

HIPERINFLACION EN ARGENTINA: 1989-1990

**Maxim Damill
Roberto Frenkel**

Los autores agradecen el apoyo de IDRC y SAREC.

Buenos Aires
CEDES
1990

SUMARIO

Introducción

1. Del Plan Austral a la hiperinflación
2. La primera hiperinflación
 La dinámica de la primera hiperinflación
3. El plan de estabilización del nuevo gobierno
 El Plan BB: las medidas y sus efectos
 El shock del 10 de diciembre y el comienzo
 de la segunda hiperinflación
 La revolución cambiaria
 El Plan Bonex
4. La dinámica del Plan BB y la segunda hiperinflación
 La dinámica de la segunda hiperinflación
5. Bibliografía
6. Cuadros y gráficos

Introducción.

El presente trabajo está dedicado a presentar y analizar las recientes experiencias de hiperinflación y estabilización de la economía argentina. En la primera sección discutimos las condiciones que llevaron a la pérdida de los equilibrios obtenidos por el Plan Austral y a la generación de la primera hiperinflación, bajo el gobierno del Presidente Alfonsín. En la segunda sección analizamos la dinámica de ese proceso utilizando series de tasas semanales. Luego, en la sección tercera, exponemos el primer plan de estabilización puesto en práctica bajo el gobierno del Presidente Menem -el Plan BB-, el shock que le dió fin, el desarrollo, a partir de entonces, de la segunda hiperinflación y de los diversos intentos de estabilización que se sucedieron. En la cuarta sección analizamos la dinámica del plan BB y de la segunda hiperinflación utilizando datos semejantes a los de la sección segunda.

Los cuadros y gráficos mencionados en el texto se presentan al final del mismo.

1. Del Plan Austral a la hiperinflación.

Los equilibrios de los sectores externo y público logrados por el Plan Austral a partir de junio de 1985 se habían perdido en 1987. Condiciones climáticas extraordinariamente adversas (la inundación de una importante zona de la región agropecuaria pampeana) y la caída del precio promedio de las exportaciones argentinas determinaron que éstas se redujeran en 2000 millones de dólares en dos años. Al mismo tiempo las importaciones crecían impulsadas por el fuerte aumento del nivel de actividad inducido por el plan. Como consecuencia de ambas tendencias, el superávit en el comercio de bienes y servicios reales se redujo de u\$s 4.300 millones en 1985 a poco más de u\$s 250 millones en 1987. El déficit en cuenta corriente en este último año, en torno de los 4200 millones de dólares, fue el más elevado desde 1981.

Las necesidades de financiamiento del sector público no financiero consolidado, que se habían mantenido alrededor de 2% del PBI en el año que siguió a la ejecución del Plan Austral, superaron los cinco puntos del producto en 1987 y se mantendrían en ese nivel en el año siguiente. Este aumento del déficit se debió en parte a un incremento del gasto público (1,4% del pbi), pero su causa

principal fue la reducción de los ingresos (del orden de 2% del producto) motivada por la menor recaudación de impuestos a la exportación de granos¹, la caducidad de diversos tributos de emergencia aplicados hasta entonces y el atraso relativo de precios públicos y tarifas.

Otros datos del deterioro macroeconómico observable en 1987 eran la desaceleración de la expansión², el paulatino aumento de la inflación (131% en el año) y la reaparición de la tendencia a la desmonetización de la economía.

La menor demanda de activos monetarios acentuó las dificultades para el financiamiento del desequilibrio de las cuentas del sector público, en especial porque la caída de M1 fue mucho más marcada que la de los agregados que incluyen pasivos bancarios a interés. De este modo aumentó el costo promedio del financiamiento obtenido a través de elevados encajes sobre las cuentas corrientes y sobre los depósitos a plazo (encajes remunerados, en este último caso) y mediante la constitución de depósitos indisponibles de las entidades financieras en cuentas especiales en el Banco Central. Las crecientes limitaciones para el financiamiento a través de mayores reservas bancarias y depósitos compulsivos llevaron al gobierno a expandir la deuda del Tesoro en la forma de títulos, colocada en condiciones de plazo y rendimiento crecientemente desfavorables para el fisco. El stock de títulos-valores en circulación a fines de 1987 era dos veces y media el existente a fines de 1986 y su peso en la deuda interna pública remunerada había pasado, entre esos años, de 18 a 41%. La relación entre la deuda interna pública total y los activos de particulares contra el sistema monetario aumentó entonces marcadamente.

La evolución negativa que la economía mostraba en 1987 pudo ser atenuada, sin embargo, en virtud de que los recursos financieros externos obtenidos ese año permitieron retrasar el impacto del shock externo desfavorable. Pero esta posibilidad se agotó, juntamente con las reservas de divisas del Banco Central, a comienzos de 1988. El FMI retiró su apoyo debido al deterioro de las cuentas fiscales y monetarias y en el mes de abril se suspendió

¹ Los derechos de exportación fueron reducidos a fin de atenuar el impacto del shock externo sobre el sector agropecuario.

² El producto global creció a un ritmo levemente superior a 1% anual en el segundo semestre, en el que se inició una prolongada contracción de la actividad manufacturera.

el servicio de la deuda financiera con los bancos comerciales. Argentina ingresó entonces en una moratoria de hecho.

Más allá de la complicada situación en el frente externo y de los problemas fiscales y monetarios apuntados, es necesario tener en cuenta que la credibilidad política del gobierno se había deteriorado significativamente por entonces. Venía de perder una elección de renovación legislativa y de autoridades provinciales y locales, en setiembre del 87, y era creencia generalizada que lo mismo podía ocurrir en 1989, en los comicios presidenciales. La situación tendía a complicarse aún más desde fines de 1987: un intento de reducir los desequilibrios externo y fiscal recurriendo a la devaluación y al incremento de los precios públicos y de las tarifas produjo una fuerte aceleración inflacionaria a lo largo del primer semestre del año siguiente.

Condicionado por la pérdida de poder político y exigido por el rápido deterioro del contexto macroeconómico, el gobierno anunció un nuevo plan de estabilización en agosto de 1988, designado por el periodismo como Plan Primavera.

Las medidas de política cambiaria conformaban uno de los aspectos centrales del plan. Estas consistían esencialmente en el establecimiento de un régimen de paridades diferenciales, con un tipo de cambio comercial y uno libre. Las exportaciones de origen agrícola se liquidarían al tipo de cambio comercial (fijado por el Banco Central) y las industriales lo harían a un dólar intermedio entre el comercial y el libre, mientras que las importaciones se cursarían al tipo de cambio libre (cuyo valor sería determinado por la oferta y la demanda). El desdoblamiento del mercado obedecía a razones fiscales y, de hecho, tenía efectos similares a un restablecimiento de los derechos de exportación. Las autoridades comprometieron, sin embargo, un cronograma para la unificación de ambos tipos de cambio.

El aumento de los ingresos del Banco Central generados por diferencias de cambio, combinado con diversos recortes previstos en los gastos públicos, debía permitir una reducción de 1,5% del pbi en las necesidades de financiamiento del sector público consolidado.

El gobierno anunció su expectativa de que la diferencia entre el valor del dólar comercial y el financiero o libre no superase el 25%. Los operadores del mercado de cambios interpretaron que el Banco Central intervendría a fin de mantener la brecha cambiaria en ese nivel, tomando tal objetivo como un compromiso del gobierno. De

esa forma quedó establecida una regla cambiaría que en términos esquemáticos podría describirse así: el Banco Central compraba al tipo de cambio comercial el total de las exportaciones agrícolas y 50% de las industriales, mientras que por el mercado libre pasaban el restante 50% de las exportaciones industriales, las importaciones en su totalidad y los intereses de la deuda externa de particulares. Se preveía que este esquema habría de generar un exceso de demanda flujo en el mercado libre (la mitad del valor de las exportaciones industriales no cubriría el monto de importaciones más intereses). Ese exceso de demanda sería manejado por el Banco Central por medio de ventas diarias de divisas adquiridas en el mercado comercial, a fin de mantener la brecha cambiaría prevista.

La política cambiaría incluyó también una corrección del tipo de cambio comercial antes del anuncio del plan. Las tarifas públicas fueron incrementadas. Si bien el intento de corregir el nivel real del tipo de cambio y de las tarifas reitera un aspecto de los intentos estabilizadores precedentes, las políticas de ingresos del Plan Primavera se diferenciaron de las aplicadas en los shocks que le antecedieron principalmente en dos aspectos. En primer lugar, debido a que el Congreso había restablecido por ley, a fines de 1987, las negociaciones salariales libres, no se dispusieron medidas relacionadas con los salarios. En segundo término, tampoco hubo congelamiento de precios. En su lugar, el gobierno negoció y acordó pautas para su corrección (en el caso de los precios de bienes industriales, básicamente) con entidades representativas del empresariado. Se esperaba que los acuerdos salariales privados se alinearan con las pautas negociadas de ajuste de precios.

Tal como sucediera con los shocks estabilizadores heterodoxos que le habían precedido, el efecto antiinflacionario del Plan Primavera fue significativo. La inflación mensual pasó de más del 25% en julio a 6.8% en diciembre. El funcionamiento del nuevo esquema cambiario, junto con tasas de interés reales muy altas, indujo una paulatina caída del tipo de cambio en relación con los precios domésticos; como las tarifas públicas se ajustaron también por debajo de la inflación observada, no resulta sorprendente el resultado alcanzado en materia antiinflacionaria. Por otra parte, es también significativo que, luego de la desindexación parcial obtenida por el shock, los salarios privados negociados en convenciones colectivas tendieran a indexarse con la inflación

pasada, incluso sobre-indexándose en algunos meses. El poder adquisitivo de los salarios tendió, en consecuencia, a aumentar.

En el plano fiscal, los mayores problemas para el cumplimiento de las metas del plan provinieron del lado de los ingresos: se observó una fuerte disminución de la recaudación tributaria. Esta se debió parcialmente a la recesión y también a concesiones impositivas realizadas al sector privado, como parte de la negociación del acuerdo de precios, a comienzos del plan. Otro factor negativo lo constituyeron las expectativas (que comenzaban a generalizarse en el sector privado) de que el gobierno que se elegiría el año siguiente pondría en vigencia un "blanqueo" impositivo. A fin de evitar que la menor recaudación generara un fuerte aumento del déficit, que presionaría sobre la estabilidad del régimen cambiario a través de sus efectos monetarios (y puesto que no fue aprobada una parte de los proyectos enviados por el gobierno al Congreso con el objeto de aumentar la presión tributaria), se recurrió una vez más al esquema de reducción del gasto característico del período de ajuste de los '80: se contrajo fuertemente la inversión pública.

En el plano monetario, la caída de la inflación llevó a un incremento en la demanda de M1. También creció la demanda de depósitos bancarios remunerados porque los agentes tendieron inicialmente, en tanto la devaluación esperada resultaba muy inferior a las tasas nominales de interés, a sustituir activos externos por depósitos bancarios a plazo. Las tasas de interés eran además positivas y elevadas en términos reales, por lo que probablemente la demanda de depósitos a plazo se alimentó también con la sustitución en contra de bienes.

Pese a que la demanda de activos domésticos estaba subiendo, el Banco Central comenzó a enfrentar problemas para controlar la oferta. Tres razones básicas lo explican: el superávit comercial estaba aumentando, el control sobre el déficit fiscal previsto por el plan no se estaba alcanzando y la demanda de títulos públicos se había debilitado. En esas condiciones, la colocación compulsiva de deuda en el sistema financiero, convertida en el principal instrumento de control de evolución de los agregados monetarios, aumentó fuertemente. Entre el tercer trimestre de 1988 y enero de 1989 la deuda remunerada del Banco Central creció más de 30% en términos reales, y aumentó aún más (40%) medida en dólares, debido al progresivo retraso cambiario. La deuda pública interna total, incluidos los títulos del Tesoro, superó por entonces los 11.700

millones de dólares.

Hasta mediados de enero de 1989, el esquema cambiario del Plan Primavera había funcionado según lo previsto. Hasta ese momento, en realidad, el Banco Central había vendido en el mercado libre menos reservas que las esperadas. La situación se deterioró, sin embargo, rápidamente. Entre los factores de ese deterioro se cuenta, en primer lugar, la caída del tipo de cambio en relación a los precios internos, que hacía más riesgoso mantener activos domésticos en cartera. En segundo lugar, el Banco Mundial retiró su apoyo anunciando que no desembolsaría un préstamo por u\$s 350 millones debido al no cumplimiento de las metas establecidas. En tercer lugar, a medida que se acercaba el acto eleccionario, la incertidumbre sobre su resultado devenía incertidumbre acerca de la futura política económica.

En los últimos días de enero comenzó una corrida contra el austral y el Banco Central tuvo que vender alrededor de u\$s 450 millones por semana hasta que, para proteger un nivel mínimo de reservas -como se dijo- el 6 de febrero dejó de intervenir en el mercado libre, y las importaciones pasaron en su totalidad al mercado comercial. El abandono del esquema cambiario puso entonces fin al Plan Primavera.

Resulta bastante evidente que eran elementos novedosos de la situación el grado de incertidumbre política en que vivía la Argentina desde fines de 1988 y el estado de profunda debilidad del gobierno. En este contexto, la capacidad del Estado para administrar los desequilibrios se vió extraordinariamente reducida. Ante la incertidumbre política, los grupos de interés sectorial ejercían presión a fin de dejar establecidas conquistas que actuaran como reaseguro para el futuro próximo, no sólo bloqueando proyectos de reforma que pudieran lesionar sus intereses en forma transitoria o permanente, sino tratando de imponerse en la política de corto plazo, despojando a las autoridades de sus instrumentos de estabilización. Este escenario de puja distributiva exacerbada fue el sustrato sobre el que se montó la hiperinflación.

2. La primera hiperinflación³

El episodio hiperinflacionario tuvo como detonante la formación de una burbuja en el mercado de cambio libre y una corrida en el mercado controlado. La corrida acabó con las posibilidades de estabilizar los tipos de cambio comerciales. En poco tiempo la burbuja arrastró a los precios, poniendo en marcha un proceso hiperinflacionario cuyo comienzo puede ubicarse en abril. Tal es la descripción más sintética que puede hacerse del episodio. Una primera cuestión relevante es la explicación de la fuerza inicial de la burbuja y la intensidad de la corrida que aparecen como detonantes del proceso.

Para tratar el tema es necesario referirse nuevamente al Plan Primavera. Pese a que desde su puesta en marcha existió una gran incertidumbre respecto de la sobrevivencia hasta las elecciones del esquema cambiario, entre agosto y diciembre se produjo una significativa liquidación de divisas. Estos movimientos especulativos no son explicables sin tomar en cuenta el juego de expectativas entre los agentes.

Aunque cada agente "supiera" que el precio del dólar iba a experimentar un salto antes de las elecciones, el momento preciso era desconocido. Especular, en este contexto, quería decir conjeturar el momento en que el gobierno debería devaluar, para "salir" de activos domésticos un instante antes. Así, cada agente debía conjeturar la actitud del Banco Central. Pero, dados el nivel de reservas y la restricción de liquidez del Banco Central, sus posibilidades dependían casi exclusivamente de las tendencias del mercado. Sabiendo esto, cada agente debía conjeturar también la conducta de los otros agentes. Este tipo de situaciones tiene equilibrios inestables de profecías autocumplidas. En este caso la explosividad estaba garantizada por la creciente incertidumbre política asociada a los resultados que arrojaban las encuestas preelectorales.

