

DESEQUILIBRIOS, POLITICAS DE ESTABILIZACION  
E HIPERINFLACION EN ARGENTINA

José María Fanelli  
Roberto Frenkel\*

\*Investigadores del CEDES. Los autores agradecen la colaboración prestada por Raúl Fernández, Gustavo Cañonero y Javier Finkman, y el apoyo prestado por IDRC y Fundación Ford.

Buenos Aires  
CEDES  
1989

## INTRODUCCION\*

El objetivo de este trabajo es sugerir algunas reflexiones sobre el status actual de las políticas de estabilización en América Latina, basándose en la experiencia argentina.

El trabajo está dividido en tres secciones y unos breves párrafos de conclusiones. En la primera sección se discute el problema de estabilización en el contexto de desequilibrios estructurales y régimen de alta inflación. Las secciones segunda y tercera se refieren más detalladamente a la experiencia argentina reciente. En la segunda se describen las tendencias que dieron lugar a la reemergencia de los desequilibrios luego del Plan Austral. La tercera está dedicada al episodio hiperinflacionario.

Los datos que sirven de referencia a las secciones primera y segunda se presentan en cuadros agrupados al final de la sección segunda. Los gráficos y cuadros correspondientes al análisis de la hiperinflación se intercalan en el texto de la sección tercera.

(\*) Versión final del trabajo presentado en el Seminario "Inflación e políticas de estabilización en economías crónicamente inflacionarias", organizado por el Instituto de Economía da Unicamp, Campinas/SP, Brasil.

## I. POLITICAS DE ESTABILIZACION, DESEQUILIBRIOS ESTRUCTURALES Y DINAMICA DE CORTO PLAZO.

Tal como se los entiende convencionalmente, los programas de estabilización están orientados a la resolución de desajustes de corto plazo. El arquetipo de tales programas es el desarrollado por el FMI en términos de su modelo de Programación Financiera. Según la visión oficial del Fondo *"A financial Program is a set of coordinated policy measures mainly in the monetary, fiscal and balance of payments fields intended to achieve certain economic targets in a relatively short period of time. The task of setting economic targets, choosing policy instruments, and quantifying the appropriate magnitudes of the instrument required to reach the targets is described as financial programming"*.<sup>1</sup> En este enfoque, la política de estabilización presupone la existencia de una economía estable, que sufre algún tipo de desequilibrio transitorio.

En este marco, la estabilización no supone, para su éxito, la reforma estructural del sistema. Esto no implica que en la elaboración de un programa específico no se incluyan políticas de mayor alcance. Es más, usualmente los programas de estabilización coyuntural se anuncian como condición necesaria ('hay que pagar los costos del ajuste') para encarar las reformas estructurales. Sin embargo, estas últimas no suelen presentarse como condición para la estabilización de una situación específica sino orientadas a la obtención de otras metas particulares, tales como mejorar la eficiencia en la asignación de los recursos e incrementar la tasa de crecimiento de la economía a largo plazo.

Esta "división del trabajo", entre políticas de ajuste para el corto plazo y políticas de

---

<sup>1</sup> FMI (1981).

reforma estructural para objetivos de largo, tiene implícita una lógica de la política económica y supuestos sobre el funcionamiento de la economía que quizá fueron apropiados en el período anterior a la crisis de la deuda, pero que seguramente no lo son en la actualidad. Ello es así porque el carácter de los desequilibrios y la magnitud de los mismos cambió sustancialmente luego de la crisis de la deuda.

En efecto, una primera diferencia con relación al período anterior a los años '80 es que la amplitud de los desequilibrios observados en la actualidad en el balance de pagos y en las cuentas fiscales los hace inmanejables con los instrumentos tradicionales de estabilización. La segunda diferencia es el carácter en buena medida explosivo de los estados de desequilibrio actuales. Esto es, el régimen de funcionamiento de la economía genera un sendero temporal de comportamiento de algunas variables macroeconómicas clave que lleva a que los desequilibrios tiendan a amplificarse y no a reducirse con el correr del tiempo.

