la primera parte de 1924 hubo un apreciable aumento del empleo, que se frenó temporariamente (tal vez como respuesta a la contracción del crédito); la tendencia creciente se continuó después de algunos meses, de modo que a fines de año la tasa de desempleo (todavía elevada) se había reducido a un 10%. La evidencia de los otros casos muestra generalmente aumentos del desempleo. Su magnitud fue variable: en Polonia y Austria, por ejemplo, parece haber habido recesiones relativamente intensas, mientras que en el caso de Hungría (1924) los datos no sugieren una desocupación de gran magnitud.

Estas diferencias se relacionan probablemente con el estado de cada una de las economías antes de su estabilización. De todos modos, sería de esperar que la interrupción de un muy rápido crecimiento de los precios afecte a la actividad real de diversas formas. Por un lado, al frenarse la inflación se facilitan las transacciones; esto, de por sí, tiene un efecto expansivo. Pero, por otra parte, la estabilización implica una reorientación del producto: desaparece el incentivo para minimizar las tenencias de dinero (y, por lo tanto, disminuye la rentabilidad de las actividades que sirven a ese propósito), se reducen fuertemente los diferenciales de rendimiento ligados a rigideces institucionales (tales como los subsidios implícitos en la fijación de ciertas tasas de interés) y la competencia de precios se vuelve más efectiva. Además, al cortarse la inflación pueden provocarse dificultades para empresas con una posición financiera débil o que se hayan organizado para aprovechar la gran inestabilidad de precios. Por lo tanto, ciertas actividades o grupos de empresas se verían inducidas a contraer su actividad al producirse la estabilización. Esto se manifestaría en crisis o recesiones sectoriales que, en la medida en que otros sectores no perciban inmediatamente una señal para expandirse, pueden reflejarse en la actividad agregada. Desde el punto de vista fiscal, el aumento de los ingresos explícitos del gobierno o la reducción de los gastos asociados con la disminución del déficit tienen un efecto contractivo sobre la demanda; en cambio, al detenerse la desvalorización de la moneda mejora la capacidad adquisitiva de los grupos más expuestos al impuesto inflacionario. El manejo monetario plantea un problema: si bien, como se ha visto, los precios responden típicamente de modo flexible al frenarse las hiperinflaciones, no resulta fácil para las autoridades conocer la medida del aumento de la demanda de dinero, de forma que el crecimiento de la oferta no sea insuficiente ni excesivo; si la política se orienta en un sentido de reforzar la estabilización, puede haber un período de dureza monetaria en el que la demanda de bienes se mantiene restringida. Por otro lado, cuando existen dudas sobre el carácter permanente de la estabilidad de precios, es posible que las tasas nominales de interés permanezcan altas. No está claro que, si esto refleja expectativas inflacionarias aun no disipadas, la tasa de interés sea percibida ex-ante como un desaliento para el gasto. Sin embargo, la reconstitución de los mercados de crédito y del capital de trabajo de las empresas puede implicar que el costo real de los préstamos sea elevado por un tiempo. Parece difícil establecer un signo definido para el efecto de ese conjunto de influencias sobre el producto agregado, aunque sí resulta probable que las estabilizaciones estén asociadas con cambios significativos en la actividad de ciertos sectores.

El caso alemán puede nuevamente servir como ilustración. Ya se ha visto que en 1924 la producción se recuperó a

partir de valores muy bajos. En esto probablemente influyó mucho la normalización de la actividad en las zonas industriales del Ruhr y también, probablemente, la propia estabilización, que contribuyó a regularizar la oferta. Pero la recuperación no se produjo sin sobresaltos. Las tasas de interés fueron, en especial durante los primeros meses del programa, marcadamente superiores a la variación observada de los precios. Al menos inicialmente, ello sin duda reflejaba previsiones de inflación o devaluación todavía intensas. Sin embargo, si bien las tasas nominales declinaron rápidamente, el ajuste fue incompleto, aun después que las expectativas de inflación parecen haberse atenuado. Es probable que haya habido factores reales que elevaban el costo del crédito; en particular, la escasez de capital operativo de las empresas parece haber elevado la demanda de préstamos una vez que se produjo la estabilización. Por otro lado, a mediados de 1924, la política de restricción del crédito actuó con toda intensidad. En este período, la actividad declinó nuevamente, en particular en las industrias de bienes de capital 88/. El mercado de crédito se fue descomprimiendo gradualmente, a medida que ingresaban cuantiosos fondos del exterior y se iba relajando la política monetaria. Además, aunque los ingresos tributarios del gobierno mostraron un fuerte aumento, los gastos no se redujeron significativamente (si se descuenta el efecto de los gastos extraordinarios efectuados en 1923) y fueron creciendo con el tiempo 89/. El producto se recuperó hacia fines de 1924 y en los años siguientes. De cualquier modo, en algunos sectores la "crisis de estabilización" fue aguda, y se observó un gran aumento en el número de quiebras y cierres de establecimientos. También se produjo la ruptura de algunos grandes grupos empresarios y la formación de otros 90/. Por otro lado, parece haber habido una generalizada tendencia a la "racionalización" de la industria. Es decir, más allá de su efecto directo sobre el producto global, la estabilización estuvo acompañada por variaciones apreciables en la composición sectorial de la actividad y en la organización de la industria.

Las hiperinflaciones implicaron no solo perturbaciones en el sistema de transacciones y en la asignación de recursos, sino también importantes transferencias de riqueza: las deudas contraídas en términos nominales con anterioridad a las grandes alzas de precios perdieron prácticamente todo su valor. Esto favoreció a los gobiernos, porque eliminó la carga de los servicios de la deuda pública a largo plazo, y también a muchos deudores privados. Obviamente, los acreedores se mostraron disconformes con esa redistribución. En Alemania, en particular, a todo lo largo de la inflación se sucedieron los reclamos por una "revalorización" de las deudas. Hasta 1923, las cortes de justicia continuaron aplicando el principio de mantener el valor nominal de las obligaciones; gradualmente, sin embargo, se fueron admitiendo revalorizaciones parciales. Este cambio

de criterio provocó numerosos litigios. En febrero de 1924 el gobierno alemán sancionó un decreto de emergencia, que establecía un aumento en el valor de las deudas hipotecarias hasta un 15% de su valor original en marcos oro. Aparentemente, este decreto se aplicó con dificultades; la controversia al respecto continuó hasta que en 1925 dos leyes fijaron una revalorización de las hipotecas (a un 25% del valor original) y de la deuda pública (véase Schacht, op. cit., pág. 212-214). Es decir, después de la estabilización, el gobierno se vió llevado a legislar sobre las transferencias producidas por la inflación. En cambio, no se planteó el problema simétrico de las posibles pérdidas de los deudores al frenarse bruscamente el crecimiento de los precios. Esto se debió probablemente a la intensidad de la inflación previa que, como se ha visto, redujo al mínimo el plazo de contratación de los créditos en moneda local.

#### NOTAS

1/ El término "hiperinflación" no está bien definido en la literatura. En ocasiones se lo utiliza para representar casos en que la tasa de aumento de precios supera algún límite cuantitativo (típicamente, del 50% mensual). Sin embargo, a menudo no está claro qué clase de quiebre en el comportamiento económico está implícito en esas cifras. Una definición alternativa, tal vez más útil, aunque tampoco precisa, sería la de aplicar el término a aquellos países en que el uso de la moneda nacional como medio de pago ha casi cesado (o tiende a cesar rápidamente). Por supuesto, esto se vincula con la velocidad de la inflación. En este sentido, puede ser relevante la generalización de Keynes (1923, pág. 48) sobre la base de las grandes inflaciones de los años veinte: "La experiencia reciente en todos lados parece mostrar que es posible inflar un 100 por ciento cada tres meses sin destruir totalmente el uso del dinero en las transacciones minoristas, pero que sólo se puede incurrir en mayores tasas de inflación a riesgo de un colapso total". De cualquier modo, en este trabajo se utiliza el calificativo de hiperinflación en forma puramente convencional, para designar a los casos considerados.

2/ Véase FMI: Estadísticas Financieras Internacionales, Anuario 1985.

3/ El caso mejor estudiado es, sin duda, el de Alemania después de la Primera Guerra. Por este motivo, aquí se hacen generalmente referencias más abundantes a este episodio. Los otros casos considerados fueron: Austria (1919/22), Hungría (1919/24), Polonia (1919/27), URSS (1919/24), China (1945/49), Grecia (1944/46) y Hungría (1945/46).

4/ Por ejemplo: en China, los precios habían crecido por encima del 200% anual durante cinco años antes de la hiperinflación de 1949; por contraste, en 1944, año previo a la inflación más alta que se haya registrado, el aumento de precios en Hungría fue inferior al 25% anual.

5/ Los datos han sido tomados de Bresciani-Turroni (1937).

6/ La asociación entre inflaciones extremadamente altas y crisis de los sistemas políticos ha sido enfatizada por Aglietta y Orléan (1982) y Llach, Gerchunoff y Canavese (1985).

7/ Austria y Hungría en los años veinte acababan de formarse como países separados (y en el momento de máxima infla-

ción, no tenían todavía fronteras reconocidas internacionalmente); como naciones derrotadas en la Primera Guerra debieron (a diferencia de otros países surgidos del Imperio Austro-Húngaro, como Checoslovaquia) afrontar pagos de reparaciones cuyo monto y plazo no se habían especificado. En Austria existía una fuerte corriente favorable a la unión política con Alemania. Hungría había atravesado un período de convulsión en 1919: un gobierno monárquico había sido reemplazado por una república bolchevique, a la que sucedió (después de una invasión rumana) el régimen dictatorial del Almirante Horthy. Polonia era también un estado de reciente creación (a partir de regiones que habían pertenecido a tres imperios distintos), cuyo territorio había sido devastado durante la Primera Guerra y que, inmediatamente después de su surgimiento se había enfrentado en una intensa guerra con la URSS. En Alemania, luego de la derrota de 1918 se habían sucedido los conflictos políticos: la aceptación del régimen de Weimar era lejos de ser general. Por otro lado, el Tratado de Versalles había impuesto gravosos pagos por reparaciones y gastos de ocupación, cuyo incumplimiento podía dar lugar a ocupaciones adicionales de territorio. La hiperinflación griega se produjo hacia fines de la Segunda Guerra, en un período de transición posterior a la ocupación alemana, cuando el gobierno nacional no estaba totalmente reconstituido. China registró una inflación del orden del 200% anual durante su guerra con Japón, que se acentuó en el período posterior de guerra civil. Hungría luego de la 2a. Guerra estaba ocupada y tenía un gobierno dividido; los costos por reparaciones y gastos de ocupación representaban una parte importante del presupuesto público.

8/ Estas hipótesis se debatían en el momento mismo de la inflación. La diferencia entre los argumentos no era sólo analítica, sino que también implicaba posiciones muy distintas sobre la responsabilidad que debía atribuirse a los acreedores externos y a las autoridades nacionales por el surgimiento de la inflación y sobre las posibles formas de estabilización. Por ese motivo se ha hablado de una "visión alemana" de esa inflación por contraste con la "visión aliada" (J. Robinson (1938)).

9/ El tratado de Versalles estableció el principio de que Alemania era responsable por la Guerra y debía efectuar reparaciones a los aliados (en especial a Francia). En Abril de 1921 la Comisión de Reparaciones fijó los montos a pagar; anteriormente, Alemania había realizado transferencias de propiedad y adelantado algunos pagos. El valor total de las reparaciones exigidas en 1921 era de 132 mil millones de marcos oro (el marco oro era una unidad de cuenta ligada al dólar); la cifra de las reparaciones se ha estimado en alrededor de la mitad de la riqueza total de Alemania (Graham (1930, pág. 31)). Esa suma se transferiría en pagos anuales de 2 mil millones de marcos oro más el 26% de las exportaciones (como referencia, las exportaciones alemanas del período 1921-23 fueron, de alrededor

de 5000 millones de marcos oro por año) y el ingreso nacional podría estimarse en unos 37000 millones de marcos oro.

10/ "La depreciación del marco fue causada por las cargas excesivas impuestas a Alemania y por la política de violencia adoptada por Francia. El aumento de los precios de todos los productos importados era provocado por la depreciación en términos de divisas extranjeras; luego seguía el aumento generalizado de los precios internos y los salarios, una mayor necesidad de medios de pago del público y el Estado, mayor demanda sobre el Reichsbank (Banco Central) por parte de las empresas y el gobierno y el aumento de la emisión de marcos papel. Contra una difundida opinión, el comienzo de la cadena de causas y efectos no era la inflación (monetaria) sino la depreciación del marco; la inflación no era la causa del aumento de los precios y del tipo de cambio sino que la depreciación del marco causaba el aumento de los precios y de la circulación monetaria". Hellferich, citado por Bresciani-Turroni (1937, pág. 45).

11/ Laursen y Pedersen (1964). J. Robinson (1938) también pone énfasis sobre el aumento de los salarios.

12/ Bresciani-Turroni (1937), Yeager et al (1981), Sargent (1982).

13/ Esto puede ser cierto aún si la cantidad de dinero permanece constante. Si aumentan las transferencias al exterior, se esperaría una caída en la demanda de dinero debida a la reducción en los bienes disponibles y a un aumento en la tasa de interés (dado que la realización de los pagos implicaría una mayor demanda de crédito). Por lo tanto, aún si todos los ajustes fueran de equilibrio habría no sólo un crecimiento del tipo de cambio nominal (si este flota), sino un movimiento ascendente del conjunto de los precios.

14/ Keynes opinaba que Alemania no habría estado de ningún modo en condiciones de atender los pagos por reparaciones que exigían los aliados, porque la magnitud de las transferencias excedía la capacidad de generar un superávit en el balance comercial y también la capacidad fiscal: "No hay probablemente ningún caso en que una nación industrial sin nuevos recursos para explotar haya alcanzado un superávit comercial de más de 20 millones de libras por año. Por lo tanto, aún una cifra de 1000 a 2000 millones de marcos oro es una seria exageración - quinientos millones estaría más cerca de lo posible... Las conferencias de reparaciones de los últimos tres años entre los Primeros Ministros de Francia e Inglaterra podrían parecer al investigador futuro entre los episodios históricos más frívolos y poco lúcidos, protagonizados por los estadistas más ciegos. Perdemos nuestro tiempo con tonterías mientras se preparan grandes acontecimientos" (1978, Vol. XVIII, pág. 42). En una carta al presidente del Reichsbank, en enero de 1923, Keynes insistía

sobre la conexión entre las reparaciones y el déficit fiscal:  
"La primera cuestión es si un plan de estabilización para el marco es posible en la actualidad. Soy de la opinión de que en ausencia de una moratoria no es posible, pero con una moratoria, que desafortunadamente no parece probable ahora, sería posible... No me impresionan los argumentos sobre el balance de pagos. En cambio, sí me impresionan los argumentos sobre el presupuesto. Es por esta razón que, en ausencia de una moratoria, la situación me parece sin salida. Pero si se acepta una moratoria, no veo obstáculos insuperables al equilibrio fiscal" (1978, Vol. XVIII, pág. 66-67).

15/ Los modelos del tipo de los de Cagan (1956), Sargent y Wallace (1973) sugieren la existencia de una demanda de dinero con las propiedades usuales a lo largo de la hiperinflación y dan argumentos contra la hipótesis de una "huída autogenerada de la moneda", pero no resuelven el problema, porque difícilmente explican importantes movimientos episódicos en los precios (como aquéllos asociados a los pagos de transferencias) y dejan abierta la cuestión de las causas de la acelerada emisión de moneda.

16/ Un análisis de diversos casos de grandes inflaciones, que incluye referencias a la cuestión fiscal puede encontrarse en Liga de las Naciones (1946), Sargent (1982) y Yeager (1981).

17/ "El problema ferroviario era agudo en Polonia, un país que había sufrido una considerable devastación. Los ferrocarriles polacos habían quedado en muy malas condiciones después de la guerra; además, eran parte de tres sistemas no relacionados, y debían construirse muchas nuevas líneas para crear una red coherente, en especial, luego de la incorporación de la Alta Silesia a la República Polaca en Junio de 1922. Consecuentemente, la inflación polaca parecería haberse debido en gran medida al gasto en los ferrocarriles". (Liga de las Naciones (1946, pág. 4)).

18/ En el caso húngaro posterior a la Primera Guerra, el tratado de paz con los aliados imponía el pago de reparaciones, pero su monto no había sido establecido. De todos modos, si bien no se efectuaban pagos, la Comisión de Reparaciones tenía derecho de apropiarse de activos para realizar transferencias: "... esto podría compararse con una tasa marginal de impuestos del 100%... Esa circunstancia hacía prácticamente imposible el acceso al crédito internacional, y debilitaba los incentivos para estabilizar, dado que la Comisión de Reparaciones podía tomar los recursos que se obtuvieran por impuestos o préstamos". (Yeager et al. (1981, pág. 53)).

19/ En Hungría, por ejemplo, en 1921 se estableció un conjunto de nuevos impuestos, incluyendo un impuesto al capital

del 20%. Por unos meses, y aparentemente como resultado de esta política, se produjo una breve estabilización: el tipo de cambio disminuyó en más de un 50% entre enero y mayo de ese año. Pero, por un lado, el objetivo de política era extremadamente ambicioso (volver a la antigua paridad de la moneda austro-húngara) y, por otro, la recaudación resultó menor que la esperada, mientras que el gobierno no pudo obtener créditos externos. Por último, el intento fue abandonado. El caso polaco fué similar. En 1921 se estableció un impuesto al capital y se anunciaron recortes presupuestarios. Los créditos al gobierno se desaceleraron notoriamente, y los precios disminuyeron entre octubre de 1921 y febrero de 1922. Sin embargo, simultáneamente hubo un fuerte aumento del desempleo y grandes protestas ante los intentos por reducir los salarios nominales. Al mismo tiempo, una vez pasado el efecto de la recaudación del impuesto al capital, se manifestó nuevamente un desequilibrio en las cuentas del gobierno. El ensayo de estabilización se dejó de lado rápidamente: entre mayo y julio de 1922 los precios crecieron nuevamente a un ritmo del orden del 15% mensual. Véase Liga de las Naciones (1946), Yeager et al. (1981).

20/ Erzberger era un dirigente del partido del Centro Católico, integrante de un gobierno de coalición que incluía al partido socialdemócrata.

21/ Graham (1930, pág. 37). El sistema establecido por esta reforma era particularmente vulnerable a la inflación, porque las bases impositivas estaban en general fijadas en marcos papel.

22/ Bresciani-Turroni (1937, pág. 55/57) evaluaba muy críticamente la reforma Erzberger: "Era una verdadera maraña de impuestos... inspirados en parte por concepciones demagógicas - Erzberger había proclamado que en la Alemania del futuro no habría más ricos - los impuestos encontraron una viva oposición de las clases propietarias. Las tasas excesivamente altas estimulaban la evasión y la fuga de capitales... Habría sido posible salvar al marco si el gobierno hubiera tomado medidas enérgicas para restablecer el equilibrio del presupuesto en lugar de permitir que las letras de tesorería fueran descontadas libremente en el Reichsbank". Por contraste véase la afirmación de Graham (1930, pág. 37): "Todo hace suponer que, dejando de lado las imposiciones del Tratado de Versailles, el presupuesto podría haberse equilibrado y la inflación puesta bajo control... Si se ignora el déficit de los ferrocarriles (que fue eliminado el año siguiente, aunque reapareció más tarde), la relación entre ingresos y gastos internos fue del 91% en 1921, lo que se compara favorablemente con lo logrado en la mayor parte de los países victoriosos". Pero: "Los gastos debidos al tratado eran prácticamente iguales a todos los demás juntos. A menos que el progreso en las finanzas públicas pudiera seguir en forma sostenida, los signos escritos en la pared

eran claros y evidentes".

23/Maier (1975, pág. 248-249) describe así la posición del gobierno alemán: "(El Canciller Wirth) alentaba la "política de cumplimiento", aunque también creía que a la larga el pago de las reparaciones era imposible, independientemente de cuántos impuestos adicionales se pudieran aplicar... El gobierno de Berlín esperaba que su aceptación de las reparaciones persuadiría a los Aliados y a la Liga de las Naciones a que le asignaran a Alemania los territorios dispuestos de Alta Silesia... El periodo del gobierno de Wirth resultó entonces uno de constante tensión (entre) los industriales y los socialistas, entre una retórica de cumplimiento y un esfuerzo constante para evadir las reparaciones, entre la búsqueda de la reforma fiscal y la resignada aceptación de la inevitable inflación. La cuestión financiera estaba en el centro de esas frustraciones... Si Wirth no empezaba a resolver la cuestión fiscal, los Aliados no darían nuevos plazos para los pagos. Equilibrar el presupuesto era necesario, sea para atender las reparaciones o para ganar una ampliación de los plazos. Pero la cuestión financiera planteaba nuevamente los conflictos sociales básicos del Reich, y Wirth se mostró incapaz de resolverlos en forma durable".

24/ Alemania realizó un pago de 1000 millones de marcos oro (alrededor del 20% de las exportaciones anuales) en septiembre de 1921, tal como lo requería el ultimátum de Londres. Sin embargo, el gobierno alemán manifestaba no estar en condiciones de atender los pagos siguientes; por otro lado, la pérdida de Alta Silesia (que la Liga de las Naciones había decidido entregar a Polonia) debilitaba la "política de cumplimiento". La actitud de los países acreedores no era homogénea: mientras que Francia exigía un cumplimiento estricto (en parte porque las reparaciones alemanas le eran necesarias para resolver su propio problema fiscal), Inglaterra parecía dispuesta a hacer algunas concesiones.

25/ Maier (1975, pág. 295) estima que el producido del empréstito fue de sólo un 5% de los 1000 millones de marcos oro propuestos en principio.

26/ En particular, ya en 1922 se planteaba como condición que se modificara el régimen de la jornada de ocho horas (Maier (1975, pág. 298)). Los industriales afirmaban, además, que no podía encararse un arreglo del problema fiscal hasta que no se hubieran reducido las reparaciones. Algunos importantes grupos industriales, por otro lado, parecían considerar que una estabilización (que podía implicar una apreciación real de la moneda) sería contraria a sus intereses.

27/ En 1922 y principios de 1923 hubo algunos cambios en la administración de impuestos y tarifas para reducir el efecto del rezago (Bresciani-Turroni, pág. 69/70), pero no tuvieron un

resultado apreciable. Para algunos comentaristas la flaqueza del sistema fiscal era deliberada. "Las evidentes lagunas han promovido, en Alemania y en el extranjero esta interpretación malevolente de que la técnica legislativa perseguía un objetivo, dejando voluntariamente abiertas ... escapatorias... que prometían a los contribuyentes escapar a la red fiscal". (Grosbuis (1934), citado por Aglietta y Orléan (1982, pág. 187)). En Francia, en especial, era común la opinión de que la ruptura de su propio aparato fiscal era un método utilizado por Alemania para evadir el pago de las reparaciones. Schacht (1957 pág. 55) reconoce la existencia del argumento, pero niega enfáticamente que la inflación haya sido "voluntaria".

28/ En los comienzos de las inflaciones europeas, que siguieron a un largo período de estabilidad, este mecanismo parece haber actuado a la inversa. En el caso alemán, por ejemplo, hasta 1921, una parte significativa del público (en el país y en el exterior) parece haber anticipado una revalorización del marco y, por lo tanto, estaba dispuesta a acumular saldos en esa moneda con lo que hacía más sencillo el manejo fiscal y del balance de pagos: "A falta de créditos externos, fue el hecho de que los extranjeros, más confiados en el futuro de Alemania que los alemanes mismos, tomaron voluntariamente marcos papel, lo que hizo posible hacer grandes compras en el exterior. En un cierto sentido hay que admitir entonces que la emisión de papel moneda ayudó a Alemania a superar la crisis de posguerra..." (Bresciani-Turroni (1937, pág. 52)).

29/ La tasa de descuento era del 6% anual en julio de 1922 y de 90% anual en septiembre de 1923 (el crecimiento mensual de los precios al por mayor en esos meses fue del 45% y 2400% respectivamente). Entre 1921 y mediados de 1922, los papeles privados en poder del Reichsbank representaban alrededor del 2% de los títulos públicos en el activo del Banco; en mayo de 1923, la relación había subido al 50% (Aglietta y Orléan (1975, pág. 206)). La opinión de Keynes sobre el manejo monetario en Alemania era bien definida: "Es necesario admitir que el fracaso del Primer Ministro Cuno en controlar la incompetencia en el Tesoro y en el Reichsbank debía producir ese resultado (la hiperinflación). En este catastrófico período, los responsables de la política financiera de Alemania no hicieron ni una sola cosa juiciosa ni mostraron la menor apreciación de lo que estaba ocurriendo. Los beneficios de la emisión de moneda ni siquiera eran monopolizados por el gobierno y el Sr. Havenstein (el Presidente del Reichsbank) siguió permitiendo que los bancos participaran en esas ganancias al descontar sus pagarés en el Reichsbank a tasas muy por debajo de la depreciación. Sólo en agosto de 1923 el Reichsbank empezó a requerir que los prestatarios pagaran parte de la pérdida debida a la depreciación de los marcos prestados..." (1923, pág. 51).

30/Bresciani-Turroni (op. cit. pág. 82) describe así la actitud del Reichsbank a fines de 1923: "... Por un buen tiempo, el Reichsbank -habiendo adoptado la idea fatalista de que la expansión monetaria era la consecuencia inevitable de la depreciación del marco- consideró que su principal tarea era, no regular la circulación, sino producir las cantidades crecientes de papel moneda que requerían los aumentos de precios. Se dedicó especialmente a la organización, en gran escala, de la producción de marcos papel. Hacia octubre de 1923, el papel especial usado en los billetes se producía en treinta fábricas... Uno de los documentos más extraordinarios de la historia de la inflación alemana es un memorándum del Reichsbank, publicado en los diarios del 25 de octubre de 1923. Allí el instituto emisor anunciaba que en ese día se habían sellado billetes por valor de 120.000 billones (un billón =  $10^{12}$ ), pero la demanda había sido de alrededor de un trillón ( $10^{18}$ ). El Reichsbank se comprometía a hacer todo lo posible para satisfacer la demanda y expresaba la esperanza de que hacia fines de semana la producción podría alcanzar a medio trillón por día".

31/ Aglietta y Orléan han argumentado que la descentralización de la emisión monetaria y la consiguiente pérdida del rol central del dinero nacional es uno de los hechos principales de las hiperinflaciones. En referencia al caso alemán: "... los gobiernos provinciales, los municipios, las cámaras de comercio, las asociaciones de industriales y aún ciertos comerciantes privados emitían monedas de "urgencia"... Por todos lados surgían papeles multicolores, monedas válidas sólo en un radio estrecho, ... que se aceptaban por necesidad. Las empresas privadas también participaban en el juego y, para pagar a sus obreros fabricaban ellas mismas su moneda" (op. cit, pág. 217).

32/ Por ejemplo: para Alemania puede estimarse que a fines de 1918 el circulante representaba alrededor de un 25% del ingreso; el coeficiente de liquidez se redujo a cerca del 6% en junio de 1922 (al comenzar la fase más aguda de la inflación) y a 0.5% en noviembre de 1923 (véase el apéndice estadístico ...). En Hungría se llegó a un límite todavía más extremo en julio de 1946: la circulación monetaria podría haberse comprado con 23000 dólares al tipo de cambio del mercado oficial, o con 2300 dólares al del mercado paralelo (Bomberger y Makinen (1983)).

33/ Bresciani-Turroni (op cit pág. 61) da una vívida descripción del papel del dólar en Alemania de 1922, es decir, antes de que se produjera el "estallido" final de la inflación: "La cantidad de gente cuyos intereses se favorecían por la continua depreciación del marco crecía día a día. No sólo las grandes industrias y firmas comerciales, sino también grupos muy numerosos de inversores atesoraban divisas. Los pensamientos de

todos, desde los grandes capitanes de industria a las modestas dactilógrafas, estaban concentrados en el tipo de cambio y la cara del ciudadano común se iluminaba con una sonrisa complaciente cuando el boletín diario, ansiosamente esperado, revelaba a su mirada codiciosa un aumento en el valor del dólar, mientras que se oscurecía si la cotización mostraba una mejora del marco". En un párrafo muy conocido, Keynes (1923, pág. 41) describe así la huida del dinero: "En Moscú, la negativa a mantener dinero excepto por el tiempo más corto posible alcanzó en un momento una intensidad fantástica. Si un almacenero vendía una libra de queso, corría con los rublos tan rápido como le permitían las piernas al Mercado Central para reponer sus inventarios y cambiar nuevamente su dinero por queso, no fuera que los billetes perdieran su valor antes que él llegara. De este modo, justificaba a los economistas en llamar al fenómeno "velocidad de circulación"! En Viena, en el período del colapso aparecieron espontáneamente casas de cambio en cada esquina en las que uno podía cambiar sus coronas en francos suizos a los pocos minutos de recibirlas y evitar así el riesgo de perder durante el tiempo que tomaría llegar a un banco. Una observación común era que una persona prudente que fuera a tomar cerveza haría bien en pedir un segundo vaso al mismo tiempo, aunque fuera a tomarlo tibio, porque en el interín el precio podría haber subido". Estos comentarios están basados, por supuesto, en simples impresiones. Sin embargo, parece claro que los comportamientos deben sufrir cambios a veces sorprendentes cuando, como sucedió en Alemania en noviembre de 1923, los precios se multiplicaban por más de 100 en un mes (lo que implica un crecimiento cercano al 3% por hora, si el mes tiene 22 días hábiles y el día ocho horas utilizables para remarcar!).

34/ Este experimento está descrito en Bomberger y Makinen (1980). En una escala menor, también el "bono oro" emitido por el gobierno alemán en 1923 funcionó como medio de pago.

35/Schacht (1927, pág. 66) señala: "Los comerciantes buscaban cualquier medio para protegerse de la continua depreciación. Las "escalas móviles" de precios se hicieron comunes antes de que terminara 1922. Ellas se construían por la adición de suplementos calculados sobre los precios de las divisas, o por multiplicación por algún coeficiente basado en números índices o por algún otro método que, se suponía implicaría algo así como un valor estable. Hacia fines de 1922, sin embargo, un gran número de industriales empezó a demandar el pago en moneda extranjera. Cuando todavía se cotizaban precios en marcos, se revisaban a intervalos cada vez más cortos. Junto con las "escalas móviles" de precios, en 1922 aparecieron las "escalas móviles" de salarios".

36/ En un momento dado durante la inflación alemana de 1923, un grupo de fabricantes hacía los siguientes descuentos sobre los precios de lista: 20% por pago en bonos con garantía oro, 30% si el pago era en letras de tesorería en dólares, 45% si era en moneda extranjera. Un decreto de la policía de Hamburgo autorizaba a los comerciantes a aplicar un recargo del 30% en las ventas en marcos papel (véase Bresciani-Turroni (op. cit. pág. 124)).

37/ Hacia fines de 1922 las convenciones salariales en muy pocos casos duraban más de seis semanas (el período promedio era mucho menor); el período máximo se había acortado a dos semanas a mediados de 1923 (véase Graham (1930, pág. 91)).

38/ Bresciani-Turroni (op. cit., pág. 310). No está claro cuál era el método para calcular el valor de la "compensación", porque desde el momento en que se observaba el error de estimación y el del pago de salarios había un rezago.

39/ Bresciani-Turroni (op. cit., pág. 303). En el episodio húngaro de 1946, los salarios se pagaban diariamente: los trabajadores tenían derecho a solicitar el pago antes de la hora de cierre de los bancos (de modo de poder colocar el dinero en depósitos con indexación diaria) o, en caso contrario, podían exigir el pago al día siguiente, corregido por la variación del índice diario de costo de vida. Véase Bomberger y Makinen (1983).

40/ Véase Schacht (op. cit., pág. 78).

41/ "... la adaptación de los precios internos al tipo de cambio tendió a volverse automática, esto es, los precios en (marcos) papel eran el resultado de dos factores: los precios básicos y el multiplicador, el índice que variaba en relación más o menos estricta con el tipo de cambio". (Bresciani-Turroni (op. cit., pág. 136)). Véase también Lopes (1984).

42/ En Alemania, por ejemplo, una estimación de la variabilidad del costo de vida entre distintas localidades mostraba un aumento desde un 8.2% en septiembre de 1921 a 17.6% en junio de 1923 y 30% en septiembre de 1923. (Bresciani-Turroni, op. cit., pág. 128).

43/ En Hungría (julio de 1946), el gobierno se vio obligado a decretar que los negocios de productos alimenticios debían permanecer abiertos después de la hora de cierre de los bancos (si bien en este horario no estarían obligados a recibir moneda nacional). Para el caso alemán, también pueden mostrarse referencias a negativas de concretar ventas por parte de los agricultores e industriales y a la realización de horarios reducidos en el comercio minorista. Véase Bomberger y Makinen (1983) y Bresciani-Turroni (op. cit., pág. 174).

44/ "La organización vertical es hija de nuestro tiempo. Cuando uno no tiene ni dinero ni mercadería, se organiza verticalmente para economizar dinero y materias primas concentrando la producción con el mínimo de recursos". Stinnes, citado por Aglietta y Orléan (op. cit., pág. 217).

45/ El caso ya mencionado de los cambistas callejeros en Austria es particularmente ilustrativo. En Alemania, entre 1919 y 1925, la cantidad de sociedades anónimas dedicadas al comercio pasaron del 10% al 30% del total de compañías. En 1923 se establecieron más bancos que en los cinco años anteriores considerados en conjunto. En un año, el empleo de los principales bancos era cuatro veces mayor que en 1914 y más del doble que en 1919, cuando al mismo tiempo el valor real de préstamos y depósitos era mucho más reducido (en 1924 se observó una tendencia opuesta: aumentó el volumen de las operaciones, mientras que el empleo se contrajo en forma abrupta). La relación entre el personal directamente vinculado a la producción y aquel destinado a otras tareas en la empresa Siemens era de casi 2 a 1 en 1913 y de 1.3 a 1 en 1923. Véase Bresciani-Turroni (op. cit., pág. 216-217).

46/ En julio de 1922, un 0.6% de los miembros de los sindicatos estaba desempleado y un 0.8% parcialmente ocupado, las cifras equivalentes en octubre de 1923 eran de 19% y 47%, respectivamente. (Graham 1930, pág. 317).

47/ Laursen y Pedersen (1964) sostienen que en términos generales, la inflación alemana tuvo una influencia positiva en el producto. Bresciani-Turroni insiste más en las consecuencias desfavorables. Graham parece inclinarse más por la primera alternativa, si bien con reservas: "En lo que hace a la producción, las estadísticas no sostienen la opinión de que los males de la inflación fueron otros que males distributivos. La producción interna, en su conjunto, parece haber sido mayor de lo que habría sido si la moneda hubiera estado basada sólidamente en el oro"; pero: "hay opinión unánime de que en las fases finales de la inflación alemana, la depreciación de la moneda fue, por decir poco, un desaliento al esfuerzo productivo" (op. cit., pág. 317, 320).

48/ En alta inflación, el poder adquisitivo del ingreso depende mucho del momento preciso en que se recibe el pago y de la forma en que se gasta. (Véase, por ejemplo Bresciani-Turroni (op. cit., pág. 302), donde se argumenta a favor de deflactar los salarios por los precios del período siguiente a aquel en el que fueron devengados, aunque también se señalan las dificultades para precisar el "momento medio" del gasto. Cuando la inflación alcanza la magnitud que tuvo en la última parte del episodio alemán, además, las estadísticas de salarios y precios pierden mucho de su contenido de información: si los precios varían de hora en hora, por ejemplo, aún en

Indices diarios pueden tener un sesgo apreciable.

49/ Los ejemplos incluyen a regímenes socialistas (URSS, China), gobiernos dictatoriales de derecha (Hungría 1924), así como a gobiernos de distinto tipo surgidos de elecciones (Alemania 1923, Austria 1922, Polonia 1924, Hungría 1946: en los primeros casos, los gobiernos tenían tendencia de centro o conservadora; en el último, había una fuerte influencia comunista).

50/ En 1921, varios plebiscitos locales realizados en Austria habían resultado favorables a la unión con Alemania, lo cual creó tensiones con Francia. Como parte del acuerdo de estabilización de 1922, Gran Bretaña, Italia, Francia y Checoslovaquia reafirmaban la independencia de Austria; en cambio, este país renunciaba por 20 años a la unión con Alemania. Un protocolo similar firmado en 1924 garantizó la independencia de Hungría en sus fronteras del tratado de Trianon. En el caso alemán, en octubre de 1923 el gobierno abandonó la política de resistencia pasiva en el Ruhr (ocupado por Francia para asegurarse "garantías productivas" del pago de reparaciones) y se manifestó dispuesto a reanudar las transferencias una vez que se examinara su capacidad de pago. Unos días antes de la estabilización húngara de 1946 se conoció un proyecto de tratado de paz (con el acuerdo en principio de los EEUU, la URSS y Gran Bretaña), que mantenía las fronteras previas a la guerra y establecía la continuación de la ocupación soviética. Véase Liga de las Naciones (1946), Maier (1975), Sargent (1982), Yeager et al. (1981), Bomberger y Makinen (1983).