Hasta enero de 1989 el Banco Central consiguió abortar dos principios de corrida. Hacia finales de enero tuvo lugar una nueva corriente de compras cuya magnitud y persistencia fue diagnosticada como señal de la inminencia de una corrida generalizada. El 6 de

³ Esta sección reproduce, con cambios menores, la sección tercera de: J.M.Fanelli y R. Frenkel, "Desequilibrios, políticas de estabilización e hiperinflación en Argentina", en J.M.Fanelli y R.Frenkel, *Políticas de estabilización e hiperinflación en Argentina*, Buenos Aires, Editorial Tesis, 1990.

febrero las autoridades repusieron el control de cambios en el mercado comercial y anunciaron la flotación de un mercado financiero. Pocos habían adivinado el momento. Quienes no consiguieron adelantarse deberían decidir de allí en más en función de sus expectativas sobre el propio mercado libre.

El nuevo esquema cambiario no era novedoso. Significaba retornar a un régimen similar al previo al Plan Primavera. ¿Por qué explotó en esta ocasión?

Resumamos brevemente el juego de expectativas propio del mercado de cambios doble. En este contexto, las conjeturas de los agentes financieros sobre el curso futuro del precio del dólar libre tienen una componente de expectativas de expectativas, pero también entra en consideración la capacidad del Banco Central de sostener el precio del dólar comercial y evitar la aceleración inflacionaria. Así, la magnitud y evolución de las reservas, como también otras "noticias" relativas al mercado comercial de cambio, tienen influencia en el comportamiento del mercado libre. A su vez, la brecha cambiaria y la tendencia del mercado libre son datos tomados en consideración por los operadores del mercado comercial, exportadores e importadores, que disponen de medios (algunos ilegales) para decidir el monto y oportunidad de sus liquidaciones y adquisiciones. Por estos mecanismos, la brecha y las tendencias del mercado libre afectan el resultado de las operaciones comerciales del Banco Central.

Hasta febrero de 1989, luego de cada ajuste discreto del tipo de cambio comercial (desde el Plan Austral, en contextos de lanzamiento de shocks estabilizadores) las autoridades pudieron sostener dinámicas estables en el mercado comercial de cambios. Dicha capacidad de sostener algún sendero estable del tipo de cambio comercial es la que se pierde después del 6 de febrero. La corrida de los operadores del mercado comercial contra el Banco Central se agregó al conocimiento que ya se tenía de su fragilidad, como factor de la burbuja en el mercado libre. A su vez, la burbuja operaba como incentivo de la corrida.

Hubo también colusión de sectores exportadores para presionar por la unificación cambiaria (esto es, la flotación de un tipo de cambio único). El clima era propicio pues los tres candidatos principales a la presidencia (incluyendo por cierto al representante del partido del gobierno) abogaban por ese régimen cambiario en la campaña electoral. Las expectativas se combinaron con la colusión para producir una rápida caída de las reservas del

Banco Central y realizar la profecía.

Parece claro que la explosión del doble mercado de cambios en esta oportunidad encuentra su principal explicación en las condiciones de incertidumbre y debilidad del gobierno ya comentadas, exacerbadas a medida que se aproximaban las elecciones.

Es presumible que la desestabilización hubiera tenido lugar en esta conjunción de circunstancias (entre las que resalta la fragilidad del Banco Central a causa de la previa evolución del sector externo) aunque la historia de la política cambiaria hubiera sido diferente. Sin embargo, el hecho en concreto tiene también un elemento de explicación en que en esta oportunidad los comportamientos desestabilizantes de los diferentes agentes fueron coordinados (es decir, puestos en funcionamiento por una única señal) por la modificación del régimen cambiario.

La dinámica de la primera hiperinflación.

Más allá de las interpretaciones sobre la burbuja en el mercado de cambio, parece fuera de discusión que la aceleración inflacionaria tiene su origen en ella. En lo que sigue describimos el episodio hiperinflacionario utilizando una periodización semanal.⁴

En los Gráficos 1 y 2 pueden apreciarse la burbuja del dólar desde la segunda semana de febrero hasta principios de abril y el comienzo de la aceleración inflacionaria a principios de marzo.

A fin de marzo se produce la renuncia de la conducción económica y a principios de abril un nuevo ministerio pone en práctica una reforma cambiaria. En las siguientes semanas el precio del dólar se desacelera (no así la inflación, que continúa aumentando) pero desde la tercera semana de abril el precio del dólar y los precios al consumidor aceleran conjuntamente hasta principios de junio.

El precio del dólar se desacelera desde ese momento, tres semanas después de las elecciones presidenciales. Dos elementos, de difícil ponderación relativa, parecen haber provocado el fin de la

⁴ A partir de muestras de frecuencia semanal obtuvimos una serie de la evolución del IPC. La información proviene de una encuesta semanal privada, que fue comparada con otras fuentes y compatibilizado con la serie mensual del INDEC. El Gráfico 1 expone las tasas semanales de aumento del índice de precios y del precio del dólar libre. Las medias móviles de cuatro semanas de esas tasas se presentan en el Gráfico 2. El

dato correspondiente a la semana t es: $x_t^d = (1/4) \sum_{j=0}^3 x_{t-j}$.

burbuja. El primero corresponde a las expectativas y la reducción de la incertidumbre. A fin de mayo el presidente electo nominó un futuro ministro de economía y exhibió un perfil de gabinete que merecía la "confianza" del sector empresario. Además, el anuncio, el 13 de junio, de la próxima renuncia del Presidente Alfonsín y el cambio anticipado de autoridades nacionales hacia esperar un inminente programa de estabilización. El segundo elemento de freno provino de restricciones a los retiros en efectivo de las cuentas bancarias (cuentas corrientes y depósitos a interés) vigentes durante junio, que trabaron las transacciones en el mercado paralelo de cambio.

En el modelo hiperinflacionario que operó entre abril y principios de junio, las expectativas inflacionarias y la burbuja del dólar se realimentaban entre sí. En los registros hiperinflacionarios de junio ya se encontraban seguramente presentes decisiones de posicionamiento de precio frente al próximo programa de estabilización. La inflación de julio, que puede ser adscrita a un modelo diferente, como claramente ilustran los gráficos, corresponde al shock de tipo de cambio y tarifas públicas del nuevo programa de estabilización y a la reacción de overshooting de los precios privados, particularmente los industriales, frente al mismo.

En resumen, así como el tipo de cambio detonó y lideró el proceso hiperinflacionario, fue el primero en estabilizarse cuando se modificaron las expectativas.

Los patrones normales de dinámica de precios y salarios del régimen de alta inflación se quiebran entre marzo y abril, dando lugar a un régimen diferente⁵. Es por esta razón que, con independencia de la magnitud de la tasa de inflación, la inauguración del régimen hiperinflacionario puede ubicarse en abril. Veremos más adelante que también en abril, en la tercera semana y coincidiendo con la ya mencionada reacceleración de la burbuja cambiaria, se observa un cambio análogo en el comportamiento del mercado financiero.

El patrón normal de formación de precios "salta" en marzo y de ese momento en adelante se observa una "dolarización" de su dinámica. Esto es, las tasas observadas de inflación tienden a aproximarse a las tasas del precio del dólar libre. Esto se

⁵ Tests econométricos sobre el cambio de régimen se encuentran en: Frenkel, R. (1990), "El cambio del régimen de alta inflación a la hiperinflación", CEDES, mimeo.

verifica con mayor intensidad en los bienes industriales (no comerciables) que en los alimentos comerciables. El cambio de régimen en el mercado de trabajo se observa en abril; en ese mes los salarios privados dejan de determinarse en función de la tasa del mes pasado del IPC y comienzan a fijarse según conjeturas sobre la inflación del mes corriente. Aún así, el promedio de aumentos resulta significativamente inferior a las tasas de inflación durante todo el proceso.

Durante el período hiperinflacionario no hubo una política económica en sentido estricto. Básicamente porque los mismos elementos que determinaron las inconsistencias del Plan Primavera (presión de diferentes grupos y debilidad política del gobierno) seguían en acción con mayor intensidad. En la política cambiaria, las medidas estuvieron orientadas en esencia a dos objetivos. Por un lado a estabilizar, si no el precio, al menos la tasa de variación del dólar en el mercado paralelo y, por otra, a aislar el resto de los precios de la economía de la evolución del tipo de cambio. En el desarrollo de estos intentos pueden definirse tres períodos. El primero va del 6 de febrero hasta la liberación total del mercado de cambios, el segundo comienza en mayo y coincide con la vigencia de este último régimen, y el último abarca desde la vuelta al control de cambios hasta la implementación del programa de estabilización del nuevo gobierno. El Cuadro 1 expone la evolución del régimen cambiario según las reglas vigentes para las exportaciones de origen agrario e industriales y las importaciones.

Durante el primer período, el tipo de cambio comercial fue devaluado mediante el mecanismo de pasar al mercado libre proporciones crecientes de las exportaciones que previamente se liquidaban al dólar comercial. Se buscaba con ello una estabilización del tipo de cambio por la vía de aumentar la oferta en el mercado libre. Sin embargo, ello no se logró. En mayo, el 100% de las importaciones y las exportaciones se pasaron a ese mercado y, contrariamente a lo previsto por quienes abogaban por la flotación, durante ese período se registraron las mayores subas en el precio de la divisa. Por último, en junio se volvió a una regla de crawling peg y control de cambios.

La evolución de los precios del dólar en los mercados comerciales se presenta en el Gráfico 3, junto al precio del dólar libre y el IPC.

El Cuadro 2 presenta las tasas mensuales de algunos de los principales precios de la economía.

Puede observarse el comportamiento de la inflación en el primer semestre de 1988 y la 'performance' del Plan Primavera. Hemos subrayado el mes de febrero, donde la columna correspondiente al dólar libre señala el fuerte incremento con que se inicia la burbuja cambiaria.

Los principales hechos estilizados que pueden destacarse de la observación de las tasas durante el primer episodio hiperinflacionario ya han sido mencionados:

- a) La tasa del dólar libre lidera la aceleración.
- b) Los cambios de salarios son sistemáticamente inferiores a la tasa del IPC, aunque significativamente superiores a la tasa de inflación del mes precedente.
- c) Las tasas de los precios industriales, tanto los medidos por el IPC como los captados por el índice de precios mayoristas sin alimentos son mayores que la tasa del IPC (salvo en junio, cuando la tasa del IPC y la de su componente industrial son semejantes).
- d) Las tarifas y precios del sector público fueron incrementadas sistemáticamente menos que la inflación.

La evolución de esos precios en relación al IPC está registrada en el Cuadro 3, donde se presentan como índices con base 1 en setiembre de 1988.

En el promedio de junio el valor real del dólar libre representaba casi cuatro veces el de enero de 1989 y había más que triplicado el valor de setiembre de 1988.

El salario real de junio se había reducido 30% respecto de enero y 20% respecto de setiembre de 1988. La columna correspondiente al poder adquisitivo del salario indica en junio caídas de 62% y 55% respecto de esos mismos meses (debido al aumento de la frecuencia de pagos este cálculo subestima el poder adquisitivo salarial; la probable evolución efectiva del poder adquisitivo es algún valor intermedio entre los índices registrados en las dos columnas). Por último, se destaca el significativo incremento de los precios relativos industriales.

El episodio hiperinflacionario impactó fuertemente en los planos financiero y fiscal. Los Gráficos 4 y 5 reflejan algunos aspectos del comportamiento del mercado financiero durante este proceso. En el primero se presentan las tasas de interés semanales correspondientes al mercado de call interbancario, superpuestas con

las tasas semanales de aumento del dólar libre. En el segundo, las tasas semanales de interés se superponen con la serie de medias móviles de cuatro semanas de tasas de aumento del dólar libre.

Considerando la tasa de interés como una proxy de la expectativa de tasa del precio del dólar libre, el Gráfico 5 indica el cambio de régimen experimentado en abril. Desde el comienzo de la burbuja del dólar y hasta la segunda semana de abril las tasas de interés eran cada semana sistemática y significativamente inferiores a la tendencia mostrada por el dólar hasta ese momento (medida por la media móvil de las tasas semanales). Esto sugiere que hasta la segunda semana de abril predominaban en el mercado financiero expectativas de estabilización del comportamiento del dólar libre, pese a que, como muestra el Gráfico 4, estas expectativas resultaron ex post drásticamente erradas en la mayor parte de los casos. En cambio, desde la segunda semana de abril las tasas de interés superan sistemáticamente la tendencia pasada del precio del dólar libre, indicando la generalización de las expectativas de aceleración.

En materia monetaria, se destacan dos elementos: la pronunciada desmonetización de la economía a partir de febrero y el crecimiento exponencial de la deuda pública interna, que se expandió a una tasa superior al 60% mensual promedio entre febrero y junio. El cociente M1/PBI se redujo de 3,7% a 1,7% entre el primer y el tercer trimestre de 1989 como consecuencia de la aceleración inflacionaria. Debe notarse, sin embargo, que el 'impuesto inflacionario' captado por el Banco Central se incrementó en forma importante durante la hiperinflación a pesar de la contracción de los saldos reales (cf. cuadros 9, 10 y 11).

El incremento de la deuda interna se asentó en dos factores principales. Uno de ellos fue la colocación de títulos públicos, en particular de letras ajustables por dólar libre. Las autoridades monetarias intentaron contener, mediante la colocación en el mercado de sustitutos del dólar, el ascenso del dólar libre iniciado en febrero. Así, entre enero y abril la circulación total de títulos del Tesoro aumentó en más de 100% en términos reales. Las primeras emisiones de letras dolarizadas databan de 1988, y sus plazos de amortización eran de 120 y 180 días, sustancialmente inferiores a los de la mayor parte de los títulos que circulaban hasta entonces, de períodos de maduración de tres o más años. Pese a las favorables condiciones de plazo y rendimiento con que estas letras fueron ofrecidas luego de la crisis de febrero de 1989, no

tuvieron efecto perceptible sobre el curso del tipo de cambio libre, revelando la ineficacia de la política monetaria en un contexto en que cualquier deuda del gobierno era percibida como altamente riesgosa.

El segundo elemento que contribuyó a la acelerada expansión de la deuda, particularmente a partir de abril, fue la suba de las tasas de interés nominales y, en consecuencia, de los devengamientos sobre las reservas bancarias compulsivas y los depósitos indisponibles de entidades financieras en el Banco Central. Es así que la deuda remunerada del Banco Central creció alrededor de 20% en términos reales entre marzo y junio, pese al vertiginoso incremento de los precios nominales en ese mismo lapso.

Fue extraordinario el incremento, en el primer semestre de 1989, de la relación entre la deuda interna pública remunerada y los activos monetarios de particulares (cf. cuadro 10). En junio el monto de esa deuda equivalía a dos veces y media el de los depósitos remunerados en el sistema financiero (M3 - M1).