El desequilibrio en el sector externo puede caracterizarse en términos abstractos como uno de stock-flujo. Es decir, como un desbalance entre el flujo de ingreso que la economía argentina está en condiciones de generar y el stock de deuda externa existente. Este carácter de stock-flujo del desequilibrio externo es el que explica en buena medida la persistencia temporal del mismo y la dificultad para administrarlo con los habituales instrumentos de política económica.

La magnitud del desbalance entre los intereses devengados por el stock de deuda y el ingreso nacional -que se reflejó en una caída de este último en alrededor del 7% en relación al PBI- es producto, en el caso argentino (como en otros países latinoamericanos), de la forma en que se originó la acumulación de deuda. La misma no se produjo como consecuencia de una acumulación de flujos (i.e. luego de persistentes excesos de la absorción doméstica sobre el ingreso)

sino a causa de la fuga de capital que dió lugar a la crisis de 1981.<sup>2</sup> Sólo con posterioridad, la acumulación de los déficit en cuenta corriente -por la imposibilidad de abonar la totalidad de los intereses- explican el sendero temporal del stock de deuda. En realidad, la crisis de la deuda se produce luego de uno de los períodos (1976-78) en los cuales la situación externa resultó quizás la más desahogada de la posguerra.

Esta característica del endeudamiento tuvo consecuencias importantes sobre la forma que tomó el ajuste. En primer lugar, dado que la capacidad de producción de la economía en el largo plazo no se incrementó (porque la deuda no financió adquisición de activos físicos sino financieros) la capacidad de generar divisas para pagar los intereses de la deuda sólo pudo incrementarse desplazando otro tipo de gasto. De hecho, en el período de ajuste las exportaciones aumentaron su participación en el producto mientras la inversión se desplomó. La Argentina pasó de invertir alrededor de 21% del producto al 13% y de exportar menos de 10% a hacerlo por más del 14%, en promedio en los '80.

El segundo rasgo distintivo del ajuste inducido por el desequilibrio stock-flujo mencionado es el carácter financiero de la restricción externa: el déficit de cuenta corriente persiste pese al importante superávit comercial generado por el ajuste. Que este nuevo carácter que asume el desequilibrio externo es inherentemente explosivo puede ser ilustrado mencionando que mientras entre 1981 y 1988 el país acumuló un superávit comercial de U\$S 20.102 millones, el déficit en cuenta corriente fue de U\$S 22.197 millones. Así, mientras en ocho años se hizo una transferencia al exterior equivalente a más de un cuarto del producto de un año, debido a la acumulación de intereses impagos el endeudamiento externo subió en una magnitud similar.

El segundo desequilibrio básico tiene que ver con los problemas que enfrenta el sector

---

<sup>2</sup> Sobre el rol de la fuga de capitales en el incremento del endeudamiento ver Fanelli y Frankel (1986).

público. Estos han reducido a un mínimo la posibilidad de utilizar los instrumentos de política fiscal para el ajuste de corto plazo. El actual desbalance en las cuentas públicas se origina en parte en los desequilibrios del sector externo y en parte en los rasgos que el sector público venía mostrando con anterioridad a la deuda.

La crisis del sector externo tuvo el carácter de crisis fiscal debido, por un lado, a la forma en que se produjo la fuga de capital que dió origen a gran parte de la deuda y, por otro, debido a las políticas de manejo de la deuda externa implementadas en 1981-83. Ambos factores llevaron a que prácticamente la totalidad de los pasivos con el resto del mundo se encuentren en manos del sector público. Asimismo, debido a que la estatización de la deuda externa representó de hecho una transferencia de capital a una parte del sector privado, el Estado sufrió una pérdida patrimonial neta en tal proceso. Estos hechos se reflejaron en un aumento significativo del déficit fiscal. Durante la posguerra éste se había movido en una franja de entre 3% y 7% del producto. Entre 1981 y 1985 se ubicó en 12,5% del producto reflejando el incremento de los intereses a pagar al exterior en el presupuesto público.