51/ Austria y Hungría (1924) aceptaron la presencia de un Comisionado General (designado por la Sociedad de las Naciones), que controlaría el cumplimiento de los compromisos de reforma monetaria y fiscal. El plan Dawes (concertado en 1924, unos meses después de la estabilización alemana) establecía un Agente General de Reparaciones, con autoridad para supervisar la política económica. En Hungría, luego de la segunda guerra, las autoridades de ocupación tenían un apreciable control sobre las acciones del gobierno.

52/ Recuérdese que en este último caso, la antigua moneda, el pengő, había alcanzado un valor prácticamente nulo al final de la hiperinflación. La reforma monetaria introdujo una nueva unidad (el florín) en reemplazo, tanto del pengő, como del dinero indexado (el pengő fiscal).

53/ Véase Sargent (1982).

54/ Esa fue una condición impuesta por Gran Bretaña para participar en el otorgamiento de los préstamos de estabilización. Véase Sargent (1982, pág. 64).

55/ El Rentenmark alemán tenía una cobertura distinta. Según la propuesta original, las asociaciones de empresarios constituirían el Rentenbank (del cual serían propietarios y administradores) pero éste contaría con sanción oficial. Las empresas emitirían bonos con garantía hipotecaria. El dinero creado por el banco (rentenmarks) sería convertible en bonos; los marcos papel, a su vez, serían convertibles a una tasa fija en rentenmarks. El antiguo Banco Central (Reichsbank) suspendería la extensión de financiamiento al gobierno. El Rentenbank otorgaría un crédito al sector público, contra el levantamiento de un impuesto extraordinario decretado en Agosto de 1923. Este proyecto, de hecho, implicaba dejar en manos de los propietarios del Rentenmark el control del sistema monetario. Finalmente, el mecanismo aplicado retuvo la convertibilidad en bonos y la interrupción de la compra de títulos públicos por el Reichsbank, pero limitó apreciablemente la independencia del Rentenbank. Asimismo, no hubo una tasa legal de conversión de marcos papel (nótese que, en la primera propuesta, los bonos hipotecarios deberían servir de cobertura, en los hechos, tanto a los "viejos" como a los "nuevos" marcos) y los rentenmarks no fueron de curso forzoso. De cualquier modo, este sistema operó sólo durante un tiempo: en 1924 se reformó el antiguo Banco Central, según líneas convencionales definidas por la comisión Dawes, y los rentenmarks fueron absorbidos gradualmente. Para una discusión de las propuestas que originaron la creación del Rentenbak véase Schacht (op. cit., pág. 77-78).

56/ Prácticamente en todos los casos, los programas de estabilización contemplaban una extensión inicial de financiamiento al gobierno, para cubrir sus necesidades en un período de transición. En el caso alemán, por ejemplo, el límite de crédito del recientemente creado Rentenbak al gobierno fue fijado en 1200 millones de marcos oro, es decir, alrededor del 3% del ingreso nacional y el triple de la circulación de billetes del Reichsbank al 30 de noviembre de 1923.

57/ Nótese, sin embargo, que no siempre las reformas al Banco Central precedieron a la ruptura de la tendencia inflacionaria. En Hungría, por ejemplo el Banco Nacional fue establecido en junio de 1924 (como resultado de una decisión adoptada en abril) mientras que, ya en ese último mes, los precios habían aumentado en menos de 3% (y 13% en marzo), contra casi el 80% en febrero.

58/ En otras palabras, el anuncio de límites de financiamiento del gobierno no es una condición suficiente. La experiencia China es ilustrativa a este respecto; ella también muestra que la fijación del tipo de cambio tampoco basta para sostener una estabilización duradera. Entre diciembre de 1947 y agosto de 1948, el índice de precios al por mayor en Shanghai creció a un ritmo promedio del 65% mensual. Para conjurar la inflación se decidió una reforma monetaria. La antigua moneda fue reempla-

zada por el yuan oro, cuyo contenido metálico se fijó por ley. Se estableció un límite máximo a la emisión, y el Banco Central debería mantener una reserva de 40% del circulante en oro, plata y divisas. Se prohibió la tenencia privada de esos activos. Al mismo tiempo se decretó un congelamiento de todos los precios. Aparentemente, el primer efecto fue el esperado: el mercado negro de divisas desapareció, el Banco Central compró en las primeras semanas oro y divisas vendidos por particulares y los precios se mantuvieron estables. Sin embargo, el gobierno debió seguir emitiendo, especialmente para financiar los gastos de la guerra civil: en octubre, el volumen de yuanes oro en circulación era cerca de ocho veces el límite fijado. Rápidamente se apreciaron desabastecimientos: hubo compras preventivas, muchos comercios suspendieron las ventas y el control de precios se vio desbordado. En noviembre de 1948, el índice de precios era más de diez veces superior al de agosto. En ese momento se decidió devaluar el yuan oro y anunciar la libre convertibilidad (debido a la reducción de la demanda de dinero, el Banco Central contaba con reservas por una proporción no despreciable del stock de moneda, que podía utilizar para sostener el tipo de cambio (si la oferta monetaria dejaba de crecer tan rápidamente como hasta entonces y el público no rechazaba el yuan). De hecho, el anuncio, más que reforzar la "confianza" en la moneda produjo una fiebre de compras de divisas. Para interrumpir el drenaje de reservas, el Banco Central decidió exigir una autorización previa para las compras y estableció un monto máximo por persona. De acuerdo con relatos del episodio, cuando se empezaron a entregar los formularios, se presentó una multitud de 60 mil personas, lo que produjo un disturbio donde hubo muertos y heridos. A raíz de esto se suspendió la convertibilidad; a fines de diciembre de 1948 se decretó la flotación del yuan, con lo que se abandonaba el intento de sostener el tipo de cambio. En febrero de 1949 (luego de que Chiang Kai-Shek buscara refugio en Formosa) el gobierno nacionalista que permanecía en el continente intentó una nueva reforma: el yuan oro fue reemplazado por el "dólar plata", convertible en ese metal. Esta moneda no fue aceptada por el público, y no llegó a circular en montos apreciables. Resulta claro que la "credibilidad" de las medidas monetarias no puede fundarse en un simple anuncio del Banco Central: en el caso chino, un gobierno con sus finanzas en desorden, embarcado en una guerra que le estaba resultando desfavorable no estaba en condiciones de aplicar medidas de estabilización efectivas, independientemente de las promesas que formulara. Para una descripción de este episodio, ver Chang (1958).

59/El tema del financiamiento del gobierno es complejo, y su discusión detallada escapa a los alcances de este trabajo. El argumento anterior afirma que el sector público debería disponer de fondos (resultantes de superávits operativos) en algún momento como para reducir el exceso de su deuda por encima del volumen sostenible en el largo plazo; de otro modo haría

falta finalmente monetizar esa deuda. Eso no implica, en absoluto, que sea necesario que el presupuesto esté balanceado período a período para mantener la estabilidad de precios; por otro lado, en una economía de crecimiento (o bien cuando el gobierno realiza inversiones con suficiente rentabilidad), se concibe que el stock de títulos públicos aumente con el tiempo sin perturbar los mercados de crédito.

60/ Véase Sargent (1982), Bomberger y Makinen (1983).

61/ Es decir, el impuesto se establecía en marcos oro, y se pagaba en marcos papel a la cotización del día. Inicialmente, se había fijado una tasa de conversión semanal para el pago de impuestos; dada la velocidad del aumento de precios, aún así la pérdida de recaudación era sustancial. Esto muestra claramente las dificultades para la administración tributaria en condiciones de muy alta inflación. En este sentido, conviene mencionar que el método de impuestos "valorizados" funcionó de hecho durante muy poco tiempo, porque los precios se estabilizaron algunas semanas después de haberse decidido la aplicación del sistema.

62/ "En Austria y en Hungría, aunque se aumentaron las tasas de los impuestos, no hubo esfuerzos sistemáticos para ajustarlos a la depreciación de la moneda. En esas circunstancias, la estabilización se presentaba naturalmente como un requisito para la reforma fiscal y no a la inversa... Era imposible reformar el presupuesto mientras la moneda se depreciaba. En ambos países el equilibrio del presupuesto siguió, y no precedió a la estabilización de la moneda. En realidad, una vez que esos países recuperaron una unidad de cuenta estable, los ingresos tributarios aumentaron tan rápidamente que el presupuesto se equilibró casi de un día para el otro" (Liga de las Naciones, op. cit., pág. 22-23). De modo similar, Keynes (1923, pág. 51) afirmaba: "... Una unidad de cuenta que se pueda utilizar es un prerrequisito para la recaudación de las fuentes normales de recursos", aunque también, "el gobierno no puede introducir una moneda sólida si, en ausencia de otras fuentes de ingreso, la impresión de mala moneda es la única manera en que pueda vivir".

63/ Queda la incógnita de hasta qué punto el aumento "automático" de la recaudación se habría producido efectivamente de no haber mejorado la "capacidad" impositiva de los gobiernos. En otras palabras, el problema es si desde el punto de vista de la resistencia a la tributación, hay diferencias entre aumentos explícitos en los impuestos y aquellos debidos a menores alzas de precios entre los momentos de devengamiento y de pago.

64/ Véase Maier (1975, pág. 486). En el momento en que se definió el plan Dawes, sin embargo, no era unánimemente aceptado que la propuesta resolvería el problema de las reparaciones:

algunos importantes grupos (como el Partido Nacional Alemán, de derecha, y una fracción de los industriales) argumentaban que las transferencias requeridas excedían la capacidad de pago de Alemania. Véase al respecto el comentario de Schacht (op. cit., pág. 178). "El 9 de abril de 1924, en uno de los momentos más críticos que debió atravesar la economía alemana, el informe de los expertos fue presentado al gobierno alemán. La propuesta dió lugar a un acalorado debate en el público. Casi todos pensaban que las cargas fijadas en el informe eran insostenibles. Pero fue ganando terreno la opinión de que la aceptación del informe era una base, que ofrecía la única posibilidad de un progreso gradual hacia el restablecimiento de condiciones económicas internacionales satisfactorias". En los hechos los pagos efectuados por Alemania en vinculación con el plan Dawes no se financiaron por ahorro interno, sino más bien con créditos del exterior. No está claro que esto haya sido previsible cuando se conoció el plan. De cualquier modo, es probable que el anuncio del informe, y su posterior aceptación haya contribuido a crear la expectativa de que el monto de las reparaciones sería tal que no comprometería la "estabilidad financiera" de Alemania.

<sup>65/</sup> Véase Liga de las Naciones (op.cit.), Bomberger y Makinen (op. cit.), Yeager et al. (op. cit.).

<sup>66/</sup> Keynes (1978, Vol. XVIII, pág. 233). Al comentar las circunstancias en que fue lanzado el programa de estabilización, Schacht (op. cit., pág. 88-89) sostenía que: "La política del gobierno alemán era, por medio de vigorosos esfuerzos en el campo de la política internacional, de acelerar de todas las formas posibles el restablecimiento de las actividades económicas nacionales. El momento psicológico para esa política estaba bien elegido: Inglaterra e Italia habían hecho saber claramente que consideraban que el experimento francés en el Ruhr había sido un fracaso". Pero también: "El movimiento separatista en Renania,... que había llevado varias veces a conflictos sangrientos entre bandas de separatistas... y la población alemana, y los simultáneos intentos de perturbación de la derecha... habían enfrentado al país con graves problemas internos. Las concurrentes dificultades políticas y económicas del Reich amenazaban con culminar rápidamente en una catástrofe cuando el gobierno finalmente se resolvió a tomar el control en sus manos...".

<sup>67/</sup> Véase Schacht (op. cit., pág. 136-137), Maier (op. cit., pág. 395-403).

<sup>68/</sup> Al iniciarse el programa de estabilización en Polonia, el Banco Central pudo controlar un breve movimiento especulativo vendiendo en el mercado de cambios parte de sus limitadas reservas. Sin embargo, con posterioridad, una mala cosecha forzó una depreciación de la moneda, al no contar las autoridades con una masa de maniobra para defender el tipo de cambio. Luego de este episodio se realizó una nueva estabilización, esta vez

con créditos del exterior. Véanse los comentarios más adelante en el texto y Liga de las Naciones (op. cit., pág. 61), Yeager et al. (op. cit., pág. 69-71).

69/ Al parecer, esos controles no dieron lugar a una generalización de los mercados negros. Una característica peculiar del experimento húngaro fue el modo en que las autoridades definieron los principales precios relativos sobre la base de los valores de pre-guerra y de estimaciones intuitivas sobre los movimientos de oferta y demanda ocurridos en el interín. Con posterioridad se admitieron ajustes de precios para reflejar más adecuadamente las condiciones corrientes. Véase Somberger y Makinen (1980, 1983).

70/ Véase en particular Sargent (1982). En algunos trabajos se sostiene que, en realidad, las expectativas de estabilización aparecieron aún antes de que hubiera un anuncio de cambios en la política (véase Flood y Garber (1980, 1983), La Haye (1985)). La principal evidencia que se utiliza para fundar esta opinión es que, aparentemente, la demanda de dinero hacia el final de las hiperinflaciones había sido mayor de lo que resultaría en la hipótesis de que los agentes asignaban probabilidad cero a una reforma. El argumento económico se basa en el concepto de "consistencia de proceso" introducido por Flood y Garber: si el proceso de creación de dinero es tal que llevaría (en tiempo finito) a una "destrucción de la moneda", el público anticiparía racionalmente que el gobierno (que tiene interés en no perder los recursos del señoraje) tomará medidas para interrumpir esa tendencia. En otras palabras cuanto más "explosiva" sea la inflación, mayores serán las probabilidades de que se produzca la estabilización. Este razonamiento parte de una observación intuitivamente plausible: cuanto más grave es la inflación, tanto más fuertes parecen los incentivos para estabilizar. Sin embargo, el argumento plantea también algunas dudas. Primero, se postula una alternativa simple entre hiperinflación y estabilidad (a los efectos de analizar la formación de expectativas), lo que no resulta obvio. Además, si bien es cierto que los gobiernos tenían incentivos para interrumpir las hiperinflaciones, resulta menos claro que los individuos percibieran que las autoridades contaban con los medios para hacerlo: esas situaciones se caracterizan al mismo tiempo por la "urgencia" que presentaba la estabilización y por las dificultades que tenían los gobiernos para encarar una acción efectiva. De hecho, la historia de esos períodos sugiere un "grado de confusión" bastante más intenso de lo que implica la hipótesis de "estabilización anticipada", por más que, sin duda, en cada caso había habido signos (que hacía falta interpretar) que podían preanunciar las políticas.

71/ Llach (1985) destaca la coincidencia entre las fechas principales de la estabilización alemana y la existencia de novedades de este carácter: a fines de noviembre de 1923 (poco después del lanzamiento del rentenmark) los aliados aceptaron convocar a una comisión para que examinara la capacidad de pago de Alemania; el informe Dawes fue entregado en abril de 1924 (el momento que, por otros motivos, Schacht señala como el de la estabilización efectiva) y el primer préstamo de estabilización ingresó en octubre de 1924.

72/ El autor del proyecto original del Rentenbank, Hellferich, afirmaba que el experimento era equivalente a "saltar por una pendiente cubierta de niebla", porque no se había resuelto el problema de las reparaciones ni clarificado la situación política. Véase Bresciani-Turroni (op. cit., pág. 335) y Schacht (op. cit., pág. 110).

73/ Una anécdota ilustrativa de la turbulencia del momento es que una huelga de impresores demoró la producción de los nuevos billetes. Por ese motivo, en los primeros días se pudo realizar solamente una distribución muy limitada de Rentenmarks.

74/ El marco oro era una unidad de cuenta cuyo tipo de cambio con el dólar era de 4.2.

75/ Es probable que la simplicidad de la conversión: 1 rentenmark = 1 marco oro = 1 billón de marcos papel haya influido en la decisión de las autoridades de defender ese tipo de cambio. Según Schacht, ese valor surgió además de un cálculo (bastante difuso) basado en el stock de moneda en circulación, aunque reconocía que "se trataba de una cuestión de instinto y, por último, de experimentación" (op. cit., pág. 102). La devaluación provocó fuertes críticas, por los beneficios que habían percibido los primeros receptores de rentenmark. Además, se reclamaba que el gobierno vendiera divisas al nuevo tipo de cambio (es decir, que levantara el control de cambios), lo que las autoridades no estaban dispuestas a hacer debido a su escasez de reservas.

76/ Los medios de pago en marcos papel aumentaron un 380% en el período completo y 54% en el mes de diciembre. Es decir, la antigua moneda no dejó en absoluto de circular. Sin embargo, a fines de diciembre, los rentenmark representaban más de la mitad de la cantidad de dinero "oficial" (sobre el "dinero de emergencia", véase más adelante en el texto).

77/ Esas variantes de "dinero indexado" tenían un respal-

do muy difuso. En el caso del bono oro, no era convertible; la garantía consistía en una promesa, en el caso que los ingresos ordinarios del gobierno no bastaran para efectuar el rescate, de "aplicar un impuesto suplementario al capital, de acuerdo con la reglamentación que se establecerá oportunamente" (Bresciani-Turroni, pág. 344). La moneda de los ferrocarriles, a su vez, tenía en principio una cobertura formada por esos bonos oro. Pese a la vaguedad de la garantía, esos títulos eran generalmente aceptados.

78/ Schacht atribuyó una gran importancia a sus medidas sobre el dinero paralelo: "para llevar adelante la especulación no sólo hacía falta comprar los dólares a la tasa libre: había que pagarlos, y en pocos días. Pero sólo se podía pagar en billetes del Reichsbank, y el Reichsbank tenía el control sobre su circulante nuevamente en sus manos. No se aceptaba dinero de emergencia... El colapso de la especulación era por lo tanto inevitable. Los dólares debieron venderse casi tan rápido como habían sido comprados..." (op. cit., pág. 111).

79/ Dornbusch (1985) ha destacado el papel de la restricción monetaria (más allá del efecto de los anuncios de política sobre las expectativas) en la estabilización del tipo de cambio y de los precios.

80/ A partir de diciembre de 1923, el Reichsbank otorgó créditos indexados a una tasa del 10% anual, netamente más baja que las tasas vigentes en el período para los préstamos en rentenmarks o aquellas cobradas en el mercado por créditos en marcos papel.

81/ El tipo de cambio paralelo oscilaba en febrero de 1924 un 10% por encima de la paridad oficial y el Banco Central estaba en condiciones de abastecer sólo una muy pequeña parte (2 - 3%) de los pedidos de divisas. Aparentemente, la práctica comercial de efectuar pagos en moneda extranjera, por otro lado, no había desaparecido: algunas empresas mantenían el sistema de dos precios, uno en marcos y otro en divisas. (Bresciani-Turroni, op. cit., pág. 351).

82/ La actitud del Banco Central frente a esa situación puede juzgarse por la siguiente expresión de Schacht, "La confianza de los empresarios en la estabilidad de la moneda era muy poco firme... Todos trataron (a principios de 1924) de conseguir tantos créditos como podían sin tocar sus reservas. El resultado fue un aumento del consumo y las importaciones, mientras caían las exportaciones. Fue una orgía de imprevisión, de descreimiento en el esfuerzo y de ese hábito de extravagancia adquirido durante la inflación, cuando el dinero parecía no tener más valor". (op. cit., pág. 152-153).

83/ Schacht evaluaba así esa respuesta: "Innumerables firmas debían su existencia a... los errores causados por la inflación. La restricción de créditos barrió como una tormenta de otoño sobre ese jardín de pimpollos superficiales". (op. cit., pág. 163). Con respecto a la futura política del Banco Central, Schacht decía en abril de 1924: "El Reichsbank está en la situación de Odiseo, cuando debía navegar entre el monstruo Escila y el remolino Caribdis. Caribdis es el remolino de una nueva inflación y Escila es el monstruo de la parálisis económica, que arranca a los tripulantes del barco de la economía nacional y los traga en sus fauces. Creo que el Reichsbank no puede hacer otra elección que la de Odiseo: debe tratar de evitar el Caribdis de la inflación y gobernarse cerca de Escila, que ciertamente puede atrapar y tragar a algunos miembros de la tripulación, pero dejará pasar a los demás sin daño". (op. cit., pág. 164-165).

84/ Además de los créditos de estabilización, que se concretaron en octubre, hubo una significativa oferta de financiamiento privado. Esta fue utilizada rápidamente por las empresas y los organismos del gobierno: en 1925, el Reichsbank se manifestaba preocupado por la magnitud del endeudamiento de las autoridades locales y las empresas públicas. A medida que se producían esos ingresos se fueron aliviando los controles de cambio: a fines de 1924 se abolieron las restricciones a la exportación de capitales.

85/ Gerchunoff (1985) destaca que las tasas de interés alemanas se mantuvieron por varios años por encima de las tasas internacionales y que los contratos salariales se negociaban por plazos más cortos que en otros países europeos. No hay indicaciones precisas sobre cómo y cuándo se produjo el desacomple de los precios internos y el tipo de cambio; daría la impresión de que a lo largo de 1924 se fue difundiendo la práctica de fijar nuevamente los precios en marcos.

86/ Estos flujos de capital provenían particularmente de Estados Unidos, que fue un gran exportador de fondos en la segunda mitad de los veinte. La importancia de las condiciones financieras internacionales en la consolidación de la estabilidad alemana ha sido enfatizada por Gerchunoff (1985) y Llach (1985).

87/ Para una descripción de este episodio, véase Liga de las Naciones (1946) y Yeager (1981). El IPC aumentó un 28% entre diciembre de 1924 y marzo de 1925. Según algunas interpretaciones, la indexación de los salarios fue un factor de importancia en la transmisión de las alzas. La persistencia de la indexación muestra nuevamente que el ajuste de los métodos de fijación de precios a la estabilidad se produce de modo gradual.

88/ En cambio, la producción de bienes de consumo parece haber crecido, alentada por los mayores salarios reales. Bresciani-Turroni interpreta el aumento de los salarios en los primeros meses de 1924 como una reacción ante los salarios excesivamente bajos que se habían fijado al principio de la estabilización (op. cit., pág. 396). No parece haber habido en este período una situación generalizada de exceso de demanda de trabajo ni un refuerzo en el poder de negociación de los sindicatos; un síntoma de ello es la aceptación de los decretos que anulaban de hecho la jornada de ocho horas.

89/ Esto ha sido destacado por Gerchunoff (1985). En 1924 se observaba ya un cierto relajamiento de la política fiscal, como reacción a los inesperados excedentes financieros del gobierno: "Las condiciones del presupuesto aparecían tan favorables en noviembre de 1924 que el gobierno, cediendo a la insistencia de las personas interesadas, se vió inducido a aligerar la carga tributaria... La favorable situación presupuestaria pronto llevó al gobierno a moderar la rigurosa economía de gastos que había practicado al principio de 1924" (Bresciani-Turroni, op. cit., pág. 357). Es decir, la impresión que surge es la de un "sobreajuste fiscal", debido principalmente al mayor rendimiento de los impuestos, seguida por una política expansiva.

90/ El aumento de las quiebras se debió en parte a factores institucionales: en 1924 se eliminó un régimen de moratoria que había sido establecido durante la guerra para evitar el cierre de empresas con dificultades de pago. El Reichsbank ofreció créditos especiales para reforzar o facilitar la liquidación gradual de algunos grandes grupos industriales. De todos modos, varios de los grupos que habían crecido fuertemente durante la inflación tuvieron que disolverse: el caso más famoso fue el del holding Stinnes, que entró en falencia en junio de 1925. Para una discusión del proceso de concentración, simultáneo con la crisis de algunos conglomerados formados durante la inflación véase Bresciani-Turroni (op. cit., pág. 372-376).



**ANEXO ESTADISTICO**



Cuadro 1 a

## 1. PRECIOS, TIPO DE CAMBIO, SALARIOS Y DINERO: TASAS DE VARIACION EQUIVALENTE MENSUAL

## ALEMANIA

Periodos <sup>1/</sup>	Precios mayoristas <sup>2/</sup>	IPC <sup>2/</sup>	Tipo de cambio <sup>2/</sup> (marcos por dólar)	Salario <sup>2/ 3/</sup>	Circulación monetaria Reichsbank <sup>4/</sup>	Tenencia de títulos públicos en el Reichsbank <sup>4/</sup>
Nov. 1918 - Julio 1919	4,7	...	10,9	...	5,5	5,9
Julio 1919 - Feb. 1920	25,7	...	30,9	...	3,3	2,3
Feb. 1920 - Mayo 1921	-1,5	1,9	-2,7	3,9	2,4	4,1
Mayo 1921 - Agosto 1921	13,6	5,9	10,7	3,2	2,8	4,7
Agosto 1921 - Nov. 1921	21,2	10,0	46,0	16,9	7,1	3,8
Nov. 1921 - Jun. 1922	10,8	12,9	2,7	9,3	7,5	3,8
Jun. 1922 - Feb. 1923	72,8	68,1	75,0	68,4	45,0	36,6
Feb. 1923 - Abril 1923	-3,4	5,7	-6,4	7,2	36,6	53,4
Abril 1923 - Agosto 1923	266,9	275,3	280,6	331,7	217,2	245,0
Agosto 1923 - Nov. 1923	9.062,0	9.874,0	7.700,0	8.263,0	11.341,9	11.974,4
Nov. 1923 - Abril 1924	11,3	...	14,3	12,1	47,1 82,8 5/	-60,2
Abril 1924 - Oct. 1924	0,9	...	1,3	2,3	14,8 5,3 5/	0,0
Oct. 1924 - Dic. 1925	0,3	...	0,0	1,7	3,7 2,7 5/	0,0

Fuente: Elaborado sobre datos presentados en: Bresciani-Turroni (op.cit.); Sargent (op.cit.)  
The Review of Economic Statistics (1926).

<sup>1/</sup> Los periodos han sido elegidos teniendo en cuenta la observación de quiebres en la tendencia de los precios y las fechas de acontecimientos particularmente importantes: nov. 1918: final de la guerra; julio 1919: Tratado de Versailles; febrero 1920: quiebre en la tasa de depreciación, reforma Erzberger; mayo 1921: aceptación del ultimatum de Londres; agosto 1921: pago de reparaciones (31 de agosto); nov. 1921: quiebre en la tasa de depreciación, discusión del "compromiso fiscal"; junio 1922: asesinato de Rathenau, moratoria en los pagos (julio 1922); febrero 1923: ocupación del Ruhr (enero), política de sostenimiento del marco; abril 1923: fin de la política de sostenimiento del marco; agosto 1923: caída del gabinete Cuno, comienzo de la fase final de la hiperinflación; nov. 1923: introducción del rentenmark; abril 1924: informe Daves, política de restricción del crédito; octubre 1924: ingreso del primer crédito de estabilización.

<sup>2/</sup> Las cifras del periodo nov. 1923 - abril 1924 incorporan un efecto de arrastre. Los datos correspondientes al periodo dic. 1923 - abril 1924 serían:

Precios mayoristas	Tipo de cambio	Salarios (enero 1924-abril 1924)
-0,4	-0,1	0,5

<sup>3/</sup> Hasta 1923, inclusive: salarios mensuales de mineros del Ruhr; en adelante: salarios por hora de obreros no calificados. Las cifras del periodo nov. 1923-abril 1924 resultan de un empalme en el supuesto de una variación nula en enero de 1924.

<sup>4/</sup> Cifras a fin de mes, excepto noviembre de 1923 (dato del día 15).

<sup>5/</sup> Datos a fines de mes. Incluye la circulación de rentenmarks.

## Cuadro 1 b

1. PRECIOS, TIPO DE CAMBIO Y DINERO:  
TASAS DE VARIACION EQUIVALENTE MENSUAL

## AUSTRIA

Periodos <u>1/</u>	Precios minoris tas	Tipo de cambio (coronas por dólar)	Circulación monetaria
Enero 1919 - Enero 1920	...	25,9	11,0
Enero 1920 - Junio 1920	...	-11,8	5,0
Junio 1920 - Enero 1921	...	24,0	10,7
Enero 1921 - Mayo 1921	4,9	-2,0	7,2
Mayo 1921 - Set. 1922	37,6	35,1	27,7
Set. 1922 - Dic. 1923	0,6	-0,3	7,9

Fuente: Elaborado sobre datos presentados en Sargent (op. cit)

1/ Los periodos han sido elegidos a partir de quiebres observados en la tendencia de los precios o el tipo de cambio. El programa de estabilización comenzó con una política de sostenimiento del tipo de cambio a fines de agosto de 1922; los protocolos de Ginebra fueron firmados el 4 de octubre, ratificados y empezados a implementar en diciembre de ese año.

Cuadro 1c

## 1. PRECIOS, TIPO DE CAMBIO Y DINERO: TASAS DE VARIACION EQUIVALENTE MENSUAL

## CHINA

Periodos <sup>1/</sup>	Precios en Shanghai	Tipo de cambio (moneda china por dólar)		Medios de pago	Dinero Depósitos bancarios en Shanghai
		Oficial	Paralelo		
Dic. 1945 - Dic. 1946	14,1	53,2	14,3	16,3	18,8
Dic. 1946 - Dic. 1947	51,6	29,9	30,6	17,1	21,4
Dic. 1947 - Jul. 1948	61,4	59,4	57,8	36,8	39,1
Agosto 1948 - Dic. 1948	109,4	135,0	141,0	...	72,7
Dic. 1948 - Abril 1949	774,5	540,2	781,2	...	...
Mayo 1949	...	...	2.760,7	...	...

Fuente: Elaborado sobre datos presentados en Chang (1958).

<sup>1/</sup> Los periodos han sido elegidos principalmente en función de la disponibilidad de datos. En agosto de 1948 se inició el experimento del Yuan oro (que se abandonó en octubre de ese año); la caída de Shanghai se produjo en mayo de 1949.

Cuadro 1 d

1. PRECIOS, TIPO DE CAMBIO Y DINERO:  
TASAS DE VARIACION EQUIVALENTE MENSUAL

GRECIA

Períodos <u>1/</u>	Precios	Tipo de cambio <u>2/</u>	Circulación monetaria
Nov. 1944 - Mayo 1945	15,7	44,3	127,2
Mayo 1945 - Julio 1945	-19,5	-9,5	13,2
Julio 1945 - Enero 1946	46,8	45,2	26,4
Enero 1946 - Dic. 1946	-0,8	-0,5	13,4

Fuente: Elaborado sobre datos presentados en Makinen (1984)

1/ Los períodos corresponden a los siguientes acontecimientos: noviembre 1944: reforma monetaria; mayo 1945: reforma Varvaressos (4 de junio): control de precios, rebaja de precios de bienes provenientes de ayuda externa, impuesto a los alquileres; julio 1945: ruptura del experimento Varvaressos; enero 1946: Convención Anglo-Helénica, estabilización.

2/ Precio en dracmas del soberano oro.

Cuadro 1 e

1. PRECIOS, TIPO DE CAMBIO Y DINERO: TASAS DE VARIACION EQUIVALENTE MENSUAL

HUNGRIA  
(1921-1924)

Periodos <u>1/</u>	Precios <u>2/</u>	Tipo de cambio <u>3/</u>	Dinero	
			Circulación monetaria	Adelantos al Tesoro del Banco Central
Julio 1921 - Febrero 1923	12,9	11,8	8,6	...
Feb. 1923 - Marzo 1924	35,0	28,6	26,6	31,3
Marzo 1924 - Dic. 1924	0,1	1,6	12,2	10,2 <u>4/</u>

Fuente: Elaborado sobre datos presentados en Sargent (op. cit.)

1/ Las series disponibles empiezan en julio de 1921. En febrero de 1923 se observa una inflexión ascendente en la tendencia de los precios. La firma del protocolo de Ginebra tuvo lugar en marzo de 1924.

2/ Hasta noviembre de 1923: precios al por menor; en adelante: precios mayoristas.

3/ Tipo de cambio corona - dólar en Nueva York

4/ Los créditos al Gobierno se interrumpieron en junio de 1924.

Cuadro 1 f  
 1. PRECIOS Y DINERO: TASAS DE VARIACION EQUIVALENTE MENSUAL  
 HUNGRIA  
 (1944-1946)

114

Períodos <u>1/</u>	Precios	Dinero		
		Billetes	Depósitos <u>2/</u>	Billetes más depósitos
Dic. 1944 - Junio 1945	...	5,2	1,1	4,4
Junio 1945 - Marzo 1946	202,5	136,8	143,5	139,6
Marzo 1946 - Julio 1946	6,71 10 <sup>7</sup>	1,08 10 <sup>3</sup>	3,76 10 <sup>5</sup>	2,69 10 <sup>5</sup>
Agosto 1946 <u>3/</u>	0	...	...	...
Agosto 1946 - Dic. 1946	0,8	28,4	53,1	32,2

Fuente: Elaborado sobre datos presentados en Bomberger y Makinen (1980).

- 1/ Los períodos han sido elegidos teniendo en cuenta los quiebres en la tendencia de los precios. El programa de estabilización se inició en agosto de 1946.
- 2/ Incluye depósitos indexados (en pengós fiscales)
- 3/ Las cifras sobre cantidad de dinero en julio y agosto no son comparables debido al cambio de denominación de la moneda.

Cuadro 1 g

## 1. PRECIOS, TIPO DE CAMBIO Y DINERO: TASAS DE VARIACION EQUIVALENTE MENSUAL

## POLONIA

Períodos <u>1/</u>	Precios	Tipo de cambio	Dinero	
	mayoría tas	(moneda polaca por dólar)	Circulación monetaria	Adelantos al Tesoro
Julio 1919 - Enero 1921	...	23,9	19,9	21,7
Enero 1921 - Oct. 1921	11,2	23,8	14,3	13,1
Oct. 1921 - Feb. 1922	-0,8	-7,2	7,8	3,8
Feb. 1922 - Jul. 1922	9,9	9,1	6,3	2,4
Jul. 1922 - Set. 1923	35,7	32,8	28,5	30,0
Set. 1923 - Enero 1924	140,0	134,4	130,1	119,5
Enero 1924 - Abril 1924	0,0	0,6	22,1	...
Abril 1924 - Junio 1924 <u>2/</u>	...	...	...	...
Junio 1924 - Julio 1925	...	0,0	2,5	...
Julio 1925 - Mayo 1926	...	7,1	-0,9 <u>3/</u>	...
Mayo 1926 - Agosto 1926	...	-4,1	10,7	...

Fuente: Elaborado sobre datos presentados en: Sargent (op.cit.) y The Review of Economic Statistics (1925,1926).

1/ Los períodos se eligieron con los siguientes criterios: julio 1919: comienzo de las series disponibles de dinero y tipo de cambio; enero 1921: comienzo de la serie de precios; octubre 1921: plan de estabilización Michalski; febrero 1922: inflexión en la tendencia de los precios; julio 1922: ídem; setiembre 1922: ídem; enero 1924: plan de estabilización; abril 1924: fin de la serie disponible de precios; junio 1924: introducción del zloty; julio 1925: comienzo de la depreciación del zloty; mayo 1926: golpe de estado Pilsudski; agosto 1926: nuevo plan de estabilización.

2/ Datos no comparables debido al cambio de la moneda de mayo de 1924.

3/ Probablemente no incluye la creación de billetes pequeños emitidos por el Gobierno.

Cuadro 1 h

1. TIPO DE CAMBIO Y DINERO:  
TASAS DE VARIACION EQUIVALENTE MENSUAL

U R S S

Períodos <u>1/</u>	Tipo de cambio <u>2/</u>	Billetes en circulación
Enero 1919 - Enero 1921	25,9	13,1
Enero 1921 - Enero 1922	17,1	25,3
Enero 1922 - Mayo 1922	116,8	69,8
Mayo 1922 - Junio 1923	28,4	36,2

Fuente: Elaborado sobre datos presentados en Keynes (1923).

1/ Los períodos fueron seleccionados entre aquellos presentados en la fuente, teniendo en cuenta quiebres en la tendencia del tipo de cambio.

2/ Relación rublo papel - rublo oro.

## Cuadro 2 a

## 2. FINANZAS PUBLICAS

## ALEMANIA

Ingresos y gastos del Gobierno Central 1/

(unidades: millones de marcos oro, promedios mensuales)

Año fiscal	Ingresos corrientes		Gastos			Déficit	Déficit/gastos (porcentaje)
	Total	Impuestos	Total	Ejecución del Tratado de Versailles <u>4/</u>	Otros gastos		
<u>2/</u>			<u>3/</u>				
1920 - 1921	300,3	291,4	748,3	...	...	448,3	59,9
1921 - 1922	333,1	327,0	677,7	...	...	344,6	50,8
1922 - 1923	190,9	187,9	516,1	191,0	325,1	325,2	63,0
1923 - 1924 <u>5/</u>	103,7	91,7	806,3	47,8	758,5	702,6	87,1
1924 - 1925	646,4	...	601,7	175,7	426,0	-44,7	-7,4
1925 - 1926	611,2	...	620,3	150,3	470,0	9,1	1,5
1926 - 1927	640,8	...	711,9	124,7	587,2	71,1	10,0
1927 - 1928	746,8	...	776,3	130,0	646,3	29,5	3,8

Fuente: Elaborado sobre datos presentados en Graham (op.cit.) y Bresciani-Turroni (op. cit.)