Es decir que la licuación de los activos monetarios privados y la 'huida' de activos financieros domésticos durante la hiperinflación no tuvo contrapartida semejante en la evolución de la deuda pública -aunque el valor de la misma en dólares corrientes se redujo como consecuencia de la fuerte suba del tipo de cambio real-. Esta peculiaridad del proceso hiperinflacionario en la Argentina dejaba un problema financiero complejo al nuevo gobierno, particularmente por la endogeneidad de la oferta monetaria derivada de los devengamientos de intereses sobre los pasivos del Banco Central. En ese contexto, la idea de que si la inflación se hubiese desarrollado por algunos meses más habría permitido 'resolver' el problema del endeudamiento interno del gobierno⁶ resulta sorprendente, si se piensa que para esa licuación tuviera lugar debería haberse monetizado en un breve lapso una deuda del orden de 7000 millones de dólares⁷.

La deuda interna pública parece mostrar, en efecto, un comportamiento asimétrico, con rasgos comunes en los distintos

⁶ Cf. FIEL, Indicadores de Coyuntura, número 279, junio de 1989.

⁷ Una contrapartida de la expansión de la deuda remunerada del Banco Central es, en el pasivo de los bancos, el crecimiento (por devengamientos de intereses) de los redescuentos, además de nuevos créditos al sistema financiero para hacer frente a situaciones de liquidez, entre otros. Esto se refleja en el crecimiento de la base monetaria originado en el 'sector financiero' (cuadro 8). De modo que la deuda neta del Banco Central crece en realidad a un ritmo muy inferior al de su deuda bruta.

intentos de estabilización desarrollados en los últimos años. Por un lado, tendió a expandirse en términos reales en las fases iniciales de 'desinflación' y retraso cambiario, como resultado de la absorción, por el Banco Central, de parte de la expansión de la cantidad de dinero (generada en medida importante por el sector externo), motivada por la necesidad de controlar el ritmo de crecimiento monetario. Las elevadas tasas de interés reales actuaron en el mismo sentido. Pero la deuda no se redujo, o aún creció más acentuadamente en las fases de aceleración inflacionaria y desmonetización que siguieron a los sucesivos programas. Esta expansión se origina en las subas de las tasas de interés asociadas a las expectativas de mayor inflación, en el deterioro de las cuentas fiscales y también en el rol que suele asumir el Banco Central como prestamista de última instancia, exigido por problemas de liquidez en segmentos del sector bancario derivados de la caída de la demanda de activos financieros domésticos.

Finalmente, en relación con el efecto del proceso hiperinflacionario sobre las cuentas fiscales, cabe señalar que los ingresos reales de la Tesorería en el segundo trimestre de 1989 fueron equivalentes a apenas 40% de los obtenidos en el mismo período de 1988 (si se hace abstracción de un importante ingreso de capital registrado en mayo). Al efecto deletéreo de la hiperinflación sobre la recaudación tributaria debido al rezago entre devengamiento y percepción de los tributos se sumó el impacto de la violenta caída del nivel de actividad sobre los impuestos con elevada elasticidad-ingreso. El pbi del segundo trimestre del año 1989 se ubicaba casi 10% por debajo del registro correspondiente de 1988. Los ingresos generados por el impuesto al valor agregado, por ejemplo, cayeron verticalmente. Las restricciones de liquidez originadas en la ya referida inmovilización de depósitos, y las expectativas de 'blanqueo' jugaron también en contra de la recaudación, mientras que el fuerte retraso tarifario empeoró la situación financiera de las empresas públicas, llevando a un importante incremento del déficit del sector público consolidado.

3. El plan de estabilización del nuevo gobierno.

El cambio de gobierno, en julio de 1989, fue precedido por un giro favorable de las expectativas económicas, asentado en la reconstitución de poder político posibilitada por el recambio

institucional y en la perspectiva de la instrumentación de un plan de estabilización que contaría con el apoyo de importantes sectores empresarios. El núcleo de central de funcionarios de la nueva conducción económica provendría, en efecto, de uno de los más fuertes grupos económicos de capitales de origen nacional. Diversas declaraciones de los futuros funcionarios reafirmando que los compromisos contraídos por el Tesoro serían respetados habían operado también favorablemente sobre las expectativas, y esto se reflejó en alguna mejora en las paridades de los títulos públicos.

Las nuevas autoridades habrían de enfrentar un complejo panorama signado por el descontrol inflacionario, la penuria de reservas de divisas y los atrasos acumulados en los pagos externos, el aumento del desequilibrio financiero fiscal (agravado por la erosión de los ingresos durante la hiperinflación), el creciente peso de la deuda interna en una economía con un grado de monetización muy bajo, la aguda recesión y el desempleo.

Frente a ese panorama de fuertes perturbaciones macroeconómicas de signo negativo cabe destacar, sin embargo, como una de las 'condiciones iniciales' para el gobierno entrante, el cambio que venía operándose, desde 1988, en las cuentas del comercio exterior.

Durante el periodo expansivo 1986-87, que siguió al Plan Austral, las cuentas externas se habían deteriorado con rapidez. Sin embargo, esa tendencia negativa se revirtió a partir de entonces. En 1989 se alcanzaría un superávit comercial próximo a 5300 millones de dólares, impulsado por una importante mejora de los precios unitarios de las exportaciones y por la contracción de las importaciones, que acompañaron la tendencia declinante del producto.

El Plan BB: las medidas y sus efectos.

En los anuncios del nuevo plan de estabilización, instrumentado a partir del 9 de julio de 1989, se puso gran énfasis en las 'reformas estructurales' que se pretendía encarar a la brevedad. El acento recayó, en particular, en las privatizaciones de empresas públicas, que serían acompañadas por medidas de descentralización y desregulación de la actividad económica. Las autoridades asumían así el diagnóstico, tan difundido cuanto vago, de que la razón básica del fracaso de los sucesivos planes de estabilización de la administración anterior residía en la

inconsecuencia de la misma en la instrumentación de tales reformas. El conjunto de medidas de aplicación inmediata se asemejó, sin embargo, al contenido de los planes de estabilización de shock precedentes. El plan combinó diversas medidas de política de ingresos, dirigidas a quebrar la inercia inflacionaria, con otras orientadas a un mayor control fiscal y monetario.

La mejora de las cuentas fiscales, uno de los objetivos centrales del programa, debía resultar básicamente de la recomposición inicial del nivel tarifario y de la reimplantación de los derechos de exportación, que había sido instrumentada durante el último mes de gestión del gobierno anterior.

Se esperaba también que el éxito antiinflacionario mejorara la recaudación, revirtiendo el fuerte deterioro originado en los meses previos por el efecto 'rezago fiscal'. Se anunció asimismo que se enviaría al Parlamento un proyecto de ley de reforma tributaria a la brevedad. Se estableció un impuesto del 4%, por única vez, sobre diversos activos financieros, en particular sobre los títulos públicos de la deuda interna. Se resolvió suspender en un 50%, por 180 días, los beneficios recibidos por el sector privado como consecuencia de las desgravaciones contempladas en los regímenes de promoción industrial (que ya estaban en realidad suspendidos en forma parcial por resoluciones adoptadas recientemente por la administración anterior)⁸.

Además del ajuste inicial de tarifas, la política de ingresos contempló el mantenimiento del esquema cambiario establecido en junio por las autoridades anteriores, caracterizado por un tipo de cambio único y fijado por el Banco Central. El tipo de cambio único fue establecido en 650 australes por dólar, lo que significó una corrección de la paridad comercial del orden de 170% (comparando los niveles promedio entre junio y julio, el mes de lanzamiento del plan). El gobierno intentó además influir sobre el curso de los salarios nominales privados, que continuarían negociándose en convenciones colectivas, mediante pautas indicativas. En materia de precios, se descartó un congelamiento y, en su lugar, la conducción económica negoció un acuerdo con representantes de empresas líderes, a cambio del compromiso de 'anclar' el tipo de cambio

⁸ Estas y otras medidas relativas al ajuste fiscal de corto plazo que requerían aprobación parlamentaria fueron reunidas en una ley denominada 'de Emergencia Económica'. Las orientadas a regular la transferencia de activos públicos al sector privado constituyeron la Ley de Reforma del Estado. Ambas fueron aprobadas por el Congreso dentro de los primeros sesenta días de la nueva administración. La Ley de Reforma Tributaria, en cambio, recién resultaría aprobada en diciembre.

(que, se dijo, permanecería fijo hasta marzo de 1990 en 650 australes) y las tarifas públicas. El gobierno se comprometía también a llevar las tasas de interés nominales, negociadas sin embargo libremente en el mercado, a niveles de un dígito mensual.

En materia monetaria las nuevas autoridades manifestaron la intención de dar autonomía al Banco Central, modificando su Carta Orgánica. Anunciaron también que se reducirían gradualmente los elevados encajes remunerados vigentes en el sistema financiero. Resolvieron, por otra parte, reprogramar los vencimientos de las Letras Ajustables del Tesoro Nacional que la administración anterior había emitido en los últimos meses, trasladándolos al año siguiente.

Se anunció que se iniciarían en breve negociaciones con el FMI y con la banca acreedora. En el frente externo la situación presentaba un panorama contradictorio, dado que si bien el saldo comercial era elevado y creciente, venían acumulándose atrasos en los pagos de intereses desde abril de 1988.

El programa encontró su primera dificultad importante en la negociación del acuerdo de precios. La devaluación y el ajuste tarifario fueron anunciados el 9 de julio, pero el acuerdo con el sector privado recién se firmó unos diez días más tarde. Los precios industriales, que habían crecido por encima del IPC durante la hiperinflación, se incrementaron fuertemente mientras se desarrollaban las negociaciones. En éstas, el gobierno cedió en la intención de hacer que los precios retornaran a los niveles previos al shock, por lo que el 'colchón' inicial de tipo de cambio y tarifas se redujo, comprimiendo los márgenes de maniobra que tendría en adelante la política de estabilización⁹. Los precios industriales sin alimentos se ubicaron en julio, el mes del plan, casi 240% por sobre su nivel promedio del mes precedente, creciendo muy por encima del tipo de cambio comercial.

Sin embargo, el acuerdo de precios resultó efectivo a partir de entonces y, combinado con el congelamiento del tipo de cambio y de las tarifas, determinó una caída progresiva de las tasas de inflación, que del pico de julio, próximo a 200%, descendió a 5.6%

⁹ Por determinación del primer ministro de economía de la nueva administración, los precios industriales debían retrotraerse a los niveles de comienzos de julio. La negociación con los sectores empresarios estaba en desarrollo cuando, a pocos días del lanzamiento del plan, el ministro falleció. Su reemplazante continuó con las tratativas, en tanto los precios no sólo no desandaban su camino ascendente de los últimos días sino que continuaban aumentando. Finalmente, el gobierno dejó de lado, a cambio del apoyo empresarial, el objetivo inicial de retrotraer los precios.

en octubre. En el lapso septiembre-noviembre los precios industriales netos de alimentos aumentaron a una tasa promedio mensual de aproximadamente 1.5%.

El éxito antiinflacionario inicial del programa fue uno de los factores que afectaron en forma favorable la recaudación fiscal. Los ingresos del Tesoro aumentaron visiblemente a partir de julio (cf. cuadro 7), y en el lapso setiembre-noviembre fueron superiores en más de 70% a los generados en el mismo periodo del año anterior. Pero el aporte decisivo a la mejora de la recaudación provino de los recientemente reimplantados impuestos a la exportación. El gobierno se comprometió, sin embargo, a reducir progresivamente esos tributos. Esta perspectiva, combinada con el progresivo atraso tarifario inducido por el plan y con la relativa inelasticidad del gasto hacia que la situación fiscal pudiese calificarse como frágil, aunque evolucionaba en sentido positivo.

En el período setiembre-noviembre, aun cuando los gastos del Tesoro crecían alrededor de 16%, se obtuvieron superávits operativos crecientes, superiores a los 100 millones de dólares mensuales. Estos resultados financieros fiscales eran los mejores obtenidos hasta entonces desde el Plan Austral.

En el plano monetario, por otro lado, se presentaron desde un inicio contradicciones y erraticidad en el manejo de la política, debido en parte a desacuerdos en el seno del gobierno. La devaluación y el cambio de expectativas generado por el shock produjeron inicialmente fuertes liquidaciones de divisas. En los primeros diez días de vigencia del plan ingresaron alrededor de 600 millones de dólares que se adicionaron al reducido stock de reservas del Banco Central. A lo largo del trimestre julio-setiembre esas reservas se incrementaron en más de 1300 millones de dólares. Estos ingresos contribuyeron a generar una importante expansión monetaria al inicio del programa. Las tasas de interés descendieron abruptamente en julio, cayendo en pocos días a niveles inferiores a un dígito al mes. Dentro del gobierno, las opiniones sobre la conveniencia de la caída de las tasas de interés no eran unánimes. La baja de las mismas era vista como un movimiento favorable, fundamentalmente por su efecto sobre la deuda pública interna, en especial sobre la deuda remunerada del Banco Central y sobre la expansión monetaria originada en los devengamientos de intereses sobre aquélla. La combinación de las menores tasas con el fuerte incremento de los precios medios de julio en relación con los del mes previo al plan produjo, en efecto, una fuerte

'licuación' de esas obligaciones. Pero dentro del gobierno se oponían al argumento 'fiscalista' favorable a bajas tasas de interés quienes colocaban el acento en la necesidad de defender la política cambiaria mediante tasas que alentarán la demanda de activos domésticos, permitiendo mantener en bajos niveles la brecha entre el tipo de cambio único y el paralelo.

El aumento del grado de monetización de la economía fue muy rápido a lo largo de los cuatro meses que siguieron al lanzamiento del plan. El agregado M1 real, por ejemplo, aumentó a una tasa promedio del orden de 30% mensual en ese lapso. El nivel de M1 al final de la primera hiperinflación era extraordinariamente bajo: apenas 50% del registrado antes del lanzamiento del Plan Austral. Esto contribuiría a explicar la velocidad del aumento de la monetización bajo el BB, que fue mayor que en los intentos de estabilización que le precedieron, aunque la breve vida del plan la interrumpiera a fines de 1989.

Si bien la deuda pública interna, particularmente la deuda remunerada del Banco Central, creció en términos reales a partir de julio como consecuencia de las medidas de absorción, su nivel promedio en el segundo semestre de 1989 resultaba 6% inferior en términos reales al del semestre que antecedió a la aplicación del Plan Primavera, y era equivalente al nivel medio de endeudamiento registrado en el año 1987. Sin embargo, aunque su valor absoluto no resultaba particularmente importante, la relación entre la deuda pública y el total de activos financieros de particulares era más elevada en 1989, y sus condiciones de rendimiento y plazo eran más desfavorables para el sector público. De cualquier modo, la relación entre la deuda interna y los activos financieros de particulares cayó con rapidez durante la vigencia del plan BB. El cociente deuda interna/M1 había retornado en noviembre a su valor previo al episodio hiperinflacionario, aunque resultaba aún un 33% superior al monto de los depósitos a interés en el sistema financiero (cf. cuadro 10).