El aumento de los intereses a pagar al exterior indujo un déficit fiscal sistemáticamente más alto, justamente porque el sector público no estuvo en condiciones de adaptar ni el gasto ni la presión tributaria *pari passu* con el aumento del peso de los gastos financieros. Si bien se hicieron esfuerzos en tal sentido, cuando se logró bajar el déficit ello no perduró.

En gran medida la falta de flexibilidad para el logro de un ajuste acorde con la nueva carga de los intereses de la deuda, se debió a la reducida cantidad de variables fiscales que las autoridades estaban en condiciones de manejar, y ello fue así porque los problemas estructurales que el sector público venía sufriendo -agravados por la inestabilidad del contexto macroeconómico-

imponían cierta inercia tanto por el lado de los gastos como de los ingresos.<sup>3</sup>

En relación al gasto, cabe notar que ya antes de la crisis de la deuda, el mismo venía creciendo como proporción del producto, debido a que, mientras el producto se estancó desde mediados de los '70, el gasto del sector público mantuvo inercialmente la tasa de crecimiento que había mostrado en el período de posguerra. De tal forma, la relación gasto/producto pasó de alrededor de 25% a principios de los '70 a más del 38% al comenzar la década presente.

Los sucesivos programas de ajuste, no obstante, lograron disminuir de manera significativa la proporción mencionada. En 1987-88 la misma se ubicó en alrededor de 31%. Sin embargo, la forma en que ello se hizo tuvo consecuencias disruptivas sobre el funcionamiento de la economía en la medida que el tipo de gasto que se redujo estuvo determinado no por consideraciones de eficiencia sino simplemente por la capacidad de las autoridades de hacerlo sin incurrir en incumplimiento de compromisos legales o conflictos laborales difíciles de manejar.

Los determinantes fundamentales de la evolución del gasto son los pagos de salarios y de seguridad social, los intereses de la deuda, el desequilibrio de las empresas públicas y el gusto en inversión. El peso del ajuste cayó sobre los salarios pagados y la inversión. Los salarios reales del sector público cayeron significativamente aunque no en forma ordenada. La reducción de la inversión implicó una fuerte caída en la proporción invertida del producto: la relación inversión pública/PBI se retrajo de cerca de 12% en la segunda mitad de los '70, a algo menos del 7% en 1988.

La reducción del gasto no fue, sin embargo, suficiente, debido a que los ingresos tributarios y no tributarios llegaron a lo sumo al 28% del producto<sup>4</sup> (en los años de mayor recaudación

<sup>3</sup> Para una descripción más detallada, en la cual se hace nuestra exposición de lo ocurrido con el gasto y la tributación ver García (1989) y Programa de Asistencia Técnica... (1989).

<sup>4</sup> Incluyendo los ingresos por seguridad social

observada), y se ubicaron en alrededor del 25%, (en promedio, durante el período de ajuste). En realidad, una de las cuestiones que no pudieron ser resueltas por las políticas implementadas fue justamente la de incrementar la presión tributaria en forma acorde al aumento del gasto inducido por el aumento de los intereses externos. Varias fueron las razones para que ello ocurriera, pero las más significativas parecen haber sido tanto las deficiencias de la estructura y la administración de los impuestos como la propia inestabilidad económica.

En relación con la estructura impositiva, el mayor problema para el logro de un aumento permanente de la presión tributaria radicó en la erosión de la base tributaria de los impuestos más importantes. Los impuestos directos prácticamente no aportaron al esfuerzo de ajuste debido tanto a la legislación del impuesto a las ganancias como a la desnacionalización de la riqueza a causa de la fuga de capitales. De tal forma, la carga tributaria mayor recayó sobre los impuestos indirectos (básicamente IVA, combustibles e impuestos al comercio exterior). Pero también en este caso existieron serias limitaciones para lograr un incremento permanente, aún dejando de lado consideraciones de equidad.