1/ Los datos anteriores al período 1923-1924 (inclusive) y los posteriores son de fuentes distintas y, por ello, no resultarían estrictamente comparables.2/ El año fiscal comprende el período abril-marzo.3/ Excluye las amortizaciones de la deuda flotante, pero incluye intereses sobre esa deuda.4/ A partir del período 1924-1925, incluye reparaciones propiamente dichas y gastos internos vinculados con el Tratado. No está claro si las cifras anteriores a ese período responden al mismo concepto.5/ Promedios de nueve meses: abril-diciembre 1923.

Cuadro 2 b

2. FINANZAS PUBLICAS  
AUSTRIA, HUNGRIA Y POLONIA  
Déficit fiscal como porcentaje de los gastos públicos

Periodo <u>1/</u>	Austria	Hungría	Polonia
-3	67	48	...
-2	63	24	61
-1	58	21	40
0	40	34	62
1	+18	-7 <u>2/</u>	-5
2	1	...	0
3	-9	...	...

Fuente: Elaborado sobre datos presentados en Sargent (op.cit.)

1/ Los periodos están definidos en función del momento de la estabilización:

Periodo	Austria	Hungría	Polonia
-3	Ene. 1919-Jun. 1919	Jul. 1920-Jun. 1921	.
-2	Jul. 1919-Jun. 1920	Jul. 1921-Jun. 1922	1921
-1	Jul. 1920-Jun. 1921	Jul. 1922-Jun. 1923	1922
0	Ene. 1922-Dic. 1922	Jul. 1923-Jun. 1924	1923
1	Ene. 1923-Dic. 1923	Jul. 1924-Jun. 1925	1924
2	Ene. 1924-Dic. 1924		1925
3	Ene. 1925-Dic. 1925		
Mes de es- tabiliza- ción	Setiembre 1922	Marzo 1924	Ene.1924

2/ Cuentas preliminares de la Tesorería.

## Cuadro 3 a

## 3. COEFICIENTES DE LIQUIDEZ

## ALEMANIA

## Billetes y monedas del Reichsbank en circulación

Mes <u>1/</u>	Valor nominal en miles de millones de marcos <u>2/</u>		Valor en millones de dólares	Valor en miles de millones de marcos a precios constantes de 1913 <u>3/</u>		
Noviembre 1918		17,7	2.380		7,6	
Julio 1919		29,7	1.980		8,8	
Febrero 1920		39,2	400		2,3	
Mayo 1921		71,3	1.140		5,4	
Agosto 1921		78,8	930		4,1	
Noviembre 1921		96,3	370		2,8	
Junio 1922		160,6	500		2,3	
Febrero 1923		2.701,7	100		0,5	
Abril 1923		6.034,5	250		1,2	
Agosto 1923		241.100,0	50		0,3	
Noviembre 1923		85.190,0 <sup>4/</sup>	40		0,1	
Abril 1924	733.900 <sup>4/</sup>	2.468.000 <sup>4/</sup>	160	540 <sup>5/</sup>	0,6	2,0 <sup>5/</sup>
Octubre 1924	1.651.400 <sup>4/</sup>	3.436.000 <sup>4/</sup>	390	820 <sup>5/</sup>	1,3	2,6 <sup>5/</sup>
Diciembre 1925	2.867.300 <sup>4/</sup>	4.346.000 <sup>4/</sup>	680	1.040 <sup>5/</sup>	2,1	3,2 <sup>5/</sup>

Fuente: Elaborado sobre datos publicados en Bresciani-Turroni (op.cit.), Sargent (op.cit.) y The Review of Economic Statistics (1925, 1926).

- 1/ Los meses seleccionados corresponden a quiebres en la tendencia de los precios o a acontecimientos importantes (véase la nota 1/ del cuadro 1 a).
- 2/ Estimación de promedios mensuales a partir de datos de fines de mes, en el supuesto de un crecimiento exponencial uniforme a lo largo del mes.
- 3/ Deflactado por el índice de precios al por mayor.
- 4/ Datos en miles de billones ( $10^{15}$ ).
- 5/ Incluye la circulación de rentenmarks.

## Cuadro 3 b

## 3. COEFICIENTES DE LIQUIDEZ

## AUSTRIA

## Billetes y monedas en circulación

Mes <u>1/</u>	Valor nominal en miles de millones de coronas <u>2/</u>	Valor en millones de dólares	Valor en miles de millones de coronas a precios constantes de enero 1921 <u>3/</u>
Abril 1919	5,14	197,3	...
Enero 1920	12,71	46,8	...
Junio 1920	16,39	113,0	...
Enero 1921	32,61	49,9	32,6
Mayo 1921	45,29	75,0	37,4
Set. 1922	1.791,40	24,1	8,9
Dic. 1923	6.857,10	96,9	31,4
Junio 1924	7.665,80	108,3	31,6

Fuente: Elaborado sobre datos presentados en Sargent (op.cit.).

1/ Los meses seleccionados corresponden a quiebres en la tendencia de los precios o a acontecimientos importantes (véase la nota 1/ del cuadro 1 b). Como excepción a esto, los meses de diciembre de 1923 y junio de 1924 se eligieron arbitrariamente.

2/ Estimación de promedios mensuales a partir de datos de fines de mes, en el supuesto de un crecimiento exponencial uniforme a lo largo del mes.

3/ Deflactado por precios al consumidor.

Cuadro 3 c  
 3. COEFICIENTES DE LIQUIDEZ  
 GRECIA  
 Billetes y monedas en circulación  
 (Índices base diciembre 1944 = 100)

Mes <u>1/</u>	Valor nominal <u>2/</u>	Valor oro <u>3/</u>	Valor a precios constantes de diciembre 1944 <u>4/</u>
Diciembre 1944	100,0	100,0	100,0
Mayo 1945	812,2	132,6	552,3
Julio 1945	1.096,7	212,5	1.152,0
Enero 1946	4.081,0	84,4	252,2
Diciembre 1946	17.385,0	379,5	1.168,0

Fuente: Elaborado sobre datos presentados en Makinen (1984).

- 1/ Los meses seleccionados corresponden a quiebres en la tendencia de los precios o a acontecimientos importantes (véase la nota 1/ del cuadro 1 d).
- 2/ Estimación de promedios mensuales a partir de datos a fines de mes, en el supuesto de un crecimiento exponencial uniforme a lo largo del mes.
- 3/ Valor nominal deflactado por el precio en dracmas del soberano oro.
- 4/ Deflactado por un índice de precios que parece de dudosa confiabilidad (Makinen (op.cit., pág. 1068)).

Cuadro 3 d  
 3. COEFICIENTES DE LIQUIDEZ  
 HUNGRIA  
 (1921-1925)  
 Billetes y monedas en circulación

Mes <u>1/</u>	Valor nominal en miles de millones de coronas <u>2/</u>	Valor en millones de dólares	Valor en millones de coronas a precios constantes de julio 1914 <u>3/</u>
Julio 1921	16,9	56,2	402,4
Febrero 1923	74,5	29,4	178,2
Marzo 1924	1.441,9	21,6	69,4
Diciem. 1924	4.476,1	58,2	190,7
Diciem. 1925	5.139,3	66,8	...

Fuente: Elaborado sobre datos presentados en Sargent (op.cit.).

- 1/ Los meses seleccionados corresponden a quiebres en la tendencia de los precios o a acontecimientos importantes (véase la nota 1/ del cuadro 1 e). Como excepción a esto, los meses de diciembre de 1924 y 1925 se eligieron arbitrariamente.
- 2/ Estimación de promedios mensuales a partir de datos de fin de mes, en el supuesto de un crecimiento exponencial uniforme a lo largo del mes.
- 3/ Deflactado por un índice de precios que refleja precios minoristas hasta noviembre de 1923 y mayoristas de ahí en más.

Cuadro 3 e  
3. COEFICIENTES DE LIQUIDEZ

POLONIA

Billetes y monedas en circulación

Mes	<u>1/</u>	Valor nominal	Valor en millones de dólares	Valor en millones de marcos de 1914
		<u>2/</u>		<u>3/</u>
Julio	1919	1,9	131	...
Enero	1921	52,3	75	208
Octubre	1921	167,9	36	256
Febrero	1922	243,4	70	384
Julio	1922	318,1	59	313
Set.	1923	8,931,4	31	122
Enero	1924	208.400,0	24	86
Abril	1924	582.900,0	66	241
Julio	1924	364,5	70	...
Julio	1925	481,6	92	...
Mayo	1926	403,2	39	...
Agosto	1926	535,9	58	...

Fuente: Elaborado sobre datos presentados en Sargent (op.cit.) y The Review of Economic Statistics (1925, 1926).

- 1/ Los meses seleccionados corresponden a quiebres en la tendencia de los precios o a acontecimientos importantes (véase la nota 1/ del cuadro 1 g).
- 2/ Hasta abril de 1924, en miles de millones de marcos; de ahí en más, en millones de zlotys oro. Las cifras son estimaciones de promedios mensuales a partir de datos de fin de mes, en el supuesto de un crecimiento exponencial uniforme a lo largo del mes. Los datos posteriores a julio de 1924 probablemente no incluyen la circulación de billetes de pequeña denominación, emitidos directamente por el Gobierno.
- 3/ Deflactado por el índice de precios mayoristas.

## Cuadro 4 a

## 4. TIPO DE CAMBIO REAL Y SALARIO REAL

## ALEMANIA

(Indices base 1913 = 100)

Mes <sup>1/</sup>	Tipo de cambio real			Salario real <sup>3/</sup>
	Tipo de cambio/IPM <sup>2/</sup>	Tipo de cambio/IPC <sup>2/</sup>	Tipo de cambio x precios USA/IPM	
Noviembre 1918	75,5	...	148,1	...
Julio 1919	105,9	...	224,5	...
Febrero 1920	140,1	336,7	324,3	70,2
Mayo 1921	113,4	146,2	164,1	95,9
Agosto 1921	104,7	168,4	147,9	81,9
Noviembre 1921	183,5	393,7	257,6	97,5
Junio 1922	107,5	375,9	160,9	75,7
Febrero 1923	119,0	209,2	186,8	75,6
Marzo 1923	103,3	152,4	164,2	86,2
Abril 1923	111,7	166,4	177,6	79,9
Mayo 1923	139,1	246,3	217,0	69,6
Junio 1923	135,1	280,9	208,1	70,8
Julio 1923	112,6	181,2	170,0	47,6
Agosto 1923	116,5	164,2	174,9	78,5
Setiembre 1923	98,3	135,9	151,4	74,7
Octubre 1923	84,8	139,7	129,7	81,2
Noviembre 1923	71,9	60,6	109,3	55,7
Abril 1924	82,2	...	128,3	70,2
Octubre 1924	72,0	...	109,4	76,4
Diciembre 1925	69,5	...	108,4	84,8

Fuente: Elaborado sobre datos presentados en Bresciani-Turroni (op.cit.), Graham (op.cit.), y The Review of Economic Statistics (1925, 1926).

- <sup>1/</sup> Los meses seleccionados corresponden a momentos de quiebre en la tendencia de los precios o a acontecimientos importantes (véase la nota <sup>1/</sup> del cuadro 1 a). Se presentan además valores para todos los meses entre febrero y noviembre de 1923, para dar una noción de la variabilidad de precios relativos en la fase más aguda de la inflación.
- <sup>2/</sup> Tipo de cambio/precios internos; ignora el efecto de cambios en los precios internacionales.
- <sup>3/</sup> Hasta noviembre de 1923: salarios reales de mineros del carbón en el Ruhr; los valores nominales están deflactados por el índice de costo de vida para el período estimado de gasto. Las cifras posteriores a noviembre de 1923 se basan en el salario medio por hora de los obreros no calificados, deflactado por el índice de precios al por mayor y en el supuesto de una variación nula en el salario real en diciembre de 1923.

Cuadro 4 b  
4. TIPO DE CAMBIO REAL  
AUSTRIA Y HUNGRIA

AUSTRIA

Mes <u>1/</u>	Tipo de cambio real (índices base enero 1921 = 100)	
	<u>Tipo de cambio</u> precios internos <u>2/</u>	<u>Tipo de cambio x precios USA</u> precios internos
Enero 1921	100,0	100,0
Mayo 1921	76,3	65,3
Set. 1921	56,5	47,1
Dic. 1923	49,5	44,0
Junio 1924	44,6	38,1

HUNGRIA

Mes <u>1/</u>	Tipo de cambio real (índices base julio 1921 = 100)	
	<u>Tipo de cambio</u> precios internos <u>2/</u>	<u>Tipo de cambio x precios USA</u> precios internos
Julio 1921	100,0	100,0
Feb. 1923	84,5	93,9
Marzo 1924	44,5	47,3
Dic. 1924	45,8	51,0

Fuente: Elaborado sobre datos presentados en Sargent (op.cit.) y The Review of Economic Statistics (1925, 1926).

- 1/ Los meses seleccionados corresponden a momentos de quiebre en la tendencia de precios o a acontecimientos importantes (véase la nota 1/ de los cuadros 1 b y 1 e).
- 2/ Tipo de cambio por dólares/precios internos, ignora el efecto de cambios en los precios internacionales. Para Austria, el deflactor es un índice de precios al consumidor; para Hungría, un índice que, hasta noviembre de 1923 refleja precios al consumidor y precios mayoristas de ahí en más.

## Cuadro 4 c

## 4. TIPO DE CAMBIO REAL

## POLONIA

Mes <sup>1/</sup>	Tipo de cambio real (índice base enero 1921 = 100)	
	Tipo de cambio/IPM <sup>2/</sup>	Tipo de cambio x precios USA/IPM
Enero 1921	100,0	100,0
Octubre 1921	262,3	217,5
Febrero 1922	200,8	167,3
Julio 1922	193,9	177,0
Setiembre 1923	142,6	129,3
Enero 1924	129,7	115,9
Abril 1924	131,9	115,0

Fuente: Elaborado sobre datos presentados en Sargent (op.cit.) y The Review of Economic Statistics (1925, 1926).

<sup>1/</sup> Los meses seleccionados corresponden a quiebres en la tendencia de precios o a acontecimientos importantes (véase la nota <sup>1/</sup> del cuadro 1 g).

<sup>2/</sup> Tipo de cambio por dólar/precios mayoristas; ignora el efecto de cambios en los precios internacionales.

## Cuadro 5 a

## 5. EMPLEO Y PRODUCTO

## ALEMANIA

## Tasa de desempleo

Mes	Porcentaje de trabajadores sindicalizados en situación de desempleo
Enero 1919	6,6
Julio 1919	3,1
Febrero 1920	2,9
Julio 1920	6,0
Mayo 1921	3,7
Agosto 1921	2,2
Noviem. 1921	1,4
Junio 1922	0,6
Febrero 1923	5,2
Agosto 1923	6,3
Noviem. 1923	23,4
Abril 1924	...
Octubre 1924	...

Fuente: Bresciani-Turroni (op. cit.).

## Cuadro 5 b

## 5. EMPLEO Y PRODUCTO

## ALEMANIA

Producción industrial per capita y empleo en la industria  
(Indices base 1913 = 100)

Año	Producción industrial per capita	Empleo industrial		
		Total	Industrias de bienes de consumo	Industrias de bienes intermedios y de capital
	1/			
1913	100	100,0	100,0	100,0
1920	61	...	...	...
1921	77	...	...	...
1922	86	105,3	98,5	108,1
1923	54	89,1	79,6	93,0
1924	77	93,5	99,0	91,2
1925	90	...	...	...
1926	86	...	...	...
1927	111	...	...	...

Fuente: Graham (op.cit.) y Bresciani-Turroni (op.cit.)

1/ Índice de volumen físico de producción relacionado con la población total del país.

## Cuadro 5 c

## 5. EMPLEO Y PRODUCTO

## AUSTRIA

Cantidad de beneficiarios de asistencia por desempleo  
(miles de personas)

Mes	1922	1923	1924	1925
Enero	17	117	98	154
Abril	42	153	107	175
Junio	33	93	64	118
Octubre	38	79	78	119

Fuente: Sargent (op.cit.)

Cuadro 5 d

5. EMPLEO Y PRODUCTO

HUNGRIA

Cantidad de desempleados 1/

Período	Miles de personas
Abril 1924	22
Octubre 1924	30
Abril 1925	36
Octubre 1925	23
Abril 1926	26

Fuente: Sargent (op.cit.)

1/ Se refiere exclusivamente a miembros de la Unión de Trabajadores Socialistas.

Cuadro 5 e

5. EMPLEO Y PRODUCTO

POLONIA

Cantidad de desempleados

Período	Miles de personas
Enero 1921	74
Junio 1921	130
Octubre 1922	78
Febrero 1922	206
Julio 1923	85
Abril 1923	113
Agosto 1923	57
Enero 1924	101
Abril 1924	109
Diciembre 1924	159

Fuente: Sargent (op.cit.)

## Cuadro 6

## 6. COMERCIO EXTERIOR

## ALEMANIA

Años	Exporta- ciones	Importa- ciones	Saldo <u>1/</u>	Exporta- ciones	Importa- ciones	Saldo
	(millones de dólares corrientes)			(millones de dólares de 1913)		
						<u>2/</u>
1913 <u>3/</u>	2.484	2.564	-80	2.484	2.564	-80
1920	883	935	-52	391	414	-23
1921	712	1.365	-653	484	929	-444
1922	945	1.476	-531	634	991	-356
1923	1.444	1.445	-1	938	938	0
1924	1.555	2.159	-604	1.036	1.439	-403
1925	2.094	2.974	-880	1.317	1.870	-553

Fuente: Elaborado sobre datos presentados en The Review of Economic Statistics (1926).

1/ Como referencia, los pagos de reparaciones en el período 1920-1923 se estiman en alrededor de 450 millones de dólares; una parte importante del financiamiento del déficit comercial en los primeros años de la inflación se originó en ventas de marcos papel al exterior (de alrededor de 1.000 millones de dólares). Véase Laursen y Pedersen (1964, pág. 69).

2/ Valores en dólares corrientes deflactados por el índice de precios mayoristas de EE.UU.

3/ Incluye Luxemburgo.

Cuadro 7 a

7. ALGUNOS DATOS ADICIONALES SOBRE LA ESTABILIZACION DE ALEMANIA  
Tasa de interés y brecha cambiaria nov.-dic. 1923

Fecha	Tasa de interés <u>1/</u> (% por día)	Brecha tipo de cambio paralelo/oficial (%)
Nov. 12, 1923	...	519
Nov. 15, 1923	11	258
Nov. 20, 1923	7	179
Nov. 30, 1923	3	86
Dic. 6, 1923	1	17
Dic. 10, 1923	1	0

Fuente: Elaborado sobre datos presentados en Dornbusch (1985).

1/ Promedio de tasas al mediodía, en los casos en que la fuente registra varios datos.

Cuadro 7 b

7. ALGUNOS DATOS ADICIONALES SOBRE LA ESTABILIZACION DE ALEMANIA  
Tasas de interés anuales: primeros meses de 1924

	Tasas de interés <u>1/</u> (% anual)
Enero	87,6
Febrero	34,9
Marzo	33,1
Abril	45,9
Mayo	27,8

Fuente: Elaborado sobre datos presentados en Dornbusch (1985).

1/ Tasas anuales sobre préstamos por un día.

Cuadro 7 c

7. ALGUNOS DATOS ADICIONALES SOBRE LA ESTABILIZACION DE ALEMANIA  
Cantidad de quiebras

Periodo	Número de empresas (promedios mensuales)
Enero 1920 - Dic. 1920	110
Enero 1921 - Dic. 1921	258
Enero 1922 - Dic. 1922	84
Enero 1923 - Nov. 1923	22
Nov. 1923 - Abril 1924	56
Mayo 1924 - Octubre 1924	741
Nov. 1924 - Dic. 1925	887

Fuente: The Review of Economic Statistics (1925, 1926).

#### REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- Aglietta, M. y A. Orléan (1982): La Violence de la Monnaie, Presses Universitaires de France.
- Bomberger, W. y G. Makinen (1980): "Indexation, Inflationary Finance and Hyperinflation. The 1945-1946 Hungarian Experience", Journal of Political Economy, junio.
- Bomberger, W. y G. Makinen (1983): "The Hungarian Hyperinflation and Stabilization of 1945-1946", Journal of Political Economy, octubre.
- Bresciani-Turroni, C. (1937): The Economics of Inflation, Barnes and Noble, Inc.
- Cagan, P. (1956): "The Monetary Dynamics of Hyperinflation", en M. Friedman (ed): Studies in the Quantity Theory of Money, Univ. Chicago Press.
- Chang, K. (1958): The Inflationary Spiral. The Experience of China, 1939-1950, The Technology Press of the Massachusetts Institute of Technology and John Wiley and Sons, Inc.
- Dornbusch, R. (1985): Freno a la hiperinflación: Lecciones sobre la experiencia alemana de los años 1920-1930, presentado en la 3a. Convención de Bancos Privados Nacionales, ADEBA, mimeo.
- Flood, R. y P. Garber (1980): "An Economic Theory of Monetary Reform", Journal of Political Economy, febrero.
- Flood, R. y P. Garber (1983): "Process Consistency and Monetary Reform: Some Further Evidence", Journal of Monetary Economics, agosto.
- Gerchunoff, P. (1985): "Gasto Público y Tasa de Cambio después de la Hiperinflación", Anales de la Asociación Argentina de Economía Política.
- Graham, F. (1930): Exchange, Prices and Production in Hyperinflation: Germany, 1920-1923, Princeton University Press.
- Keynes, J. (1923): A Tract on Monetary Reform, The Macmillan Press, Ltd.

- Keynes, J. (1978): The Collected Writings of John Maynard Keynes. Volume XVIII. Activities 1922-1932: The End of Reparations, The Royal Economic Society.
- La Haye, L. (1985): "Inflation and Currency Reform", Journal of Political Economy, junio.
- Laurson, K. y J. Pedersen (1964): The German Inflation 1918-1923, North Holland Publishing Company.
- Llach, J. (1985): "La Naturaleza Institucional e Internacional de las Hiperestabilizaciones. El caso de Alemania de 1923 y algunas lecciones para la Argentina de 1985", documento de trabajo, Instituto Torcuato Di Tella, mimeo.
- Llach, J., A. Canavese y P. Gerchunoff (1985): "La Argentina y la Historia de las Hiperinflaciones", Ambito Financiero.
- Liga de las Naciones (1946): The Course and Control of Inflation. A Review of Monetary Experience in Europe After World War I.
- Lopes, F. (1984): "Inflação Inercial, Hiperinflação e Desinflação: Notas e Conjeturas", documento de trabajo, Pontificia Universidade Católica do Rio de Janeiro, mimeo.
- Maier, C. (1975): Recasting Bourgeois Europe. Stabilization in France, Germany and Italy in the Decade after World War I, Princeton University Press.
- Makinen, G. (1984): "The Greek Stabilization of 1945-1946", American Economic Review, diciembre.
- Robinson, J. (1938): "Review of The Economics of Inflation by C. Bresciani-Turroni", Economic Journal, setiembre.
- Sargent, T. (1982): "The End of Four Big Inflations", en R. Hall (ed): Inflation. Causes and Effects, Univ. of Chicago Press.
- Sargent, T. y N. Wallace (1973): "Rational Expectations and the Dynamics of Hyperinflation", International Economic Review, junio.
- Schacht, H. (1927): The Stabilization of the Mark, George Allen and Unwin Ltd.
- Yeager, L. y asociados (1981): Experiences with Stopping Inflation, American Enterprise Institute for Public Policy Research.

## EL PLAN AUSTRAL: UNA EXPERIENCIA DE ESTABILIZACION DE SHOCK

### 1. Introducción

La Argentina tiene una larga historia de inflación. Durante los últimos diez años, el índice de precios al consumidor creció a una tasa promedio superior al 10% mensual. A lo largo de más de tres décadas, gobiernos muy diversos se propusieron frenar la inflación, pero no lograron resultados duraderos. Los sucesivos programas de estabilización -muchas veces inspirados en teorías en boga en el momento- y sus respectivos quiebres, han conformado un patrón de intensas oscilaciones de la política económica, que a su vez han sido fuente de una gran inestabilidad. Cada episodio se agregó a la rica memoria de ensayos poco exitosos. Naturalmente, el público se ha vuelto escéptico sobre la efectividad de una gran variedad de potenciales instrumentos antiinflacionarios. Esta agitada experiencia define los antecedentes del plan anunciado en junio de 1985 con el propósito de detener una altísima inflación, que en ese momento rondaba el 30% mensual.

La Reforma Económica, o "Plan Austral", en alusión al nombre de la moneda que reemplazó el peso, combinó medidas monetarias y fiscales con un congelamiento de precios y salarios y un sistema de conversión de los contratos de deuda relacionado con la reforma monetaria. Si bien es aún temprano para evaluar los

efectos del programa con suficiente perspectiva <sup>1/</sup>, es claro que se ha producido un marcado descenso en la tasa de inflación (véase gráfico 1). Este trabajo presenta una breve reseña de los acontecimientos económicos que acompañaron a la rápida aceleración de precios anterior al programa, un análisis de los contenidos del plan y una revisión de los principales desarrollos económicos en los primeros meses de la nueva política.

## 2. Breve reseña de la historia reciente

### a) Crisis económica, oscilaciones de la política económica e inflación

Una inflación como la que sufrió la Argentina ciertamente no irrumpe en una economía sin perturbaciones. La primera parte de la década del 80 fue una época de suma inestabilidad, aún para los patrones argentinos; la inflación fue sólo uno de los aspectos de una profunda crisis, tanto "real" como "monetaria". Esta sección intenta describir cómo la inflación alcanzó tasas altísimas y cuáles fueron las condiciones que condujeron al programa de reforma.

Parece apropiado tomar como punto de partida el quiebre del programa de liberalización económica y tipo de cambio pre-fijado que aplicó el régimen militar <sup>2/</sup>. Ya hacia fines de 1985 se hizo evidente que dichas políticas eran insostenibles. No se trataba solamente de una crisis de la balanza de pagos. Por cierto, las reservas externas disminuían aceleradamente, a medida que el déficit comercial se agrandaba y la cada vez más firme expectativa de una inminente devaluación estimulaba la salida de capitales. Además, el Banco Central expandía el crédito interno a través de préstamos al gobierno y al muy debilitado sistema financiero. Dado que, durante más de dos años, los precios no habían de ningún modo convergido al "sendero de paridad del poder adquisitivo", la tasa de cambio real había alcanzado niveles extremadamente bajos. Si bien la tasa de crecimiento del IPC se había reducido a 80% en 1980, existían presiones ineludibles para una devaluación, lo que obviamente debía acelerar la inflación.

---

1/ Este artículo fue escrito en noviembre de 1985 y revisado en enero de 1986.

2/ Este programa está discutido, entre otros, en Díaz Alejandro (1981), Dornbusch (1982), Fernández y Rodríguez (1983), Ferrer (1981), R. Frenkel (1982, 1984), Heymann (1983, capítulo 6), Ramos (1984), Sourrouille y Lucangeli (1983).

GRÁFICO 1  
 TASA MENSUAL DE INFLACIÓN DE PRECIOS  
 (UNIDADES PORCENTUALES)

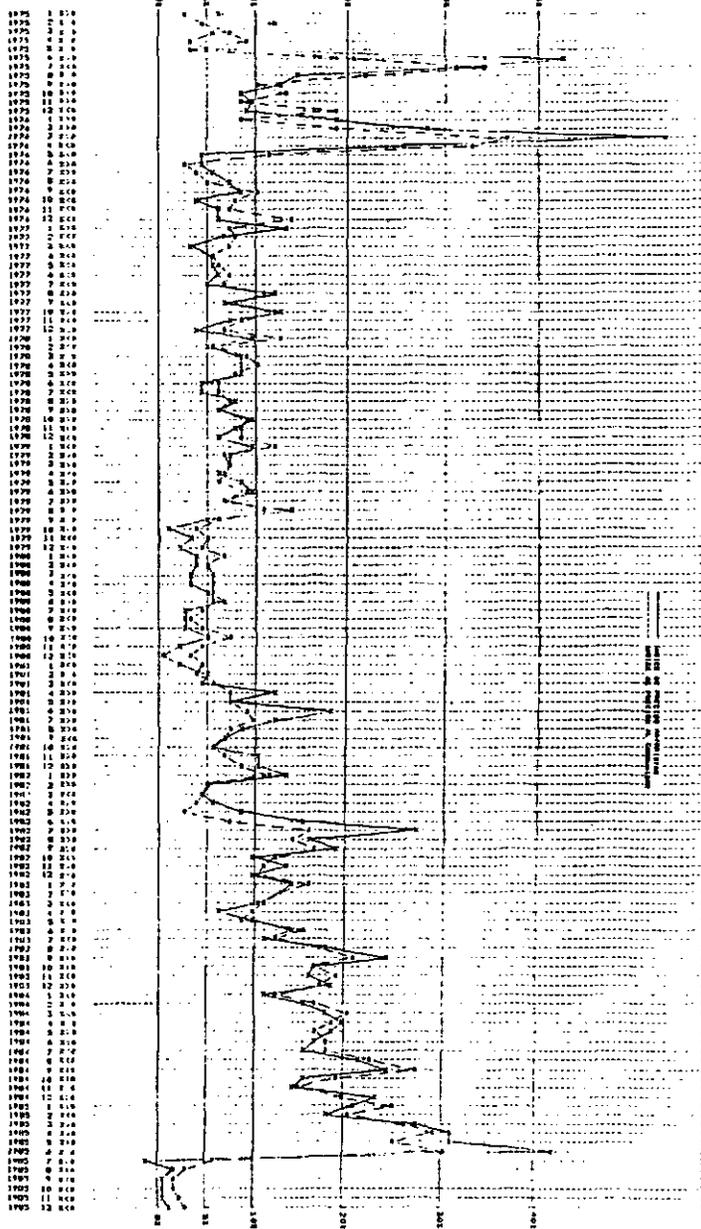
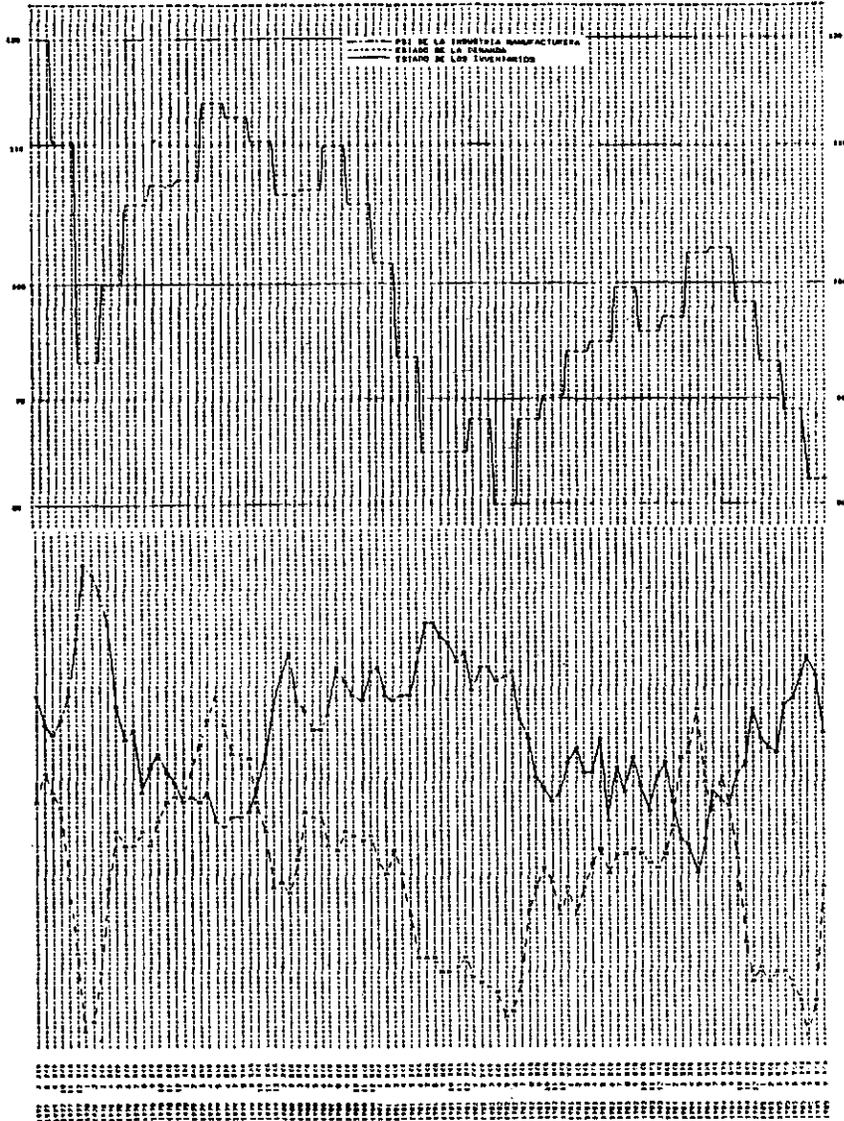


GRAFICO 2  
 PRODUCTO MANUFACTURERO Y MEDIDAS CUALITATIVAS  
 DE DEMANDA Y INVENTARIOS 131

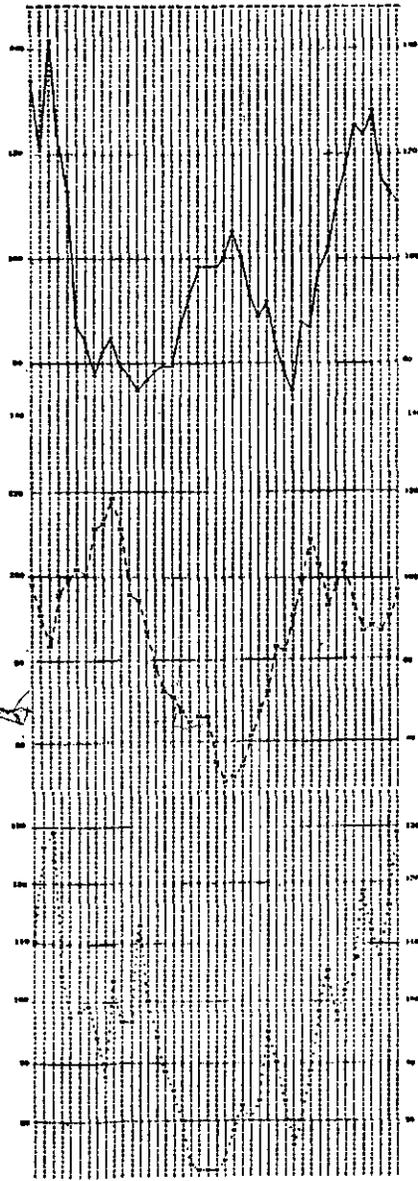


131. EL PDI MANUFACTURERO A PRECIOS CONSTANTES DE 1970 ESTA AJUSTADO ESTACIONALMENTE POR EL METODO DE PROMEDIOS MOVILES. LAS VARIABLES SOBRE "ESTADO DE LA DEMANDA" Y "ESTADO DE LOS INVENTARIOS" (FUENTE: FIEL) SON INDICES DE DIFUSION PASADOS EN UNA ENCUESTA CUALITATIVA MENSUAL A UN GRUPO DE EMPRESAS MANUFACTURERAS (EN GENERAL DE GRAN TAMAÑO) EN LA QUE SE PREGUNTA A LAS FIRMAS SI CONSIDERAN A SU DEMANDA "ALENTADORA" O "DISALENTADORA" Y A SUS INVENTARIOS "EXCESIVOS" O "INSUFICIENTES". LAS SERIES MENSUALES COMIENZAN EN 1977.