Hacia octubre de 1989, en consecuencia, el panorama macroeconómico se definía por una inflación que había caído por debajo de 6% mensual, la Tesorería alcanzaba un superávit del orden de 130 millones de dólares, y los principales indicadores monetarios mostraban una evolución favorable. La expansión monetaria de origen interno, y particularmente fiscal, se había reducido en forma sustancial. La expansión por sector externo se había moderado también, en parte porque las autoridades monetarias

trataron, desde setiembre, de reducir el ritmo de liquidación de divisas, acortando los plazos de pagos de importaciones y suspendiendo las prefinanciaciones de exportaciones. En agosto-setiembre la brecha cambiaria se había reducido hasta hacerse levemente negativa. Si bien la situación fiscal y monetaria tendía a mejorar, cabe considerar que el progresivo retraso cambiario en un contexto de mayor liquidez creaba condiciones para el surgimiento de una brecha positiva entre el dólar paralelo y el 'único'.

A pesar de que los indicadores macroeconómicos presentaban una evolución relativamente favorable (a lo que se sumaban las buenas perspectivas de la negociación externa, que llevaría a la firma de un acuerdo stand-by con el FMI en noviembre), ya en octubre se evidenciaron problemas en el mercado de cambios. La brecha cambiaria, que había sido negativa en setiembre, se expandió progresivamente y fue superior a 10% en la última semana del mes. La suba del dólar paralelo se aceleró durante la primera mitad de noviembre.

Las marchas y contramarchas que caracterizaron entonces a la política monetaria se combinaron con complicaciones políticas para el gobierno y con la evidencia de desavenencias en el seno del mismo, dando lugar a un movimiento de cambio en los portafolios privados. Se dieron en este lapso algunos conflictos gremiales de importancia y gran impacto público, ante los cuales las autoridades no tuvieron la política 'dura' que sectores conservadores aliados del gobierno le reclamaban. Paralelamente, en las negociaciones paritarias los gremios estaban alcanzando aumentos importantes, en particular en noviembre. Por otro lado, los desacuerdos entre la conducción económica y sectores empresarios en relación con las características de la futura reforma impositiva pusieron en duda la solidez de la coalición empresarial en torno al programa. La inflación de setiembre había resultado, además, superior en alrededor de dos puntos a la esperada por las autoridades. Estas intentaron extender la política de ingresos mediante controles sobre los precios de los servicios, que estaban creciendo muy por encima del IPC.

Cabe mencionar también que las presiones sectoriales en favor de la flotación cambiaria, que habían quedado asordadas por la experiencia hiperinflacionaria y por el peso de Bunge y Born, estuvieron operando dentro y fuera del gobierno. Se hicieron sentir con mayor intensidad, probablemente, cuando se fue haciendo

evidente que el ministro de Economía actuaba con relativa autonomía y el propio Jorge Born (cabeza del grupo económico del que derivó el apelativo público del programa, BB) manifestó públicamente diferencias con el gobierno.

En el contexto de fuerte volatilidad de expectativas, acentuada por la reciente experiencia hiperinflacionaria, las indecisiones de política parecen haber resultado particularmente contraproducentes. Durante la 'bonanza' de setiembre, por ejemplo, las prefinanciaciones de exportaciones fueron suspendidas, pero esta suspensión, sometida a fuerte presión sectorial, estuvo vigente menos de quince días. Posteriormente, los sucesivos intentos del Banco Central por controlar el aumento de la brecha cambiaria se revelaron infructuosos. En un primer momento, las autoridades trataron de contenerla mediante la colocación de instrumentos financieros en australes, buscando elevar las tasas de interés. Al poco tiempo esta acción reveló su ineficacia. El dólar paralelo continuó aumentando. Hacia fines de octubre las autoridades monetarias decidieron intervenir mediante licitaciones de letras del Banco Central en dólares, cuyos intereses y amortizaciones serían pagaderos en esa moneda. Se colocaron inicialmente títulos por valor de 600 millones de dólares, con vencimientos a 90 y 180 días. Las letras fueron licitadas en condiciones muy favorables para los tomadores. Como sucediera en febrero de 1989, sin embargo, la emisión de sustitutos domésticos del dólar fue ineficaz para impedir el incremento del tipo de cambio. Así, a fines de la primera semana de noviembre se abandonó ese recurso. El día en que las licitaciones de letras cesaron el dólar paralelo subió alrededor de 10%. Poco después el Banco Central decidió establecer un mecanismo de reconversión 'voluntaria' de la deuda en letras en dólares, recientemente adquirida, por Bonos Externos, de diez años de período de maduración, a fin de extender los cortos plazos de vencimiento de las mismas. Ya desde noviembre se perdían reservas, y a un ritmo creciente. En este contexto, la disposición mencionada sobre las letras en dólares contribuyó a crear dudas sobre su cobro efectivo en moneda extranjera a su vencimiento. Esto debilitó aún más la credibilidad de la política cambiaria, pese a lo cual algunos funcionarios continuaban afirmando que el valor del dólar en el mercado único se mantendría fijo hasta marzo del 90. Promediando noviembre, la brecha cambiaria llegaba al 50%.

El shock del 10 de diciembre y el comienzo de la segunda hiperinflación.

Cuando se hizo evidente que se estudiaba un reajuste en el programa, el que sería intentado a la brevedad, el mercado cambiario respondió con rapidez. La brecha cambiaria tendió a reducirse desde los primeros días de diciembre. Al mismo tiempo los títulos públicos indexados por dólar oficial recuperaban paridad, indicando se esperaba una corrección del tipo de cambio y, probablemente, una caída de la brecha, según la secuencia conocida en los anteriores paquetes estabilizadores temporariamente exitosos. El día 10 de ese mes el ministro Rapanelli anunció un nuevo plan. Este no consistió, sin embargo, en ajustes 'marginales' en relación con el esquema vigente. El mercado cambiario fue desdoblado en uno 'oficial', en el que la paridad sería de 1000 australes por dólar, con lo que se convalidaban los niveles alcanzados previamente por la divisa en el mercado paralelo, y un mercado libre. La devaluación del tipo de cambio comercial fue del orden de 53%. Los derechos de importación fueron elevados en once puntos porcentuales aproximadamente, y los aranceles de importación descendieron diez puntos, compensando muy parcialmente el efecto de la devaluación sobre los tipos de cambio efectivos. El cronograma de reducción de retenciones al que el gobierno se había comprometido fue abandonado. Las tarifas fueron también aumentadas entre 60 y 70%, y se dispuso un incremento salarial de suma fija. El gobierno estableció que los precios continuarían dentro del acuerdo voluntario, admitiéndose el traslado de los porcentajes correspondientes al impacto de las medidas sobre los costos. Se decidió también, sin embargo, liberar un conjunto importante de precios de productos comercializados en mercados competitivos, que se encontraban previamente comprendidos en el acuerdo con los empresarios.

A esto se agregó una medida financiera que tuvo indudablemente un gran impacto sobre el curso futuro de la economía. Se resolvió reprogramar a dos años los vencimientos de capital de la deuda interna del Tesoro. Esta medida resulta de difícil explicación si se piensa que la misma alcanzaba sólo a aproximadamente 25% de la deuda interna pública remunerada, a un costo seguramente muy elevado en términos de credibilidad. Diversos anuncios relativos a medidas de 'austeridad fiscal y monetaria' que formaban parte del shock del 10 de diciembre fueron absolutamente inefectivos frente

al impacto de la devaluación y el aumento de tarifas sobre las expectativas de inflación y de la reprogramación de la deuda sobre la confianza. Al abrirse los bancos, al día siguiente del plan, la brecha cambiaria saltó por encima de 40% sobre el nuevo dólar 'oficial' y las tasas de interés subieron a niveles del orden de 50% efectivo mensual, revelando las expectativas de aceleración. Transcurrida una semana desde el intento de 'reajuste', un nuevo ministro, ajeno al grupo empresario que había apoyado el plan anterior, anunciaba un nuevo conjunto de medidas, que constituyeron un cambio drástico en relación con las orientaciones hasta entonces predominantes.

La revolución cambiaría.

El 18 de diciembre el ministro Erman González anunció la eliminación del control de cambios, la flotación, y la supresión de todo control de precios. Refiriéndose a estas medidas, poco después, uno de los principales referentes del conservadurismo argentino calificaría a ese día de 'histórico', señalándolo como un momento de cambio revolucionario en la historia económica del país, un punto de ruptura con las políticas dominantes a lo largo de 'los últimos cincuenta años'. La flotación cambiaría no fue acompañada de precisiones sobre cuál sería la participación de los organismos públicos en el mercado. A partir de entonces el gobierno abandonó el intento de establecer un conjunto consistente de medidas de política de ingresos que complementara las acciones en materia fiscal y monetaria, confiando en estas últimas como recursos antiinflacionarios prácticamente excluyentes.

Revirtiendo algunas de las últimas medidas del ministro anterior, el gobierno bajó los derechos de exportación a sus niveles previos al shock del 10 de diciembre. Los salarios públicos recibieron un incremento de suma fija, algo inferior a 20 dólares y las tarifas públicas no fueron modificadas. Ante los efectos de la reciente reprogramación de parte de la deuda pública y la creciente desconfianza en todo tipo de deuda en australes, el gobierno se comprometió a respetar los depósitos en moneda doméstica y manifestó la intención de adelantar los pagos de los títulos recientemente reprogramados si la situación fiscal lo permitía.

La suerte de este nuevo conjunto de medidas no fue mejor que la del precedente. En un clima de acentuada desconfianza y

expectativas de aceleración inflacionaria, la 'calma' cambiaría con que se inauguró la flotación duró sólo unos pocos días en los que se produjeron liquidaciones de divisas con cuentagotas, aparentemente resultado del cumplimiento remiso de un pacto oral entre sectores exportadores y el gobierno. Luego de ese brevísimo paréntesis, el tipo de cambio volvió a crecer fuertemente y las tasas de interés subieron en forma vertical, incidiendo sobre el ritmo de crecimiento de la deuda pública interna. En estos días trascendía, por otra parte, que en el gobierno se estudiaba un esquema de dolarización de la economía, que podía consistir en la fijación del tipo de cambio con libre convertibilidad. Estos rumores deterioraron aún más las expectativas y acentuaron el ritmo de depreciación del austral (entre otras razones porque el tipo de cambio que igualaba la base monetaria al volumen de reservas del Banco Central resultaba muy superior al vigente), de modo que la situación devino inmanejable.

El plan Bonex.

A fin de evitar una corrida generalizada contra los bancos, el gobierno optó entonces por una 'solución' drástica que, además de reducir en forma sustancial el stock de recursos monetarios en poder del público permitió prácticamente eliminar la carga de intereses a corto plazo sobre la deuda pública. El 'plan Bonex', del primero de enero de 1990, dispuso que los depósitos a plazo fijo en el sistema financiero serían restituidos a sus propietarios en títulos de la deuda externa (Bonos Externos -serie 1989- a la par, y convertidos a un tipo de cambio de 1830 australes por dólar, próximo al dólar paralelo de fines de diciembre). Los tenedores de depósitos -excepto en cuenta corriente y caja de ahorro, que serían respetados- podrían retirar hasta un millón de australes (algo más de 500 dólares) en efectivo, y el resto sería convertido. Los intereses devengados desde el 28 de diciembre no serían reconocidos. Quedaba además transitoriamente suspendida la operatoria bancaria a plazo fijo.

Los depósitos indisponibles de las entidades financieras en el Banco Central serían también canjeados por Bonex/89, del mismo modo que los títulos de la deuda interna.

Como sucediera con los paquetes precedentes, el plan Bonex incluyó un conjunto de medidas y de enunciaciones de objetivos en materia fiscal, aunque en este caso centradas principalmente en el

gasto. Entre otros anuncios, el gobierno incluyó el de la prohibición por 4 meses de las licitaciones para compra de bienes e inversiones del Estado. En la tentativa de aumentar el control sobre las empresas públicas se estableció que las compras y contrataciones de los organismos del estado deberían ser autorizadas por el ministerio de Economía y por la Sindicatura General de Empresas Públicas.

El plan provocó una importante caída de la liquidez. Con la eliminación de los depósitos a plazo, el agregado M3 cayó en enero casi 60% en términos reales, en relación con su nivel de diciembre. Aproximadamente un 35% de los depósitos a plazo fijo se monetizó, en virtud de la autorización para retirar hasta 1 millón de australes. De este modo, la caída de M1 fue mucho menor, del orden de 15% real entre enero y el mes precedente. La fuerte contracción de las tenencias de activos domésticos en los portafolios privados logró incidir sobre el tipo de cambio, que cayó desde su nivel próximo a 2000 australes a fin de diciembre, a aproximadamente 1300 australes en la segunda semana de enero. Pese al contexto de fuerte recesión y a la expectativa oficial de que los precios acompañarían la caída del tipo de cambio, nada de eso se observó. Los datos de inflación semanal indican, con todo, una desaceleración dentro del mes. Poco después, en la segunda mitad de enero, el dólar retomaría su curso ascendente.

Las tarifas públicas no fueron modificadas en el plan Bonex, y hacia fines de enero mostraban un considerable atraso. El gobierno resolvió entonces aplicar un nuevo shock tarifario. Los aumentos, decididos a comienzos de febrero, promediaron un 97%. Este ajuste operó nuevamente como coordinador de expectativas inflacionarias y contribuyó a la nueva aceleración.

El gobierno respondió a la suba del tipo de cambio y de los precios con una fuerte restricción monetaria, exigiendo a los bancos, que perdían depósitos, la cancelación de redescuentos por iliquidez concedidos en los meses previos, y fijando límites estrechos para el endeudamiento de las entidades financieras con el Banco Central. Se produjo entonces un hecho significativo y novedoso (particularmente en ausencia de un plan de estabilización consistente): presionados por el gobierno para encuadrar sus cuentas dentro de las regulaciones establecidas por la autoridad monetaria, los bancos liquidaron divisas (o forzaron a su vez a sus clientes a cancelar créditos) y se produjo, al inicio de marzo, un exceso de oferta en el mercado cambiario. Si hasta aquí, a lo largo

de sucesivos episodios, la política monetaria se había revelado ineficaz para incidir sobre el curso del tipo de cambio -libre o paralelo, según el momento-, en este caso, operando sobre los bancos al borde de la quiebra, forzados por las regulaciones institucionales a 'demandar dinero', la acción del Banco Central contribuyó a contener la burbuja cambiaria. Es particularmente importante destacar el rol de las restricciones legales que operan sobre los bancos, pues este elemento institucional fue el que permitió al gobierno, en el límite de iliquidez de los mismos, frenar la burbuja.

A comienzos de marzo el gobierno anunció un nuevo conjunto de medidas fiscales de emergencia (reunidas en el decreto 435/90, que el periodismo designara como "Plan Erman-III"): se suspendió por sesenta días el pago a contratistas de obras públicas y el reconocimiento de mayores costos, se suspendieron todos los trámites de contrataciones y licitaciones, como también los reembolsos a las exportaciones. Se prorrogó la suspensión de las desgravaciones y demás beneficios de los regímenes de promoción industrial, y se anunció que se procedería a reestructuraciones en áreas de la Administración Central, con supresión de secretarías, subsecretarías, etc.