En efecto, en el caso del IVA, la legislación previa sobre promoción industrial regional y sectorial, basada en exenciones y liberaciones de éste y otros impuestos de relevancia erosionó fuertemente la base tributaria.<sup>5</sup> Los impuestos al comercio exterior, por su parte, especialmente las retenciones a las exportaciones, mostraron un comportamiento errático en función, fundamentalmente, de la evolución de los términos de intercambio. Puede decirse, al respecto, que una de las razones básicas de las fluctuaciones en la presión tributaria fue la inestabilidad de los precios externos. El impuesto a los combustibles, por último, fue ampliamente utilizado como instrumento para aumentar la recaudación, pero su utilización coadyuvó a la inestabilidad

---

<sup>5</sup> Ver CEPAL.

macroeconómica por sus efectos inflacionarios.

Como se mencionó, la inestabilidad macroeconómica en sí misma se convirtió en un factor autónomo en la generación de restricciones al incremento de la presión tributaria. En este sentido, el efecto Olvera-Tanzi y el aumento de la evasión fiscal fueron los factores principales. El primero, actuó en forma marcada durante todo el proceso de ajuste debido a que la inflación se ubicó en un piso permanentemente más alto luego de las máxidevaluaciones de 1981. La evasión fiscal, por su parte, se amplió pari passu con la dolarización de la economía y la crisis administrativa del sector público.

La acción conjunta de la erosión de la base tributaria, la evasión fiscal y el efecto Olvera-Tanzi, representan una pérdida de recaudación para el sector público que las estimaciones más conservadoras ubican en un monto superior al 10% del producto. Es decir, en un nivel similar al del déficit fiscal promedio durante el período de ajuste.

Al igual que en el caso del desequilibrio del sector externo, los hechos arriba comentados han determinado una evolución inherentemente explosiva en la situación del sector público. En particular, ello se refleja en una evolución creciente de la relación deuda pública/PBI. En la medida en que el producto siga estancado, y una parte del déficit fiscal sea financiado con la colocación (forzosa o no) de deuda pública en el exterior, este incremento de la relación deuda/producto seguirá siendo un rasgo definitorio de la estructura económica.

Las características de los desequilibrios del sector externo y del sector público que hemos señalado hacen que éstos sean prácticamente intratables con los instrumentos de las políticas de estabilización. En este sentido es que dichos desequilibrios pueden calificarse estructurales.

También hemos calificado básicos dichos desequilibrios mencionando que constituyen la fuente de generación de senderos inestables observados en otras variables clave de la economía.

En particular, en la evolución de la inflación, que exhibe un sesgo sistemático a la hiperinflación. Dicho de otra forma: desde este punto de vista, la dinámica de corto plazo de la economía se "monta" sobre esa inestabilidad en la evolución del sector externo y las cuentas del sector público.

El énfasis en los desequilibrios básicos como fuente de inestabilidad no debe hacernos perder de vista que la dinámica de corto plazo tiene leyes propias de funcionamiento. Estas juegan un rol específico en la inestabilidad del sistema e imponen también restricciones a las políticas de estabilización.

En otros trabajos hemos analizado la dinámica de corto plazo de los mercados de trabajo, de bienes y financieros caracterizándolos con las nociones de régimen de alta inflación y fragilidad financiera<sup>6</sup>. Aquí queremos incluir sólo una breve descripción para completar el cuadro de restricciones.

El régimen de alta inflación es una estructura de contratos (explícitos e implícitos) y un modo de formación de expectativas muy adaptados a la alta inflación. Los contratos nominales no indexados han prácticamente desaparecido o tienen una extensión de días (como los depósitos bancarios, por ejemplo). Hay una generalización de la indexación en los mercados de trabajo y otros servicios. El período de reajuste de los contratos indexados se ha reducido al mínimo impuesto por la disponibilidad de información. Las ofertas de precio se sostienen por períodos muy cortos y también están sincronizados con esta frecuencia los precios decididos por el sector público.

El modo de formación de expectativas está coordinado con la configuración de los contratos nominales. En ausencia de shocks o noticias relevantes las expectativas de inflación se basan en la última información disponible, en el caso argentino, la última tasa mensual. Cualquier impacto que afecte la tasa mensual de inflación se refleja en las expectativas con la totalidad de su efecto.

---

<sup>6</sup> Frankel (1989) y Fanelli (1989).