GRAFICO 3

PRECIO RELATIVO (1)

(UNIDADES: INDICES BASE 1983=100)



— SALARIOS REALES  
 - - - - - TIPO DE CAMBIO REAL  
 . . . . . PRECIOS Y TARIFAS REALES DE EMPRESAS PUBLICAS

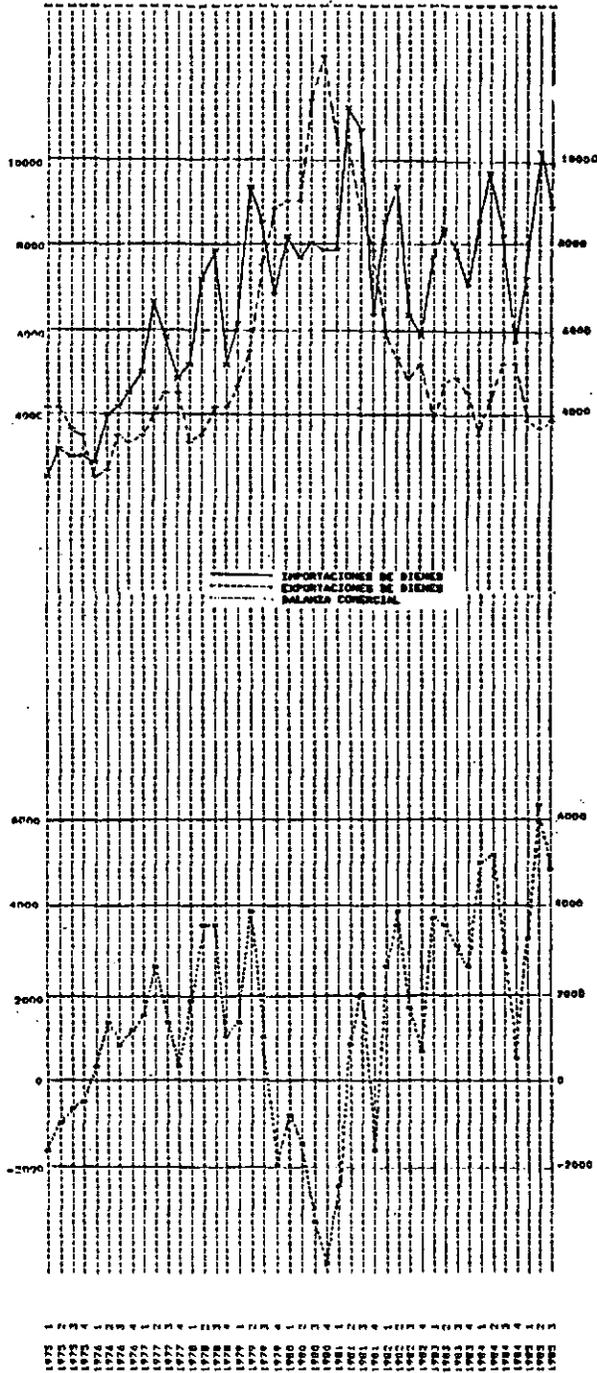
(1) TODAS LAS CIFRAS TRIMESTRALES SON PROMEDIO DE VALORES SEMESTRALES DE PRECIO RELATIVO. LOS SALARIOS REALES ESTAN REPRESENTADOS POR EL SALARIO NOMINAL MENOS LA INDUSTRIA MANUFACTURERA, REFLECTADO POR EL PROVEDOR DEL IPC EN EL MES DE SEPTIEMBRE Y EN EL MES SIGUIENTE (VERSE LAS SERIES AL CAMBIO) MEDIDAS ALTERNATIVAS DEL SALARIO REAL). EL TIPO DE CAMBIO REAL ESTA REFLECTADO COMO TIPO DE CAMBIO MARCA POR INDICE DE PRECIO DE EXPORTACION (EN DOLARES) DIVIDIDO IPC. LOS PRECIOS Y TARIFAS DE EMPRESAS PUBLICAS ESTAN REFLECTADOS POR EL IPC.

-----  
 1983 1984 1985 1986 1987 1988 1989 1990 1991 1992 1993

GRAFICO 4

INTERCAMBIO COMERCIAL

(UNIDADES: MILLONES DE DOLARES CORRIENTES, EN EQUIVALENTE ANUAL)



Pero, al mismo tiempo, el país había contraído una gran deuda externa, que no estaba bien preparado para afrontar. La Argentina ha compartido con otros países deudores los problemas derivados de las altas tasas de interés internacionales y la caída de los precios relativos de los bienes primarios, así como las dificultades para obtener nuevos préstamos. Además, como se ha señalado con frecuencia, la deuda argentina no fue la contrapartida de un gran equipamiento. En cambio, el aumento de la deuda reflejó la huida de capitales privados, grandes gastos gubernamentales (incluyendo importantes compras de equipamiento militar en el exterior) y también un mayor consumo. El sector público, en especial, había tomado grandes préstamos y debería hacerse cargo de los futuros servicios a una tasa de cambio real mucho más alta que cuando había asumido la deuda <sup>1/</sup>. Parte del sector privado también había aumentado su deuda neta en moneda extranjera y, por cierto, vio su riqueza real muy reducida en el período siguiente. Esto, a su vez, generó presiones para una transferencia subsidiada de la deuda al gobierno, la que efectivamente tuvo lugar con el tiempo.

Durante la época de la tasa de cambio prefijada, el gasto agregado había aumentado. De todos modos, la actividad manufacturera ya había empezado a contraerse en 1980. Las empresas productoras de bienes comerciables habían sido afectadas por la sobrevaluación de la moneda <sup>2/</sup> y por las altas tasas de interés internas. Los préstamos de la banca local habían aumentado aceleradamente después de la reforma financiera de 1977; muchas empresas fuertemente endeudadas mostraban dificultades para cumplir con sus obligaciones. Además de perturbar la actividad real, esto dio origen a una intensa "demanda de inflación".

Estaban dadas las condiciones para una crisis en gran escala, con una producción real más baja, tensiones sociales en aumento y precios en acelerado crecimiento. En 1981, una sucesión de grandes devaluaciones logró mejorar la balanza comercial, pero no detuvo la pérdida de reservas externas. De nuevo el

---

<sup>1/</sup> Desde este punto de vista, las estimaciones del déficit fiscal para el período 1979-81 subestiman los valores efectivos, porque no consideran las pérdidas de capital implícitas en el aumento de la deuda en divisas a tipos de cambio reales anormalmente bajos.

<sup>2/</sup> Muchos productos manufacturados tradicionalmente no comerciables habían tenido que afrontar la competencia extranjera, por primera vez en muchos años, debido a la combinación de menores aranceles y una tasa de cambio real más baja.

gobierno aumentó su deuda externa y, en un esfuerzo por inducir a las empresas privadas a refinanciar sus propias deudas, ofreció seguros de cambio, que más adelante resultaron muy costosos para el Banco Central. A fines de ese año, si bien el precio del dólar se había quintuplicado, era claro que los problemas de los pagos externos no estaban superados. Además, los precios domésticos se aceleraron, posteriormente a las devaluaciones. Pero, a pesar de esta rápida respuesta, hubo una notable modificación en los precios relativos. De acuerdo con el patrón habitual, los salarios aumentaron menos que los precios de los bienes industriales de producción local, que a su vez cayeron en relación con la tasa de cambio. La contracción en la actividad manufacturera se profundizó, dado que la caída de la demanda interna más que compensó la (aún incipiente) re-sustitución de importaciones 1/. La caída de las ventas y las altas tasas de interés real 2/ hacían que las perspectivas de una fácil solución al sobreendeudamiento interno fueran cada vez más remotas.

En diciembre de 1981 hubo un nuevo cambio presidencial (dentro del mismo régimen militar) y un nuevo giro en la política económica. Esta vez las nuevas autoridades intentaron una contracción monetaria y fiscal. Los créditos del Banco Central al gobierno crecieron efectivamente a una tasa mucho menor y, si bien los redescuentos al sector financiero siguieron aumentando con rapidez, el crecimiento de la oferta monetaria se desaceleró. Durante algunos meses, la tasa de inflación disminuyó y las reservas externas aumentaron. Pero la producción seguía en descenso y la caída de los salarios reales (especialmente en el sector público, donde los salarios nominales estaban congelados) causó grandes tensiones. Además, se redujo el valor real de las tarifas públicas. Aún antes de la guerra de las Malvinas (en abril de 1982) se podía dudar que la política restrictiva fuera sostenible.

El fin de las hostilidades en el Atlántico Sur trajo consigo una crisis política y también un giro en la política económica. La fragilidad del sistema financiero (y el sobreendeudamiento de las empresas, en general), junto con el estado

---

1/ En la Argentina, las devaluaciones han sido tradicionalmente seguidas por contracciones del producto. Esto sucedió en 1981 pero no en el año siguiente, cuando otra gran devaluación fue acompañada por una significativa re-sustitución de importaciones.

2/ Si bien la tasa de interés para prestatarios de primera línea fue, en promedio durante 1981, aproximadamente igual a la tasa de inflación del IPM, los "spreads" aplicados a los préstamos a empresas de segunda clase fueron enormes.

de la balanza de pagos, fueron dos de las preocupaciones principales de las nuevas autoridades económicas. Se decidió una gran devaluación, unida a la creación de un doble mercado cambiario, que trató de alentar el ingreso de capitales y de disminuir las tasas de interés internas <sup>1/</sup>. En julio de 1982 se reformó el sistema financiero. La reforma tenía dos objetivos inmediatos: reducir el valor real de los préstamos bancarios (para aliviar a los deudores) y consolidar las deudas. Los préstamos se extendieron por varios años y las tasas de interés sobre esos créditos y sobre nuevos depósitos pasaron a estar bajo el control del Banco Central <sup>2/</sup>; esas tasas se fijaron inicialmente en el 5% mensual, muy por debajo de la inflación esperada. La devaluación, junto con la caída en la demanda de depósitos bancarios producida por la reforma, causaron un salto brusco en la tasa de inflación: el IPC aumentó más del 50% en el tercer trimestre de 1982. La creciente demanda de bienes, sin embargo, fue absorbida sólo parcialmente por el aumento de precios, de modo que las ventas industriales y la producción empezaron a recuperarse.

En 1983, el ya muy debilitado gobierno militar orientó su política económica con el propósito fundamental de ganar tiempo hasta las elecciones previstas para octubre de ese año. En cuanto al problema de la deuda externa, se atrasaron los pagos y se realizaron negociaciones, que quedaron inconclusas, para obtener nuevos créditos. El gobierno firmó un acuerdo stand-by con el FMI, cuyos términos no se cumplieron. La inflación se aceleró hasta el 17% mensual en la segunda mitad del año, en un proceso desordenado en el que intensas

---

<sup>1/</sup> Ya había habido un doble mercado cambiario (para transacciones comerciales y financieras) entre junio y diciembre de 1981. Los mercados oficiales fueron unificados de nuevo en noviembre de 1982. Los controles de cambio e importaciones, introducidos durante el conflicto de las Malvinas, han subsistido hasta el presente.

<sup>2/</sup> La reforma financiera también creó un sistema de depósitos indexados y un segmento de depósitos y préstamos con tasas de interés no reguladas, pero con límites máximos al volumen total de operaciones por banco. La política financiera también incluyó la amortización de los bonos del gobierno en el público (en particular las Letras de Tesorería a corto plazo y los valores ajustables), con la intención de eliminar sustitutos del dinero y reducir los gastos de intereses del gobierno. Sin embargo, los pagos por intereses sobre los mayores encajes causaron un fuerte aumento en el déficit cuasi fiscal de caja.

demandas salariales y un gran déficit presupuestario se combinaron con el intento del gobierno de mantener el valor real de la tasa de cambio y de los precios del sector público.

El comportamiento de la economía durante este período tuvo varios rasgos particulares. La tasa de inflación fue más alta en 1983 que en cualquier año anterior, pero las tasas de aumento de precios mensuales estuvieron todas por debajo de los máximos de más del 30% mensual registrados a mediados de la década del 70. Aquellos "shocks" inflacionarios previos habían estado asociados con devaluaciones reales y eran, hasta cierto punto, reversibles. Esta vez, en cambio, la tasa de inflación se mantuvo muy alta (y tuvo una tendencia a acelerarse), con los salarios a la cabeza. La recuperación de la producción, por otra parte, fue lenta si se la compara con casos anteriores. La mayor producción (especialmente la manufacturera) no implicó un gran aumento en el volumen de las importaciones: las compras de bienes de capital y de consumo descendieron bruscamente y hubo una re-sustitución de productos intermedios. Además, las inversiones siguieron cayendo aún cuando el producto aumentara. Lo mismo sucedió en 1984. Como consecuencia, la tasa de inversión descendió de sus valores "normales" de alrededor de 20%, al 12% del PBI, lo que apenas cubría (si es que lo hizo) la depreciación del capital. Comparada con la situación anterior a la crisis, por lo tanto, la economía se ajustó a la pesada carga de los servicios de la deuda externa cortando drásticamente las importaciones y manteniendo el consumo corriente en detrimento de la acumulación de capital.

La situación de la economía cuando asumió el gobierno constitucional era verdaderamente difícil. La actividad real había aumentado, pero seguía estando por debajo de sus máximos anteriores. Es más, el sector industrial se había desorganizado; muchas empresas habían cerrado o bien contraído drásticamente su actividad y, luego de los sucesivos shocks producidos por la competencia de las importaciones, la crisis financiera y la profunda recesión, el potencial de crecimiento de la industria era menos que evidente. Si bien el valor real de las deudas se había reducido fuertemente (en tanto las tasas de interés reguladas permanecieron bien por debajo de la inflación luego de la reforma financiera de 1982) y la productividad laboral promedio había aumentado (a través de una gran contracción del empleo), las empresas parecían haberse adaptado a menores niveles de producción <sup>1/</sup>. Muchas personas habían

---

<sup>1/</sup> Por el contrario, la producción agrícola aumentó notablemente desde mediados de la década del 70, debido en especial a la introducción de nuevas semillas.

llevado al exterior parte de sus capitales; esto, más que ser una especulación de corto plazo en contra de la moneda, parecía reflejar serias dudas en cuanto a las perspectivas del país. Aunque los salarios reales se habían recuperado de su reciente depresión, estaban lejos de satisfacer las expectativas de los trabajadores. Tanto el crecimiento del producto como el aumento de los ingresos laborales estaban limitados por la deuda externa, un tema de peso que seguía sin resolver. La deuda también causaba dificultades en el manejo fiscal: los intereses devengados sobre la deuda pública externa habían aumentado a casi 5% del PBI en 1983. Al mismo tiempo, la recaudación de impuestos había disminuído. Para cubrir su gran déficit (superior al 15% del PBI en 1983, sin contar el déficit cuasi fiscal), el gobierno no podía recurrir al mercado interno de capitales; su principal fuente de financiamiento era el Banco Central. La inflación había trepado a niveles muy altos, aún para los patrones argentinos. Luego de una larga experiencia, la gente había diseñado variados métodos para convivir con una muy alta inflación. Sin embargo, resultaba claro que esas tasas de aumento de precios perturbaban seriamente a la economía.

Las nuevas autoridades debían, por lo tanto, encontrar la manera de conciliar una cantidad de reclamos conflictivos, en un momento en que la economía acababa de sufrir drásticos cambios (y, por lo tanto, los patrones de conducta anteriores no servían para predecir futuras respuestas) y la propia administración pública estaba muy desorganizada.

Al principio, el gobierno adoptó una política que intentaba acelerar la recuperación de la producción y los salarios reales y producir al mismo tiempo una desinflación gradual. Se anunció la intención de aumentar los ingresos tributarios (sobre todo a través de un mayor control de la evasión y mayores impuestos a los ingresos y a la riqueza) y de reasignar los gastos del Estado, buscando una disminución de los rubros militares y de seguridad en favor de proyectos sociales. Además, se establecieron pautas de precios y salarios. En diciembre de 1983 se otorgó un aumento de salarios (por una suma fija, igual para todos los trabajadores); también se aumentaron las tarifas de servicios públicos y se estableció un sistema de controles sobre los precios industriales. Al mismo tiempo, el gobierno fijó las tasas de aumentos de salarios, tarifas, precios industriales y tipo de cambio para enero de 1984 y redujo la tasa de interés regulada, apuntando a una tasa de inflación del orden del 11% para ese mes.

La política de pautas de precios resultó frágil. Si bien en enero la tasa de crecimiento del IPC se redujo a 12,5%, en los meses siguientes volvió a aumentar. No había habido un cambio definido en las expectativas y el gran déficit presupuestario, con el consiguiente acomodamiento

monetario, y los mayores ingresos de los asalariados contribuyeron al aumento de la demanda. Además, el precio de la carne subió fuertemente, en parte debido a factores estacionales. Como resultado del desajuste entre la inflación y las pautas, se produjo una discrepancia entre el comportamiento de los precios que estaban bajo el control del gobierno y los que no lo estaban. El gobierno reaccionó inicialmente otorgando aumentos salariales retroactivos para compensar la diferencia entre la inflación efectiva y la implícita en la pauta de precios. Esta práctica, que propagaba los aumentos de precios, fue abandonada más tarde. De todos modos, a medida que pasó el tiempo, la pauta salarial quedó más o menos limitada al sector público 1/.

La política económica se modificó gradualmente en el transcurso del año. Las autoridades se mostraron cada vez más preocupadas por el control del déficit fiscal. Se redujeron las compras de bienes y servicios no personales (lo que se manifestó, particularmente, en una caída de la inversión pública) y los precios del sector público subieron fuertemente. Esto causó una cierta disminución en la necesidad de financiamiento, si bien el esperado aumento en la recaudación de impuestos no se materializó y el Banco Central tuvo grandes déficits operativos de caja debidos a la diferencia entre el valor de los intereses pagados por las reservas bancarias y los cobrados por rescuentos. Por otro lado, el gobierno empezó a modificar las tasas de interés reguladas y la tasa de cambio en relación con la inflación observada, en lugar de seguir una política "activa" como la que se había intentado anteriormente.

A fines de 1984, se llegó a un acuerdo con el FMI. La política monetaria se volvió más restrictiva y la rápida devaluación del peso causó un significativo aumento en la tasa de cambio real, que compensó la caída anterior. La tasa de inflación mostró grandes fluctuaciones pero en modo alguno una tendencia decreciente: en septiembre, el IPC subió más de 27% y casi 20% en diciembre, luego de alcanzar un mínimo de 15% el mes anterior. Las tasas de interés en el segmento no regulado del mercado se hicieron altamente positivas en términos reales. La producción industrial, que había seguido recuperándose en la primera mitad del año, declinó, a medida que bajaban las ventas y los fabricantes acumulaban existencias no deseadas.

---

1/ En un momento determinado, el gobierno intentó llegar a un acuerdo con los sindicatos y grupos empresarios para definir una política de ingresos. Este intento no tuvo éxito, ya que el gobierno no estableció con claridad los términos de referencia de dichos acuerdos y los grupos sociales no parecían demasiado dispuestos a contraer compromisos.

En líneas generales, durante 1984 la producción y los salarios reales aumentaron y la balanza comercial otra vez mostró un excedente significativo, pero no se había conseguido moderar la inflación; tasas del orden del 20% mensual o más ya no eran acontecimientos extraordinarios y es probable que la expectativa promedio haya sido que la aceleración iba a continuar. En la primera parte de 1985 los precios del sector público y la tasa de cambio crecieron rápidamente, en tanto el gobierno intentó primero mantener sus valores reales y luego trató de adelantarlos a la inflación, como paso preliminar para el programa de estabilización. Al mismo tiempo, se estimuló la recuperación del precio de la carne, que se había rezagado con respecto a los demás precios. Además se hicieron más flexibles los controles sobre los precios industriales. En una economía ampliamente indexada <sup>1/</sup>, un aumento de ese conjunto de precios relativos clave debía verse reflejado en una más rápida inflación. La oferta monetaria también creció fuertemente, debido a una cierta relajación de la política monetaria al comienzo del año y a que el déficit de caja del gobierno seguía siendo grande. La tasa de inflación se aceleró, llegando a más del 30% en junio (con un promedio superior al 25% mensual para el primer semestre de 1985). Al mismo tiempo, era claro que la recuperación del producto bruto se había revertido y los salarios reales declinaban.

A mediados de 1985, por lo tanto, algunos de los principales indicadores señalaban un deterioro de la economía. Poco tiempo antes, el gobierno había decidido, y empezó a preparar, un drástico programa de estabilización, que intentaría detener abruptamente la inflación. Esta decisión se basaba en la opinión de que la gran inestabilidad de los precios estaba entorpeciendo las actividades económicas y que no se podía esperar una recuperación significativa si no se controlaba primero la inflación.

#### b) La economía bajo una altísima inflación

La reseña anterior, aunque breve, deja entrever que el proceso que dio lugar a la extremadamente rápida inflación fue muy complejo. Aunque son diversas las opiniones respecto a la "causa final" de la inflación, es posible que se acepte que los aumentos de precios respondieron a diversas influencias, a menudo asistemáticas. La capacidad de los individuos para

---

<sup>1/</sup> En el primer semestre de 1985, el gobierno aplicó un sistema de aumentos salariales mensuales, a una tasa del 90% del IPC del mes anterior. Es probable que una porción importante del sector privado haya seguido una indexación completa.

predecir precios y oportunidades de intercambio en general, se vio disminuida en gran medida. Tanto el gobierno como los agentes privados participaban en una suerte de juego de adivinanzas, en el que las acciones de los demás podían preverse sólo vagamente. El comportamiento de la economía reflejaba esta creciente incertidumbre, así como las respuestas más mecánicas frente a un nivel de precios agregado en rápido aumento.

Como era de esperarse, se produjo una huída del dinero : a mediados de 1985, la relación de M1 al PBI había declinado hasta alrededor de 2,5%. El incentivo para minimizar la tenencia de dinero introdujo diversos cambios en el modo de efectuar las transacciones. La gente aplicaba a veces complejos sistemas para sincronizar pagos y cobros 1/. Los depósitos a interés y las divisas se usaban como depósitos de valor, inclusive durante períodos muy cortos; a menudo las transacciones de mayor volumen (en propiedades, por ejemplo) se hacían directamente en dólares. Claro que no todos los individuos tenían iguales posibilidades de acceso a los sustitutos del dinero: el impuesto inflacionario cayó más pesadamente sobre los grupos de menores ingresos 2/.

Es poco lo que se sabe con alguna precisión sobre los métodos utilizados para fijar precios. Sí queda claro que la frecuencia de los ajustes aumentó sensiblemente: los precios y los salarios fijados por el sector público cambiaban todos los

---

1/ Muchos usuarios de tarjetas de crédito, por ejemplo, concentraban sus compras al principio del período contable de la tarjeta y hacían depósitos de corto plazo que vencían en la siguiente fecha de pago.

2/ La inflación tenía también efectos negativos sobre los ingresos del gobierno: la base del impuesto inflacionario (aproximada por M1, teniendo en cuenta el sistema de compensación de las reservas bancarias) había llegado a ser muy baja y el valor real de los impuestos explícitos se redujo debido a la demora entre el momento de la tasación del impuesto y el momento de pago (ver Olivera (1967), Dutton (1971), Tanzi (1977), Canavese (1985), en relación al efecto de "rezago fiscal"). La demora promedio era de un mes y medio, lo que significa que, con una inflación del 30% mensual, las tasas de impuesto efectivas estaban 30% por debajo de las tasas legisladas.

meses 1/, mientras que en las empresas privadas los precios variaban a menudo a intervalos más cortos. El recuerdo de los precios desaparecía rápidamente; los consumidores, en particular, tenían grandes dificultades para decidir si un precio determinado era alto o bajo en comparación con las posibles ofertas alternativas. En estas condiciones, la competencia de precios era mucho menos efectiva que en períodos no-inflacionarios. Es probable que las empresas usaran diversas reglas simplificadas al establecer sus precios; la fijación anticipada (para protegerse de súbitos aumentos en los costos) puede haber sido una práctica común. De todos modos, sólo había cortos rezagos mecánicos (del tipo de los contratos escalonados, por ejemplo) en el ajuste de precios y salarios. Pero, al contrario de lo que parece haber sucedido en las hiperinflaciones europeas, los precios no se "dolarizaron" 2/, por lo que no había un precio de referencia que sirviera de guía para las decisiones de oferta o de demanda. De hecho, los precios relativos variaban rápidamente 3/ y había grandes diferencias entre los precios fijados por distintas firmas en un momento dado.

Ante precios nominales y relativos tan volátiles, el público manifestaba una gran necesidad de información. Indicadores como la tasa de cambio en el mercado paralelo o las tasas

---

1/ Frenkel (1984) identifica una regla implícita de indexación de los salarios privados basada en la inflación pasada (si bien encuentra que ella no se aplicó durante los períodos en los que la inflación se aceleró súbitamente). El sistema usado para los salarios gubernamentales también se basaba en la tasa de inflación del mes anterior. Debe destacarse que el período de pago de sueldos y salarios (un mes y 15 días, respectivamente) siguió siendo el mismo que en tiempos de una inflación mucho menor. Probablemente habría habido una intensa demanda para acortar este período si la inflación hubiera continuado a tasas del orden del 1% diario. En ese caso, la demanda de dinero real habría caído aún más y esto habría derivado a su vez en una inflación más alta.

2/ Era habitual que algunos precios (propiedades, autos usados) se fijaran en dólares, pero esto no se hizo extensivo a otros bienes. Es probable que los precios se establecieran en moneda extranjera para evitar frecuentes cambios en los precios de oferta (lo que confundiría a posibles compradores) más que por la estricta aplicación de un "patrón dólar".

3/ La relación entre la tasa de inflación, su variabilidad y la de los precios relativos ha sido establecida con bastante claridad. Ver Helman, Roiter y Yoguel (1984), respecto a la experiencia argentina de las últimas décadas.

de interés eran observados con atención y las políticas gubernamentales (o cualquier signo de posible cambio en las mismas) cuidadosamente controladas. Esta conducta no se limitaba a los especialistas sino que también se podía observar en amplios grupos del público. Pero la activa búsqueda de información no hacía fácil formar expectativas: las opiniones variaban ampliamente y hay pocos motivos para suponer que los pronósticos reflejados en decisiones de mercado fueran correctos ni siquiera en promedio. Es probable que muchas transacciones no tuvieran otro objeto que arbitrar entre diferentes expectativas inflacionarias. Por otra parte, como la economía era muy inestable, la gente reaccionaba acortando el horizonte temporal de sus decisiones a fin de mantener una posición flexible. Los depósitos y los préstamos se hacían sólo por períodos extremadamente cortos, en la gran mayoría de los casos menos de un mes y muchas veces unos pocos días 1/. De la misma manera, las empresas concentraban sus esfuerzos en el manejo financiero de corto plazo, que podía producir ganancias o pérdidas significativas. Muy probablemente la inestabilidad de precios haya desalentado la inversión 2/, puesto que imposibilitaba la estimación de

---

1/ En el caso de contratos más largos (como el alquiler de propiedades), la práctica común era la indexación. Pero esto sólo servía de forma muy imperfecta para evitar los riesgos producidos por los cambios de precios, a causa de la demora entre la fecha de pago y el período cubierto por los índices de precios disponibles en el momento. Por lo general, lo que se observaba era que se reducía el plazo de las operaciones en términos nominales, más que una indexación generalizada.

2/ La inversión creció en algunas hiperinflaciones, al menos en algunos períodos de éstas (ver, por ejemplo, Bresciani-Turroni (1937), para el caso alemán). Esto puede estar relacionado con el comportamiento de las autoridades monetarias, que otorgaron a empresas privadas grandes créditos con tasas altamente subsidiadas. Esto, en cambio, no sucedió en Argentina: aunque las tasas de interés real fueron generalmente negativas en el segmento regulado del mercado, ellas se aplicaban sobretudo a la refinanciación de deudas viejas; los préstamos "marginales" sólo podían obtenerse por períodos muy cortos y de alto costo. De cualquier modo, en Argentina, la fuga del dinero no aumentó la demanda de equipo durable. La disposición para invertir de las empresas era escasa y muchos ahorristas preferían mantener sus activos en el exterior en lugar de utilizarlos en el país. La inflación tampoco promovió la demanda de tradicionales (en otros casos) resguardos contra la inflación, como las propiedades; más bien los individuos eligieron carteras líquidas de depósitos a corto plazo o divisas que permitían mayor flexibilidad.

futuras oportunidades de mercado y dirigía la atención hacia actividades no productivas.

Los costos de la inflación son bien conocidos en Argentina. Consecuentemente, la "demanda de estabilidad" era alta. En el momento en que se anunció el programa de estabilización, gran parte del público opinaba que la economía no podría sostenerse en el camino que llevaba. Desde ese punto de vista, se puede decir que había un generalizado sentimiento de urgencia, que por un lado implicaba fuertes presiones sobre la política económica y por otro creaba condiciones favorables para una desinflación abrupta.

### 3. El programa

#### a) El enfoque general de la política de estabilización

En los últimos años, los gobiernos argentinos aplicaron diversos tipos de políticas de estabilización: un congelamiento de precios y salarios en 1973 (que partió de una inflación de alrededor de 80% anual), un sistema temporario de precios regulados, seguido de una restricción monetaria posterior al levantamiento de los controles (1977), una tabla de devaluaciones prefijadas a tasas monótonamente decrecientes (1978-1981) y pautas de precios y salarios (1984). Ninguno de estos intentos funcionó. El congelamiento de 1973 produjo una súbita caída de la tasa de inflación, pero derivó en una explosión de precios dos años más tarde, en tanto las políticas fiscal y monetaria aumentaron la demanda agregada mucho más allá de lo que habría sido compatible con precios estables. En 1977, una política monetaria, actuando en contra de las expectativas generalizadas de una aceleración de precios posterior al levantamiento de los controles, deprimió la actividad real y fue rápidamente abandonada. En el experimento siguiente, el anuncio de la tabla cambiaria resultó insuficiente para guiar a la tasa de inflación paralelamente al sendero del precio de las divisas. Como se mencionó, las pautas de 1984 no fueron eficaces para producir una desinflación gradual.

Como sucede siempre, estos episodios permiten varias lecturas diferentes. De acuerdo con el análisis implícito en el programa, los intentos de estabilización anteriores habían sido unilaterales; se habían apoyado exclusivamente en el manejo de la demanda agregada o en el control de algunos o de todos los precios. En el primer grupo de casos, los precios no reaccionaron con la rapidez suficiente como para evitar la recesión, lo que a su vez ponía en peligro la continuidad de las políticas restrictivas, mientras que en el otro, la incoherencia entre los precios controlados y las políticas fiscales derivó en mercados negros y, por último, en un reconocimiento de la inflación subyacente por parte de los precios oficiales. Al mismo tiempo, las autoridades

sostenían que, en una inflación como la argentina, un enfoque gradualista corría el riesgo de reducir la actividad económica por mucho tiempo, manteniendo a la vez todas las incertidumbres características de estados con altísimas tasas de aumentos de precios, bajo políticas que podrían interpretarse como reversibles en cualquier momento:

"En este nivel de inflación ya es imposible pensar en gradualismo. ¿Qué sentido tendría reducir del 30 al 29%, o del 29 al 28% la inflación mensual, si cualquiera de esas cifras se hace igualmente intolerable? Se impone entonces una política drástica, terminante... 1/

Y también:

"En un enfoque gradualista, la resistencia de la inflación a descender obliga a una prolongada aplicación de políticas monetarias restrictivas, destinadas a forzar hacia abajo el descenso natural de los precios mediante el ahogo de la demanda. La falla principal de esta política no es tanto la recesión económica en sí como su prolongada duración. En la mejor de las hipótesis, tras varios años de fuerte desempleo, la inflación desciende luego de haber producido la destrucción del aparato productivo. La política de tratamiento drástico de la inflación, que el gobierno ha adoptado, procura actuar tanto sobre los efectos de inercia como sobre los desequilibrios estructurales que le dan lugar... Se intentó más de una vez moderar la escalada de precios y salarios apelando a políticas concertadas o al congelamiento de los precios y salarios. Estas experiencias terminaron en repetidas frustraciones porque descuidaron actuar al mismo tiempo sobre un componente principal de las presiones inflacionarias como es el desequilibrio de las finanzas públicas." 2/

Estas afirmaciones destacan la importancia del elemento temporal en el análisis del gobierno: la economía no podía seguir soportando una alta inflación. Debía haber un corte brusco en el régimen inflacionario. A los efectos de producir este corte sin causar una larga y dolorosa recesión (cuando el producto bruto ya había empezado a declinar), las autoridades consideraron que la política de ingresos debería combinarse con una drástica reducción del déficit presupuestario.

Estos argumentos han sido muy discutidos. En los últimos tiempos, tanto antes como después del comienzo del programa de estabilización, los economistas argentinos a menudo recurrieron

---

1/ Discurso del Presidente Alfonsín, 14 de junio de 1985.

2/ Discurso del Ministro Sourrouille, 14 de junio de 1985.

a las hiperinflaciones europeas para extraer conclusiones aplicables al caso argentino. En especial, la hipótesis de Sargent acerca del fin de esas hiperinflaciones ha sido ampliamente debatida 1/.

Más allá de las similitudes (por ejemplo, la equivalencia económica entre servicios de deudas y reparaciones de guerra) y de las obvias particularidades de cada caso, la analogía entre las grandes inflaciones de Argentina y Europa sólo llega hasta cierto punto. En Argentina, la economía no había llegado a la dolarización total ni a la indexación instantánea 2/. Si bien los contratos nominales se limitaban a períodos cortos, no habían desaparecido del todo y las cláusulas de indexación (por lo general basadas en los índices mensuales) seguían implicando retrasos sustanciales 3/. Por lo tanto, seguía habiendo elementos de inercia contractual, que estaban ausentes en las hiperinflaciones. Por otra parte, en el caso argentino, la falta de una norma bien definida para la fijación de precios día a día, hacía probable que estos no fueran a responder mecánicamente a una señal como la estabilización de la tasa de cambio.

Pero, dejando de lado por el momento el problema de los contratos, subsiste la siguiente pregunta: ¿hasta qué punto puede un anuncio creíble de una nueva regla monetaria, acompañado por un sólido compromiso de equilibrio fiscal, estabilizar a las expectativas y, a través de ellas, a los precios? Hay razones para dudar que los precios responderían instantánea

---

1/ Ver Sargent (1982); Fernández-Pol (1985); Gerchunoff (1985); Heymann (1985); Llach (1985), Llach, Canavese y Gerchunoff (1985); Rodríguez (1985); Szewach (1985); Winograd (1985).

2/ Dornbusch (1985) destaca estas características de la hiperinflación alemana. Ver también Robinson (1938); Lopes (1984). Rozenwurcel (1985) presenta un análisis del Plan Austral, centrado en el uso de instrumentos que actúan tanto sobre los efectos inerciales como sobre las expectativas.

3/ Nótese que un retraso de un mes con una inflación mensual del 30% es "equivalente" a un retraso de 5 años con tasas como las habituales en los países industrializados.

y completamente a un tal anuncio. En primer lugar, si bien parece cierto que las perspectivas de que un programa de estabilización surta efecto mejoran cuando la política de demanda agregada está claramente definida y el público puede de alguna manera confiar en las promesas del gobierno, el concepto de credibilidad no es demasiado preciso 1/. No sólo deben los individuos formarse una opinión sobre la intención del gobierno de seguir firmemente una política determinada (y esas opiniones pueden depender de los modelos tal vez idiosincráticos que los agentes se hayan formado de los objetivos y creencias de los que hacen la política), sino que las posibilidades del gobierno de llevarlo a cabo a su vez pueden depender del propio comportamiento de la economía 2/. Es probable que las políticas (y sus efectos) deban ser probadas antes de que la gente reaccione del todo frente a los anuncios. Además, las decisiones individuales dependen de variables que están sólo indirectamente relacionadas con los instrumentos de política. Los agentes deben, por lo tanto, traducir los anuncios gubernamentales en expectativas sobre aquellas variables que influyen sobre su comportamiento 3/. Para ello, deben inferir el probable efecto de las políticas; estas inferencias pueden variar ampliamente según la opinión que cada individuo tenga de cómo funciona la economía y su impresión sobre las opiniones de los demás 4/. La hipótesis de que habrá una reacción bien definida de las expectativas a un anuncio monetario y fiscal parece basarse en supuestos muy fuertes. Por otra parte, un ajuste total de los precios a las expectativas de que el gobierno estabilizará la demanda agregada requiere que todos los precios dejen de aumentar de manera sincronizada. No queda del todo claro que los agentes vayan a coordinar sus

---

1/ Ver, por ejemplo, la discusión entre Fellner (1982), Taylor (1982), Koromzay (1982) y Schelling (1982).

2/ Si la gente cree, por ejemplo, que un conjunto de medidas monetarias y fiscales provocará una larga recesión, será probablemente más escéptica en cuanto al futuro curso de esa política que si solamente espera un efecto menor sobre el producto bruto.

3/ Y estas expectativas, a su vez, alimentan las predicciones sobre el valor de algunos instrumentos de política. El déficit fiscal, por ejemplo, dependerá del comportamiento efectivo de los precios, para tasas impositivas y volúmenes de gastos dados.

4/ Ver Di Tata (1983); Phelps (1983).

acciones para que esto ocurra 1/. Los precios pueden responder en alguna medida, pero no hay demasiados motivos para creer que se establecerá de inmediato el equilibrio ; es más probable que el nivel de precios agregados permanezca demasiado alto en comparación con la demanda y los precios relativos varíen erráticamente a medida que los individuos vayan reaccionando de diferentes maneras al cambio de política. El resultado final puede ser, más que una súbita estabilización, que se deba atravesar un período en el que la actividad real permanece deprimida y los precios siguen siendo difíciles de predecir.

La política de ingresos puede ser útil para corregir estos problemas. Son bien conocidos los inconvenientes de los controles directos sobre precios y salarios. Uno de ellos es que "fijan" los precios relativos de manera más o menos arbitraria. Pero la estructura de los precios relativos resultante no debería compararse con un hipotético conjunto de equilibrio, sino con aquel que efectivamente sería definido por los mercados durante un ajuste de transición a un súbito cambio en el crecimiento de la demanda agregada. En el caso argentino, además, luego de un período de inflación extremadamente alta, el sistema de precios había perdido gran parte de su rol en la asignación de recursos. La cuestión era establecer un sistema "microeconómico" de precios relativos. Podría argumentarse que es más fácil hacer esto cuando los valores nominales ya han encontrado una cierta estabilidad que cuando los mercados se ven forzados a buscar la escala nominal y los valores relativos al mismo tiempo.

De cualquier modo, el reciente programa de estabilización incluyó un compromiso específico por parte del gobierno de suspender los créditos del Banco Central al Tesoro 2/, además del anuncio de una política de créditos estricta y un congelamiento general de precios y salarios 3/. El congelamiento

---

1/ Yeager (1981) discute el problema de sincronizar la estabilización de precios fijados en forma independiente.