En relación con el sistema financiero, se declararon de plazo vencido los redescuentos adeudados por las entidades al Banco Central. Las mismas deberían presentar un plan de cancelación a la brevedad. Los redescuentos deberían estar cancelados al 30 de setiembre de 1990. Se decidió también reorganizar la banca oficial, cesando la operatoria minorista del Banco Hipotecario e interviniendo el Banco Nacional de Desarrollo. En adelante, por otra parte, el otorgamiento de redescuentos u otras acciones del Banco Central que generaran emisión requerirían autorización previa expresa del ministerio de Economía. Este decreto, combinado con el efecto, ya señalado, de la restricción monetaria, pareció incidir favorablemente sobre las expectativas y logró nuevamente reunir, en torno del gobierno, un amplio conjunto de apoyos de los sectores empresarios.

El efecto de las medidas fiscales de enero y marzo de 1990 fue perceptible en las cuentas del Tesoro. Debe adicionarse a eso el impacto de la generalización del Impuesto al Valor Agregado, dispuesta en la ley de reforma tributaria y vigente desde febrero. Aún cuando los ingresos de la Tesorería cayeron alrededor de 12% en términos reales en el primer trimestre de 1990 (contra igual lapso

del año anterior), se generó un superávit operativo próximo en promedio a los 70 millones de dólares mensuales, que tendió a situarse por sobre los 100 millones de esa moneda en el segundo trimestre. A diferencia del plan BB, en el que la mejora fiscal se había asentado fundamentalmente en el repunte de los ingresos, a principios del 90 se basó en la drástica caída del gasto operativo. Este se ubicó, en el primer trimestre, un 46% por debajo del registrado un año atrás. Esta caída afectó en forma perceptible a la economía pública, generando un mayor deterioro de los servicios, desmoralización del trabajo y alta conflictividad laboral en ciertas áreas, como en la administración de justicia y en la de educación, planteando serias dudas en relación con las posibilidades de sostener en el tiempo, sobre estas bases, la mejora de las cuentas públicas alcanzada en el corto plazo.

La contención de la burbuja cambiaria operada en marzo se reflejó en una caída de las tasas inflacionarias en abril. La demanda de dinero comenzó a recomponerse por entonces de manera importante. El aumento de la demanda monetaria permitió que el Banco Central adquiriera divisas sin generar presiones cambiarias. Por el contrario, aunque las reservas del Banco se incrementaron en más de 1000 millones de dólares entre marzo y abril -acumulándose en un nuevo Fondo de Estabilización Cambiaria-, la paridad real tendió a caer rápidamente, llevando al tipo de cambio libre, en mayo de 1990, a un nivel semejante de enero de 1989, el mes previo al derrumbe del Plan Primavera. Las dificultades del Banco Central para regular el curso del tipo de cambio bajo el régimen de flotación resultaban evidentes hacia mediados de 1990. Las autoridades monetarias se encontraban condicionadas, además, por la imposibilidad de regular la liquidez mediante instrumentos de deuda interna, a partir de la experiencia del plan Bonex. Luego de algunos intentos, relativamente infructuosos, de mover el tipo de cambio hacia arriba para evitar una mayor apreciación del austral, el Banco Central tendió a adoptar una actitud de mayor pasividad, motivada por el temor de expandir la base monetaria y, probablemente, a la espera de una "convergencia" entre las tasas de inflación y la evolución de la paridad. En consecuencia, con una inflación en el orden de 10 a 15% mensual, caracterizada además por la presencia de un importante componente inercial resultante de la recomposición de los mecanismos propios del régimen de alta inflación, se planteaba a mediados de 1990 un problema dinámico de difícil resolución en el marco del régimen de flotación cambiaria

inaugurado luego de la crisis del Plan BB.

4. La dinámica del Plan BB y la segunda hiperinflación.

Nos interesamos, en la primera parte de esta sección, en la dinámica de la política de shock ejecutada a partir del 9 de julio de 1989 y desarrollada en los meses siguientes, hasta el 10 de diciembre de 1989, cuando el ministro Rapanelli dispone un conjunto de medidas que producen una nueva aceleración de la inflación.

Ya se indicó que la burbuja cambiaria asociada al primer episodio hiperinflacionario se desaceleró desde mediados de junio, antes del nuevo plan de estabilización. El precio del dólar libre se estabilizó en la primera semana de julio en 550 australes. Este comportamiento puede ser observado en los Gráficos 6 y 7, que son continuación de los Gráficos 1 y 2.

La inflación, en cambio, se aceleró a fines de junio y alcanzó un 45% semanal en el lapso inmediatamente anterior al lanzamiento del plan, y 41% en la semana siguiente. Estas tasas semanales son significativamente mayores que las más altas alcanzadas en plena "explosión" cambiaria (la mayor tasa había sido, hasta entonces, de 32,2% en la tercera semana de mayo).

Parece claro que la fuerte remarcación de precios en los días que precedieron y siguieron al lanzamiento del Plan BB responde a un modelo diferente al de la "dolarización" precedente. En efecto, los comportamientos del mercado del dólar, del mercado financiero (baja de tasas de interés, ver Gráficos 8 y 9) y de las decisiones de precio son congruentes con una expectativa generalizada (e información filtrada) de un programa de estabilización de las características del que fue efectivamente puesto en práctica, y del que se esperan resultados exitosos en el corto plazo. La expectativa de congelamiento o pautas de control de precio induce un posicionamiento preventivo, y la expectativa de estabilización de la inflación y fijación del tipo de cambio estabiliza o hace caer el precio del dólar libre. Estos comportamientos no son novedosos, ya se habían observado en ocasión de los otros shocks estabilizadores posteriores al Plan Austral. Los agentes que deciden precio y los "mercados" esperaban un plan de características conocidas y de resultados previsibles, y tal fue el

plan que se ejecutó.¹⁰

En medio del proceso de remarcaciones el gobierno anunció su programa, que incluía, como se indicó en la sección precedente, un fuerte aumento de tarifas públicas y la fijación del tipo de cambio comercial en un nivel 10% más alto que el precio del dólar libre vigente antes del programa. La carrera de remarcaciones continuó entonces en los días siguientes, pese al intento gubernamental de retrotraer los precios a los vigentes a principios de julio. El gobierno acordó finalmente con las entidades empresarias estabilizar los precios vigentes al 15 de julio. Todo indica que el tipo de cambio y las tarifas públicas reales resultaron inferiores a los originalmente concebidos, así como también los salarios reales. Otra consecuencia destacable fue la importante magnitud de la tasa de inflación del mes de agosto (medida entre promedios mensuales de precios) que dió el tiro de gracia al intento de mantener congelados los salarios por un trimestre.

Las tasas nominales de aumento de los principales precios correspondientes al mes de shock pueden verse en el Cuadro 2. Las tarifas y precios del sector público (compuestas por su incidencia en el IPC) fueron aumentadas 328% respecto del promedio de junio. El tipo de cambio medio de julio resultó 58% mayor que el tipo libre de junio y 170% mayor que el comercial del mismo mes (debe recordarse que este tipo de cambio era irrelevante en los precios y las transacciones por ese mercado prácticamente inexistentes). La tasa del IPC de julio fue 196%, la de la componente de bienes industriales del IPC 187% y la de los precios mayoristas industriales sin alimentos 236%. Los salarios privados aumentaron 143%.

El Cuadro 3 permite apreciar los principales precios relativos resultantes del shock del Plan BB. Dada la dinámica inflacionaria, los efectos del plan pueden ser estimados comparando las medias de agosto con las de junio. Como se ve, las tarifas públicas reales se incrementaron más de 50%, pero el nivel de agosto resultó un 20% inferior al de septiembre de 1988. Los salarios reales de agosto fueron inferiores a los de junio, pero el poder adquisitivo se incrementó un 20%. Estas variables se ubicaron en niveles equivalentes a 64% y 54% de los valores alcanzados en setiembre de

¹⁰ El Secretario de Comercio que había sido nombrado, pero que no llegó a asumir, difundió anticipadamente en medios empresarios las características del programa. Por otro lado, un economista del partido triunfante, posteriormente embajador en los Estados Unidos, había anunciado que sería necesario fijar un tipo de cambio "reconstruido".

1988, respectivamente. Según se los mida, los precios industriales exhiben comportamientos diferentes, pero de cualquier modo son significativamente más altos que los del mes base.

Por último, pese a la magnitud de la inflación, el tipo de cambio comercial que se fijó y el tipo libre eran más altos que en setiembre de 1988. Probablemente, no era el dólar "recontraalto" el que se aspiraba, pero en este aspecto, el programa no se iniciaba con una distorsión significativa.

Como se ve en el Gráfico 6, la tasa de inflación cae a 2% semanal en la segunda semana de agosto y desciende más en el trimestre setiembre-noviembre. Es importante destacar que no se observa tendencia alguna a la aceleración antes del shock del 10 de diciembre de 1989.

Salvo en el mercado de trabajo, que comentaremos enseguida, la dinámica post-shock del Plan BB resultó semejante a la de otras experiencias estabilizadoras y explicable aparentemente por los mismos efectos. Mientras las tarifas públicas y el tipo de cambio están fijos, servicios privados y alimentos no comerciables lideran el proceso, en tanto que los bienes industriales aumentan menos que el promedio. Pero en el mercado de trabajo se observa algo diferente a la indexación característica de la recomposición del régimen de alta inflación. Es visible en octubre, pero más claramente en noviembre, que los aumentos de salarios superan la inflación del mes precedente. Es probable que luego de la abrupta caída experimentada durante la hiperinflación, la demanda sindical y la negociación procuren (y consigan) aumentos recuperatorios del salario real, con relativa independencia de la tasa de inflación experimentada. Es decir, la negociación parece establecerse en torno de un ingreso real demandado, antes que en términos de recuperación de la inflación pasada. En este aspecto, la quiebra del régimen de alta inflación que significó la hiperinflación no se revirtió por completo, sino que dió origen a comportamientos novedosos. También debe tenerse en cuenta que, pese al carácter que asumió la política económica del gobierno peronista, el Ministerio de Trabajo estaba a cargo de dirigentes sindicales, lo que favorece la negociación salarial en el sector privado. De hecho, como resulta de la observación de la tendencia de los precios industriales, en este sector los aumentos salariales fueron absorbidos por los márgenes.

El precio del dólar se mantuvo estable hasta principios de octubre, cuando comenzó a aumentar acelerándose hasta la tercera

semana de noviembre (Gráfico 6). No se observa en este período que la tendencia del precio del dólar haya tenido efecto alguno sobre las tasas de inflación.

Aunque en noviembre se extendía la convicción de que el Plan BB debía tener algún reajuste, el comportamiento del dólar no había inducido expectativas generalizadas de aceleración.

Tres observaciones avalan esa conjetura. En primer lugar, el mencionado comportamiento de los precios, cuya tasa permanece estable hasta el momento del *shock*. En segundo lugar, el comportamiento de la tasa de interés, que no indica cambios de significación en las expectativas, como se ve en el Gráfico 8. Por último, el hecho de que el precio del dólar se estabilice en la cuarta semana de noviembre, cayendo en la primera de diciembre.

En conjunto, las observaciones sugieren que si bien se esperaba una devaluación en el mercado comercial de cambio que recompusiera la liquidación de exportaciones y pusiera fin a la pérdida de reservas, se aguardaba también que ésta fuera realizada en el contexto de una reedición del plan en curso. La baja del dólar libre en las vísperas del *shock* indica que se esperaba que ese reajuste del plan resultara, una vez más, exitoso en el corto plazo.

El punto que merece ser remarcado es que pese a que la economía había pasado por la experiencia hiperinflacionaria, el comportamiento de las decisiones de precio, del mercado financiero y de la especulación cambiaria no difiere de otras crisis del doble mercado de cambios observadas antes de 1989. A pesar de la memoria de la reciente experiencia hiperinflacionaria, no se esperaba una reedición de la misma sino una devaluación seguida de una estabilización.

El punto merece ser remarcado porque se relaciona con los grados de libertad de la política económica después de la experiencia de dolarización de la hiperinflación. Las posibilidades de revertir una crisis cambiaria (aumento de la brecha y pérdida de reservas del Banco Central) son más reducidas cuando la dolarización de los precios acelera la inflación y esta aceleración realimenta la burbuja cambiaria. Parece claro que esto aún no ocurría en noviembre de 1989.

La aceleración inflacionaria se produce cuando el ministro Rapanelli anuncia un aumento del tipo comercial de cambio de 53%, llevando el cambio comercial al nivel del libre vigente el día antes del *shock*, un aumento de tarifas y precios públicos de

magnitud aún mayor, la liberación de un conjunto de precios privados y la reprogramación de parte de la deuda pública (que nunca fue implementada). Difícilmente podía concebirse un cóctel más explosivo. La segunda hiperinflación fue lanzada por este shock.

Cuando se abren las operaciones financieras el dólar libre sube 40%. Con esa brecha se inauguraba el intento de "estabilización".

La dinámica de la segunda hiperinflación.

En el Gráfico 6 pueden verse las tasas semanales del dólar libre y el IPC en las semanas que siguieron al shock de diciembre. El comportamiento de las tasas de interés puede verse en los Gráficos 8 y 9.

La tasa de inflación semanal salta a 27% en la segunda semana de diciembre y permanece arriba de 20% hasta la primera de enero.

Luego de aumentar 50% la segunda semana de diciembre, el precio del dólar cae 13% en la siguiente (en que se anuncia el nuevo régimen de cambio único y flotante) y se eleva 43% en la última del mes.

Como se ve en los Gráficos 8 y 9, las tasas de interés indican la generalización de expectativas de aceleración desde el shock que pone en marcha el proceso.

Los efectos del Plan Bonex sobre la dinámica del precio del dólar en enero son similares a los que tuvo el anuncio de la flotación en diciembre: el precio cae la semana siguiente (primera del mes) para retomar la tendencia al aumento desde la segunda semana de enero.

La inflación se desacelera hasta la cuarta semana de enero (en la que la tasa de variación de los precios resultó levemente negativa) y se acelera abruptamente desde el comienzo de febrero para alcanzar en la primera semana de marzo un pico de 37%.

La reaceleración del dólar y los precios a partir de la primera semana de febrero parece haber sido detonada por el "tarifazo" de 97% anunciado a principios de este mes. Tal medida fue adoptada esperando que no tuviera impacto inflacionario. Estas expectativas se fundaron en dos ideas: i) que los determinantes del tipo de cambio flotante se encontraban en el mercado monetario y que, en consecuencia, el shock de tarifas públicas debía actuar positivamente sobre sus "fundamentals" (incluyendo las expectativas

de los operadores); ii) que el grado de dolarización de los precios era tan alto que las decisiones de precio resultaban poco sensibles a otras señales. Una de las dos hipótesis (probablemente ambas) resultó sin dudas gruesamente errada.

En sus rasgos principales el modelo de la segunda hiperinflación es semejante al primero: hasta principios de marzo las medidas son incapaces de contener la burbuja cambiaria que arrastra los precios; la aceleración de la inflación realimenta la burbuja.