El régimen de alta inflación es una configuración "institucional" altamente coordinada que resulta de la plena adaptación a un contexto de gran incertidumbre e inestabilidad. Pero la existencia de esta configuración resulta, a su vez, en ciertas características de la dinámica de corto plazo de la economía. La tasa de inflación "permanente" que resulta de igual shock es mayor bajo esas condiciones que en una economía menos adaptada. Los mecanismos de propagación muestran una elevada elasticidad de respuesta a los impulsos inflacionarios. Algo semejante se verifica en relación a las velocidades de ajuste a perturbaciones monetarias o "noticias".

La volatilidad de la tasa de inflación, entendida como la sensibilidad que esta muestra a shocks reales, monetarios o a la puja distributiva, es mayor bajo el régimen de alta inflación que en otras condiciones. Por estas razones, la existencia del régimen de alta inflación potencia los efectos inflacionarios de la inestabilidad de los mercados financieros y cambiarios derivada de los dos desequilibrios básicos.

El régimen de alta inflación también opera como restricción a los instrumentos que pueden ser utilizados en la política de corto plazo. Si bien las instituciones del régimen son contingentes a la inflación, lo son a través de un proceso conflictivo y prolongado de creciente coordinación entre agentes y mercados. Una vez establecido tiende a persistir. La experiencia argentina mostró que no basta experimentar tasas bajas de inflación por cierto lapso para modificar sensiblemente instituciones y comportamientos. De esta manera, aunque un shock desindexatorio puede reducir bruscamente la tasa de inflación inercial, el régimen tiende a permanecer intacto y con él, la ineffectividad de otros instrumentos antiinflacionarios (como la política monetaria restrictiva, por ejemplo).

Además, los efectos ingreso y riqueza resultantes de aceleraciones y desaceleraciones de la inflación tienden a potenciarse, generando variaciones bruscas e inesperadas en la demanda efectiva.

Por esta vía, la volatilidad de la inflación se refleja en volatilidad del nivel de actividad.

La fragilidad financiera está determinada por dos características centrales: la desmonetización de la economía (contracara del proceso de dolarización) y el problema de la transferencia doméstica.

Si bien la Argentina siempre adoleció de un grado apreciable de fragilidad en su estructura financiera, ésta se agravó sensiblemente durante el período de ajuste posterior a 1981. Ya hemos descrito el proceso de estatización de la deuda externa y su impacto sobre el gasto público, de modo que, a nivel doméstico, la restricción externa aparece bajo la forma de un desequilibrio fiscal.

Ahora bien, mientras el pago de los intereses de la deuda externa está a cargo del gobierno, el superávit comercial que genera las divisas necesarias para tales pagos (en ausencia de financiamiento externo) pertenece al sector privado. Por lo tanto, el Estado debe "comprar" tal superávit al sector privado. Para conseguir los fondos, el gobierno debe reducir el gasto o bien aumentar la presión tributaria. Ya hemos pasado revista de las dificultades para el logro de estos objetivos.

Si ninguna de esas medidas se aplica, el déficit fiscal crece y debe ser financiado, emitiendo dinero o bien colocando deuda pública doméstica. en el primer caso se pierde el control de la oferta monetaria, en el segundo se presiona excesivamente sobre la tasa de interés doméstica, lo cual tiende a deprimir aún más la inversión. Además, ninguna de tales alternativas es sostenible por mucho tiempo ya que implican tasas de crecimiento de los activos financieros no compatibles con el nivel de monetización de la economía. De hecho, cuando la oferta de activos domésticos presiona excesivamente, el mencionado proceso de dolarización de las relaciones financieras tiende a acelerarse significativamente.

En el período de ajuste 1981-88 la imposibilidad de financiar el déficit o reducirlo hizo que

la brecha fiscal se cerrara en buena medida mediante mecanismos "heterodoxos" que coadyuvaron a un incremento de la fragilidad del sistema financiero tales como transferencias de riqueza vía tasas de interés negativas e impuesto inflacionario. Un mecanismo de financiamiento forzoso que no había tenido relevancia en la posguerra, y si lo tuvo en el ajuste, fue el atraso en los pagos al exterior, que en algunos años llegó a representar más de 5 puntos del PBI.