2/ Este anuncio apuntaba a influir sobre las expectativas privadas, pero también era una forma para restringir las demandas de un mayor gasto del sector público mismo: el gobierno estaba en efecto reforzando su restricción presupuestaria para que las presiones internas fueran más fáciles de resistir.

3/ En el caso de los salarios, el gobierno mantuvo el aumento de 22,6%, que, según la norma de indexación anterior, se aplicaría al fijar los sueldos de junio de 1985. (El congelamiento correría para los sueldos a partir de julio.)

no tendría una duración definida, sino que fue anunciado como una medida de emergencia, a ser aplicada durante un período de transición 1/.

En cierta forma, la estrategia del gobierno puede verse como un intento de ver y controlar las diversas causas posibles de desajuste de precios que podrían haber actuado una vez efectuados los anuncios. Según algunas teorías, el congelamiento habría sido inútil (o incluso perjudicial), mientras que para otras la estabilización de los costos habría sido suficiente para producir una respuesta similar de los precios. Para estas teorías, los anuncios habrían implicado una "sobre-determinación". Es probable que el gobierno no haya querido confiar demasiado en "un efecto aislado" que guiara a los precios, lo que podría haber implicado un resultado fuera de consonancia con el riesgo corrido. Es decir que las medidas estaban dirigidas tanto a modificar las expectativas como a moderar el crecimiento de la demanda agregada y a actuar directamente sobre los precios, reconociendo que con ello posiblemente la política perdería futuros grados de libertad.

Al producirse una abrupta desaceleración de los precios, como estaba implícito en el plan, los contratos de deudas pendientes habrían sufrido una brusca alteración en su valor real: las altísimas tasas de interés se habrían transformado en tasas reales igualmente altas en cuanto se detuviera la inflación 2/. El programa incluyó un sistema para la conversión de

---

1/ El gobierno afirmó que no esperaba apoyarse en fuertes acciones administrativas para imponer el congelamiento: "El congelamiento de precios y salarios se propone la ruptura de la inercia y de los mecanismos automáticos de indexación... El gobierno es conciente de que el éxito de la congelación de precios y salarios depende más de la participación de las empresas, de los asalariados y del público consumidor que de las sanciones que pudiera imponer. Sabe también que es sólo una medida transitoria." Ministro Sourrouille, discurso del 14 de junio de 1985.

2/ Luego de las empujadas subas de precios de mediados de la década del setenta, el sistema judicial argentino desarrolló una "doctrina de la imprevisibilidad", que autoriza a los tribunales a modificar los términos de los contratos en caso de cambios imprevistos en el nivel general de precios o de otras condiciones económicas. En este caso, el gobierno optó por diseñar un sistema general para la rectificación de contratos, en lugar de dejar el asunto librado a litigios individuales.

deudas, destinado a neutralizar las transferencias de riqueza que podrían haber ocurrido como resultado de la desinflación, sin por otra parte modificar los términos de los contratos 1/. Una nueva moneda (el austral) reemplazó al peso como medio legal de pago. El circulante y los depósitos a la vista fueron automáticamente transformados en australes a una tasa de 1000 a 1. Las deudas en pesos se expresarían en australes según una escala de conversión que fijaba la equivalencia diaria de las dos monedas 2/. Las obligaciones indexadas serían tratadas como deudas en pesos cuando los índices utilizados para el ajuste del pago a realizar reflejaran la inflación anterior a la reforma 3/. Esto intentó evitar el "arrastre" de la inflación anterior debido a rezagos de indexación.

La escala de conversión actuó, de hecho, como una tasa de cambio reptante entre las dos monedas, que proyectaba hacia adelante la tasa de inflación del peso para la cancelación de deudas en esa moneda. En el supuesto caso de una inflación perfectamente anticipada y uniforme, este sistema habría convalidado con exactitud (en "términos reales") las expectativas implícitas en los contratos. En la primera parte de 1985 las tasas de inflación habían variado entre el 25 y el 30% mensual, mientras que las tasas de interés habían fluctuado en un rango más alto. Los contratos nominales solían tener plazos muy cortos, lo que permitía identificar un orden de magnitud para la prima de inflación implícita en muchos contratos pendientes. Pero era claro que las expectativas no eran homogéneas; algunas de ellas, por lo tanto, se verían frustradas. Por otra parte, la variabilidad de las tasas de inflación ya había producido cambios en el valor real de los contratos, tanto nominales como indexados. El sistema de conversión no intentó corregir las transferencias

---

1/ Este sistema se asemeja al planteado por Leijonhufvud (ver éste (1981, 1982)).

2/ La "escala de conversión" se estableció inicialmente de modo tal que el peso se depreciara respecto al austral a una tasa del 29% mensual; esto aproximaba la diferencia entre la tasa de inflación del peso en los meses anteriores a la reforma y la inflación anticipada.

3/ En el caso de los índices mensuales, los pagos resultantes del uso de la tasa de aumento de precios de junio serían convertidos a través de la escala (los pagos subsiguientes se basarían en el monto en australes obtenido de esa manera). El supuesto en este caso era que los índices de junio reflejaban aproximadamente los precios de mediados del mes (la reforma entró en efecto el 15 de junio).

que ya habían ocurrido, sino que tomó los contratos tal cual estaban en el momento de la reforma 1/. En la medida en que la variación en la tasa de conversión se aproximó al diferencial entre las tasas de inflación posterior y anterior a la reforma, el valor real de los pagos fue similar a lo que hubiera sido si los precios hubieran seguido creciendo a una velocidad como la observada en el período previo al programa.

b) El clima económico que precedió a los anuncios

El período anterior a la reforma fue de gran confusión y tensiones. Ya a partir de marzo, el gobierno había acelerado el aumento de la tasa de cambio y de los precios del sector público. En mayo y la primera mitad de junio estos precios crecieron aún más rápidamente, en tanto las autoridades trataban de llegar al comienzo del programa con un conjunto de precios relativos que produjeran un mayor ingreso fiscal y aseguraran un excedente comercial suficiente. Además, el gobierno alentó un aumento en el precio de la carne (anunciando que haría compras para formar un "stock de intervención" que suavizara las futuras fluctuaciones de precios) y apuró la autorización de aumentos en los precios industriales bajo control 2/. En la semana anterior al programa, el precio de la nafta (que muchos utilizaban como indicador para anticipar otros precios) se ajustó en un 12% y se decidió una devaluación del 18%, combinada con un aumento en los aranceles de importación y nuevos

---

1/ Esto se debió sobretodo a la decisión de tratar a todos los contratos en forma similar, sin hacer una consideración caso por caso. En los contratos más viejos, el sistema de conversión buscó evitar nuevas transferencias de riqueza, pero congeló la pérdida ya sufrida por los acreedores. Después de la reforma, el gobierno introdujo algunas medidas complementarias aplicables a los contratos entre el Estado y sus proveedores que no estaban adaptados a la inflación previa y a los contratos de obras públicas. Si bien el sistema de conversión parece haber sido generalmente aplicado en la cancelación de deudas privadas, aparentemente también hubo una cantidad significativa de renegociación de contratos.

2/ Es probable que, en muchos casos, las autorizaciones de precios fueran tales que los precios de lista eran más altos que aquellos aplicados en la mayoría de las transacciones. La existencia de esta "agua" en los precios autorizados hizo que el congelamiento fuera más fácil de aplicar más adelante.

impuestos a las exportaciones 1/. Estas medidas causaron gran alarma, ya que podían interpretarse como un preludio de una nueva aceleración de la inflación, que aparentemente corría el riesgo de quedar fuera de control.

También otros elementos contribuyeron a la tensión general. Los salarios reales habían bajado ostensiblemente desde fines de 1984 y el desempleo había aumentado. Los sindicatos llamaron a un paro general a fines de abril y se pronunciaron fuertemente en contra del manejo de la economía 2/. Más o menos al mismo tiempo, el Banco Central había decidido la liquidación de un importante banco privado. Esto produjo una corrida sobre los depósitos en dólares (que no tenían garantía), como consecuencia de lo cual dichos depósitos fueron congelados en todo el sistema. Además, la negociación de la deuda externa seguía sin llegar a una conclusión definitiva. El gobierno también había mantenido conversaciones con el FMI para un nuevo acuerdo stand-by. Por último, el 12 de junio se dio a conocer un memorandum sobre política económica que contemplaba un fuerte ajuste de la política fiscal y llevaba implícito un descenso gradual de la tasa de inflación. Este acuerdo fue pronto reemplazado por otro que incorporaba los cambios introducidos por la reforma.

El día antes del anuncio hubo trascendidos periodísticos (en algunos casos, bastante inexactos) sobre los contenidos del plan. La reacción a estos trascendidos puso de manifiesto la inestabilidad de las expectativas en ese momento, así como los peligros que podía correr el plan. Ante la perspectiva de controles más estrictos sobre los precios, las empresas

---

1/ Estas medidas tenían antes que nada un objetivo fiscal. Debe notarse, sin embargo, que una tasa de cambio más alta aumenta de por sí los gastos del gobierno, ya que incrementa el costo interno de los servicios de la deuda externa.

2/ Algún tiempo antes del paro, el Presidente había anunciado en un discurso que el país entraría en una "economía de guerra". En una visión retrospectiva, esto puede entenderse como un preanuncio elíptico del plan de estabilización. En aquel momento, sin embargo, tal afirmación no podía ser interpretada más que como un anuncio de tiempos aún más difíciles.

decidieron grandes aumentos preventivos 1/. El temor a posibles pérdidas en el valor del dinero en efectivo y de los depósitos 2/, hizo que la gente se lanzara a comprar bienes y a hacer retiros de los bancos; el gobierno se vio obligado a decretar un feriado bancario el 14 de junio. La tasa de cambio del mercado negro aumentó fuertemente ese día, aunque era difícil encontrar vendedores. Estas reacciones indican que el programa fue anunciado en un clima de gran incertidumbre.

c) Los primeros efectos del programa

El programa fue dado a conocer a través de dos discursos, uno del Presidente de la República y otro del Ministro de Economía. El Presidente expresó claramente la opinión de que la estabilización era una condición necesaria para la supervivencia de las instituciones políticas:

"Si el problema económico no es resuelto, la vida política de la Nación correrá, sin duda, serios riesgos. La convivencia pacífica, democrática y civilizada de los argentinos, tal vez no tendría demasiadas esperanzas si la cuestión económica no fuera definitivamente resuelta. Que cada uno tenga conciencia de lo que está en juego. El plan de reforma no es para salvar un gobierno; es para salvar un sistema político; es para salvar un estilo de vida; y también es para recuperar el orgullo y la ambición nacional... El objetivo prioritario de esta etapa primera del plan de reforma es la lucha contra la inflación. No hay producción posible, no hay inversión imaginable con ese ritmo inflacionario. Pero hay algo aún más grave: la inflación se ha convertido en el origen de todas las incertidumbre sociales."3/

Así, las autoridades presentaron el programa como una opción de todo o nada. Los anuncios del 14 de junio consistieron fundamentalmente en lo siguiente:

---

1/ Los precios fueron posteriormente congelados en los niveles del 12 de junio, es decir dos días antes que el programa fuera anunciado. Los controles sobre los precios industriales se habían relajado mucho con anterioridad.

2/ Había rumores de que el dinero y los depósitos serían gravados con una quita del 30% antes de pasar a la nueva moneda.

3/ Discurso del Presidente Alfonsín del 14 de junio de 1985.

i) El déficit del sector público (incluido el Banco Central) se reduciría (sobre una base caja) desde aproximadamente un 12% del PBI en el primer semestre de 1985 a 2,5% en el segundo 1/. Esto sería el resultado de los siguientes efectos:

- Mayores ingresos de las empresas públicas y el Tesoro derivados de los recientes aumentos en los precios reales del sector público.
- Impuestos más altos al comercio exterior.
- Una nueva legislación para los impuestos directos, pendiente de aprobación en el Congreso, y un préstamo forzoso relacionado con los ingresos y patrimonio imponibles de 1984.
- Un aumento de la recaudación impositiva real, debida a la eliminación del efecto de rezago fiscal.
- Una reducción de los gastos públicos, que sin embargo no implicaría despidos masivos 2/ ni recortes en los programas sociales.
- Menores gastos operativos del Banco Central debido a la reducción de las tasas de interés nominal.

ii) El déficit del gobierno sería financiado exclusivamente con créditos externos. El Tesoro no pediría nuevos préstamos al Banco Central 3/.

iii) Los precios se congelarían en sus valores del 12 de junio. El congelamiento no se aplicaría a productos de oferta estacional (tales como frutas y verduras); para estos el gobierno fijaría márgenes máximos de comercialización. Además, se anunciaría una lista de precios máximos para un conjunto de bienes de

---

1/ Esta proyección era equivalente a un superávit fiscal, neto de los servicios sobre la deuda pública externa.

2/ El gobierno ya había suspendido la contratación de nuevos empleados. Los salarios reales del sector público, como se ha visto, disminuyeron significativamente en la primera parte de 1985. La inversión pública también se había reducido.

3/ El Banco Central había otorgado grandes préstamos al Tesoro en los primeros días de junio. Parte de esos préstamos había sido depositada en el Banco de la Nación, para ser utilizados como "colchón financiero", especialmente en el pago del aguinaldo de mitad de año. Muchos programas europeos que siguieron a hiperinflaciones incluyeron medidas de este tipo antes de suspender la financiación monetaria al Tesoro.

consumo.

iv) Habría un 22,6% de aumento para los sueldos y salarios (25,1% para pensiones), tal como se había anunciado; el congelamiento regiría sobre esos nuevos valores.

v) El tipo de cambio se fijó en 0,8 australes por dólar 1/.

vi) Las tasas de interés reguladas se fijaron en 4 y 6% mensual para nuevos depósitos y préstamos a 30 días, respectivamente (las anteriores eran 28 y 30%).

vii) Se introdujo una nueva moneda, en conjunto con el sistema de conversión de deudas discutido en la sección anterior.

Estos anuncios tuvieron un notable efecto en el público. Aunque las reacciones iniciales distaron de ser unánimemente favorables (los sindicalistas generalmente rechazaron el programa, las asociaciones empresarias expresaron reservas y algunos comentaristas manifestaron serias dudas sobre los resultados del plan), el público en general apoyó al programa, o al menos le otorgó el beneficio de la duda. Es probable que el congelamiento de precios haya influido significativamente esta conducta, ya que indicaba en forma visible que los precios dejarían de subir de inmediato. Sea cual fuere la razón particular, parece haber habido una sensación vaga pero generalizada de que se habían tomado medidas definidas para parar la inflación. La gente manifestó una gran resistencia al aumento de precios, no sólo en forma de protestas sino también con una búsqueda intensiva de precios más bajos.

La reapertura de los bancos fue la primera prueba para el programa. Las tasas de interés del 4% mensual eran muy altas para una inflación cercana a cero, pero no había garantía de que las expectativas se fueran a ajustar con la rapidez suficiente como para inducir a la gente a mantener depósitos a esas

---

1/ La tasa de cambio se congeló al igual que los demás precios, pero no se anunció una paridad fija.

tasas 1/. Ciertamente, existía el peligro de una corrida hacia los bienes o la moneda extranjera. Sin embargo, la mayoría de los depósitos fueron renovados. Además, la tasa de cambio del mercado negro cayó abruptamente y durante algunas semanas permaneció prácticamente igual a la tasa oficial. Esto probablemente no implique que las expectativas se hayan ajustado del todo a una perspectiva de estabilidad de precios, pero sí muestra que el público varió apreciablemente sus anticipaciones.

El congelamiento de la tasa de cambio incentivó el ingreso de capitales, tanto en forma de préstamos financieros de corto plazo como de adelantos y retrasos en las operaciones comerciales con el exterior. El Banco Central hizo grandes compras de moneda extranjera en la segunda quincena de junio y en julio. Aunque las autoridades esterilizaron parte del aumento de las reservas externas (elevando los encajes en el sector no regulado de depósitos), esto produjo una considerable expansión monetaria. El ingreso de capitales ayudó a reducir las tasas de interés no reguladas, que, sin embargo, siguieron en 9% mensual en la segunda quincena de junio y más de 7% en julio. De todos modos, el gobierno no intentó estimular los flujos de corto plazo, por temor a que causaran dificultades a la política monetaria y distorsionaran el mercado de cambio en el futuro. En consecuencia, se decidió extender el plazo mínimo para los créditos financieros y reducir el plazo máximo para la venta de cambio procedente de exportaciones.

En los meses siguientes, la situación de pagos externos mejoró. La continua acumulación de reservas permitió al Banco Central descongelar los depósitos en moneda extranjera en los bancos comerciales, la mayoría de los cuales fueron renovados. Las negociaciones con los acreedores externos terminaron en un acuerdo que normalizó los atrasos e incluyó nuevos préstamos. Si bien esto estaba lejos de ser una solución definitiva al problema de la deuda externa, eliminó una fuente de considerables incertidumbres en el corto plazo.

---

1/ El gobierno predijo que las tasas de interés nominal permanecerían altas por algún tiempo: "Sabemos que en sus primeras etapas, esta política va a tropezar con el previsible pesimismo de una sociedad que ha perdido la confianza en su signo monetario. Mientras persistían las expectativas inflacionarias, la tasa real de interés se va a mantener alta, y ello condicionará el ritmo de la actividad económica." Ministro Sourrouille, discurso del 14 de junio de 1985.

El congelamiento de precios enfrentó inicialmente algunas dificultades importantes. En muchos casos, los precios autorizados no estaban definidos con claridad: el retorno a los precios del 12 de junio y el tratamiento de aumentos de precios que todavía estaban sin resolver provocaron muchas dudas. Además, los precios de lista generalmente se fijaban para ventas con pagos diferidos y por lo tanto incorporaban grandes cargos de intereses, que las autoridades no deseaban reconocer. Tomó varias semanas definir un conjunto de precios de aplicación general. Mientras tanto, la incertidumbre entorpeció las transacciones.

Al mismo tiempo, muchos consumidores pospusieron sus gastos, probablemente como reflejo de un aumento de la demanda de dinero: el aguinaldo de mitad de año, en particular, parece haberse gastado mucho más lentamente que en épocas anteriores. La demanda de bienes cayó abruptamente en junio y julio. Las empresas reaccionaron interrumpiendo bruscamente la producción; muchas redujeron las horas de trabajo y algunas despidieron personal.

El sistema de conversión de contratos provocó dudas, especialmente en las transacciones indexadas como las de alquiler de viviendas. Como era de esperar, hubo protestas de quienes se consideraban perjudicados por la conversión. En algunos casos, las protestas sugerían la existencia de una especie de ilusión monetaria <sup>1/</sup> (aunque esto habría sido difícil de imaginar en un país con semejante historia inflacionaria); en otros, provenían del hecho de que la conversión impidió a algunos acreedores recuperar pérdidas anteriores. También había contratos no adaptados a una alta inflación, que la

---

<sup>1/</sup> Muchos depositantes, por ejemplo, no encontraban razonable que la conversión se aplicara sobre el monto total de capital e intereses de los depósitos a plazo, en lugar de aplicarse sólo sobre los intereses. De hecho, la tabla de conversión proyectó la "erosión inflacionaria" que ya se venía produciendo sobre los futuros montos en pesos, pero esto se manifestaba como una reducción de las sumas nominales debidas a los acreedores (respecto a los valores pactados originalmente), en tanto que la pérdida del poder de compra no era tan explícita anteriormente. En algunos casos, la conversión implicaba intereses nominales negativos sobre los contratos pendientes; esto correspondía (aproximadamente) a intereses reales negativos en la situación anterior.

conversión proyectó hacia adelante en las mismas condiciones 1/. De cualquier modo, a pesar de que se plantearon algunos conflictos, el sistema de conversión resultó útil para la adaptación de los contratos al súbito cambio de la tasa de inflación.

Los problemas creados por el shock fueron compensados por un rápido descenso de la tasa de inflación. Luego del período inicial de incertidumbre, la oferta se normalizó y el congelamiento fue generalmente aceptado, de modo que el gobierno no se vio en la obligación de imponerlo. En muchos casos, los precios autorizados no actuaron como restricciones operativas, ya que los precios efectivos estaban por debajo de esos topes. En julio, el IPM cayó en términos nominales, por primera vez en muchos años, mientras que el IPC, que registra el promedio mensual de precios (y por lo tanto incorporó un arrastre de los grandes aumentos de la primera quincena de junio) aumentó un 6,2% 2/.

El déficit de caja del Tesoro fue muy grande en junio, debido a la caída de los ingresos reales 3/, y al pago del aguinaldo de mitad de año a los empleados públicos. En los meses siguientes, la situación financiera del Tesoro mejoró considerablemente: los excedentes de caja registrados entre agosto y noviembre contrastaron vivamente con los déficits anteriores. El Tesoro pudo efectivamente dejar de pedir préstamos al Banco Central. La causa principal de este

---

1/ Algunos contratos en los que figuraba el sector público, por ejemplo, no contemplaban penalidades por demoras en el pago. El incentivo para posponer los pagos existía, por supuesto, antes de la reforma; el sistema de conversión mantuvo este incentivo (para pagos pactados antes de la reforma) a pesar de que la inflación había disminuido mucho. Con posterioridad el gobierno aceptó pagar intereses a sus proveedores por los retrasos incurridos en los contratos en pesos.

2/ Las autoridades insistieron en que el "efecto de arrastre" explicaba casi todo el incremento del IPC y que los precios habían permanecido casi constantes entre mediados de junio y fines de julio. Esta interpretación no ha sido rebatida.

3/ El efecto de rezago fiscal no entró en juego inmediatamente, ya que las obligaciones impositivas (y también las facturas de servicios públicos) denominadas en pesos fueron transformadas a la nueva moneda a través del sistema de conversión.

resultado fue la súbita recuperación de los ingresos tributarios reales, debido al efecto del razago fiscal y a la mayor recaudación sobre el comercio exterior. Los gastos reales del Tesoro disminuyeron, como consecuencia de las reducciones en la nómina de salarios y en las transferencias a las empresas públicas. Considerando al sector público como un todo, hubo una considerable caída del déficit consolidado, si bien algunas empresas públicas tuvieron dificultades para realizar los pagos proyectados en concepto de servicios de intereses externos y algunas provincias recurrieron a distintos métodos (incluida la emisión de bonos que no devengaban intereses) para cubrir sus necesidades financieras. En consecuencia, la caída del déficit fiscal agregado parece haber sido menor que lo que se proyectó inicialmente.

El ajuste de las finanzas públicas actuó sobre una de las causas principales del rápido crecimiento monetario (aunque no dejó lugar para un desplazamiento del crédito bancario hacia el sector privado). Sin embargo, la acumulación de reservas externas y los redescuentos al sistema financiero, parcialmente compensados por la exigencia de mayores encajes, produjeron un aumento significativo en la base y en los agregados monetarios. Esta mayor oferta de activos fue bien absorbida por la demanda. Hubo una modificación de las carteras a favor de M1, cuyo stock se duplicó entre mediados de junio y mediados de setiembre, mientras que la tasa de rotación de las cuentas corrientes declinó notablemente. También aumentó el volumen de depósitos a interés en el segmento regulado y especialmente en el no regulado. Los depósitos indexados, en cambio, fueron generalmente retirados a su vencimiento 1/.

La política monetaria debió afrontar las dificultades planteadas por la previsible incertidumbre en cuanto a las expectativas de precios. Las tasas de interés no reguladas tuvieron una tendencia a declinar, pero se mantuvieron apreciablemente por encima de la tasa de inflación. No es evidente hasta qué punto las altísimas tasas de interés real ex-post fueron efectivamente percibidas como tales ex-ante (y en ese caso habrían servido para identificar un estado de restricción monetaria )

---

1/ La reducción de los depósitos indexados, que tenían como contrapartida préstamos a plazos más largos, llevó al Banco Central a extender sus redescuentos. Esta política tuvo un costo fiscal, ya que, para evitar sus efectos monetarios, el Banco Central aumentó la exigencia de reservas sobre los depósitos a interés no regulado, sobre los que debe pagar intereses más altos que aquellos que resultan de los redescuentos indexados.

o si reflejaban una prima de inflación todavía alta. El comportamiento de otros mercados no aportaba datos claros 1/. La magnitud de las tasas de interés llevó a las empresas a hacer un esfuerzo por reducir sus existencias y es probable que hayan desalentado también la demanda de equipos, pero, por otra parte, la recuperación de las ventas de bienes de consumo luego de la drástica caída de junio parece indicar que muchas familias no consideraron el alto rendimiento de los depósitos razón suficiente para suspender sus compras 2/. El precio real de las acciones, por otra parte, aumentó abruptamente entre junio y setiembre, luego de muchos meses de descenso constante 3/. La tasa de cambio del mercado negro aumentó con intensidad en julio (cuando la brecha que la separaba de la tasa oficial llegó a 20%), pero luego descendió nuevamente.

En general, las expectativas inflacionarias parecen haber disminuido gradualmente después de varios meses en los que los precios aumentaron en forma lenta y sin notables perturbaciones en los mercados. En agosto, una reducción estacional en la oferta de ganado provocó un aumento en el precio de la carne que, junto con los aumentos en los precios de los servicios, contribuyó a que el IPC aumentara un 3%. La tendencia descendente en el ritmo de

---

1/ La gran diferencia entre las tasas de interés en varios segmentos del mercado puede haber producido diferencias de comportamiento, según los sectores a los que los agentes tuvieran acceso e independientemente de las expectativas inflacionarias.

2/ En los meses posteriores a la reforma aparentemente hubo algún leve aumento en la oferta de créditos para la compra de bienes de consumo, a tasas muy altas. Es probable que la disposición de los compradores a aceptar esos términos (dejando de lado el efecto de las expectativas inflacionarias) esté relacionado con el bajo nivel de endeudamiento de las familias después de un largo período en que la oferta de crédito era reducida. De modo similar, la solvencia de las empresas no se habría visto demasiado afectada, en general, por el alto valor de la tasa real ex-post, puesto que el volumen de endeudamiento también era bajo.

3/ La tendencia alcista se interrumpió en octubre. Esto tal vez no haya estado asociado con el comportamiento de las tasas de interés, sino que en general se lo ha atribuido a las nuevas leyes impositivas. De cualquier modo, resulta muy difícil interpretar los cambios de los volátiles precios de los valores.

variación de los precios al consumidor continuó en setiembre (2%) y octubre (1,9%), si bien hubo una leve aceleración en los dos meses siguientes. El IPM experimentó aumentos menores. Hubo, por cierto, un "deslizamiento" en los precios: en algunos casos, se redujeron o eliminaron las rebajas sobre los precios de lista, los servicios aumentaron y algunos bienes específicos (como las verduras o el caso ya mencionado de la carne) sufrieron fuertes aumentos ocasionales. En general, sin embargo, la política de precios (que fue aplicada con cierta flexibilidad) se mantuvo sin grandes dificultades y, salvo algunas excepciones, los mercados no mostraron síntomas de excesos de demanda de gran magnitud a los precios fijados.

El aumento de precios, muy lento en comparación con las tasas de inflación anteriores, pero notorio, llevó el valor real de la tasa de cambio y los precios del sector público debajo de los niveles del momento de la reforma. Hacia fines de año, sin embargo, esos precios todavía eran más altos que el promedio de los últimos años <sup>1/</sup>. En cuanto al nivel de los salarios reales, su medida depende mucho del supuesto que se realice sobre los patrones temporales de consumo, si se tiene en cuenta el gran cambio en la tasa de inflación. Tradicionalmente, los salarios de un período se comparan con los precios de ese mismo período. Un indicador más preciso del poder de compra sería el que resulta de deflacionar por los precios del momento en que se efectúa el gasto promedio con dichos ingresos. La diferencia puede ser bastante notable

---

1/ En el caso de la tasa de cambio, la afirmación se basa en un indicador de paridad construido con la tasa de cambio nominal (es decir sin tener en cuenta los impuestos al comercio exterior) y el índice de precios al consumidor de EEUU como medida de los precios externos. Los recientes cambios en los aranceles de importación y exportación (parcialmente compensados por reducciones en los impuestos de exportación que el gobierno decidió luego de la reforma) han ampliado la brecha entre las tasas de cambio efectivas: los precios de exportación son más bajos y los de importación más altos que lo que marca el indicador de "paridad". Por otra parte, los precios internacionales de los principales productos agrícolas de exportación argentinos disminuyeron significativamente en 1985, de modo que el valor de las exportaciones sería menor para una tasa de cambio dada. Parece que la consistencia de la tasa de cambio con el equilibrio de los pagos externos en el futuro cercano dependerá de la disponibilidad de financiación que compense la caída de los términos de intercambio y las pérdidas de ingresos de exportación causadas por las inundaciones, que afectaron a importantes cosechas.

si hay una rápida inflación entre el período de devengamiento del pago y el del gasto. Cuando la inflación cae, se reduce la erosión del poder de compra; el valor cuantitativo del efecto depende del largo del intervalo entre el momento al que se atribuye la generación del ingreso y aquel en que se realiza el gasto <sup>1/</sup>. En este caso particular, la medida tradicional muestra una caída en los ingresos por hora de alrededor del 15% entre mayo y setiembre <sup>2/</sup>. Esa caída disminuye mucho si los salarios mensuales se deflacionan por el promedio del IPC de ese mes y el siguiente <sup>3/</sup> (ver cuadro). Por lo tanto, si bien los salarios reales permanecieron indudablemente por debajo del nivel de 1984, no es evidente que hayan tenido una gran caída en el período siguiente a la reforma.

Hay sólo información parcial sobre la evolución del producto. Los datos sobre producción manufacturera muestran una fuerte contracción entre el tercer trimestre de 1985 e igual período del año anterior. Sin embargo, de acuerdo con los indicadores disponibles y la información cualitativa, parecería que la demanda de bienes industriales y la producción se recuperaron con respecto a sus mínimos de junio, y las empresas pudieron reducir sus existencias de productos terminados. Se puede estimar que, hacia octubre, la producción

---

<sup>1/</sup> Y de la forma en que se mantienen los ingresos antes de gastarlos: la pérdida del poder de compra resulta de dos efectos: el intervalo entre el momento en que se realiza el trabajo y el que se recibe el pago y el "impuesto inflacionario" sobre la parte de los ingresos corrientes que se conserva en forma de dinero.

<sup>2/</sup> El índice de salarios industriales muestra una caída nominal en julio y agosto. Este es probablemente el resultado de la caída de los ingresos en concepto de horas extra debida a la reducción de las horas de trabajo. Aparentemente, en los meses siguientes, hubo un aumento en las horas trabajadas y un cierto deslizamiento en los salarios nominales. Si esto es correcto, puede haber habido una recuperación en los salarios reales.

<sup>3/</sup> Esta medida supone que los pagos ocurren a mediados y fines de mes y que hay un ritmo de gastos uniforme entre las fechas de pago, y también que el promedio del IPC de dos meses aproxima el nivel de precios hacia fines del primer mes. En el caso de los salarios mensuales, el deflactor equivalente sería el IPC del mes siguiente y la medida correspondiente de ingresos reales mostraría un aumento entre el período anterior y el posterior a la reforma. Aquí, sin embargo, la suposición de un gasto uniforme parece menos plausible, tanto por la mayor duración del período como porque los trabajadores de mayor ingreso tuvieron más posibilidades de acceso a los sustitutos del dinero durante el período de gran inflación.

industrial había más o menos recuperado los niveles anteriores .  
al shock 1/.

En síntesis, el programa de estabilización logró una abrupta desinflación, aparentemente sin que la recesión se empeorara más allá de una marcada, pero transitoria caída de la producción. De todos modos, sería inexacto decir que las expectativas inflacionarias se calmaron definitivamente. Luego de unos meses de aplicación de la política, todavía existía preocupación en el público sobre un posible salto de los precios cuando se suspendiera el congelamiento 2/. La política fiscal, por otra parte, era vigilada cuidadosamente, para ver si la reducción del déficit era suficiente y podía mantenerse. Además, el bajo nivel de actividad económica y la caída de los salarios reales generaba una gran inquietud respecto a las posibilidades de una rápida recuperación. Todo esto, combinado con las altas tasas de interés, significaba que las presiones sobre la política económica eran todavía grandes. En un breve plazo, los resultados del programa había sido tales que el temor de una inflación descontrolada se desvaneció; el problema para las políticas consistía en conciliar las distintas demandas y mostrar que podría sostenerse una baja tasa de inflación.

d) Algunos comentarios

La caída en la tasa de inflación produjo cambios significativos, si bien aún incipientes, en los comportamientos económicos. Se ha señalado que la demanda de dinero aumentó apreciablemente. La falta de incentivos para apurar las

---

1/ Esta recuperación a partir de los deprimidos niveles de producción de mediados de año fue aparentemente más significativa en los sectores de vestimenta y de bienes de consumo durables. En cambio, algunas actividades, como la construcción, no manifestaron un aumento visible.

2/ El gobierno insistió en que no habría un abrupto descongelamiento, sino una gradual transición a un sistema de acuerdos de precios y salarios. Una de las causas del temor de una aceleración de precios era la posibilidad de que hubiera un cambio de política antes o inmediatamente después de las elecciones parlamentarias de noviembre. Este cambio no ocurrió y las autoridades dieron pocas señales de estar pensando en semejante cambio, aunque las presiones sobre las políticas se hicieron más fuertes en la última parte del año.

compras permitió a los consumidores efectuar búsquedas más eficaces, de forma que los precios fueron mejores señales para las decisiones de compra. Aparentemente también las empresas comenzaron a mejorar sus cálculos de costos, luego de un largo tiempo en el cual la volatilidad de los precios no permitía hacer estimaciones confiables. El horizonte temporal de las decisiones económicas sigue siendo corto porque todavía hay considerables dudas acerca del curso de la economía, pero, al menos, los planes pueden superar las pocas semanas que conformaban el futuro previsible durante la inflación anterior. Por otra parte, parece haber habido una ampliación del crédito comercial y al consumo. Todos estos son síntomas de normalización de la economía. Es de esperar que, en la medida en que las expectativas de estabilidad de precios se vayan consolidando, se vea facilitada la programación de inversiones y disminuyan algunos márgenes de comercialización, al reducirse los incentivos para buscar protección contra cambios súbitos en los costos.

El "juego de política económica" también se ha modificado. Anteriormente, las políticas monetaria, cambiaria y de precios del sector público se ajustaban, entre otros determinantes, teniendo en cuenta la tasa observada de inflación. El programa de estabilización cambió este comportamiento por uno en el que el gobierno compromete de antemano ciertas variables que están bajo su control en la expectativa de que el público se ajuste en conformidad. Es probable que una condición para que disminuya la incertidumbre sea que el gobierno mantenga esa clase de iniciativa, ofreciendo un "marco macroeconómico" con una indicación sobre el futuro curso de los principales instrumentos de política. Con un programa económico definido, el gobierno está en mejores condiciones para resistir presiones. El liderazgo de la política económica, no obstante, también tiene sus costos, puesto que fuerza a las autoridades a hacer anuncios más o menos definidos en circunstancias en que el comportamiento futuro de la economía (y del entorno internacional) no es fácil de predecir. En otras palabras, habría una disyuntiva entre la predictibilidad y flexibilidad en el diseño de las futuras políticas, que puede llevar a difíciles decisiones respecto a cuáles variables comprometer de antemano y cuáles dejar liberadas a juicios sobre la marcha.

Por otra parte, el programa ajustó las restricciones presupuestarias, tanto en el sector público como en el privado. El gobierno se ha restringido al suspender su financiamiento en el Banco Central y, como es probable que el mercado para la deuda pública siga siendo pequeño, esto implica que los gastos tendrán que pagarse principalmente con ingresos corrientes o financiamiento externo. Desde el punto de vista

de las empresas privadas, las perspectivas de subsidios a gran escala han disminuido considerablemente y si la incipiente estabilización se mantiene, las posibilidades de realizar grandes ganancias de capital también se reducirán. Es legítimo preguntar con qué facilidad la economía se acostumbrará a funcionar con estas reglas, sin recurrir a sucesivas "vueltas inflacionarias" para no afrontar conflictos distributivos no resueltos. En este sentido y más allá de las cuestiones técnicas del manejo de política económica, el gobierno parece enfrentar la tarea de convencer a los grupos sociales de que las ganancias de un sector tendrán que ser explícitamente compensadas por cargas reales sobre otros. Es posible que los costos vívidamente sentidos de la reciente inflación sirvan, en última instancia, para impedir una escalada de reclamos, si bien es improbable que los distintos grupos abandonen sus demandas.

El programa de estabilización aventó los temores de un inminente colapso de la moneda. Uno de los principales problemas que se plantean ahora es el de definir una meta para la futura tasa de inflación. Evidentemente, la política fiscal será crucial en este sentido, en particular si se tiene en cuenta el tamaño del mercado de capitales y el grado de monetización que es aún extremadamente bajo. El programa estuvo dirigido a afrontar una emergencia económica; como tal, algunas medidas tuvieron un carácter transitorio. A los efectos de lograr una pronta reducción del déficit, el gobierno naturalmente eligió métodos que produjeran resultados rápidos. Queda por establecer una política más permanente. Si bien gran parte de la discusión sobre el tamaño que debería tener el sector público y cuáles deben ser sus funciones no es demasiado precisa, el hecho es que tanto el sistema impositivo como el gasto público merecen ser reconsiderados. Esto inevitablemente requiere tiempo y mucho debate, tanto sobre el aspecto distributivo de la política fiscal como sobre su rol en la asignación de recursos. Mientras tanto, cuanto más claros sean los signos de que el gobierno puede mantener su presupuesto bajo control, mejores serán las perspectivas para el programa de estabilización. Esto no sólo tiene que ver con definiciones de política interna, sino también con las condiciones internacionales: demandas de grandes transferencias por intereses y deprimidos términos del intercambio (que reducen directa e indirectamente la capacidad de tributación) harían más difícil mantener un déficit coherente con una baja tasa de inflación.