Una diferencia la establecen los interludios en la aceleración que provocaron el anuncio de la flotación y la ejecución del Plan Bonex. Otras diferencias resultan de la dinámica de las tarifas públicas y de los salarios privados, como resalta en la observación de los Cuadros 2 y 3.

Como se ve en la serie de tasas mensuales, los precios públicos se rezagaron poco en diciembre y enero, y subieron en términos relativos en febrero. En consecuencia, si bien no aumentaron en términos reales, como se intentaba, no cayeron más durante el proceso.

Las series de salarios, por su parte, muestran una mayor aproximación a la tasa corriente de inflación que en la primera hiperinflación. El comportamiento de los salarios sugiere un aprendizaje a partir de la primera experiencia hiperinflacionaria. Además, este comportamiento es congruente con la dinámica observada durante el Plan BB, que comentáramos más arriba.

El fin de la burbuja se ubica claramente en la primera semana de marzo, en la que el tipo de cambio, que había aumentado alrededor de 31% en la semana precedente, registra una caída próxima a 8%. Como puede verse en el Gráfico 6, la paridad nominal sigue cayendo en las dos semanas siguientes y arrastra la inflación a la baja. Desde el fin de la burbuja hasta las postrimerías de abril, la variación de los precios al consumidor oscila en torno de guarismos del orden de 10% mensual y muestra una tendencia a mantenerse algo por encima de la evolución de la paridad nominal, según se aprecia en el Gráfico 7.

El cambio de expectativas producido a comienzos de marzo es ilustrado muy claramente por el comportamiento de las tasas de interés, que luego de la marcada suba que se observa a partir de la segunda semana de febrero caen abruptamente, a partir de los anuncios del Plan Erman-III y tienden a mantenerse, posteriormente, por sobre las tasas de devaluación corrientes.

Cuadro 1

Esquema de regímenes cambiarios desde el Plan Primavera

	<u>EXPO AGR</u>	<u>EXPO IND</u>	<u>IMPO</u>
1) Plan Primavera 4/8/88	comercial ¹	50% comercial 50% libre	libre
2) 7/2/89	comercial ²	50% especial 50% comercial	especial
3) 21/2/89	comercial ³	50% comercial 50% especial ⁴	especial
4) 1/3/89	80% comercial 20% libre	30% comercial 50% especial 20% libre	especial
5) 5/4/89	50% libre 50% oficial	50% libre 50% oficial	50% libre 50% oficial
6) 18/4/89	mercado libre con retenciones móviles		libre
7) 3/5/89	Liberalización del mercado cambiario con retenciones del 20%		libre
8) 30/5/89	30% retenciones ⁴	20% retenciones	único
9) 9/7/89	tipo de cambio único A 650 (y rige el mismo esquema de retenciones que en 8) y véanse las modificaciones más abajo).		
10) 10/12/89	tipo de cambio único A 1000		
11) 20/12/89	liberalización del mercado cambiario		

¹ El comercial, en este período, era el 25% del libre.

² Y se anuncia un cronograma hasta fin de diciembre que comienza a regir en Marzo con un mix 90% com. y 5% esp y 5% libre.

³ Pero se anuncia que a partir de Marzo, comenzará a regir un mix 80% com y 20% libre (lo que implica una desvalorización de alrededor del 15%).

⁴ Pero se anuncia que, a partir de Marzo, regirá un mix 30% com, 50% esp y 20% libre.

⁵ Para los principales granos.

CUADRO 2
TASAS MENSUALES DE AUMENTO
(%)

IPC-NO	Salarios Privados	Tarifas Publicas	IMPANSA (1)	Industriales (2)	TC Libre	TC INPO	TC EXPO	
Ene-85	9.09	12.871	5.219	10.660	6.635	19.291	10.469	10.469
Feb	10.43	5.847	13.958	16.229	10.125	5.968	11.364	11.364
Mar	14.74	12.817	19.855	16.680	14.639	9.525	13.576	13.576
Abr	17.23	14.586	23.490	19.436	20.458	9.447	16.236	16.236
May	15.72	19.216	26.073	25.448	19.116	12.483	17.733	17.733
Jun	17.96	14.579	19.487	23.357	17.920	31.442	19.822	19.822
Jul	25.64	21.416	22.370	21.271	21.653	18.860	19.588	19.588
Ago	27.63	23.026	30.060	32.776	24.404	15.908	16.876	24.314
Sep	11.69	15.777	2.852	3.090	13.222	1.484	1.333	0.060
Oct	8.99	14.249	4.287	3.229	8.306	4.322	4.316	1.833
Nov	5.71	9.206	6.196	5.513	5.212	2.998	3.056	3.715 Plan Primavera
Dic	6.84	11.545	4.748	6.389	6.240	2.430	2.473	3.590
Ene-89	8.92	9.791	7.054	6.393	6.114	6.636	6.338	4.083
Feb	9.59	7.494	9.587	7.190	9.079	46.541	7.701	6.937
Mar	17.00	10.083	9.910	15.793	18.034	64.613	5.458	40.235
Abr	33.37	29.040	20.385	52.107	46.958	53.448	190.934	75.098 Primera Hiper
May	78.47	46.890	48.494	105.606	94.589	113.338	133.915	172.569
Jun	114.50	104.143	72.016	141.243	112.217	206.822	61.963	50.340
Jul	198.60	142.963	328.052	236.168	187.478	58.604	169.443	170.370 Shock Plan 88
Ago	37.90	35.976	47.997	7.925	56.643	3.057	15.385	15.424
Sep	9.40	25.543	0.068	1.906	6.546	-2.200	0.000	0.000
Oct	5.60	16.88	0.012	1.156	4.058	7.763	0.000	7.193 Plan 88
Nov	6.52	24.38	0.045	1.336	4.979	25.967	0.000	2.516
Dic	40.80	37.70	41.285	45.296	30.437	52.782	76.118	70.640
Ene-90	79.20	62.83	59.576	68.719	74.528	27.031	55.256	49.882
Feb	61.60	60.86	97.486	68.774	67.135	108.807	100.553	121.115 Segunda Hiper
Mar	95.50	56.56	83.398	75.043	103.868	34.669	29.605	28.967
Abr	11.48	42.27	38.246	10.409	15.845	2.817	4.063	3.960

(1) Precios Industriales Mayoristas sin Alimentos y Bebidas.

(2) Precios Industriales del IPC.

CUADRO 3
ALGUNOS PRECIOS RELATIVOS AL IPC
 Base Septiembre 88=1

	Salarios Privados	PAS (1)	Tarifas Públicas	IPHMASA (1)	Industriales (2)	TC Libre	TC (MPO)	TC EXPO	
Ene-88	1.124	1.152	0.832	0.871	0.992	1.285	0.984	1.175	
Feb	1.077	1.178	0.859	0.901	0.989	1.327	0.992	1.188	
Mar	1.059	1.087	0.897	0.917	0.989	1.267	0.982	1.176	
Abr	1.035	1.046	0.945	0.934	1.016	1.183	0.974	1.166	
May	1.056	1.035	1.030	1.012	1.046	1.150	0.991	1.186	
Jun	1.036	1.046	1.043	1.058	1.045	1.281	1.006	1.205	
Jul	1.001	0.954	1.018	1.022	1.012	1.212	0.958	1.147	
Ago	0.965	0.908	1.085	1.063	0.986	1.101	1.102	1.117	
Sep	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	
Oct	1.048	1.062	0.957	0.947	0.957	0.957	0.957	0.934	
Nov	1.085	1.148	0.961	0.945	0.933	0.933	0.933	0.917	Plan Primavera
Dic	1.131	1.173	0.942	0.941	0.894	0.894	0.895	0.889	
Ene-89	1.140	1.202	0.926	0.919	0.875	0.875	0.874	0.849	
Feb	1.118	1.204	0.926	0.899	1.170	1.170	0.859	0.822	
Mar	1.052	1.106	0.870	0.890	1.647	1.647	0.774	0.935	
Abr	1.017	0.913	0.785	1.015	1.895	1.895	1.688	1.293	Primera Niper
May	0.837	0.660	0.653	1.169	2.265	2.265	2.213	1.975	
Jun	0.797	0.452	0.524	1.315	3.239	3.239	1.671	1.304	
Jul	0.653	0.311	0.756	1.491	1.732	1.732	1.518	1.262	Shock Plan BB
Ago	0.644	0.548	0.812	1.197	1.295	1.295	1.270	1.028	
Sep	0.727	0.681	0.762	1.087	1.157	1.157	1.161	0.965	
Oct	0.782	0.797	0.703	1.361	1.181	1.181	1.099	0.900	Plan BB
Nov	0.943	0.850	0.660	0.990	1.397	1.397	1.032	0.943	
Dic	0.922	0.779	0.665	1.207	1.523	1.523	1.282	1.144	
Ene-90	0.84	0.595	0.593	0.967	1.080	1.080	1.111	0.957	
Feb	0.84	0.60	0.725	1.130	1.395	1.395	1.434	1.310	Segunda Niper
Mar	0.67	0.49	0.680	1.011	0.961	0.961	0.951	0.864	
Abr	0.65	0.69	0.966	1.002	0.887	0.887	0.888	0.806	

(1) Poder adquisitivo del salario, calculado como W_t/IPC_{t-1} .

CUADRO 4

EVOLUCION DEL PRODUCTO
(% en relación con igual trimestre del año anterior)

Trimestres	PBI	Agrop.	Indust.	Indust. (1)
1987.1	3.0	- 1.0	2.8	6.4
2	3.0	- 1.9	4.9	8.5
3	0.8	0.6	- 3.4	1.7
4	1.9	12.2	- 6.0	- 5.6
1988.1	2.8	9.8	0.6	1.9
2	- 0.7	8.2	- 5.5	- 5.5
3	- 5.6	- 2.1	-11.8	- 8.6
4	- 6.9	-14.1	-10.1	- 5.5
1989.1	- 4.2	-11.2	- 4.9	- 1.9
2	- 9.5	-19.2	-12.8	- 9.5
3	- 5.7	1.8	- 9.4	-14.4
4	1.2	20.1	- 3.0	- 3.1
1990.1	nd	nd	nd	-17.9

(1) Variación del índice de producción industrial desestacionalizado. Fuente: FIEL.

FUENTE: BCRA y FIEL.

CUADRO 5
INGRESO, AHORRO E INVERSIÓN
 (% del PBI, a precios constantes de 1970)

Año	PBI	Efecto Términos del Intercambio	Pagos Netos a Factores	Ingreso Bruto Nac.	Consumo	Ahorro Nac.	Ahorro Ext.	Inversión Bruta Interna	Balance Comercial y de Servicios	E X P O R T	I M P O R T
1985	100	-0.3	-9.3	90.4	82.1	8.4	2.0	10.3	7.5	16.7	9.2
1986	100	-2.1	-7.1	90.8	84.0	6.8	4.7	11.4	4.5	14.7	10.2
1987	100	-3.7	-6.1	90.1	83.1	7.0	6.1	13.2	3.7	14.3	10.6
1988	100	-2.6	-7.1	90.3	80.6	9.7	2.8	12.5	6.7	16.4	9.7
1989 (1)	100				79.9			9.3	10.8	19.4	8.6

(1) Cifras provisionarias.

FUENTE: CEPAL.

CUADRO 6

EVOLUCION DE LOS PRINCIPALES RUBROS
DEL BALANCE DE PAGOS

(Mill. de dólares corrientes)

Periodo	Saldo Comercial y de Servicios Reales	Servicios Financieros	Saldo Cuenta Corriente	Variación de Reservas
1980	-2520	-1531	-4768	-2677
1981	-287	-3670	-4714	-3457
1982	2287	-4719	-2658	-756
1983	3320	-5408	-2438	-77
1984	3523	-5712	-2391	69
1985	4351	-5305	- 953	1871
1986	1555	-4416	-2859	-563
1987	257	-4485	-4236	-1111
1988 Total	3555	-5127	-1572	1785
1. Trim	379	-1216	-838	-149
2. "	929	-1344	-415	418
3. "	1195	-1172	24	1250
4. "	1052	-1395	-343	266
1989	5122	-6422	-1292	-1559
1. Trim	536	-1381	-843	-1669
2. "	1615	-1681	-64	-591
3. "	1860	-1597	266	1357
4. "	1111	-1763	-651	-656

FUENTE: CEPAL y BCRA.

CUADRO 7
DEFICIT OPERATIVO DE TESORERIA

Periodo	Ingresos Totales	Egresos Operativos	Déficit Operativo	Déficit Operativo en Millones de Dólares Corrientes (promedio mensual)
	(1)	(1)	(1)	(2)
1985.3 Trim.	91.1	82.4	-8.6	-108.3
4 "	108.9	91.7	-17.2	-229.8
1986.1 Trim.	82.5	83.9	1.4	20.6
2 "	98.5	91.9	-6.5	-93.5
3 "	103.2	91.7	-11.5	-169.5
4 "	80.7	89.2	8.5	104.9
1987.1 Trim.	78.2	80.9	2.7	37.0
2 "	86.7	89.9	3.1	38.7
3 "	89.7	85.0	-2.9	-36.8
4 "	68.2	87.0	18.9	235.3
1988.1 Trim.	38.3	51.3	13.1	143.8
2 "	47.2	49.7	2.5	29.3
Jul.	43.9	51.4	7.5	87.7
Ago.	36.1	36.8	0.7	8.3
Set.	29.8	38.1	8.2	133.2
Oct.	23.0	33.7	10.7	179.1
Nov.	30.6	29.1	-1.5	-25.7
Dic.	36.0	49.4	13.3	237.3
1989. Ene.	35.8	40.1	4.3	76.9
Feb.	48.2	56.7	8.4	110.0
Mar.	32.8	52.6	19.8	169.8
Abr.	15.2	37.5	22.3	146.0
May.	94.3	35.5	-58.9	-258.8
Jun.	46.7	40.0	-6.7	-18.2
Jul.	23.7	31.9	8.2	32.2
Ago.	39.7	41.9	2.2	26.1
Set.	45.9	38.1	-7.8	-114.4
Oct.	46.4	37.3	-9.1	-130.7
Nov.	52.4	61.9	-10.5	-123.2
Dic.	38.5	38.2	-0.3	-2.2
1990. Ene.	41.8	31.2	-10.5	-95.8
Feb.	31.8	24.7	-7.1	-52.9
Mar.	29.7	24.2	-5.4	-53.2
Abr.	36.4	26.0	-10.4	-106.8

(1) Deflactados por precios combinados. Promedios mensuales, base: Ingresos del 2do. Semestre de 1985-100.

(2) Evaluado al tipo de cambio libre promedio del periodo.

FUENTE: FIEL.