El mantenimiento de reducidas tasas de inflación también tiene un aspecto financiero. Los altísimos costos de intermediación (que, es cierto, pueden verse algo reducidos si la remonetización continúa) actúan como piso para la tasa de interés nominal y, en el más largo plazo, también para la

inflación, si los intereses reales han de ser compatibles con el retorno de las inversiones. Esto no fue demasiado relevante en el pasado, pero puede ser un obstáculo para una estabilización definida. Más en lo inmediato, el Banco Central ha otorgado grandes descuentos al sistema financiero, en parte como forma de liberar a los bancos de los costos del corrimiento de los depósitos indexados a activos de mayor rendimiento. Las autoridades parecen afrontar el problema de ganar un mayor control sobre la oferta monetaria (lo que no necesariamente significa aplicar una política restrictiva) y de reducir el déficit cuasi fiscal. En este sentido, las elevadas tasas de interés están produciendo un efecto negativo en el déficit público; desde el punto de vista de la financiación del sector privado, tasas del orden de las que actualmente prevalecen son seguramente inconsistentes con la estabilidad de precios si se mantienen en esos niveles más allá de un tiempo limitado. Las altas tasas de interés real ex post parecen reflejar en parte expectativas inflacionarias que aún no se han disipado. La evolución de esas expectativas probablemente dependa del curso de la política de precios y salarios.

Mucho se ha discutido sobre cuánto tiempo debe durar el congelamiento y qué sistema debería reemplazarlo. Parece haber un acuerdo más o menos general en que el congelamiento cumplió su propósito de eliminar la inercia de los precios: la cuestión es si perderá (o ya ha perdido) su utilidad. Hay aquí una disyuntiva para la política económica. Por un lado, el congelamiento sólo puede ser transitorio; si dura demasiado, las presiones del mercado se manifestarán en desabastecimientos o en aumentos de precios no autorizados. La experiencia del pasado, por otra parte, ha causado escepticismo en el público en cuanto a la efectividad de los controles, de modo que, de por sí, un congelamiento demasiado largo tendría un efecto negativo sobre las expectativas. Pero, al mismo tiempo, a pesar del deslizamiento de precios y salarios que sin duda ha tenido lugar, el congelamiento ha sido un ancla que contribuyó a producir un cambio gradual pero notorio en los comportamientos individuales. No se trata sólo de interrumpir la inflación por un plazo breve y confiar luego en que los mercados se ocuparán por sí solos de que los precios crezcan lentamente, si es que el público reconoce que la demanda agregada está bajo control. No parece que esto resultaría así en la Argentina. El recuerdo de los grandes aumentos está aún fresco: el hecho de que en Argentina las políticas de ingresos casi siempre hayan terminado en bruscos saltos de los precios crearía el riesgo de subas preventivas en caso de un súbito descongelamiento. Los anuncios monetarios y fiscales "incondicionales" tendrían pocas posibilidades de subsistir en tales circunstancias. El riesgo de que esto suceda disminuye si, como ocurrió durante los primeros meses del programa, el público advierte que la inflación es

efectivamente baja y hay pocos desórdenes en los mercados (de modo que se diluya el temor de que la desinflación haya sido producida artificialmente) y el congelamiento da lugar, al menos por un tiempo, a un sistema de fijación de precios y salarios que sirva como guía para la futura tasa de inflación y al mismo tiempo permita una cierta flexibilidad a los precios individuales. El sistema post-congelamiento puede adoptar diferentes formas, desde un conjunto de pautas gubernamentales (más o menos compulsivas) hasta acuerdos sectoriales, o negociaciones sobre las principales variables macroeconómicas. El propósito fundamental podría ser darle tiempo a los agentes para que "se acostumbren" a operar con una inflación mucho más baja y a la vez tranquilizar al público respecto al salto de precios. La eficacia para aplacar expectativas será mayor si se cuenta con el acuerdo de los principales grupos económicos y sociales.

Sean cuales fueren el tiempo y la forma adoptados, habrá decisiones que tomar en cuanto a los precios relativos. El estado actual no manifiesta mayores desequilibrios, si bien existen tensiones. Los precios industriales (a los que se aplicó sobretodo el congelamiento) habían mostrado un rápido avance antes de la reforma; luego de ella permanecieron altos en relación con los precios agrícolas y su valor, en comparación con los precios de los servicios está alrededor del promedio de los últimos años. Hubo una tendencia descendente en la tasa de cambio real, pero ésta no puede considerarse baja tomando sus valores anteriores como referencia. Sin embargo, la caída de los precios internacionales de las principales exportaciones argentinas reducirá el excedente comercial, lo que podría producir presiones sobre la política fiscal o cambiaria si no hay un aumento compensatorio en el financiamiento externo. El salario real, por otra parte, cayó marcadamente en 1985 (especialmente en el sector público) y su nivel actual no satisface a los trabajadores. Una de las preguntas que plantea la situación actual (pregunta que, cabe destacar, existía también antes del programa de estabilización) es si un nivel sostenible de los salarios reales también será socialmente aceptable. La reacción de los sindicatos al aumento salarial que el gobierno otorgó en enero de 1986 sugiere que éste será uno de los temas urgentes en el futuro cercano.

Los conflictos distributivos probablemente se vean reforzados en condiciones de bajo nivel del producto real, luego de un prolongado estancamiento económico. Esto apunta a una cuestión más general. El programa de estabilización tuvo éxito en reducir drásticamente la tasa de inflación; esto sugiere, en una visión retrospectiva, que los riesgos corridos por el gobierno al decidir el shock y al aplicar un enfoque no convencional fueron justificados. El programa satisfizo una fuerte "demanda de estabilidad"; de hecho, buena parte del público

compartía con las autoridades la opinión de que la economía no podía funcionar ni siquiera medianamente bien con una inflación altísima. Sin embargo, las presiones inflacionarias no han desaparecido del todo. La posibilidad de una estabilización sostenida probablemente dependa de la recuperación de las perspectivas de crecimiento real. Ahora bien, la recesión está lejos de haber sido superada, aunque las ventas y la producción hayan aumentado luego del impacto inicial. En cuanto al futuro próximo, habrá poco espacio para una expansión tradicional basada en la política fiscal: el gobierno está limitado por fuertes restricciones financieras y, de acuerdo con las expectativas actuales, una parte significativa del público podría fácilmente interpretar un aumento en el déficit como un paso irreversible hacia una inflación más alta. En cambio, una continuación del ajuste fiscal permitiría una política monetaria más activa para reducir las tasas de interés. La estabilización misma, por otra parte, puede provocar un aumento en el crédito privado y llevar a las empresas a hacer nuevas inversiones que, aunque en principio sean menores, pueden ser importantes dado el estado muy deprimido de esos gastos. Por otro lado, es probable que se estimulen las exportaciones. Pero más allá de las perspectivas de una pronta reactivación de la actividad real (que, en todo caso, puede suponerse sería relativamente lenta en comparación con recuperaciones anteriores), subsiste el problema de establecer las condiciones para el crecimiento futuro. La deuda externa plantea severas restricciones: complica el manejo fiscal, exacerba las tensiones sociales (en especial porque un segmento del público resiente los ajustes requeridos por la deuda y sospecharía de políticas que considere inspiradas por los acreedores) y reduce la cantidad de recursos disponibles para la inversión. Luego del comienzo de su programa, el gobierno está claramente en mejores condiciones para negociar en el exterior. Pero el problema de la deuda está lejos de haberse solucionado y sigue siendo grande la brecha entre las condiciones actuales y las que la economía probablemente pueda soportar en el futuro. También existen importantes fuerzas "reales" internas a superar. El ahorro sigue siendo bajo y, tras largos años de estancamiento e inestabilidad, harán falta esfuerzos para identificar y aprovechar las oportunidades de inversión rentables. Durante mucho tiempo la Argentina ha buscado una dirección de crecimiento factible. Algunas cosas parecen ser más generalmente aceptadas ahora que en el pasado, como que la industrialización es irreversible y debe continuar, pero no basada en un mercado interno prohibitivamente protegido y en subsidios gubernamentales. La disposición a invertir en el país ha sido escasa durante largo tiempo; una pregunta que sigue planteada es cómo reaccionará ante condiciones macroeconómicas más estables. En cualquier caso, la experiencia argentina sugiere claramente que hay una estrecha relación -en ambas direcciones- entre la estabilidad nominal, por un lado, y el desempeño del crecimiento, el empleo y la distribución del ingreso por otro.



ANEXO ESTADISTICO



CUADRO 1

OFERTA Y DEMANDA GLOBAL  
(DESESTACIONALIZADO)(1)

(UNIDADES: ABSTRALES A PRECIOS DE 1970)

PERIODO	PBI	IMPORTACIONES	CONSUMO TOTAL	INVERSION BRUTA INTERNA		EXPORTACIONES	PBI MANUFACTURERO
	A PRECIOS DE MERCADO	DE BIENES Y SERVICIOS		TOTAL	FIJA	DE BIENES Y SERVICIOS	A C.F.
1980	1140.0	1689.6	2042.5	2561.5	2448.9	1246.2	2443.8
TRIM. 1	10945.4	1643.3	8675.6	2754.9	2449.9	1297.7	2443.7
TRIM. 2	10736.4	1504.9	8648.6	2478.2	2250.3	1116.1	2449.7
TRIM. 3	11294.2	1679.3	9231.3	2461.5	2303.5	1284.4	2517.7
TRIM. 4	11561.9	1931.0	9614.4	2551.4	2391.9	1286.7	2424.0
1981	10428.3	1631.6	8749.7	1976.1	2038.6	1328.3	2028.4
TRIM. 1	10945.2	2027.9	9589.4	2242.6	2254.6	1151.7	2308.7
TRIM. 2	10657.5	1813.1	8919.7	2043.1	2027.3	1450.7	2127.3
TRIM. 3	10014.0	1450.5	8220.5	1702.9	2021.5	1562.8	1937.2
TRIM. 4	10096.4	1235.0	8267.4	1918.9	1050.9	1140.0	1940.3
1982	9887.5	942.4	7806.0	1634.0	1536.7	1358.1	1923.4
TRIM. 1	10045.8	1072.3	8094.8	1648.0	1679.2	1352.5	2004.3
TRIM. 2	9524.4	911.4	7332.8	1441.2	1503.8	1428.3	1836.0
TRIM. 3	9708.1	850.7	7624.2	1631.8	1540.5	1320.3	2000.6
TRIM. 4	10231.6	935.1	8170.3	1698.1	1423.8	1331.2	2052.4
1983	10212.3	899.1	8122.7	1304.4	1501.3	1473.0	2184.5
TRIM. 1	10218.4	842.9	8043.1	1372.9	1426.7	1559.8	2139.5
TRIM. 2	9926.7	938.1	7832.5	1549.0	1554.8	1450.6	2141.2
TRIM. 3	10169.9	936.5	8060.7	1622.0	1607.7	1449.7	2261.5
TRIM. 4	10534.2	878.9	8554.8	1481.9	1424.0	1440.0	2175.5
1984	10457.3	955.5	8650.4	1299.3	1339.5	1460.5	2271.9
TRIM. 1	10438.7	864.0	8391.8	1122.9	1325.4	1451.9	2201.7
TRIM. 2	10311.2	953.0	8284.4	1392.3	1332.4	1540.0	2324.4
TRIM. 3	10250.7	1020.8	8827.8	1131.5	1358.9	1397.2	2313.5
TRIM. 4	10828.5	983.4	9057.8	1350.6	1305.3	1244.9	2226.2
1985	...	...	...	...	...	...	...
TRIM. 1	10295.8	945.8	8319.5	1302.9	1204.4	1513.2	2119.0
TRIM. 2	9958.4	869.0	7830.5	1188.7	1207.1	1744.8	2021.7
TRIM. 3(2)							1900.0

FUENTE: OFICINA DE LA CEPAL EN BUENOS AIRES, SOBRE LA BASE DE DATOS DEL BCRA.

NOTA 1: POR EL MÉTODO DE PROYECTOS MÓVILES, LAS SERIES DESESTACIONALIZADAS NO NECESARIAMENTE SATISFACEN LAS IDENTIDADES DE LAS CUENTAS NACIONALES.

NOTA 2: CIFRAS ESTIMADAS.

CUADRO 2

INGRESO NACIONAL, AHORRO E INVERSION

(UNIDADES: % DEL PBI, A PRECIOS CONSTANTES DE 1970)

ANOS	PBI	EFFECTO TERMINOS DEL INTERC.	PAGOS NETOS A FACTORES	INGRESO BRUTO NACIONAL	CONSUMO	AHORRO NACIONAL	AHORRO EXTERNO	(BALANCE COMERCIAL R.Y SERV.)	INVERSION BRUTA INTERNA
1980	100.0	0.8	-1.3	99.5	79.9	19.6	4.2	-3.7	23.8
1981	100.0	0.7	-3.8	96.9	81.9	15.0	3.8	-0.7	18.8
1982	100.0	-1.9	-5.0	93.1	78.7	14.4	2.4	4.5	16.8
1983	100.0	-2.2	-6.0	91.8	79.3	12.2	2.4	3.8	14.9
1984	100.0	-1.4	-6.2	92.4	82.9	9.5	2.4	5.1	11.9

FUENTE : CEPAL, SOBRE LA BASE DE DATOS OFICIALES.

CUADRO 3

EMPLEO Y DESEMPLEO

(UNIDADES) INDICES BASE 1970=100 Y PORCENTAJES)

PERIODO	¡ OBR. OCUPADOS ¡ ¡ EN LA IND. MANU-¡ ¡ FACTURERA (1) ¡	TASA DE DESEMPLEO (2)(3)	TASA DE SUBEM- PLEO ABIERTO (2)(4)
1980	<u>88.2</u>	<u>2.6</u>	<u>5.2</u>
TRIM. 1	93.6		
TRIM. 2	90.1	2.6	4.5
TRIM. 3	85.0		
TRIM. 4	83.9	2.5	5.8
1981	<u>77.1</u>	<u>4.8</u>	<u>5.5</u>
TRIM. 1	81.9		
TRIM. 2	77.7	4.2	5.0
TRIM. 3	74.9		
TRIM. 4	74.0	5.3	6.0
1982	<u>73.0</u>	<u>5.3</u>	<u>6.6</u>
TRIM. 1	76.2		
TRIM. 2	72.0	6.0	6.7
TRIM. 3	71.0		
TRIM. 4	72.9	4.6	6.4
1983	<u>75.4</u>	<u>4.7</u>	<u>5.8</u>
TRIM. 1	76.7		
TRIM. 2	75.7	5.5	5.9
TRIM. 3	73.6		
TRIM. 4	75.5	3.9	5.6
1984	<u>77.6</u>	<u>4.6</u>	<u>5.5</u>
TRIM. 1	77.9		
TRIM. 2	77.1	4.7	5.4
TRIM. 3	76.8		
TRIM. 4	78.4	4.5	5.6
1985	...	...	...
TRIM. 1	81.9		
TRIM. 2	74.6	6.3	6.6
TRIM. 3	70.7		

FUENTE ¡ INSTITUTO NACIONAL DE ESTADISTICA Y CENSOS.

NOTA 1 ¡ INDICE DE OBREROS OCUPADOS EN GRANDES ESTABLE-  
CIMENTOS INDUSTRIALES.

NOTA 2 ¡ LOS DATOS DE DESEMPLEO Y SUBEMPLEO SON OBTENI-  
DOS DOS VECES AL AÑO, EN LOS MESES DE ABRIL Y  
OCTUBRE.

NOTA 3 ¡ DESEMPLEO COMO PORCENTAJE DE LA POBLACION ECO-  
NOMICAMENTE ACTIVA EN UN GRUPO DE AREAS URBANAS  
DE TAMAÑO MEDIO Y GRANDE.

NOTA 4 ¡ PROPORCION DE LA POBLACION ASALARIADA QUE TRABA-  
JO MENOS DE 35 HORAS EN LA SEMANA DE LA ENCUES-  
TA Y DESEABA TRABAJAR MAS HORAS, EN UN GRUPO DE  
AREAS URBANAS DE TAMAÑO MEDIO Y GRANDE.

CUADRO 4

PRINCIPALES VARIABLES NOMINALES.  
TASAS DE VARIACION EQUIVALENTE MENSUAL (1)

(UNIDADES: PORCENTAJES)

PERIODO	INDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR	INDICE DE PRECIOS AL PRODUCTOR	TIPO DE CAMBIO (2)	SALARIO NOMINAL EN EMPRESAS (3)	SALARIO NOMINAL EN EMPRESAS (4)	TARIFAS DE SERVICIOS PUBLICOS (5)	PRECIO DE LA MONEDA EXTRANJERA (6)	PRECIO DE LA MONEDA EXTRANJERA (7)	PRECIO DE LA MONEDA EXTRANJERA (8)	PRECIO DE LA MONEDA EXTRANJERA (9)
1986	5.4	3.9	1.6	1.8	4.5	6.4	5.5	5.4	5.4	5.4
TRIM. 1	6.1	4.1	2.7	2.4	5.5	5.9	6.4	5.4	5.4	5.4
TRIM. 2	5.9	3.5	2.1	2.1	7.0	6.2	5.1	3.4	3.4	3.4
TRIM. 3	4.2	2.8	1.5	1.2	6.1	5.3	5.7	6.7	6.7	6.7
TRIM. 4	5.4	2.9	1.6	1.6	3.4	6.0	4.4	4.4	4.4	4.4
1987	2.0	9.0	11.8	15.3	5.7	5.7	4.1	6.3	6.3	6.3
TRIM. 1	2.6	4.1	5.8	5.4	3.5	4.1	-1.3	3.0	3.0	3.0
TRIM. 2	0.3	12.9	21.7	28.4	5.3	7.1	2.3	4.8	4.8	4.8
TRIM. 3	0.4	9.7	10.9	14.4	4.8	12.5	7.1	9.3	9.3	9.3
TRIM. 4	7.3	9.2	9.7	13.5	7.3	9.8	8.4	7.8	7.8	7.8
1988	9.9	12.5	15.7	15.6	...	10.3	8.9	10.2	10.2	10.2
TRIM. 1	7.3	8.0	12.1	10.1	...	4.4	3.4	4.2	4.2	4.2
TRIM. 2	5.0	10.0	11.3	28.3	3.4	3.9	3.3	12.6	12.6	12.6
TRIM. 3	16.0	21.0	20.7	28.9	16.6	19.4	13.5	14.3	14.3	14.3
TRIM. 4	11.5	11.1	19.0	9.0	17.3	14.2	15.8	9.5	9.5	9.5
1989	15.0	14.4	14.1	12.0	17.5	17.1	16.4	11.5	11.5	11.5
TRIM. 1	13.4	12.9	13.1	11.1	11.3	12.7	15.7	10.3	10.3	10.3
TRIM. 2	11.7	10.5	10.4	2.4	17.8	18.9	15.4	11.7	11.7	11.7
TRIM. 3	17.0	17.8	12.7	28.7	20.8	16.2	16.6	14.5	14.5	14.5
TRIM. 4	18.0	17.2	20.4	4.2	20.1	20.8	14.4	17.7	17.7	17.7
1984	18.6	18.0	18.4	18.1	20.1	18.5	20.2	16.8	16.8	16.8
TRIM. 1	16.5	16.2	13.7	24.4	14.4	19.0	14.8	20.7	20.7	20.7
TRIM. 2	17.8	18.4	13.4	13.4	22.0	23.4	23.0	15.0	15.0	15.0
TRIM. 3	22.8	20.7	20.5	17.8	22.7	19.8	23.4	14.5	14.5	14.5
TRIM. 4	18.0	17.7	24.5	18.9	19.4	14.0	19.7	15.0	15.0	15.0
1985	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
TRIM. 1	24.1	22.0	23.9	30.4	19.1	21.7	20.1	17.5	17.5	17.5
TRIM. 2	28.4	24.9	33.9	25.8	28.4	25.0	32.1	25.4	25.4	25.4
TRIM. 3	3.7	0.4	2.9	5.1	-0.6	3.6	2.3	17.8(7)	17.8(7)	17.8(7)

FUENTE: OFICINA DE LA CEPAL EN BUENOS AIRES, SOBRE LA BASE DE DATOS DEL INDEC, SIDEY Y BCRA.

NOTA 1: LAS TASAS TRIMESTRALES Y ANUALES SON TASAS DE CRECIMIENTO EQUIVALENTE MENSUAL ENTRE LOS MESES FINALES DE CADA PERIODO.

NOTA 2: PROMEDIOS MENSUALES.

NOTA 3: DURANTE LOS PERIODOS CON DOBLE MERCADO OFICIAL DE CAMBIOS (JUNIO-DECIEMBRE EN 1981 Y JULIO-NOVIEMBRE DE 1982): TIPO DE CAMBIO COMERCIAL.

NOTA 4: LOS SALARIOS NOMINALES SE DEFINEN COMO LA SUMA DE LOS SALARIOS BASICOS (INCLUYENDO HORAS EXTRAS) Y PREMIOS Y BONIFICACIONES. SON VALORES UNITARIOS DE LOS SALARIOS LIQUIDADOS EN EL PERIODO DE REFERENCIA. ESTOS VALORES TIENEN SIGNIFICATIVAS VARIACIONES ESTACIONALES (MAS MARCADAS EN LOS SALARIOS POR OBRERO DUE EN LOS SALARIOS POR HORA), DEBIDAS EN ESPECIAL AL EFECTO DE LAS VACACIONES DE VERANO. LAS SERIES NO HAN SIDO CORREGIDAS POR ESTACIONALIDAD.

NOTA 5: CIRCULACION MONETARIA FUERA DE LOS BANCOS Y DEPOSITOS DE PARTICULARES EN CUENTAS CORRIENTES. SE PRESENTAN PROMEDIOS MENSUALES DE SALDOS DIARIOS, REESTACIONALIZADOS.

NOTA 6: DEPOSITOS DE PARTICULARES A INTERES EN BANCOS COMERCIALES. INCLUYENDO LOS INTERESES Y AJUSTES POR INDEBERACION DE VENCIMIENTOS SOBRE DICHOS DEPOSITOS.

NOTA 7: CIFRAS ESTIMADAS.

CUADRO 5

PRINCIPALES VARIABLES NOMINALES.  
TARIFAS DE VARIACION MENSUAL.

(UNIDADES PORCENTAJES)

PERIODO	INDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR	INDICE DE PRECIOS MAYORISTA	TIPO DE CAMBIO (1)	SALARIO NOMINAL EN MONEDA LOCAL (2)	SALARIO NOMINAL EN MONEDA EXTRANJERA (3)	PRECIO Y TARIFAS DE CAMBIO	INDICE MEDIO DE PRECIOS	INDICE MEDIO DE PRECIOS DE PARTIC.	INDICE MEDIO DE PRECIOS DE PARTIC. (EXCL. DE PARTIC.)	INDICE MEDIO DE PRECIOS DE PARTIC. (EXCL. DE PARTIC.)
1984										
ENE.	12.3	11.4	12.0	31.8	21.0	12.9	18.0	20.7	24.3	27.8
FEB.	17.0	15.9	11.4	31.7	15.7	12.9	17.1	21.7	27.0	31.6
MAR.	20.3	18.4	11.1	32.3	15.3	12.9	17.1	21.7	27.0	31.6
ABR.	16.5	15.7	13.7	32.4	15.4	12.9	17.1	21.7	27.0	31.6
MAY.	17.1	16.9	16.4	18.8	14.7	21.4	20.4	15.8	13.6	11.2
JUN.	16.3	15.5	16.6	6.7	17.7	18.5	21.9	13.3	14.2	15.1
JUL.	16.3	15.5	16.6	6.7	17.7	18.5	21.9	13.3	14.2	15.1
AUG.	22.8	21.9	21.8	30.0	11.9	22.2	30.7	20.6	19.1	17.1
AGO.	22.8	21.9	21.8	30.0	11.9	22.2	30.7	20.6	19.1	17.1
SET.	27.5	24.7	21.8	15.3	22.1	19.0	23.8	13.0	14.1	14.1
SEPT.	27.5	24.7	21.8	15.3	22.1	19.0	23.8	13.0	14.1	14.1
OCT.	15.0	14.7	37.9	34.4	14.4	15.6	14.4	14.4	16.1	16.1
NOV.	15.0	14.7	37.9	34.4	14.4	15.6	14.4	14.4	16.1	16.1
DIC.	17.7	23.2	20.6	8.3	20.0	1.5	23.8	15.3	19.3	22.1
1985										
ENE.	25.1	21.2	24.1	32.8	20.4	6.4	19.3	14.3	21.4	21.4
FEB.	20.7	17.8	22.2	32.2	15.4	1.9	15.6	18.5	17.7	17.7
MAR.	28.5	27.2	26.9	27.0	21.4	46.0	23.6	19.4	16.8	16.8
ABR.	31.2	31.2	31.2	10.9	31.9	36.2	26.1	18.2	26.4	26.4
MAY.	30.5	32.4	41.8	26.8	21.7	31.1	39.9	23.2	34.2	34.2
JUN.	4.2	-0.9	8.8	16.2	-2.7	2.9	7.2	47.3	28.0	28.0
JUL.	3.1	1.3	0.0	1.0	9.3	3.1	0.0	5.4	8.6	8.6
AUG.	3.9	0.0	0.0	-1.4	1.3	4.9	0.0	5.7	4.6	4.6
AGO.	3.9	0.0	0.0	-1.4	1.3	4.9	0.0	5.7	4.6	4.6
OCT.	2.9	0.7	0.0	-2.3	2.8	-0.9	0.0	7.3	10.4	10.4
NOV.	2.4	0.7	0.0	-2.3	2.8	-0.9	0.0	7.3	10.4	10.4

FUENTE: OFICINA DE LA CEPAL EN BUENOS AIRES, SOBRE LA BASE DE DATOS DEL INDEC.

SI DEP Y BORA.

NOTA 1: DURANTE LOS PERIODOS...

NOTA 2: DURANTE LOS PERIODOS...

NOTA 3: LOS SALARIOS NOMINALES SE DEFINEN COMO LA SUMA DE LOS SALARIOS...

NOTA 4: CATEGORIA MONETARIA FUERA DE LOS BANCO Y DEPOSITOS DE PARTICULARES...

NOTA 5: AL EFECTO DE LAS VAGACIONES DE VERANO...

NOTA 6: AL EFECTO DE LAS VAGACIONES DE VERANO...

NOTA 7: AL EFECTO DE LAS VAGACIONES DE VERANO...

NOTA 8: AL EFECTO DE LAS VAGACIONES DE VERANO...

NOTA 9: AL EFECTO DE LAS VAGACIONES DE VERANO...

NOTA 10: AL EFECTO DE LAS VAGACIONES DE VERANO...

NOTA 11: AL EFECTO DE LAS VAGACIONES DE VERANO...

NOTA 12: AL EFECTO DE LAS VAGACIONES DE VERANO...

NOTA 13: AL EFECTO DE LAS VAGACIONES DE VERANO...

NOTA 14: AL EFECTO DE LAS VAGACIONES DE VERANO...

NOTA 15: AL EFECTO DE LAS VAGACIONES DE VERANO...

NOTA 16: AL EFECTO DE LAS VAGACIONES DE VERANO...

NOTA 17: AL EFECTO DE LAS VAGACIONES DE VERANO...

NOTA 18: AL EFECTO DE LAS VAGACIONES DE VERANO...

NOTA 19: AL EFECTO DE LAS VAGACIONES DE VERANO...

NOTA 20: AL EFECTO DE LAS VAGACIONES DE VERANO...

NOTA 21: AL EFECTO DE LAS VAGACIONES DE VERANO...

NOTA 22: AL EFECTO DE LAS VAGACIONES DE VERANO...

NOTA 23: AL EFECTO DE LAS VAGACIONES DE VERANO...

NOTA 24: AL EFECTO DE LAS VAGACIONES DE VERANO...

NOTA 25: AL EFECTO DE LAS VAGACIONES DE VERANO...

NOTA 26: AL EFECTO DE LAS VAGACIONES DE VERANO...

NOTA 27: AL EFECTO DE LAS VAGACIONES DE VERANO...

NOTA 28: AL EFECTO DE LAS VAGACIONES DE VERANO...

NOTA 29: AL EFECTO DE LAS VAGACIONES DE VERANO...

NOTA 30: AL EFECTO DE LAS VAGACIONES DE VERANO...

NOTA 31: AL EFECTO DE LAS VAGACIONES DE VERANO...

NOTA 32: AL EFECTO DE LAS VAGACIONES DE VERANO...

NOTA 33: AL EFECTO DE LAS VAGACIONES DE VERANO...

NOTA 34: AL EFECTO DE LAS VAGACIONES DE VERANO...

NOTA 35: AL EFECTO DE LAS VAGACIONES DE VERANO...

NOTA 36: AL EFECTO DE LAS VAGACIONES DE VERANO...

NOTA 37: AL EFECTO DE LAS VAGACIONES DE VERANO...

NOTA 38: AL EFECTO DE LAS VAGACIONES DE VERANO...

NOTA 39: AL EFECTO DE LAS VAGACIONES DE VERANO...

NOTA 40: AL EFECTO DE LAS VAGACIONES DE VERANO...





CUADRO B

MEDIDAS ALTERNATIVAS DEL SALARIO REAL EN LA INDUSTRIA MANUFACTURERA

(UNIDADES: INDICES BASE 1982=100)

PERIODO	SALARIO REAL NOMINAL (1)				SALARIO REAL NOMINAL POR HORAS (2)			
	DEFLECTADO POR EL IFC CORRESPONDIENTE A:				DEFLECTADO POR EL IFC CORRESPONDIENTE A:			
	AL MES (FIN DEL MES) PROM. 2/3	AL MES (PRIM. ENTRE: DEL MES AL SIGUIENTE)	AL MES (PRIM. ENTRE: DEL MES AL SIGUIENTE)	AL MES (FIN DEL MES) PROM. 2/3	AL MES (PRIM. ENTRE: DEL MES AL SIGUIENTE)	AL MES (PRIM. ENTRE: DEL MES AL SIGUIENTE)	AL MES (PRIM. ENTRE: DEL MES AL SIGUIENTE)	AL MES (PRIM. ENTRE: DEL MES AL SIGUIENTE)
	QUE CORRESPONDE A LOS SALARIOS Y 1/3 DEL SIGUIENTE (3)	QUE CORRESPONDE A LOS SALARIOS Y 1/3 DEL SIGUIENTE (4)	QUE CORRESPONDE A LOS SALARIOS Y 1/3 DEL SIGUIENTE (5)	QUE CORRESPONDE A LOS SALARIOS Y 1/3 DEL SIGUIENTE (6)	QUE CORRESPONDE A LOS SALARIOS Y 1/3 DEL SIGUIENTE (7)	QUE CORRESPONDE A LOS SALARIOS Y 1/3 DEL SIGUIENTE (8)	QUE CORRESPONDE A LOS SALARIOS Y 1/3 DEL SIGUIENTE (9)	QUE CORRESPONDE A LOS SALARIOS Y 1/3 DEL SIGUIENTE (10)
1980	96.7	101.3	99.8	105.6	98.5	103.2	101.7	107.7
1981	70.7	93.8	92.8	96.6	88.4	91.5	90.5	94.3
1982	80.1	81.8	81.3	81.4	79.2	81.0	80.4	82.6
1983	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
1984	127.4	124.5	125.4	122.7	128.1	125.3	126.2	123.0
ENE.	124.6	123.4	123.8	122.4	112.3	111.3	111.4	110.3
FEB.	122.4	119.6	126.6	117.1	93.1	92.8	93.5	90.9
MAR.	115.5	113.6	114.2	111.9	119.1	117.2	117.0	115.5
ABR.	129.6	127.7	128.1	126.4	131.3	130.0	130.4	128.9
MAY.	126.4	124.6	125.2	123.1	136.1	134.9	134.9	132.7
JUN.	128.3	126.3	127.0	124.6	136.8	134.7	135.4	133.0
JUL.	132.2	127.5	129.0	123.6	136.7	131.9	133.4	128.0
AGO.	126.4	119.4	121.5	113.8	136.2	128.7	131.0	122.7
SET.	126.0	125.4	124.2	123.2	127.0	124.5	125.3	122.4
OCT.	131.0	130.9	130.9	130.8	143.0	143.1	143.1	141.0
NOV.	132.3	129.4	130.3	127.0	142.5	139.5	140.5	136.9
DIC.	132.4	126.4	128.5	121.7	120.9	115.4	117.1	111.1
1985	...	...	...	...	...	...	...	...
ENE.	127.7	124.3	125.4	121.5	103.0	100.3	101.2	98.1
FEB.	122.1	115.9	117.8	110.9	87.0	82.6	83.9	79.0
MAR.	117.2	109.8	112.8	104.0	114.1	104.9	109.1	101.3
ABR.	119.1	108.0	109.6	101.8	116.8	109.6	111.2	105.5
MAY.	119.1	111.0	113.4	104.8	120.3	112.2	114.6	105.9
JUN.	117.4	122.3	120.7	124.9	105.4	109.9	108.5	114.1
JUL.	107.4	113.7	111.6	119.7	102.0	108.0	104.0	113.7
AGO.	104.2	110.9	108.7	117.4	102.0	108.5	106.4	114.9
SET.	103.2	109.8	107.4	114.2	104.9	111.7	109.5	118.3
OCT.	103.1	109.5	107.4	115.7	110.9	117.9	115.6	124.6
NOV. (6)	103.6	109.5	107.6	115.3	108.1	114.0	112.3	120.4

FUENTE: OFICINA DE LA CEPAL EN BUENOS AIRES, SOBRE LA BASE DE DATOS DEL INDEC.

NOTA 1: LOS SALARIOS NOMINALES SE DEFINEN COMO LA SUMA DE LOS SALARIOS BASICOS (INCLUYENDO HORAS EXTRAS) Y PREMIOS Y BONIFICACIONES; SON VALORES ESTIMADOS DE LOS SALARIOS LIBERADOS EN EL PERIODO DE REFERENCIA. ESTOS VALORES TIENEN SIGNIFICATIVAS VARIACIONES ESTACIONALES (MAS MARCADAS EN LOS SALARIOS POR HORAS QUE EN LOS SALARIOS POR HORAS); DEBIDAS EN ESPECIAL AL EFECTO DE LAS VACACIONES DE VERANO. LAS SERIES NO HAN SIDO CORREGIDAS POR ESTACIONALIDAD.

NOTA 2: CORRESPONDERIA AL CASO EN EL QUE LOS SALARIOS DEVENGADOS EN UN MES SON PAGADOS A MEDIADOS DE ESE MES Y GASTADOS EN FORMA INSTANTANEA.

NOTA 3: CORRESPONDERIA AL CASO EN EL QUE LOS SALARIOS SON PAGADOS MENSUALMENTE (A FIN DE CADA MES) Y GASTADOS EN FORMA INSTANTANEA; O AL CASO DE SALARIOS PAGADOS QUINCENALMENTE (A MEDIADOS Y A FINES DE CADA MES) Y GASTADOS UNIFORMEMENTE.

NOTA 4: CORRESPONDERIA AL CASO EN EL QUE LOS SALARIOS SON PAGADOS QUINCENALMENTE (A MEDIADOS Y A FINES DE CADA MES) Y SON GASTADOS EN SU MAYOR PARTE INMEDIATAMENTE DESPUES DE LAS FECHAS DE PAGO.

NOTA 5: CORRESPONDERIA AL CASO DE SALARIOS MENSUALES PAGADOS A FIN DE CADA MES Y GASTADOS UNIFORMEMENTE DURANTE EL MES SIGUIENTE.

NOTA 6: CIFRAS ESTIMADAS.

ANEXO 9

COMERCIO EXTERIOR

(UNIDADES: MILLONES DE DOLARES CORRIENTES)

PERIODO	EXPORTACIONES			IMPORTACIONES				SALDO BALANZA COMERCIAL
	TOTAL	AGRO- PECUA- RIOS	INDUST. NO TRADIC.	TOTAL	INTER. Y COMBUST.	BIENES DE CONSUMO	BIENES DE CAPITAL	
1980	8021.4	3891.1	2130.3	10540.6	6291.7	1856.9	2391.9	-2519.2
TRIM. 1	2059.6	1559.3	500.3	2280.8	1370.5	298.0	612.3	-221.1
TRIM. 2	1930.3	1468.3	462.0	2292.3	1526.0	321.2	445.2	-362.0
TRIM. 3	2030.1	1496.8	533.4	2658.1	1712.3	514.3	631.4	-828.0
TRIM. 4	2001.4	1366.7	634.6	3109.4	1483.0	723.3	703.1	-1108.1
1981	9143.6	4799.4	2344.3	9430.2	5239.0	1432.0	2059.1	-286.6
TRIM. 1	1989.9	1500.7	489.2	2614.0	1463.1	540.7	610.3	-624.1
TRIM. 2	2048.2	2264.1	582.1	2622.2	1598.2	506.1	517.9	226.1
TRIM. 3	2719.2	2085.9	633.3	2199.7	1384.5	320.0	495.2	519.5
TRIM. 4	1586.3	946.7	639.7	1994.4	1293.3	265.3	435.8	-408.1
1982	7624.6	5297.1	2327.5	5336.9	3991.6	394.9	950.4	2287.6
TRIM. 1	2170.4	1447.0	723.4	1483.7	1017.9	132.7	333.1	686.7
TRIM. 2	2346.1	1818.7	527.4	1333.3	1000.7	98.5	234.0	1012.8
TRIM. 3	1624.4	1133.5	490.9	1216.9	947.6	86.9	182.4	407.4
TRIM. 4	1483.7	897.9	585.8	1303.0	1025.4	76.8	200.9	180.7
1983	7836.1	4235.6	1600.6	4504.3	3526.7	208.8	768.8	3331.8
TRIM. 1	1933.8	1534.9	398.9	977.1	771.1	45.6	160.4	954.7
TRIM. 2	2106.8	1710.1	396.7	1184.7	929.2	55.5	199.9	922.1
TRIM. 3	2002.5	1451.9	350.7	1210.1	929.8	59.3	221.0	792.5
TRIM. 4	1793.0	1338.7	454.3	1132.5	896.6	48.4	187.6	660.6
1984	8167.5	4471.0	1636.5	4584.9	3692.5	249.7	642.7	3522.5
TRIM. 1	2157.4	1719.4	440.0	865.1	684.9	38.9	141.3	1294.3
TRIM. 2	2448.6	2008.1	440.5	1099.5	908.2	59.7	131.6	1349.1
TRIM. 3	2081.1	1738.3	342.8	1326.0	1097.1	75.3	155.6	735.1
TRIM. 4	1418.4	1005.2	413.1	1294.3	1002.3	77.8	214.2	124.1
1985	...	...	...	...	...	...	...	...
TRIM. 1	1803.4	1378.7	424.6	976.5	752.0	54.8	169.7	826.9
TRIM. 2	2569.8	2119.7	450.0	927.2	738.7	42.8	145.7	1642.6
TRIM. 3(1)	2245.0	...	...	971.0	...	...	...	1274.0

FUENTE : OFICINA DE LA CEPAL EN BUENOS AIRES, SOBRE LA BASE DE DATOS DEL INDEC.  
NOTA 1 : CIFRAS PROVISORIAS

CUADRO 10

FRECIOS DEL INTERCAMBIO COMERCIAL

(UNIDADES: INDICE BASE 1970=100 DE VALORES UNITARIOS EN DOLARES)

PERIODO	EXPOR- TACIO- NES	IMPOR- TACIO- NES	TERMINOS DEL IN- TERCAMBIO
1980	<u>302.3</u>	<u>256.9</u>	<u>117.7</u>
TRIM. 1	311.1	253.0	123.0
TRIM. 2	286.1	264.5	108.2
TRIM. 3	286.4	267.2	107.2
TRIM. 4	329.4	245.6	134.0
1981	<u>311.0</u>	<u>249.6</u>	<u>124.6</u>
TRIM. 1	354.5	247.5	143.3
TRIM. 2	310.5	245.6	126.4
TRIM. 3	293.2	248.5	118.0
TRIM. 4	295.3	259.2	113.9
1982	<u>258.2</u>	<u>245.4</u>	<u>105.2</u>
TRIM. 1	301.3	250.4	120.3
TRIM. 2	254.9	254.9	100.0
TRIM. 3	242.7	238.2	101.9
TRIM. 4	231.0	237.6	97.2
1983	<u>232.7</u>	<u>228.4</u>	<u>101.9</u>
TRIM. 1	238.6	230.0	103.7
TRIM. 2	229.2	232.3	98.7
TRIM. 3	225.5	223.5	100.9
TRIM. 4	239.0	228.5	104.6
1984	<u>246.0</u>	<u>223.0</u>	<u>110.3</u>
TRIM. 1	250.3	226.4	110.6
TRIM. 2	254.2	215.9	117.7
TRIM. 3	245.7	223.2	110.1
TRIM. 4	227.4	226.6	100.4
1985	...	...	...
TRIM. 1(1)	217.7	221.5	98.3
TRIM. 2(1)	212.3	230.2	92.2
TRIM. 3(2)	219.5	222.3	98.7

FUENTE : OFICINA DE LA CEPAL EN BUENOS AIRES,  
SOBRE LA BASE DE DATOS DEL INDEC,  
BCRA Y OTRAS FUENTES.

NOTA 1 : CIFRAS PROVISORIAS.

NOTA 2 : CIFRAS ESTIMADAS.

CUADRO 11

BALANZA DE PAGOS

(UNIDADES: MILLONES DE DOLARES)

PERIODO	CUENTA CORRIENTE				MOVIMIENTOS DE CAPITAL (1)		VARIACION DE RESERVAS	
	SALDO	BALANCE COMERCIAL	SERVICIOS REALES	SERVICIOS FINANCIEROS	TOTAL	PUBLICOS (2)	PRIVADOS (3)	
1980	-4267.8	-2919.2	-740.1	-1531.4	2409.5	2015.0	-405.5	-2796.1
TRIM. 1	-767.3	-223.2	-419.4	-125.3	1188.8	663.8	525.0	187.3
TRIM. 2	-988.7	-361.3	-150.2	-490.6	-751.0	613.3	-1364.3	-1477.0
TRIM. 3	-1145.0	-706.6	-11.0	-394.0	1508.5	302.0	1206.5	301.5
TRIM. 4	-1866.8	-1189.1	-159.5	-521.5	463.2	1235.9	-772.7	-1807.9
1981	-4714.0	-287.0	-704.9	-3499.7	1410.1	4454.2	-3044.1	-3806.5
TRIM. 1	-2091.7	-624.1	-499.9	-754.0	-779.7	2476.6	-3256.3	-2985.3
TRIM. 2	-913.0	226.0	-77.5	-1056.5	1032.6	1099.2	-46.6	30.0
TRIM. 3	-220.0	524.7	71.0	-807.2	211.0	322.2	-111.2	-82.5
TRIM. 4	-1489.3	-413.6	1.5	-1080.0	946.2	556.2	390.0	-768.7
1982	-2357.7	2286.8	42.5	-4718.5	2211.5	3957.8	-1746.3	-651.1
TRIM. 1	-304.0	686.6	-71.5	-922.5	477.7	76.6	401.1	168.3
TRIM. 2	-302.6	1012.8	-23.7	-1304.8	534.9	2539.1	-2004.2	-127.4
TRIM. 3	-618.0	407.4	101.1	-1131.5	664.4	293.1	371.3	5.8
TRIM. 4	-1133.1	180.0	36.6	-1359.7	534.5	1049.0	-514.5	-697.8
1983	-2461.0	3331.1	-399.5	-5408.0	1783.2	3447.6	-1664.5	243.7
TRIM. 1	-602.0	956.7	-129.9	-1434.2	1442.2	1246.1	196.0	834.0
TRIM. 2	-483.9	921.9	-68.9	-1337.6	528.5	731.1	-202.6	14.9
TRIM. 3	-789.1	792.5	-120.6	-1464.4	-22.8	481.2	-504.0	-867.0
TRIM. 4	-586.0	660.0	-80.1	-1171.8	-164.7	989.2	-1153.9	261.8
1984	-2492.1	3500.0	-282.9	-5712.0	2794.9	4322.1	-1577.3	195.8
TRIM. 1	-143.6	1294.0	-89.9	-1351.4	898.2	1826.3	-928.1	472.4
TRIM. 2	-140.1	1350.0	-41.0	-1448.2	458.9	796.5	-337.4	297.8
TRIM. 3	-818.0	754.0	-100.0	-1471.6	254.1	813.0	-556.9	-557.3
TRIM. 4	-1390.4	102.0	-52.0	-1440.8	1181.6	936.3	245.3	-217.3
1985	...	...	...	...	...	...	...	...
TRIM. 1	-780.5	830.0	-169.4	-1441.1	560.1	575.4	-15.3	-288.3
TRIM. 2	36.5	1462.0	3.0	-1428.5	992.0	453.1	538.9	821.6

FUENTE : BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA.

NOTA 1 : CAPITALES COMPENSATORIOS + CAPITALES NO COMPENSATORIOS.

NOTA 2 : INCLUYE CAPITALES COMPENSATORIOS + CAPITALES NO COMPENSATORIOS DEL GOBIERNO Y DE LAS EMPRESAS PUBLICAS.

NOTA 3 : DIFIERE DE LA SUMA DE LOS SALDOS DE LA CUENTA CORRIENTE Y DE LA DE CAPITAL PUES EN ESTA PRESENTACION SE EXCLUYEN 'ERRORES Y OMISSIONES', 'TRANSFERENCIAS UNILATERALES' Y 'OTROS PAGOS INTERNACIONALES'.

CUADRO 12

DEUDA EXTERNA

(UNIDADES: MILES DE MILLONES DE DOLARES)

FIN DE	TOTAL	PUBLICA	PRIVADA
1975	7.9	4.0	3.9
1976	8.3	5.2	3.1
1977	9.7	6.0	3.7
1978	12.5	8.4	4.1
1979	19.0	10.0	9.0
1980	27.2	14.5	12.7
1981	35.7	20.0	15.6
1982	43.6	28.6	15.0
1983	46.0	33.2	12.8
1984	47.8	37.6	10.2

FUENTE : BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA.

CUADRO 13

## ESQUEMA AHORRO-INVERSION-FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PUBLICO NO FINANCIERO (CONSOLIDADO)

(UNIDADES: PORCENTAJES DEL PBI)

	1980	1981	1982	1983	1984 (2)	1985 (3)
RECURSOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL (1)	27.60	25.37	22.76	23.43	22.17	25.08
RECURSOS TRIBUTARIOS	23.39	20.45	18.15	18.84	18.51	21.09
OTROS RECURSOS CORRIENTES	4.21	4.92	4.61	4.59	3.66	3.99
EROGACIONES CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL (1)	24.64	29.55	27.20	27.61	25.10	22.60
PERSONAL	10.06	9.61	7.42	9.92	10.20	9.03
INTERESES DE LA DEUDA EXTERNA	0.30	3.48	4.22	2.36	2.62	2.50
OTRAS EROGACIONES CORRIENTES	14.28	16.46	15.56	15.33	12.28	11.07
AHORRO CORRIENTE DEL GOBIERNO GENERAL (1)	2.96	-4.18	-5.04	-4.18	-3.01	2.48
AHORRO CORRIENTE DE LAS EMPRESAS PUBLICAS	-1.25	-1.90	-3.77	-2.94	-1.40	0.00
AHORRO NETO DE INTERESES DE LA DEUDA EXTERNA	-0.75	-0.80	-1.60	-0.46	0.29	1.88
INTERESES DE LA DEUDA EXTERNA	0.50	1.10	2.17	2.48	1.69	1.80
AHORRO CORRIENTE DEL SECTOR PUBLICO	1.71	-6.08	-8.81	-7.12	-4.41	2.56
EROGACIONES DE CAPITAL DEL SECTOR PUBLICO (NETO)	9.26	9.54	7.71	8.61	7.57	6.64
INVERSION REAL DEL SECTOR PUBLICO	8.94	8.36	7.59	8.04	7.17	6.57
INVERSION REAL DEL GOBIERNO GENERAL (1)	5.50	5.18	4.40	4.96	3.89	3.93
INVERSION REAL DE LAS EMPRESAS PUBLICAS	3.44	3.18	3.19	3.08	3.28	2.64
OTRAS EROGACIONES DE CAPITAL DEL S. PUBLICO (NETO)	0.32	1.18	0.12	0.57	0.40	0.07
NECESIDAD DE FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PUBLICO	7.55	15.62	16.52	15.73	11.98	4.08
USO NETO DEL CREDITO INTERNO	1.92	3.98	4.91	-1.52	-0.13	-0.15
USO NETO DEL CREDITO EXTERNO	1.48	6.65	3.15	0.06	-1.16	1.32
FINANCIAMIENTO POR EL BCRA Y VARIACION NETA DE ACTIVOS Y PASIVOS	4.15	4.99	8.46	17.19	13.27	2.91

FUENTE : OFICINA DE LA CEPAL EN BUENOS AIRES, SOBRE LA BASE DE DATOS DE LA SECRETARIA DE HACIENDA

NOTA 1 : GOBIERNO GENERAL; ADMINISTRACION NACIONAL, PROVINCIAS, TERRITORIO NACIONAL DE TIERRA DEL FUEGO, MUNICIPALIDAD DE LA CIUDAD DE B.G.A.D. Y SISTEMA NACIONAL DE SEGURIDAD SOCIAL.

NOTA 2 : DATOS SUJETOS A REVISION.

NOTA 3 : DATOS PRESUPUESTARIOS APROBADOS.

CUADRO 14

TESORERIA GENERAL DE LA NACION  
(UNIDADES: AUSTRALES A PRECIOS DE 1970 (1))

PERIODO	: INGRESOS : CORRIEN- : TES	: EGRESOS : CORRIEN- : TES	: NECESIDAD : DE : FINANCIAM.	: USO NETO : DEL : CREDITO	: BCRA Y VAR : DE PASIVOS : DE C.PLAZO
1980	659.8	1113.4	453.6	86.0	167.7
TRIM. 1	160.1	250.7	90.6	60.2	30.4
TRIM. 2	151.8	274.7	122.9	74.1	48.9
TRIM. 3	192.9	298.8	105.9	9.7	96.2
TRIM. 4	155.0	289.1	134.1	-58.1	192.2
1981	626.2	1344.1	717.9	268.1	449.8
TRIM. 1	130.4	268.6	138.2	74.8	63.3
TRIM. 2	173.5	303.9	130.4	34.6	95.8
TRIM. 3	150.4	368.5	218.1	192.7	25.4
TRIM. 4	171.9	403.1	231.2	-34.1	265.2
1982	639.2	1210.6	571.4	306.5	265.0
TRIM. 1	133.2	245.4	112.3	59.4	52.7
TRIM. 2	173.8	264.1	90.3	-8.0	98.3
TRIM. 3	170.6	300.4	129.9	307.1	-177.3
TRIM. 4	161.7	400.7	239.0	-52.2	291.2
1983	676.0	1836.4	1160.4	-22.5	1183.0
TRIM. 1	170.9	351.8	180.9	-174.6	355.5
TRIM. 2	194.4	462.8	268.4	96.8	171.7
TRIM. 3	174.3	496.2	321.9	40.8	281.1
TRIM. 4	136.4	525.6	389.2	14.5	374.7
1984	625.9	1368.8	742.9	46.5	696.4
TRIM. 1	126.5	384.3	257.8	23.4	234.4
TRIM. 2	160.1	336.3	176.2	17.8	158.4
TRIM. 3	171.6	333.6	162.0	6.7	155.3
TRIM. 4	167.7	314.6	146.9	-1.4	148.3
1985	...	...	...	...	...
TRIM. 1	177.3	284.2	106.9	-46.3	153.2
TRIM. 2	153.4	452.7	299.3	-14.8	314.1
TRIM. 3(2)	283.0	296.1	13.1	-5.0	18.1

FUENTE : OFICINA DE LA CEPAL EN BUENOS AIRES, SOBRE LA BASE DE DATOS DE LA TGN.

NOTA 1 : DATOS DEFLACTADOS POR EL INDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR.

NOTA 2 : DATOS PROVISORIOS.

CUADRO 15

TESORERIA GENERAL DE LA NACION  
(UNIDADES: AUSTRALES A PRECIOS DE 1970 (1))

PERIODO	: INGRESOS : CORRIEN- : TES	: EGRESOS : CORRIEN- : TES	: NECESIDAD : DE : FINANCIAM.	: USO NETO : DEL : CREDITO	: BCRA Y VAR. : DE PASIVOS : DE C. PLAZO
<b>1984</b>					
ENE.	51.9	151.1	99.2	3.6	95.6
FEB.	38.8	122.3	83.5	7.6	75.9
MAR.	35.9	110.9	75.0	12.2	62.8
ABR.	41.3	102.2	60.9	14.8	46.1
MAY.	62.8	114.5	51.7	10.9	40.8
JUN.	56.0	119.6	63.6	-7.8	71.4
JUL.	56.9	105.0	48.1	-2.4	50.5
AGO.	78.1	153.9	75.8	5.3	70.5
SET.	36.6	74.7	38.1	3.8	34.3
DCT.	58.6	96.6	38.0	3.0	35.0
NOV.	48.3	107.8	59.5	-2.7	62.2
DIC.	60.9	110.2	49.3	-1.7	51.0
<b>1985</b>					
ENE.	52.1	89.9	17.8	1.6	36.2
FEB.	47.9	101.1	53.2	-34.3	87.5
MAR.	77.4	93.1	15.7	-13.7	29.4
ABR.	45.5	145.3	99.8	-1.0	100.8
MAY.	57.7	119.1	61.4	-3.2	64.6
JUN.	50.2	188.3	138.1	-10.6	148.7
JUL.	91.7	109.3	17.6	-3.6	21.2
AGO.	86.7	85.5	-1.2	1.1	-2.3
SET.(2)	104.6	101.4	-3.2	-2.4	-0.8
DCT.(2)	134.6	124.4	-10.2	0.0	-10.2
NOV.(2)	179.1	141.5	-37.6	-0.6	-37.0

FUENTE : OFICINA DE LA CEPAL EN BUENOS AIRES, SOBRE LA BASE DE DATOS DE LA TGN.

NOTA 1 : DATOS DEFLACTADOS POR EL INDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR.

NOTA 2 : PROVISORIOS.

CUADRO 16

RECAUDACION DE IMPUESTOS NACIONALES  
(UNIDADES: AUSTRALES A PRECIOS DE 1970 (1))

PERIODO	TOTAL	SOBRE EL COMERCIO EXTERIOR	OTROS IMPUESTOS NACIONALES				OTROS
			TOTAL	IMP. S/PRODUCCION, TRANSACCIONES	IVA	TRANSF. DE COMBUSTIB.	
1980	1333.6	197.3	1136.3	805.4	427.0	132.8	330.8
TRIM. 1	297.9	45.7	252.3	187.7	98.5	27.5	64.6
TRIM. 2	312.8	48.5	264.3	174.9	89.7	23.7	89.4
TRIM. 3	367.8	53.8	313.9	214.5	108.8	42.3	99.4
TRIM. 4	355.0	49.3	305.8	228.3	130.0	39.3	77.4
1981	1410.0	192.3	1217.8	904.5	497.4	201.3	313.3
TRIM. 1	355.0	44.1	311.7	250.0	148.7	48.4	61.7
TRIM. 2	364.4	54.8	309.7	220.2	124.2	45.6	89.5
TRIM. 3	338.0	51.8	286.2	202.6	105.3	50.4	83.5
TRIM. 4	351.9	41.6	310.3	231.6	119.2	56.8	78.6
1982	1352.6	173.3	1179.2	839.8	402.4	229.8	339.4
TRIM. 1	328.8	38.4	288.4	208.8	102.7	53.3	79.6
TRIM. 2	350.4	43.3	307.1	213.0	102.0	58.9	94.1
TRIM. 3	346.2	44.8	301.4	201.6	95.0	55.3	99.8
TRIM. 4	329.1	46.8	282.3	216.3	102.6	62.1	65.9
1983	1445.8	293.1	1152.7	841.7	367.1	265.0	311.0
TRIM. 1	348.5	81.9	266.6	208.1	84.3	68.2	58.3
TRIM. 2	404.2	87.0	317.2	213.9	96.0	66.2	103.2
TRIM. 3	368.3	71.6	296.7	209.0	93.4	68.3	87.7
TRIM. 4	324.8	52.6	272.3	210.7	93.5	62.3	61.5
1984	1337.8	256.2	1081.6	870.0	308.2	344.1	211.6
TRIM. 1	315.9	63.6	252.3	200.3	74.7	63.9	52.0
TRIM. 2	350.8	75.9	274.9	211.9	74.7	60.4	63.0
TRIM. 3	357.0	71.5	285.5	234.8	81.2	103.3	50.6
TRIM. 4	314.2	45.2	269.0	223.0	77.5	96.4	46.0
1985	...	...	...	...	...	...	...
TRIM. 1	275.6	59.1	216.5	168.9	62.2	60.8	47.6
TRIM. 2	290.2	79.8	210.4	159.9	58.8	58.3	50.6
TRIM. 3	425.2	111.1	314.1	248.0	94.1	91.6	66.1

FUENTE : OFICINA DE LA CEPAL EN BUENOS AIRES, SOBRE LA BASE DE DATOS DE LA DGI Y LA ANA.

NOTA 1 : DATOS DEFLACTADOS POR EL INDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR.

CUADRO 17

RECAUDACION DE IMPUESTOS NACIONALES  
(UNIDADES: AUSTRALES A PRECIOS DE 1970 (1))

PERIODO	TOTAL	SOBRE EL COMERCIO EXTERIOR	OTROS IMPUESTOS NACIONALES				
			TOTAL	IMP. S/PRODUCCION, CONSUMO Y TRANSACCIONES			OTROS
				TOTAL	IVA	TRANSF. DE COMBUSTIB.	
<b>1984</b>							
ENE.	112.6	20.1	92.5	72.7	25.9	25.5	19.6
FEB.	98.0	19.3	78.5	61.8	22.4	19.8	16.7
MAR.	105.2	23.9	81.3	65.8	26.3	19.7	15.3
ABR.	100.3	21.3	78.0	64.4	20.6	25.3	15.1
MAY.	122.7	27.2	95.9	75.2	24.2	28.3	24.2
JUN.	122.8	25.9	96.9	72.3	27.4	26.8	24.6
JUL.	120.8	27.3	93.5	76.0	29.0	28.8	17.0
AGO.	144.7	27.1	117.6	95.9	29.3	47.8	21.7
SET.	91.5	17.1	74.4	62.9	23.0	26.6	11.5
OCT.	108.5	15.3	93.2	77.3	28.4	31.2	15.9
NOV.	104.4	16.2	88.2	71.1	24.2	29.6	17.1
DIC.	101.3	13.7	87.5	74.6	24.4	35.6	13.0
<b>1985</b>							
ENE.	102.3	20.5	81.9	63.1	23.3	24.0	18.8
FEB.	91.0	18.2	72.3	54.8	19.0	24.0	15.5
MAR.	82.3	19.9	62.4	49.0	20.9	12.8	13.4
ABR.	89.6	26.0	63.6	49.0	17.5	17.1	14.2
MAY.	108.0	31.3	76.4	54.9	21.2	17.9	21.8
JUN.	92.6	22.5	70.1	56.0	20.2	23.3	14.1
JUL.	147.6	46.3	101.3	76.6	32.8	25.1	24.2
AGO.	143.4	37.1	106.3	82.3	27.8	35.7	23.9
SET.	134.2	27.6	106.6	89.1	33.4	32.8	17.5
OCT.	146.0	32.2	113.8	91.6	34.2	30.4	22.2
NOV.	142.3	26.2	116.1	87.7	34.8	27.1	33.4

FUENTE : OFICINA DE LA CEPAL EN BUENOS AIRES, SOBRE LA BASE DE DATOS DE LA DSI Y LA ANA.

NOTA 1 : DATOS DEFLACTADOS POR EL INDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR.

CUADRO 18

## DETERMINANTES DE LA BASE MONETARIA

(UNIDADES: MILES DE AUSTRALES)

SALDOS A FIN DE	BASE MONETARIA	SECTOR EXTERNO (NETO)	TOTAL	CREDITO AL GOBIERNO		CREDITO INTERNO		OTRAS CUENTAS (NETO)
				TOTAL (NETO)	CUENTA DE REGULACION MONETARIA	OTROS (NETO) (1)	ENTIDADES FINANCIERAS (NETO)	
1980								
TRIM. 1	1314	912	402	393	264	129	85	-78
TRIM. 2	1588	328	1060	442	213	229	755	-137
TRIM. 3	1841	357	1284	690	171	519	794	-202
TRIM. 4	2359	165	2194	1237	119	1118	1182	-225
1981								
TRIM. 1	2101	-539	2640	1413	44	1369	1548	-321
TRIM. 2	3036	-319	3335	1850	43	1807	2093	-388
TRIM. 3	3770	-489	4259	2227	223	2004	2584	-852
TRIM. 4	5133	-1142	6275	4800	473	4327	4189	-2714
1982								
TRIM. 1	6068	-1699	7767	5222	587	4635	6179	-3634
TRIM. 2	6517	-2794	9311	5628	774	4854	8599	-4916
TRIM. 3	31506	-3427	34933	4224	1148	3076	38404	-7897
TRIM. 4	43324	-4734	48058	11448	774	10674	47840	-11230
1983								
TRIM. 1	53010	-8253	61263	26276	4431	21845	51895	-14908
TRIM. 2	74998	-2520	77518	45224	15442	29582	59998	-27704
TRIM. 3	110480	-10075	120555	81280	31440	49840	81736	-42461
TRIM. 4	197646	-29608	227254	168985	40688	128297	139392	-81123
1984								
TRIM. 1	306911	-3960	312871	234034	64963	169071	151027	-72190
TRIM. 2	451080	29114	421966	354637	136268	218369	205865	-138536
TRIM. 3	649332	24892	624440	546910	255732	291178	301961	-224431
TRIM. 4	1058480	-83240	1141720	835467	423812	411655	934059	-627804
1985								
TRIM. 1	1467510	-121730	1589240	1547410	880890	666520	998130	-956300
TRIM. 2	2479040	170440	2309400	3324760	1728600	1596160	2205190	-3221350
TRIM. 3	3588470	911810	2676660	3689400	2016610	1672870	3779490	-4792310

FUENTE : OFICINA DE LA CEPAL EN BUENOS AIRES, SOBRE LA BASE DE DATOS DEL BCRA.

NOTA 1 : INCLUYE: ADELANTOS AL GOBIERNO NACIONAL, VALORES PUBLICOS EN PODER DEL BCRA Y LOS INTERESES DEVENGADOS SOBRE CREDITOS AL GOBIERNO NETO DE DEPOSITOS DEL GOBIERNO NACIONAL Y OTROS ORGANISMOS PUBLICOS EN EL BCRA. \* PARTIR DE JUNIO DE 1985. INCLUYE, ADEMÁS, CREDITOS EN MONEDA EXTRANJERA AL GOBIERNO NACIONAL NETO DE LOS DEPOSITOS EN MONEDA EXTRANJERA DE ESTE EN EL BCRA.

CUADRO 19

DETERMINANTES DE LA BASE MONETARIA

(UNIDADES: MILES DE AUSTRALES)

SALDOS A FIN DE	BASE MONETA- RIA	SECTOR EXTERNO (NETO)	TOTAL	CREDITO INTERNO				OTRAS CUENTAS (NETO)
				CREDITO AL GOBIERNO			CREDITO A ENTID. FINANC. (NETO)	
				TOTAL (NETO)	CUENTA DE REGULACION MONETARIA	OTROS (NETO) (1)		
1984								
ENE.	226479	-16634	243113	171612	29299	142313	130685	-59184
FEB.	263173	-12256	275429	201292	46542	154750	138837	-64700
MAR.	306911	-5960	312871	234034	64963	169071	151027	-72190
ABR.	352611	8383	344228	266550	84892	179658	159478	-81800
MAY.	382060	17495	364565	301145	107065	194080	175172	-111752
JUN.	451080	29114	421966	354637	136268	218369	205865	-138536
JUL.	503558	33241	470317	401264	157109	244155	244719	-175666
AGO.	554143	12791	541352	469101	198268	270833	265587	-193336
SET.	649332	24892	624440	546910	255732	291178	301961	-22431
OCT.	766868	57992	708876	633799	321644	312155	695063	-619986
NOV.	842076	30780	811296	767905	408397	359308	730854	-687463
DIC.	1058480	-83240	1141720	835467	423812	411655	934059	-627806
1985								
ENE.	1195720	-38440	1234180	990310	533910	456400	1005390	-761520
FEB.	1305130	-95240	1400390	1269640	680490	589170	1073090	-943360
MAR.	1467510	-121730	1589240	1547410	880890	666520	998130	-956300
ABR.	1323180	-20550	1343730	1932150	1085440	846710	1502140	-2090560
MAY.	1307010	222840	1084170	2483810	1468300	1015510	1545120	-2944760
JUN.	2479060	170460	2308600	3324760	1728400	1596160	2005190	-3221350
JUL.	3000810	597130	2403680	3439800	1762130	1677670	2682130	-3718250
AGO.	3423820	907340	2516480	3574130	1895560	1678570	3418360	-4476010
SET.	3588470	911810	2676660	3689480	2016610	1672870	3779490	-4792310
OCT.	3991790	1143390	2848400	3870360	2130130	1740230	4064180	-5086140
NOV.	4429800	1338810	3090990	3995320	2250440	1744880	4067840	-4972170

FUENTE : OFICINA DE LA CEPAL EN BUENOS AIRES, SOBRE LA BASE DE DATOS DEL BCRA.

NOTA 1 : INCLUYE: ADELANTOS AL GOBIERNO NACIONAL, VALORES PUBLICOS EN PODER DEL BCRA Y LOS INTERESES DEVENGADOS SOBRE CREDITOS AL GOBIERNO, NETO DE DEPOSITOS DEL GOBIERNO NACIONAL Y OTROS ORGANISMOS PUBLICOS EN EL BCRA, A PARTIR DE JUNIO DE 1985, INCLUYE, ADEMÁS, CREDITOS EN MONEDA EXTRANJERA AL GOBIERNO NACIONAL NETO DE LOS DEPOSITOS EN MONEDA EXTRANJERA DE ESTE EN EL BCRA.

CUADRO 20

DETERMINANTES DE LA BASE MONETARIA:  
CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DE LA BASE (1)

(UNIDADES: PORCENTAJES)

PERIODO	BASE MONETA- RIA	SECTOR EXTERNO (NETO)	TOTAL	C R E D I T O I N T E R N O				OTRAS CUENTAS (NETO)
				C R E D I T O A L G O B I E R N O (NETO)	C U E N T A S D E R E G U L A C I O N M O N E T A R I A	C R E D I T O A E N T I D. F I N A N C. (NETO)	C U E N T A S D E O T R A S C U E N T A S (NETO)	
1980	79.0	-55.3	134.3	64.1	-13.1	77.2	82.2	-12.1
TRIM. 1	-0.3	1.4	-1.7	0.1	-2.1	2.1	-1.0	-0.8
TRIM. 2	20.9	-29.2	50.1	3.7	-3.9	7.6	51.0	-4.6
TRIM. 3	15.9	1.8	14.1	15.6	-2.6	18.3	2.6	-4.1
TRIM. 4	28.1	-21.3	49.4	29.7	-2.8	32.5	21.0	-1.3
1981	117.6	-55.4	173.0	151.0	15.0	136.0	122.5	-105.5
TRIM. 1	-10.9	-29.9	18.9	7.5	-3.2	10.6	15.5	-4.1
TRIM. 2	44.5	1.0	43.6	20.8	-0.1	20.9	25.9	-3.2
TRIM. 3	24.2	1.0	23.2	12.4	5.9	6.5	16.2	-5.4
TRIM. 4	36.2	-17.3	53.5	68.3	6.6	61.6	42.6	-57.4
1982	744.0	-70.0	814.0	129.5	5.9	123.7	850.4	-165.9
TRIM. 1	197.2	-10.9	29.1	8.2	2.2	6.0	38.8	-17.9
TRIM. 2	7.4	-18.0	25.4	6.7	3.1	3.6	39.9	-21.1
TRIM. 3	383.4	-9.7	393.2	-21.5	5.7	-27.3	460.4	-45.7
TRIM. 4	37.5	-4.2	41.7	22.9	-1.2	24.1	29.3	-10.6
1983	356.2	-57.4	413.6	363.6	92.1	271.5	211.3	-161.3
TRIM. 1	22.4	-8.1	30.5	34.2	8.4	25.8	9.4	-13.1
TRIM. 2	41.5	10.8	30.7	35.7	21.2	14.6	15.3	-20.4
TRIM. 3	47.3	-10.1	57.4	48.1	21.1	27.0	29.0	-19.7
TRIM. 4	78.9	-17.7	96.6	79.4	8.4	71.0	52.2	-35.0
1984	439.5	-27.1	462.7	337.2	193.8	143.4	402.1	-276.6
TRIM. 1	55.3	12.0	43.3	32.9	12.3	20.6	5.9	4.5
TRIM. 2	47.0	11.4	35.5	39.3	23.2	16.1	17.9	-21.6
TRIM. 3	44.0	-0.9	44.9	42.6	28.5	14.1	21.3	-19.0
TRIM. 4	63.0	-16.7	79.7	44.4	25.9	18.6	97.3	-62.1
1985	...	...	...	...	...	...	...	...
TRIM. 1	38.6	-3.6	42.3	67.3	43.2	24.1	4.1	-31.0
TRIM. 2	68.9	19.9	49.0	121.1	57.8	43.4	82.3	-154.3
TRIM. 3	44.8	29.9	14.9	14.7	11.6	3.1	63.5	-63.4

FUENTE : OFICINA DE LA CEPAL EN BUENOS AIRES, SOBRE LA BASE DE DATOS DEL BCRA.  
 NOTA 1 : DEFINIDAS COMO  $(X(T)-X(T-1))/X(T-1)$ , DONDE X(T) ES EL SALDO DE X A FINES DEL PERIODO T Y X(T-1) ES EL SALDO DE LA BASE MONETARIA A FINES DEL PERIODO T-1.  
 NOTA 2 : INCLUYE: ADELANTOS AL GOBIERNO NACIONAL, VALORES PUBLICOS EN PODER DEL BCRA Y LOS INTERESES DEVENGADOS SOBRE CREDITOS AL GOBIERNO, NETO DE DEPOSITOS DEL GOBIERNO NACIONAL Y OTROS ORGANISMOS PUBLICOS EN EL BCRA, A PARTIR DE JUNIO DE 1985. INCLUYE, ADEMÁS, CREDITOS EN MONEDA EXTRANJERA AL GOBIERNO NACIONAL NETO DE LOS DEPOSITOS EN MONEDA EXTRANJERA DE ESTE EN EL BCRA.

CUADRO 21

DETERMINANTES DE LA BASE MONETARIA:  
CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DE LA BASE (1)

(UNIDADES: PORCENTAJES)

PERIODO	BASE MONETARIA	SECTOR EXTERNO (NETO)	TOTAL	CREDITO INTERNO				OTRAS CUENTAS (NETO)
				CREDITO AL GOBIERNO			CREDITO A ENTID. FINANC. (NETO)	
				TOTAL (NETO)	CUENTA DE REGULACION MONETARIA	OTROS (NETO) (2)		
<b>1984</b>								
ENE.	14.6	6.6	8.0	1.3	-5.8	7.1	-4.4	11.1
FEB.	16.2	1.9	14.3	13.1	7.6	5.5	1.4	-2.4
MAR.	16.6	2.4	14.2	12.4	7.0	5.4	4.4	-2.8
ABR.	14.9	4.7	10.2	10.6	7.1	3.5	2.8	-3.1
MAY.	8.4	2.6	5.8	9.8	5.7	4.1	4.5	-8.5
JUN.	18.1	3.0	15.0	14.0	7.6	6.4	8.0	-7.0
JUL.	11.6	0.9	10.7	10.3	4.6	5.7	8.6	-8.2
AGO.	10.1	-4.1	14.1	13.5	8.2	5.3	4.1	-3.5
SET.	17.2	2.2	15.0	14.0	10.4	3.7	6.6	-5.6
OCT.	18.1	5.1	13.0	13.4	10.2	3.2	60.3	-60.9
NOV.	9.8	-3.6	13.4	17.5	11.3	6.2	4.7	-8.8
DIC.	25.7	-13.5	39.2	8.0	1.8	6.2	24.1	7.1
<b>1985</b>								
ENE.	13.0	4.2	8.7	14.6	10.4	4.2	6.7	-12.6
FEB.	9.2	-4.8	13.9	23.4	12.3	11.1	5.7	-15.1
MAR.	12.4	-2.0	14.5	21.3	13.4	5.9	-5.7	-1.1
ABR.	-9.8	6.9	-16.7	26.2	13.9	12.3	14.1	-77.3
MAY.	-1.2	18.4	-19.6	41.7	28.9	12.8	3.3	-64.6
JUN.	89.7	-4.0	93.7	64.3	19.9	44.4	50.5	-21.2
JUL.	21.1	17.2	3.8	4.6	1.4	3.3	19.2	-20.0
AGO.	14.1	10.3	3.8	4.5	4.5	0.0	24.5	-25.3
SET.	4.8	0.1	4.7	3.4	3.5	-0.2	10.6	-9.2
OCT.	11.2	6.5	4.8	5.0	3.2	1.9	7.9	-8.2
NOV.	11.0	4.9	6.1	3.1	3.0	0.1	0.1	2.9

FUENTE : OFICINA DE LA CEPAL EN BUENOS AIRES. SOBRE LA BASE DE DATOS DEL BCRA.