RECURSOS MONETARIOS

Periodo	Contribuciones al crecimiento de la base monetaria (3)				Tasa de crecimiento en el período (%)					Tasa Positiva Nominal (8) (9)	Inflación (IPC)
	Sector Externo	Sector Oficial	Sector Financiero	Difras Cuentas	Base Monetaria	M1	M2	M3			
						(6)	(7)	(8)			
(1)	Total (2)	CHN(*)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)			
1989.01	-3.1	30.5	23.4	23.6	-32.5	-1.4	10.3	11.5	16.5	12.5	8.9
02	-22.7	41.7	27.0	36.3	-49.9	5.4	7.9	7.6	9.1	17.3	9.6
03	19.3	67.8	19.5	30.8	-86.4	3.6	16.9	9.4	13.2	22.5	17.0
04	13.2	131.7	49.2	262.9	-137.9	167.2	43.8	12.2	19.1	61.2	33.6
05	11.4	331.6	176.2	297.8	-528.4	146.5	64.1	97.9	32.7	131.4	19.5
06	11.4	303.6	176.2	297.8	-528.4	146.5	64.1	97.9	32.7	131.4	19.5
07	202.6	265.9	189.9	331.3	-653.3	144.6	125.4	132.2	107.2	30.3	184.3
08	35.2	36.8	53.3	422.6	-514.9	30.8	81.9	77.3	61.5	13.6	37.9
09	30.2	27.4	22.9	122.4	-136.7	43.4	22.1	25.7	24.9	7.4	9.6
10	6.4	18.8	8.3	28.9	-24.5	29.6	33.5	32.1	21.3	6.5	5.6
11	-12.9	3.2	6.3	11.0	24.2	25.0	20.1	17.7	30.2	9.6	6.5
12	1.8	6.2	8.9	36.8	-9.0	35.9	38.9	32.7	8.5	23.9	40.1
1990.01	42.7	26.1	3.1	19.9	11.4	35.5	47.2	83.6	-10.3	26.4	79.2
02	-10.1	123.9	1.3	-27.8	13.8	18.9	19.8	31.1	31.4	36.1	61.0
03	96.1	27.9	2.6	-0.6	-0.6	26.5	30.4	31.3	34.4	46.8	95.5
04	103.7	-9.7	--	-2.0	8.0	15.2	27.3	32.4	32.2	19.7	11.4
05	--	--	--	--	--	29.1	21.1	16.8	19.0	9.4	13.9

(*) La cuenta de Regulación Monetaria refleja el saldo neto acumulado de los incrementos sobre reservas bancarias y rebuencos.

(5) = (1) + (2) + (3) + (4). Las tasas de variación de la base monetaria fueron calculadas comparando saldos de fin de mes. Los correspondientes a los agregados monetarios incluidos en las columnas (6), (7) y (8) se calcularon entre períodos mensuales de saldos diarios.

(6) : Billetes y Monedas en poder del público + depósitos a la vista en entidades financieras.

(7) : M1 + Depósitos en Cajas de Ahorro.

(8) : M2 + Depósitos a Plazo Fijo.

(9) : Tasa real sobre depósitos a plazo fijo (a partir de Enero/90, sobre depósitos en Caja de Ahorro); tasa efectiva mensual. FUENTE: CEPAL y BCCA.

CUADRO 9

EVOLUCION DE LOS AGREGADOS
MONETARIOS REALES (1)
(1985=100)

Periodo	M1	M3
1985.1 Trim.	83.2	87.6
2. "	69.6	74.9
3. "	108.9	105.5
4. "	138.2	132.1
Prom.	100.0	100.0
1986.1 Trim.	156.8	149.8
2. "	154.0	164.7
3. "	140.5	163.0
4. "	136.3	164.5
Prom.	146.9	160.5
1987.1 Trim.	140.0	165.6
2. "	138.5	165.0
3. "	120.0	153.4
4. "	104.6	133.9
Prom.	125.8	154.5
1988.1 Trim.	102.5	140.2
2. "	83.5	130.9
3. "	72.8	121.0
4. "	85.5	142.1
Prom.	86.1	133.6
1989. Ene	98.3	164.4
Feb	97.0	163.4
Mar	90.1	156.4
Abr	69.7	129.6
May	54.9	94.9
Jun	47.2	80.4
Jul	33.5	55.9
Ago	52.1	73.5
Set	62.7	87.4
Oct	81.0	103.8
Nov	93.4	109.3
Dic	101.2	85.4
Prom.	73.4	108.7
1990. Ene	85.5	46.5
Feb	56.2	33.1
Mar	49.5	23.7
Abr	64.1	32.8

(1) Promedios de saldos diarios por periodo, deflactados por precios combinados.

FUENTE: BCRA.

CUADRO 10

DEUDA INTERNA REMUNERADA DEL SECTOR PÚBLICO CONSOLIDADO

Periodo	Deuda del Tesoro	Deuda Remunerada del Banco Central	Deuda Total	Deuda Total en Millones de Dólares Corrientes (saldo promedio)	Deuda Total/M3 (%)	Deuda Total sobre (M3-M1) (%)
	(1)	(1)	(1)	(2)	(3)	(4)
1986.1 Trim.	15.4	92.8	108.1	5005.2	43.9	73.4
2 "	16.7	101.6	118.3	5960.9	43.5	67.9
3 "	16.9	105.9	123.0	6277.9	45.7	68.2
4 "	22.3	99.7	122.0	5772.0	44.7	65.6
1987.1 Trim.	36.9	97.5	141.4	6566.7	51.8	76.7
2 "	45.2	104.7	150.0	6528.4	54.8	80.7
3 "	51.6	95.5	147.1	6097.8	57.9	82.6
4 "	56.1	85.3	137.0	5891.9	62.1	88.5
1988.1 Trim.	60.9	90.7	151.6	6121.9	65.8	91.4
2 "	54.9	101.9	156.7	7239.8	73.3	97.0
3 "	45.8	111.5	157.4	8213.0	80.0	104.0
Oct.	38.5	124.1	162.6	9480.4	75.2	98.0
Nov.	37.7	130.9	168.6	9904.3	73.8	95.2
Dic.	39.6	135.9	175.6	10696.4	71.6	94.8
1989.Ene.	42.5	147.6	190.0	11708.4	70.5	91.3
Feb.	56.4	151.2	207.0	9508.2	76.9	99.3
Mar.	75.2	152.4	227.7	7477.7	87.9	112.9
Abr.	88.5	157.5	246.1	7725.1	117.1	148.6
May.	65.5	186.2	251.7	7169.4	162.5	219.5
Jun.	66.8	182.3	249.1	5230.7	189.7	246.6
Jul.	36.7	95.0	129.8	5234.1	145.3	194.0
Ago.	34.5	105.9	141.1	6582.2	116.7	162.8
Sep.	35.4	115.5	150.9	7565.8	105.1	145.3
Oct.	36.4	121.6	158.1	7591.4	95.7	134.7
Nov.	41.7	118.5	158.4	6344.1	89.4	133.9
Dic.	42.1	89.7	132.5	5811.6	115.3	200.6
1990.Ene.	3.5	1.5	5.0	269.2	7.0	25.1

(1) Deflactada por precios combinados. Promedios de saldos de fin de mes, base: deuda total a Dic/85=100.

(2) Evaluada al tipo de cambio libre promedio del periodo.

(3) Cociente entre saldos de fin de mes de la deuda interna pública y promedios mensuales de saldos diarios de M3 total (no se incluye en la deuda el crédito bancario a organismos oficiales, excepto cuando se trata de títulos).

(4) Cociente entre saldos de fin de mes de la deuda interna pública y promedios mensuales de saldos diarios de depósitos remunerados en el sistema financiero (M3-M1).

FUENTE: BCRA.

CUADRO 11
IMPUESTO INFLACIONARIO (%)

Trimestres	M1/PBI	* IMP.INF/M1	IMP.INF/PBI
1985.1	3.0	38	1.13
2	2.5	71	1.78
3	4.0	5	0.21
4	4.7	4	0.21
Total 1985			3.33
1986.1	5.6	6	0.33
2	5.8	11	0.65
3	5.5	22	1.19
4	5.4	13	0.73
Total 1986			2.90
1987.1	5.7	20	1.15
2	5.8	14	0.80
3	4.8	36	1.73
4	4.0	29	1.17
Total 1987			4.85
1988.1	3.9	35	1.38
2	3.2	50	1.61
3	2.7	54	1.45
4	3.4	16	0.53
Total 1988			4.97
1989.1	3.7	31	1.16
2	2.2	160	3.52
3	1.7	82	1.39
4	3.3	37	1.22
Total 1989			7.29
1990.1	2.1	163	3.42

El impuesto inflacionario fue calculado con datos mensuales, según la fórmula:

$$T_t = m_{t-1} [P_t / (1+P_t)],$$

donde m_{t-1} son los saldos monetarios reales en el mes "t-1" y P_t es la tasa de inflación (medida por precios combinados) en el mes "t".

FUENTE: Elaboración propia sobre datos de BCRA e INDEC.
Los precios están medidos con el índice combinado mayoristas-consumidor.

GRAFICO 1

Tasas semanales de aumento del IPC y del precio del dolar libre.

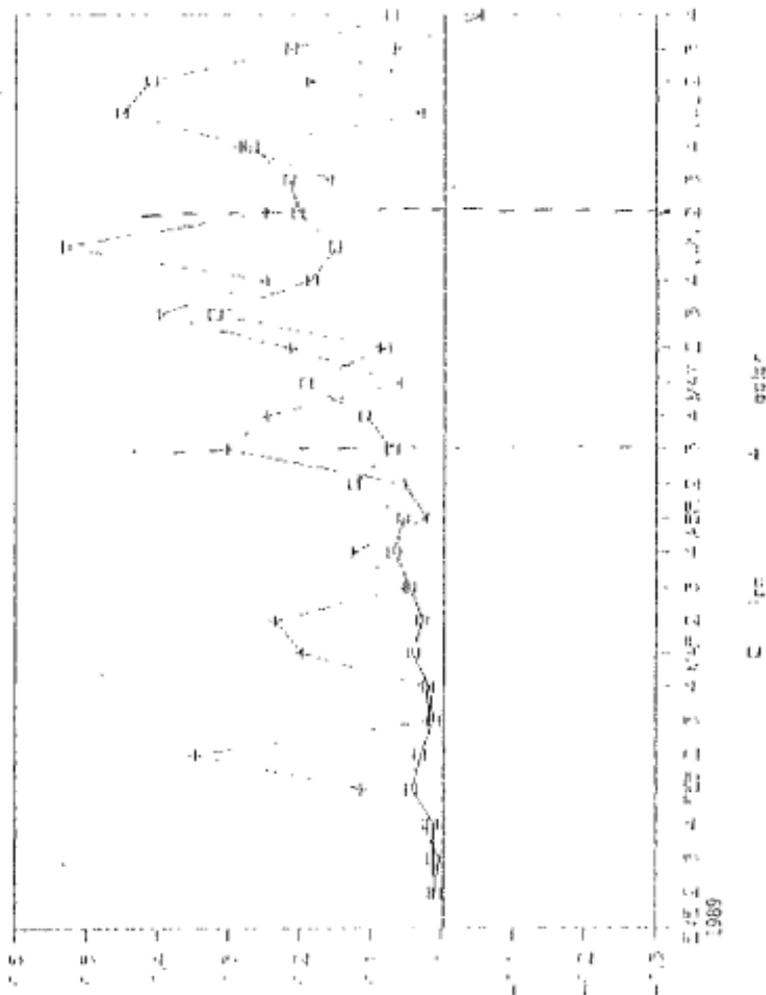


GRAFICO 2

Tasas semanales de aumento del IPC y
del precio del dólar libre.

Medias móviles de cuatro semanas

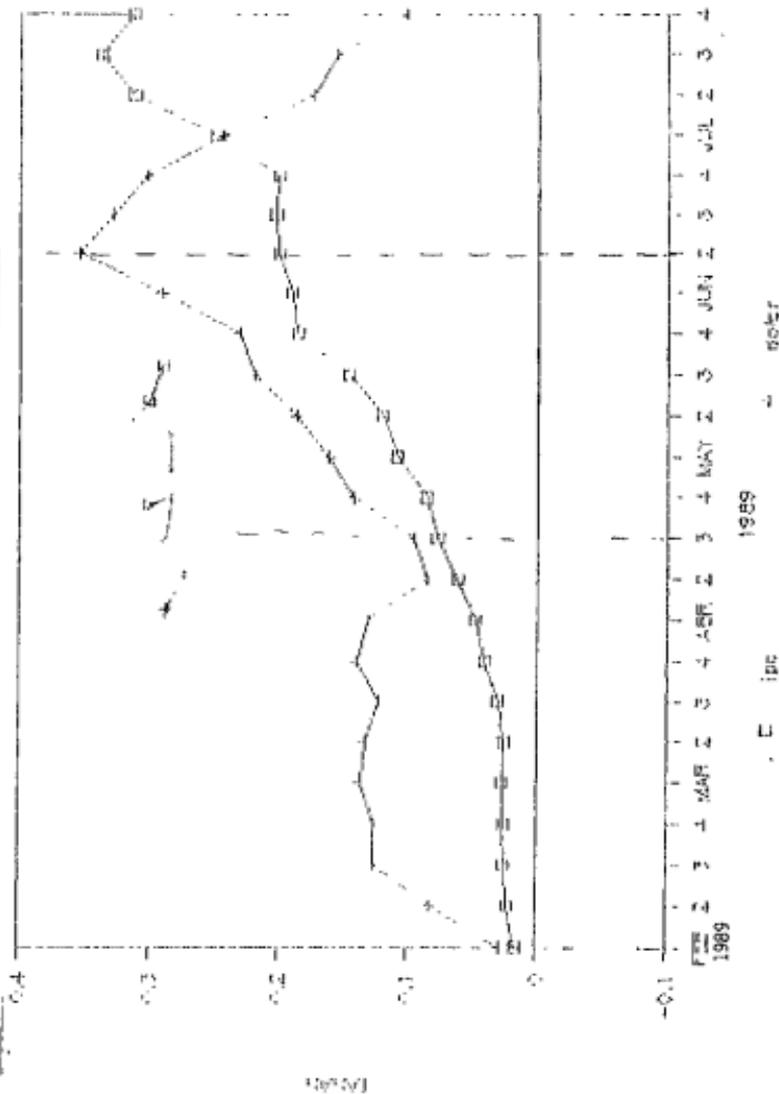
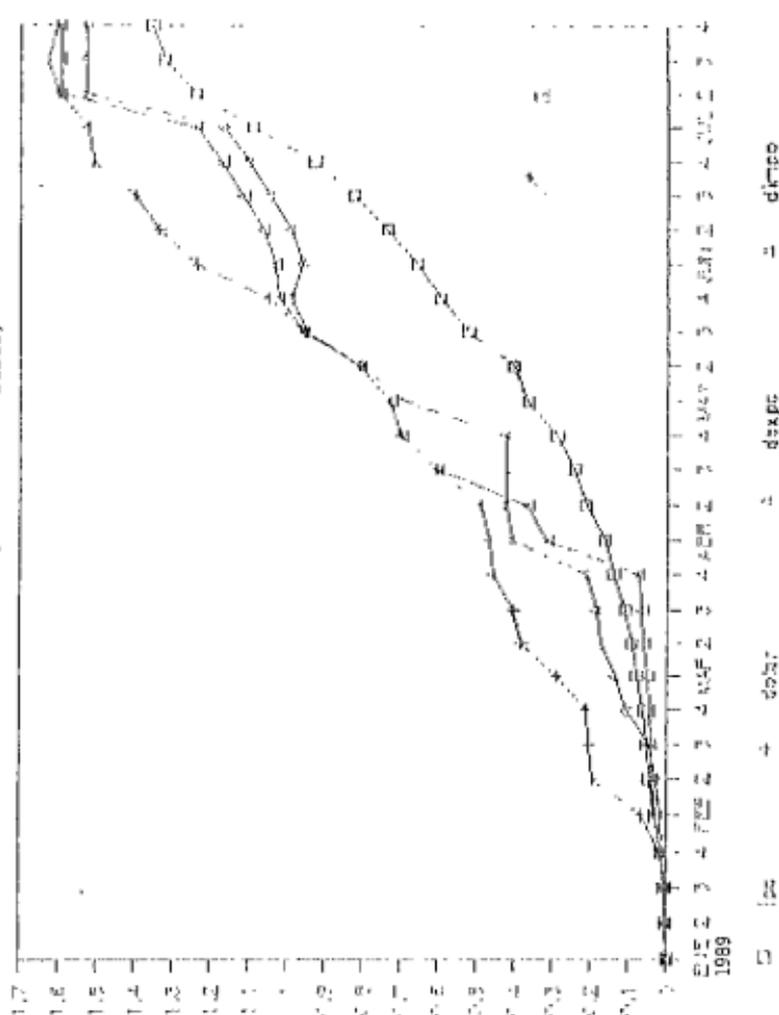


GRAFICO 3

Indices semanales de tipos de cambio e IPC
(logaritmos naturales)



Medio móvil de la tasa semanal de aumento del dólar libre
y tasa semanal de interés (en el mercado de "call" interbancario).

GRÁFICO 3

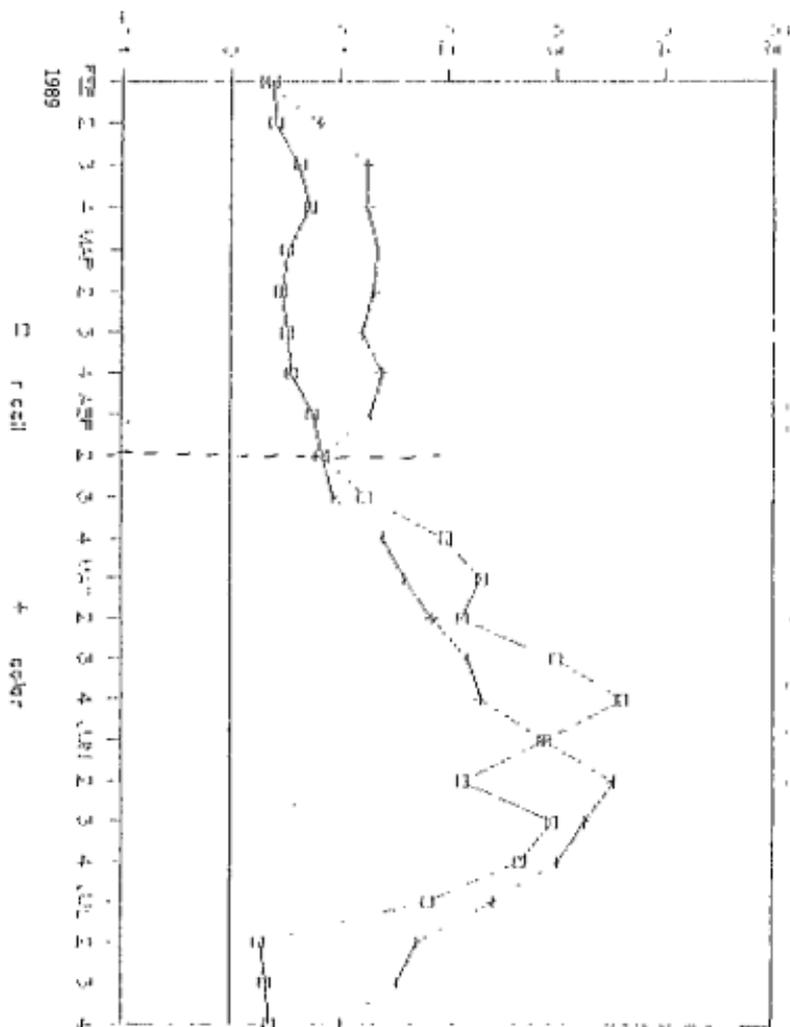


GRÁFICO 4

Precio dólar libre y tasa de interés (mercado de "call" interbancario)

Tasas semanales

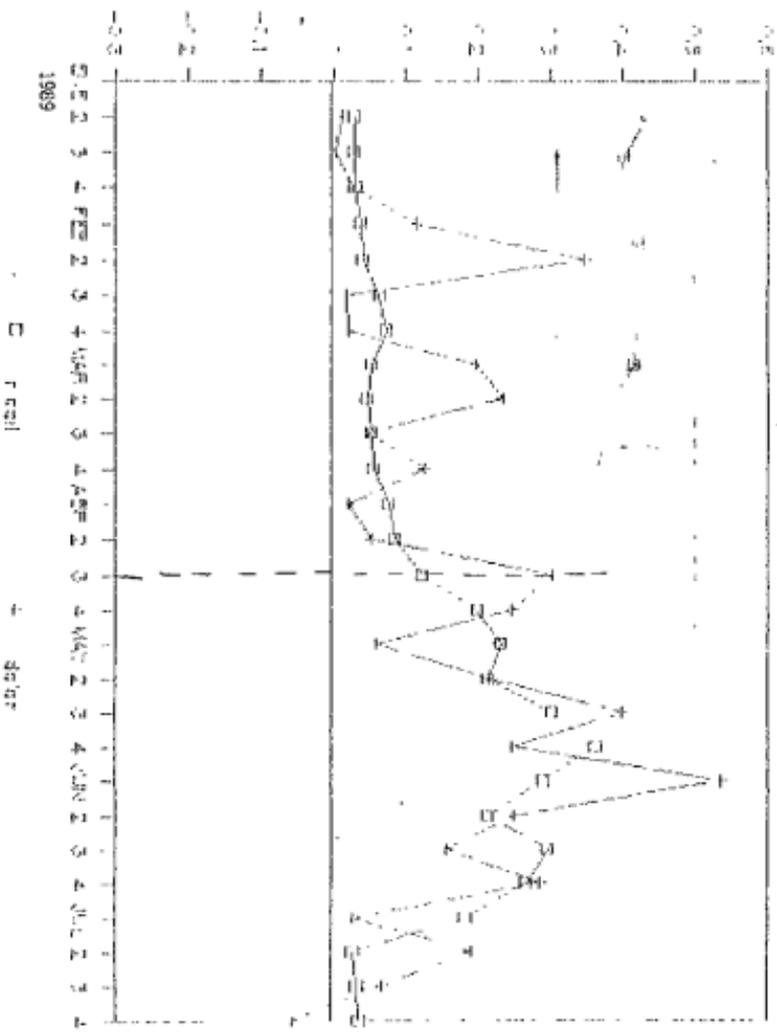


GRÁFICO 7

Tasas semanales de aumento del IPC y del precio del dólar libre.
Medias móviles de cuatro semanas

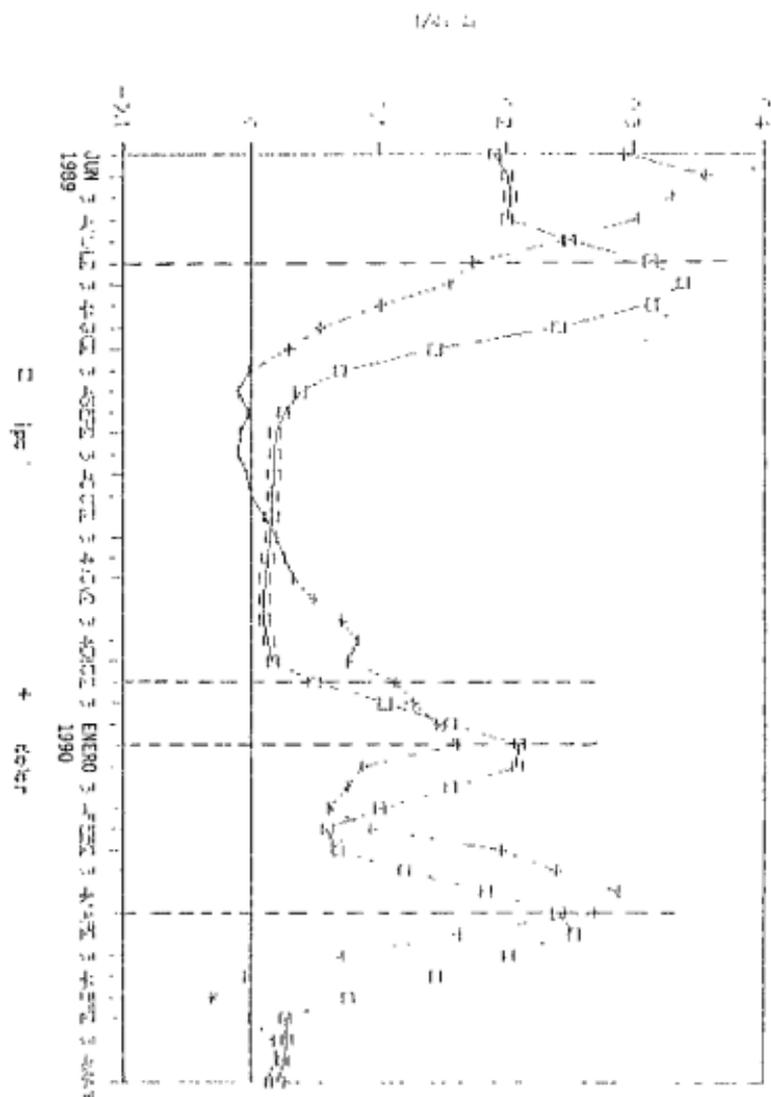


GRÁFICO 6

Tasas semanales de aumento del IPC y del precio del dólar libre.

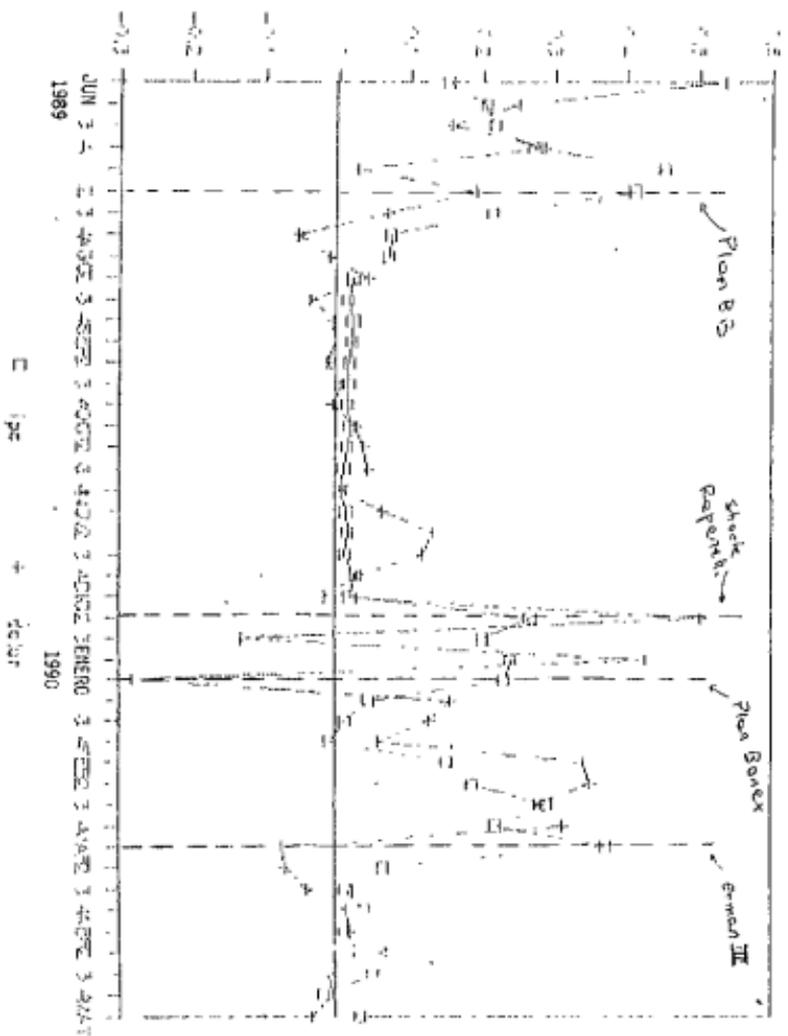


GRAFICO 8

Precio dólar libre y tasa de interés.
Tasas semanales

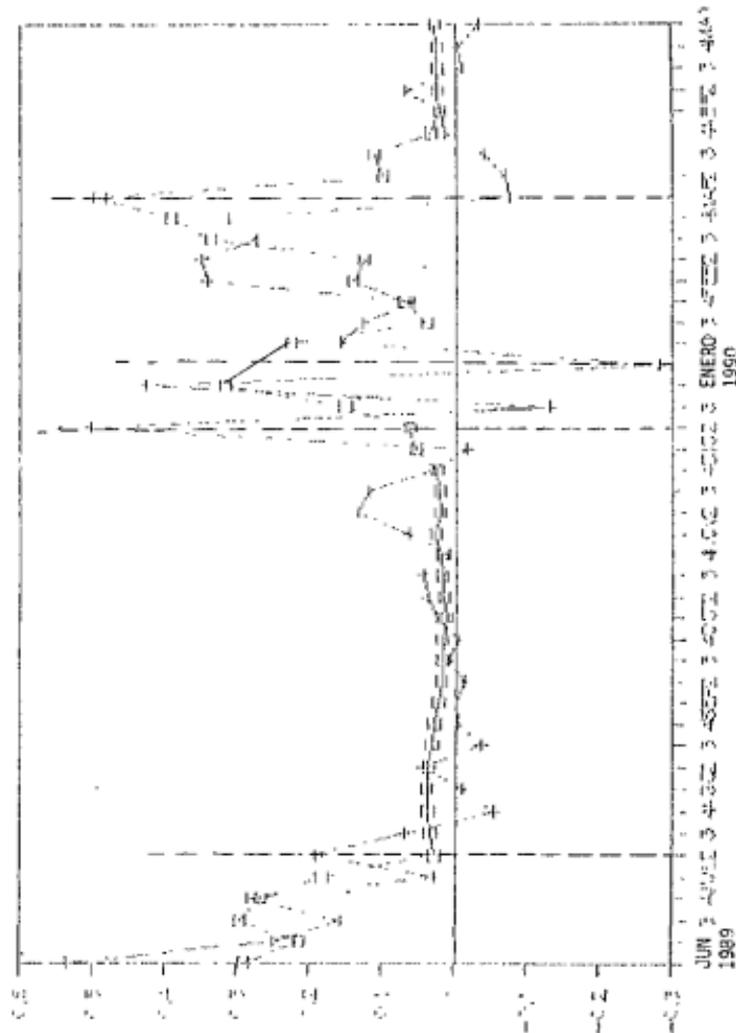


GRAFICO 9

Media móvil de la tasa semanal de aumento del dólar y tasa semanal de intereses.