NOTA 1 : DEFINIDAS COMO  $(X(T)-X(T-1))/B(T-1)$ , DONDE X(T) ES EL SALDO DE X A FINES DEL PERIODO T Y B(T-1) ES EL SALDO DE LA BASE MONETARIA A FINES DEL PERIODO T-1.

NOTA 2 : INCLUYE: ADELANTOS AL GOBIERNO NACIONAL, VALORES PUBLICOS EN PODER DEL BCRA Y LOS INTERESES DEVENGADOS SOBRE CREDITOS AL GOBIERNO, NETO DE DEPOSITOS DEL GOBIERNO NACIONAL Y OTROS ORGANISMOS PUBLICOS EN EL BCRA. A PARTIR DE JUNIO DE 1985, INCLUYE, ADEMAS, CREDITOS EN MONEDA EXTRANJERA AL GOBIERNO NACIONAL NETO DE LOS DEPOSITOS EN MONEDA EXTRANJERA DE ESTE EN EL BCRA.

## DETERMINANTES DE LOS

(UNIDAD)

PERIODO	M2 (1)	SECTOR EXTERNO (NETO)	TOTAL
<b>1980</b>			
TRIM. 1	5111	148	4963
TRIM. 2	5217	-329	4888
TRIM. 3	6774	-487	6287
TRIM. 4	8917	-914	8003
<b>1981</b>			
TRIM. 1	8440	-1873	6567
TRIM. 2	10022	-4251	5771
TRIM. 3	13025	-4790	8235
TRIM. 4	14464	-7344	7120
<b>1982</b>			
TRIM. 1	19874	-8841	11033
TRIM. 2	24143	-13225	10918
TRIM. 3	29199	-28478	721
TRIM. 4	41255	-34873	6382
<b>1983</b>			
TRIM. 1	59140	-51178	7962
TRIM. 2	82504	-56512	26000
TRIM. 3	116402	-90487	25951
TRIM. 4	216740	-183715	33025
<b>1984</b>			
TRIM. 1	337732	-220747	116985
TRIM. 2	533930	-287452	246478
TRIM. 3	818680	-519400	299280
TRIM. 4	1459310	-1139650	319660
<b>1985</b>			
TRIM. 1(3)	2300000	-2000000	300000
TRIM. 2(3)	5200000	-4000000	1200000
TRIM. 3(3)	7400000	-3400000	4000000

FUENTE : OFICINA DE LA CEPAL EN BUENOS AIRES, SOBRE LA  
 NOTA 1 : M2: CIRCULACION MONETARIA FUERA DE LOS BANCOS  
 EN BANCOS COMERCIALES, INCLUIDOS LOS INTERESES  
 DEVENGADOS SOBRE DICHS DEPOSITOS.  
 NOTA 2 : CREDITOS NETOS DE DEPOSITOS EN EL SISTEMA MONETARIO  
 INCLUIDOS TAMBIEN LOS INTERESES DEVENGADOS  
 SOBRE DEPOSITOS. EL GOBIERNO ESTA DEFINIDO COMO  
 LOS LOCALES Y ORGANISMOS Y EMPRESAS PUBLICAS.  
 NOTA 3 : CIFRAS ESTIMADAS.

CUADRO 22

RECURSOS MONETARIOS DE PARTICULARES

(EN MILES DE AUSTRALES)

C A F E I T O J N T E R N O				
TOTAL (NETO)	CUENTA DE REGULACION MONETARIA	OTROS (NETO) (2)	CREDITO AL SECTOR PRIVADO	OTRAS CUENTAS (NETO)
773	264	509	4985	-795
793	213	570	6148	-885
1053	171	882	7269	-1064
1498	119	1379	8516	-1083
1810	44	1766	10567	-2044
2885	43	2842	14534	-3146
4715	223	4492	17776	-4676
8338	473	7865	22719	-7247
11073	587	10486	26925	-9281
13787	774	13013	34504	-10925
18729	1148	17581	57838	-19890
25682	774	24908	75016	-24570
46894	4431	42463	97613	-34189
69837	15642	54195	129249	-40570
112310	31440	80870	181206	-88547
197412	40688	156724	306997	-103954
293788	44963	227825	447393	-101782
433038	134268	296770	678541	-289497
712370	255710	456640	1078250	-450510
1205350	423810	781540	1998660	-603050
2200000	900000	1300000	3400000	-1300000
4200000	1700000	2500000	7100000	-2100000
4100000	2000000	2100000	8800000	-2100000

BASE DE DATOS DEL BCRA.  
 MAS DEPOSITOS DE PARTICULARES  
 Y AJUSTES POR INDEXACION DE-  
 TARIO (BCRA Y BANCOS COMERCIA-  
 SOBRE PRESTAMOS COMO ADUELLOS  
 O EL GOBIERNO NACIONAL, GOBIER-

CUADRO 23

DETERMINANTES DE LOS RECURSOS MONETARIOS DE PARTICULARES

(UNIDADES: MILES DE AUSTRALES)

PERIODO	M2 (1)	SECTOR EXTERNO (NETO)	TOTAL	C R E D I T O I N T E R N O			CREDITO AL SECTOR PRIVADO	OTRAS CUENTAS (NETO)
				TOTAL (NETO)	CUENTA DE REGULACION MONETARIA	OTROS (NETO) (2)		
1984								
ENE.	257658	-187564	445222	215420	29299	106121	349551	-119749
FEB.	297000	-199855	496855	249251	46542	202709	391163	-143559
MAR.	337732	-220747	558479	292798	64963	227823	447393	-181702
ABR.	387599	-234510	622109	334457	86892	247565	509528	-221076
MAY.	442342	-258547	700889	371082	107065	264017	584540	-254733
JUN.	533930	-287652	821582	433038	136268	294770	678541	-289997
JUL.	627587	-336512	964099	499291	157109	342182	785485	-320677
AGO.	720422	-426720	1147140	593704	198268	395436	916301	-362863
SET.	818400	-519400	1338080	712370	255730	456640	1076250	-450540
OCT.	973290	-650800	1624090	846350	321640	524710	1357090	-579350
NOV.	1169900	-848030	2017930	1057780	408600	649180	1655140	-474990
DIC.	1459310	-1139650	2598960	1205350	423810	781540	1994660	-603050
1985								
ENE. (3)	1700000	-1300000	3000000	1500000	500000	1000000	2300000	-800000
FEB. (3)	2000000	-1600000	3600000	1900000	700000	1200000	2800000	-1100000
MAR. (3)	2300000	-2000000	4300000	2200000	900000	1300000	3400000	-1300000
ABR. (3)	3200000	-2600000	5800000	2800000	1100000	1700000	4700000	-1700000
MAY. (3)	4200000	-3300000	7500000	3500000	1500000	2000000	6000000	-2000000
JUN. (3)	5200000	-4000000	9200000	4200000	1700000	2500000	7100000	-2100000
JUL. (3)	6500000	-3800000	10300000	3800000	1800000	2000000	8000000	-1500000
AGO. (3)	6900000	-3400000	10300000	4200000	1900000	2300000	8200000	-2100000
SET. (3)	7400000	-3400000	10800000	4100000	2000000	2100000	8800000	-2100000

FUENTE : OFICINA DE LA CEPAL EN BUENOS AIRES, SOBRE LA BASE DE DATOS DEL HORA.

NOTA 1 : M2: CIRCULACION MONETARIA FUERA DE LOS BANCOS MAS DEPOSITOS DE PARTICULARES EN BANCOS COMERCIALES, INCLUIDOS LOS INTERESES Y AJUSTES POR INDEXACION DEVENGADOS SOBRE DICHS DEPOSITOS.

NOTA 2 : CREDITOS NETOS DE DEPOSITOS EN EL SISTEMA MONETARIO (BCRA Y BANCOS COMERCIALES) INCLUIDOS TAMTO LOS INTERESES DEVENGADOS SOBRE PRESTAMOS COMO AQUELLOS SOBRE DEPOSITOS. EL GOBIERNO ESTA DEFINIDO COMO EL GOBIERNO NACIONAL, GOBIERNOS LOCALES Y ORGANISMOS Y EMPRESAS PUBLICAS.

NOTA 3 : CIFRAS ESTIMADAS.

CUADRO 24

DETERMINANTES DE LOS RECURSOS MONETARIOS DE PARTICULARES:  
CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DE M2 (1)

(UNIDADES: PORCENTAJES)

PERIODO	M2 (2)	SECTOR EXTERNO (NETO)	TOTAL	C R E D I T O I N T E R N O					OTRAS CUENTAS (NETO)
				C R E D I T O A L G O B I E R N O		C R E D I T O A L P R I V A D O	O T R O S (NETO) (3)	S E C T O R (NETO)	
				TOTAL (NETO)	C U E N T A D E R E G U L A C I O N M O N E T A R I A				
1980	86.5	-27.4	113.9	18.6	-4.0	22.6	104.6	-9.3	
TRIM. 1	18.9	-2.7	21.6	1.7	-0.6	2.3	22.5	-2.6	
TRIM. 2	11.9	-9.3	21.2	0.2	-1.0	1.2	22.8	-1.8	
TRIM. 3	18.4	-2.8	21.2	4.7	-0.7	5.4	19.6	-3.1	
TRIM. 4	18.4	-6.3	24.7	6.6	-0.8	7.4	18.4	-0.3	
1981	105.4	-80.2	185.6	85.3	4.4	80.9	177.2	-24.9	
TRIM. 1	5.5	-12.0	17.5	3.9	-0.9	4.8	25.6	-15.0	
TRIM. 2	16.5	-28.1	46.4	12.7	0.0	12.7	46.9	-13.0	
TRIM. 3	30.0	-5.4	35.4	18.3	1.8	16.5	32.3	-15.2	
TRIM. 4	26.4	-19.6	46.0	27.8	1.9	25.9	38.0	-19.8	
1982	150.5	-167.2	317.7	105.3	1.8	103.5	317.4	-105.2	
TRIM. 1	20.7	-9.1	29.8	16.6	0.7	15.9	25.5	-12.3	
TRIM. 2	21.5	-22.0	43.5	13.6	0.9	12.7	38.1	-8.2	
TRIM. 3	16.8	-43.2	80.0	20.5	1.5	19.0	96.6	-37.1	
TRIM. 4	46.3	-22.7	69.0	24.7	-1.3	26.0	60.9	-16.6	
1983	425.4	-360.8	786.2	416.3	94.2	319.6	562.3	-192.4	
TRIM. 1	43.4	-39.5	82.9	51.4	8.9	42.5	54.8	-23.3	
TRIM. 2	39.5	-9.0	48.5	38.8	19.0	19.8	54.3	-44.6	
TRIM. 3	41.2	-41.2	82.4	51.5	19.2	32.3	64.8	-33.9	
TRIM. 4	86.1	-80.0	166.1	73.0	7.9	65.1	106.3	-13.2	
1984	573.3	-441.1	1014.4	465.0	174.8	288.2	779.6	-230.2	
TRIM. 1	55.8	-17.1	72.9	44.0	11.2	32.8	64.8	-35.9	
TRIM. 2	58.1	-19.8	77.9	41.5	21.1	20.4	68.4	-32.0	
TRIM. 3	53.3	-43.4	96.7	52.3	23.4	29.9	74.5	-30.1	
TRIM. 4	78.3	-75.7	154.0	60.2	20.5	39.7	112.4	-18.6	
1985	...	...	...	...	...	...	...	...	
TRIM. 1(4)	57.6	-59.0	116.6	68.1	32.6	35.5	96.2	-47.7	
TRIM. 2(4)	126.1	-86.9	213.0	86.9	34.8	52.1	160.9	-34.8	
TRIM. 3(4)	42.3	11.5	30.8	-1.9	5.8	-7.7	32.7	0.0	

FUENTE: OFICINA DE LA CEPAL EN BUENOS AIRES, SOBRE LA BASE DE DATOS DEL BCRA.  
 NOTA 1: DEFINIDAS COMO  $(X(T)-X(T-1))/M2(T-1)$ , DONDE X(T) ES EL SALDO DE X A FINES DEL PERIODO T Y M2(T-1) ES EL SALDO DE M2 A FINES DEL PERIODO T-1.  
 NOTA 2: M2: CIRCULACION MONETARIA FUERA DE LOS BANCOS MAS DEPOSITOS DE PARTICULARES EN BANCOS COMERCIALES; INCLUIDOS LOS INTERESES Y AJUSTES POR INDEXACION DEVENGADOS SOBRE DICHS DEPOSITOS.  
 NOTA 3: CREDITOS NETOS DE DEPOSITOS EN EL SISTEMA MONETARIO (BCRA Y BANCOS COMERCIALES) INCLUIDOS TANTO LOS INTERESES DEVENGADOS SOBRE PRESTAMOS COMO AQUELLOS SOBRE DEPOSITOS. EL GOBIERNO ESTA DEFINIDO COMO EL GOBIERNO NACIONAL, GOBIERNOS LOCALES Y ORGANISMOS Y EMPRESAS PUBLICAS.  
 NOTA 4: CIFRAS ESTIMADAS.

CUADRO 25

DETERMINANTES DE LOS RECURSOS MONETARIOS DE PARTICULARES:  
CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DE M2 (1)  
(UNIDADES: PORCENTAJES)

PERIODO	M2 (2)	SECTOR EXTERNO (NETO)	TOTAL	C R E D I T O I N T E R N O			CREDITO AL SECTOR PRIVADO	OTRAS CUENTAS (NETO)
				CREDITO AL GOBIERNO				
				TOTAL (NETO)	CUENTA DE REGULACION MONETARIA	OTROS (NETO) (3)		
1984								
ENE.	18.9	-1.8	20.7	8.3	-5.2	13.5	19.6	-7.2
FEB.	15.3	-4.7	20.0	13.1	4.7	6.4	16.1	-9.2
MAR.	13.7	-7.0	20.7	14.6	4.2	8.4	18.9	-12.8
ABR.	14.8	-4.0	18.8	12.3	4.5	5.8	18.4	-11.9
MAY.	14.1	-6.2	20.3	9.4	5.2	4.2	19.4	-8.5
JUN.	20.7	-6.6	27.3	14.0	6.6	7.4	21.3	-8.0
JUL.	17.5	-9.2	26.7	12.4	3.9	8.5	20.0	-5.7
AGO.	14.8	-14.4	29.2	15.0	6.5	8.5	20.8	-6.6
SET.	13.6	-12.9	26.5	16.5	8.0	8.5	22.2	-12.2
OCT.	18.9	-16.0	34.9	16.4	8.1	8.3	34.3	-15.8
NOV.	20.2	-20.2	40.4	21.7	8.9	12.8	30.6	-11.9
DIC.	24.7	-24.9	49.6	12.6	1.3	11.3	29.2	7.8
1985								
ENE.(4)	16.5	-11.0	27.5	20.2	5.2	15.0	20.8	-13.5
FEB.(4)	17.6	-17.6	35.2	23.4	11.7	11.7	29.4	-17.6
MAR.(4)	15.0	-20.0	35.0	15.0	10.0	5.0	30.0	-10.0
ABR.(4)	39.1	-24.1	45.2	24.1	8.7	17.4	56.5	-17.4
MAY.(4)	31.2	-21.9	53.1	21.9	12.5	9.4	40.4	-9.4
JUN.(4)	23.8	-16.7	40.5	16.7	4.8	11.9	26.2	-2.4
JUL.(4)	25.0	3.8	21.2	-7.7	1.9	-9.6	17.3	11.6
AGO.(4)	6.2	6.2	0.0	6.2	1.6	4.6	3.1	-9.3
SET.(4)	7.2	0.0	7.2	-1.5	1.3	-3.0	9.7	0.0

FUENTE : OFICINA DE LA CEPAL EN BUENOS AIRES, SOBRE LA BASE DE DATOS DEL BCRA.  
 NOTA 1 : DEFINIDAS COMO  $(X(T)-X(T-1))/M2(T-1)$ , DONDE X(T) ES EL SALDO DE X A FINES DEL PERIODO T Y M2(T-1) ES EL SALDO DE M2 A FINES DEL PERIODO T-1.  
 NOTA 2 : M2: CIRCULACION MONETARIA FUERA DE LOS BANCOS MAS DEPOSITOS DE PARTICULARES EN BANCOS COMERCIALES, INCLUIDOS LOS INTERESES Y AJUSTES POR INDEXACION DEVENGADOS SOBRE RICHOS DEPOSITOS.  
 NOTA 3 : CREDITOS NETOS DE DEPOSITOS EN EL SISTEMA MONETARIO (BCRA Y BANCOS COMERCIALES) INCLUIDOS TAMBO LOS INTERESES DEVENGADOS SOBRE PRESTAMOS COMO AQUELLOS SOBRE DEPOSITOS. EL GOBIERNO ESTA DEFINIDO COMO EL GOBIERNO NACIONAL, GOBIERNOS LOCALES Y ORGANISMOS Y EMPRESAS PUBLICAS.  
 NOTA 4 : CIFRAS ESTIMADAS.

CUADRO 26

COEFICIENTES DE LIQUIDEZ (1)  
(UNIDADES: PORCENTAJES)

PERIODO	M1/PBI (2)	M2/PBI (3)
1980	7.6	28.8
TRIM. 1	7.2	28.5
TRIM. 2	7.9	28.7
TRIM. 3	7.6	28.6
TRIM. 4	7.8	29.3
1981	6.2	28.5
TRIM. 1	7.8	32.3
TRIM. 2	6.2	28.3
TRIM. 3	5.6	28.9
TRIM. 4	5.4	26.6
1982	4.9	20.3
TRIM. 1	4.9	25.3
TRIM. 2	5.8	25.7
TRIM. 3	4.8	16.8
TRIM. 4	4.1	13.4
1983	3.8	13.8
TRIM. 1	3.9	14.2
TRIM. 2	4.0	15.0
TRIM. 3	3.8	13.6
TRIM. 4	3.5	12.3
1984	3.7	13.0
TRIM. 1	4.0	14.4
TRIM. 2	3.9	13.2
TRIM. 3	3.8	12.8
TRIM. 4	3.2	11.6
1985	...	...
TRIM. 1	3.0	11.9
TRIM. 2	2.5	10.9
TRIM. 3(4)	4.6	16.8

FUENTE : OFICINA DE LA CEPAL EN BUENOS AIRES, SOBRE LA BASE DE DATOS DEL BCRA.

NOTA 1 : LOS COEFICIENTES DE LIQUIDEZ RESULTAN DE RELACIONAR EL PROMEDIO GEOMETRICO TRIMESTRAL DE LOS ADREGADOS MONETARIOS PREVIAMENTE DEFLACIONADOS CON EL PRODUCTO BRUTO INTERNO A PRECIOS CONSTANTES DE MERCADO DE 1970 DEL TRIMESTRE CORRESPONDIENTE.

NOTA 2 : M1: CIRCULACION MONETARIA FUERA DE LOS BANCOS MAS DEPOSITOS DE PARTICULARES EN CUENTAS CORRIENTES.

NOTA 3 : M2: M1 MAS DEPOSITOS DE PARTICULARES A INTERES EN BANCOS COMERCIALES, INCLUIDOS LOS INTERESES Y AJUSTES POR INDEXACION REVENGADOS SOBRE DICHO DEPOSITOS.

NOTA 4 : CIFRAS ESTIMADAS.

CUADRO 27

TASAS DE INTERES (1)

(UNIDADES: TASAS EQUIVALENTES MENSUALES, EN PORCENTAJES)

PERIODO	NOMINAL ET			RESPECTO DEL IPC (2)			RESPECTO DEL IPH (3)		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	PASIVA	ACTIVA	PASIVA	ACTIVA	PASIVA	ACTIVA	PASIVA	ACTIVA	PASIVA
1980	5.0	5.9	5.9	-0.2	0.6	0.6	1.2	2.1	2.3
TRIM. 1	5.3	6.1	6.1	-0.5	0.3	0.3	1.3	2.6	2.6
TRIM. 2	4.8	5.6	5.6	-0.4	0.3	0.3	-0.4	0.9	0.4
TRIM. 3	5.1	6.1	6.1	-0.1	0.9	0.9	1.3	2.1	2.3
TRIM. 4	4.8	5.6	5.6	0.3	1.1	1.1	2.8	3.6	3.6
1981	8.1	9.8	9.8	0.2	1.9	1.9	-1.7	-0.1	-0.1
TRIM. 1	8.8	9.6	9.6	0.7	2.5	2.5	-0.4	1.1	1.1
TRIM. 2	8.5	10.4	10.4	-0.5	1.4	1.4	-4.0	-2.2	-2.2
TRIM. 3	9.4	11.7	11.7	2.7	4.4	4.4	2.1	3.6	3.6
TRIM. 4	7.1	8.4	8.4	-2.0	-0.9	-0.9	-4.3	-3.1	-3.1
1982	7.0	8.0	8.0	-2.9	-2.0	-2.0	-2.0	-4.8	-5.3
TRIM. 1	7.1	8.2	8.2	-2.2	-3.3	-3.3	1.4	-2.7	-2.7
TRIM. 2	7.1	8.4	8.4	-1.4	-0.3	-0.3	-8.4	-7.3	-7.3
TRIM. 3	5.7	6.7	6.7	-7.9	-7.1	-7.1	-6.1	-7.3	-4.6
TRIM. 4	8.0	8.7	13.3	-4.1	-3.5	9.6	-4.4	-3.8	8.3
1983	11.4	12.6	18.1	-2.7	-1.8	3.0	-2.4	-1.3	3.4
TRIM. 1	10.2	13.2	14.6	-1.2	-0.3	2.7	-0.1	0.8	3.9
TRIM. 2	9.4	10.4	15.0	-2.5	-1.4	2.3	-2.2	-1.3	2.7
TRIM. 3	12.2	13.2	20.4	-5.4	-4.5	1.8	-4.3	-4.8	6.8
TRIM. 4	14.5	15.3	22.5	-1.7	-0.8	5.2	-0.8	0.1	4.7
1984	13.0	15.3	18.4	-4.7	-3.7	-0.2	-4.1	-2.7	6.7
TRIM. 1	10.5	11.5	13.4	-4.8	-4.0	-2.2	-4.3	-3.7	-3.7
TRIM. 2	13.0	14.0	18.0	-4.0	-3.2	0.7	-3.4	-2.5	1.4
TRIM. 3	15.5	17.0	19.7	-4.2	-5.0	-2.9	-4.2	-3.8	-6.8
TRIM. 4	17.0	19.0	27.0	-2.4	-0.7	4.0	-2.2	-0.5	6.2
1985	...	...	...	...	...	...	...	...	...
TRIM. 1	18.5	25.5	24.5	-5.4	-4.0	-6.8	-5.4	-4.0	-5.9
TRIM. 2 (4)	18.8	20.8	26.4	-1.1	0.5	5.2	-3.2	-1.4	2.5
TRIM. 3	3.5	5.0	7.2	1.2	2.7	4.0	2.4	4.1	4.3

FUENTE: OFICINA DE LA CEPAL EN BUENOS AIRES, SOBRE LA BASE DE DATOS DEL BOCA Y OTRAS FUENTES.

NOTA 1: LOS VALORES TRIMESTRALES Y ANUALES SON PROMEDIOS GEOMETRICOS DE LOS VALORES MENSUALES.

NOTA 2: LOS VALORES DEFLACTADOS CORRESPONDEN A TASAS REALES "EX-POST", CALCULADAS SEGUN  $(1+R_t)/(1+P_t)$ , DONDE  $R_t$  ES LA TASA NOMINAL VIGENTE EN EL MES  $t$  Y  $P_t$  ES LA TASA DE CRECIMIENTO DE LOS PRECIOS EN EL MES  $t+1$ .

NOTA 3: HASTA JUNIO DE 1982, TASA FIJADA (PROMEDIO PONDERADO DE LAS TASAS PAGADAS POR LOS BANCOS POR DEPOSITOS A 30 DIAS); DESDE JULIO DE 1982, TASA FIJADA POR EL BOCA PARA DEPOSITOS A 30 DIAS.

NOTA 4: HASTA JUNIO DE 1982, PROMEDIO DE LAS TASAS CORRIENTES POR LOS BANCOS A CLIENTES DE PRIMERA LINEA POR PRESTAMOS A 30 DIAS; DESDE JULIO DE 1982, TASA REGULADA.

NOTA 5: HASTA JUNIO DE 1982, PROMEDIO DE LAS TASAS CORRIENTES POR LOS BANCOS A CLIENTES DE PRIMERA LINEA POR PRESTAMOS A 30 DIAS; ENTRE JULIO DE 1982 Y JULIO DE 1983, TASAS VIGENTES EN EL SEGMENTO LIBRE DEL MERCADO; DESDE AGOSTO DE 1983, TASA VIGENTE EN OPERACIONES INTERBANCARIAS A 7 DIAS CON GARANTIA BOMEX.

NOTA 6: EN JUNIO, SE HAN CONSIDERADO SOLO LAS TASAS VIGENTES DURANTE LA SEGUNDA QUINCENA.

CUADRO 2B

TASAS DE INTERES

(UNIDADES: TASAS EQUIVALENTES MENSUALES, EN PORCENTAJES)

PERIODO	NOMINALES				RESPECTO DEL IPC (1)				RESPECTO DEL IPM (1)			
	PASIVA (2)	ACTIVA (3)	ACTIVA (4)		PASIVA (2)	ACTIVA (3)	ACTIVA (4)		PASIVA (2)	ACTIVA (3)	ACTIVA (4)	
1984												
ENE.	11.5	12.5	14.0		-4.7	-3.8	-2.6		-3.8	-2.9	-1.6	
FEB.	10.0	11.0	13.0		-8.5	-7.7	-6.0		-7.1	-6.2	-4.5	
MAR.	10.0	11.0	13.9		-7.2	-6.3	-3.9		-8.1	-7.3	-4.8	
ABR.	13.0	14.0	17.2		-3.5	-2.6	1.8		-4.9	-4.0	0.3	
MAY.	13.0	14.0	18.2		-4.2	-3.3	0.2		-3.1	-2.2	1.4	
JUN.	13.0	14.0	18.3		-4.5	-3.6	0.0		-2.2	-1.3	2.4	
JUL.	15.5	17.0	19.4		-6.0	-4.8	-2.8		-5.3	-4.0	-2.1	
AGO.	15.5	17.0	18.5		-9.4	-8.3	-7.1		-7.4	-6.2	-5.0	
SET.	15.5	17.0	21.1		-3.2	-1.9	1.5		0.1	1.4	5.0	
OCT.	17.0	19.0	25.8		1.8	3.5	9.4		2.0	3.8	9.7	
NOV.	17.0	19.0	22.1		-2.2	-0.6	2.0		-5.0	-3.4	-0.9	
DIC.	17.0	19.0	33.5		-6.5	-4.9	6.7		-3.4	-1.8	10.2	
1985												
ENE.	17.5	19.5	25.2		-2.6	-1.0	3.8		-0.3	1.4	6.2	
FEB.	18.0	20.0	22.7		-6.7	-5.1	-3.0		-7.6	-6.0	-3.9	
MAR.	20.0	22.0	25.5		-7.3	-5.8	-3.1		-8.7	-7.2	-4.6	
ABR.	24.0	26.0	32.7		-0.9	0.7	6.1		-5.5	-4.0	1.1	
MAY.	30.0	32.0	39.6		-0.4	1.1	6.9		-8.7	-7.3	-1.9	
JUN. (5)	4.0	6.0	9.0		-2.1	-0.2	2.6		5.0	7.1	10.1	
JUL.	3.5	5.0	7.2		0.4	1.9	4.0		1.9	3.4	5.6	
AGO.	3.5	5.0	8.7		1.5	2.9	6.6		2.9	4.4	8.1	
SET.	3.5	5.0	5.7		1.6	3.0	3.7		2.8	4.2	4.9	
OCT.	3.1	4.5	5.3		0.7	2.1	2.8		2.4	3.8	4.6	
NOV.	3.1	4.5	5.6		-0.1	1.3	2.3		2.1	3.5	4.6	

FUENTE : OFICINA DE LA CEPAL EN BUENOS AIRES, SOBRE LA BASE DE DATOS DEL BCRA Y OTRAS FUENTES.

NOTA 1 : LOS VALORES DEFLACTADOS CORRESPONDEN A TASAS REALES "EX-POST", CALCULADAS SEGUN  $\frac{1+r(t)}{1+p(t+1)}$ , DONDE R(T) ES LA TASA NOMINAL VIGENTE EN EL MES T Y P(T+1) LA TASA DE CRECIMIENTO DE LOS PRECIOS EN EL MES T+1.

NOTA 2 : TASA FIJADA POR EL BCRA PARA DEPOSITOS A 30 DIAS.

NOTA 3 : TASA FIJADA POR EL BCRA PARA PRESTAMOS A 30 DIAS.

NOTA 4 : TASA VIGENTE EN OPERACIONES INTEREMPRESARIAS A 7 DIAS CON GARANTIA BONEX.

NOTA 5 : CORRESPONDE A LA SEGUNDA QUINCENA DEL MES.

#### REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- Bresciani-Turroni, C. (1937): The Economics of Inflation, Allen and Unwin.
- Canavese, A. (1985): "Impuesto Inflacionario, Rezagos Fiscales e Hiperinflación", documento de trabajo, Instituto Torcuato Di Tella.
- Canavese, A. y A. Petrecolla (1985): "Is there Structural Hyperinflation?", mimeo, Instituto Torcuato Di Tella.
- Díaz Alejandro, C. (1981): "Southern Cone Stabilization Plans", en W. Cline y S. Wintraub (eds.): Economic Stabilization in Developing Countries, The Brookings Institution.
- Di Tata, J.C. (1983): "Expectations and the Transitional Non-Neutrality of Fully Believed Systematic Monetary Policy" en R. Frydman y E. Phelps (eds.): Individual Forecasting and Aggregate Behavior; Rational Expectations Considered, Cambridge University Press.
- Dornbusch, R. (1982): "Políticas de Estabilización en Países en Desarrollo: Qué es lo que Hemos Aprendido?", Desarrollo Económico N° 86.
- Dornbusch, R. (1985): "Freno a la hiperinflación: Lecciones sobre la experiencia alemana de los años 1920-1930", mimeo, ADEBA.
- Dutton, D. (1971): "A Model of Self-Generating Inflation: the Argentine Case", Journal of Money, Credit and Banking, Mayo.
- Fellner, W. (1982): "In Defense of the Credibility Hypothesis", American Economic Review, Mayo.
- Fernández-Pol, J. (1985): "Analogías entre Argentina y Alemania de los Años 20", Ambito Financiero, 1° de octubre.
- Fernández, R. y C. Rodríguez (1983): Inflación y Estabilidad. El Tipo de Cambio como Instrumento de Estabilización. Ensayos sobre la Experiencia Argentina Reciente, Ediciones Macchi.
- Ferrer, A. (1981): "El Monetarismo en Argentina y en Chile", Comercio Exterior, enero-febrero.
- Frenkel, R. (1982): "Mercado Financiero, Expectativas Cambiarias y Movimientos de Capital", Desarrollo Económico N° 87.
- Frenkel, R. (1984): "Salarios Industriales e Inflación. El Período 1976-1982", Desarrollo Económico N° 95.

- Gerchunoff, P. (1985): "Gasto Público y Tasa de Cambio después de la Hiperinflación", Anales de la Asociación Argentina de Economía Política.
- Helman, H., D. Roiter y G. Yoguel (1984): "Inflación, Variación de Precios Relativos e Inflexibilidad de Precios", Desarrollo Económico N° 95.
- Heymann, D. (1983): A Study in Economic Instability. The Case of Argentina, tesis doctoral no publicada, UCLA.
- Heymann, D. (1985): "Las Grandes Inflaciones: Características y Estabilización", Oficina de CEPAL en Buenos Aires, Doc. de Trabajo N° 18.
- Koromzay, V. (1982): "Credibility and Demand Restraint", American Economic Review, Mayo.
- Leijonhufvud, A. (1981): "Inflation and Economic Performance", UCLA, documento de trabajo, mimeo.
- Leijonhufvud, A. (1982): "Keynesianism, Monetarism and Rational Expectations. Some Reflections and Conjectures", UCLA, documento de trabajo, mimeo.
- Llach, J. (1985): "La Naturaleza Institucional e Internacional de las Hiperestabilizaciones. El caso de Alemania desde 1923 y algunas lecciones para la Argentina de 1985", documento de trabajo, Instituto Torcuato Di Tella, mimeo.
- Llach, J., A. Canavese y P. Gerchunoff (1985): "La Argentina y la Historia de las Hiperinflaciones", Ambito Financiero.
- Lopes, F. (1984): "Inflação Inercial, Hiperinflação e Desinflação: Notas e Conjeturas", documento de trabajo, Pontificia Universidade Católica do Rio de Janeiro, mimeo.
- Olivera, J.H.G. (1967): "Money, Prices and Fiscal Lags: a Note on the Dynamics of Inflation", Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, vol. 20 N° 28.
- Phelps, E. (1983): "The Trouble with Rational Expectations and the Problem of Inflation Stabilization", en R. Frydman y E. Phelps (eds.), op. cit.
- Ramos, J. (1984): Estabilización y Liberalización Económica en el Cono Sur, Estudios e Informes de la CEPAL N° 38.
- Robinson, J. (1983): "Review of The Economics of Inflation by C. Bresciani-Turroni", Economic Journal, Septiembre.

Rodríguez, C. (1985): "El debate Dornbusch-Sargent", Ambito Financiero, 30 de julio.

Rozenwurcel, G. (1985): "Inflación y Estabilización en la Argentina. El Plan Austral", Anales de la Asociación Argentina de Economía Política, vol. 4

Sargent, T. (1982): "The End of four Big Inflations" in R. Hall (ed): Inflation, Causes and Effects, University of Chicago Press.

Schelling, T. (1982): "Establishing Credibility: Strategic Considerations", American Economic Review, Mayo.

Sourrouille, J. y J. Lucangeli (1983): Política Económica y Procesos de Desarrollo. La Experiencia Argentina entre 1976 y 1981. Estudios e Informes de la CEPAL N° 27.

Szewach, E. (1985): "Alemania 23-Argentina 85. Un Solo Corazón?", FIEL, documento de trabajo, mimeo.

Tanzi, V. (1977): "Inflation, Lags in Collection and the Real Value of Tax Revenue", IMF Staff Papers vol. 24 N° 1.

Taylor, J. (1982): "Establishing Credibility: a Rational Expectations Viewpoint", American Economic Review, Mayo.

Winograd, C. (1985): "De la Hiperinflación Alemana al Plan Austral", El Cronista Comercial, 20 de setiembre.

Yeager, L. et al. (1981): Experiences with Stopping Inflation, American Enterprise Institute for Public Policy Research.



**CEPAL**  
**BUENOS AIRES**

Documentos de Trabajo de la Oficina en Buenos Aires de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), de distribución limitada:

- [1]\* Los servicios de consultoría en la Argentina: la oferta local y la experiencia exportadora [1983]
  - [2]\* Política económica y procesos de desarrollo. La experiencia en Argentina entre 1976 y 1981 [1983]
  - [3]\* Las empresas públicas en la Argentina: su magnitud y origen (1983)
  - 4 \* Nota sobre la evolución de la economía argentina en 1982 (1983)
  - 5 \* Estadísticas económicas de corto plazo de la Argentina. Tomo III: precios, salarios y empleo (1983)
  - 6 \* Exportación argentina de servicios de ingeniería y construcción (1983)
  - 7 \* La crisis económica internacional y su repercusión en América Latina [1983]
  - 8 \* Argentina y la cooperación interregional Sur-Sur. Un análisis de la cooperación económica con la India e Indonesia (1983)
  - 9 \* América Latina y la nueva situación económica mundial (1983)
  - 10 \* Estadísticas económicas de corto plazo de la Argentina. Tomo V: moneda, crédito y finanzas públicas (1984)
  - 11 \* Un enfoque alternativo para el análisis del desarrollo regional: estudio de la estrategia de crecimiento agrícola de la región N.O.A. en el decenio 1970-80 (1984)
  - 12 \* Nota sobre la evolución de la economía argentina en 1983 (1984)
  - 13 \* El proceso de industrialización en la Argentina en el período 1976-83 (1984)
  - 14 \* La evolución del empleo y los salarios en el corto plazo. El caso argentino, 1970-1983 (1985)
  - 15 \* Nota sobre la evolución de la economía argentina en 1984 (1985)
  - 16 \* Las empresas transnacionales en la Argentina (1985)
  - 17 \* Principales consecuencias socioeconómicas de la división regional de la actividad agrícola (1985)
  - 18 \* Tres ensayos sobre inflación y políticas de estabilización (1986)
- \* Aceptados

Esta publicación se terminó de imprimir  
el 3 de marzo de 1986 en:  
**REPROGRAFIAS JMA S.A.**  
San José 1573, Cap. Fed.



**NACIONES UNIDAS  
COMISION ECONOMICA  
PARA AMERICA LATINA Y EL CARIBE**

***CEPAL***  
BUENOS AIRES

Casilla de Correo 4191 - 1000 Buenos Aires - Argentina  
Corrientes 2554 - 5° - 1046 Buenos Aires - Argentina  
Cables: UNATIONS  
Teléfonos: 48-1930/3991/9313/0348