Como consecuencia de estas formas de financiamiento forzoso, la tendencia al achicamiento del tamaño del sistema financiero presente ya en toda la posguerra se agravó. Así, mientras la relación M2/PBI en los '70 era ya menor a la de los '60 (18,6% contra 20,6%), en lo que va de la década tal relación se ubicó en 15%. La contracara de este proceso fue la desnacionalización del ahorro, la dolarización de las transacciones de activos físicos (en especial en el mercado inmobiliario), el acortamiento de los plazos de los contratos financieros y la aparición de mercados informales o paralelos de crédito. Este fenómeno, a su vez, contribuyó a generar mayor inestabilidad macroeconómica en la medida en que la creación monetaria devino en parte endógena al sector privado. De esta manera la autoridad monetaria perdió en buena medida el control de la oferta de activos financieros del sistema y con ello la posibilidad de su utilización en los programas de estabilización que se implementaron.

En resumen, el régimen de alta inflación y la fragilidad financiera exacerbaban la inestabilidad derivada de los dos desequilibrios básicos y aceleran las velocidades de ajuste de la inflación y el nivel de actividad a los impulsos provenientes de esos desequilibrios (reduciendo, por ejemplo, el tiempo disponible para la adopción de medidas compensatorias). Pero también exacerbaban el impacto inflacionario y sobre el nivel de actividad de otros shocks reales que afectan precios relativos y de la puja distributiva.

La visión ortodoxa de la estabilización tiende a ignorar esos problemas situándolos en una

jerarquía subordinada a los fundamentals. Más aún, en el extremo, concibe la existencia de un único desequilibrio, el fiscal, determinante también del desequilibrio externo. El régimen de alta inflación y la fragilidad financiera, cuando se los explicita como problema (y no es así en gran parte de los casos), son considerados contingentes al desequilibrio fiscal.

Sin embargo, el régimen de alta inflación y la fragilidad financiera deben colocarse en la política de estabilización en el mismo plano de importancia que los desequilibrios básicos y sin confiar en la automática contingencia de los mismos a las condiciones fiscales.

Hemos enfatizado las dificultades para obtener un 'cierre' duradero del desequilibrio fiscal y su estrecha relación con el desequilibrio externo. También hemos puesto el acento en que ninguno de los dos desequilibrios debe considerarse exclusivamente determinado por el otro. Pero la insistencia en los dos desequilibrios (que procura llamar la atención sobre la necesidad de un tratamiento específico de cada uno de ellos en la política de estabilización) y la calificación de estructurales (que llama la atención sobre la dificultad para obtener "cierres" duraderos de los mismos) no debe hacernos perder de vista que ha sido posible ejecutar, en este contexto, políticas de estabilización que alcanzaron, por algún tiempo, ciertos equilibrios del sector externo y del sector público.

Tal fue el caso del Plan Austral, en el cual los equilibrios obtenidos se mostraron a posteriori transitorios. En la explicación de ese proceso cabe consignar la emergencia de factores incontrolables (i.e. la caída de los precios internacionales de los granos); el hecho que el acuerdo externo logrado era en sí mismo transitorio y se limitaba a trasladar el problema hacia el futuro cercano; las debilidades políticas frente a las diversas presiones sectoriales y, también, errores de manejo de la política.

Cuando se listan las circunstancias concretas que confluyen a la pérdida de la consistencia

inicial de ese programa de estabilización resulta, vista en perspectiva, la fragilidad de los equilibrios obtenidos, y es en este punto donde aparece claramente la relevancia del régimen de alta inflación y de la fragilidad financiera, caracterizando el comportamiento y la dinámica de corto plazo de la economía. Estas características atraviesan intactas el shock estabilizador y explican, más tarde, la rapidez y la violencia de la respuesta de la economía a la pérdida de los equilibrios iniciales del programa.

Es más, resulta difícil establecer en la experiencia comentada relaciones causales definidas, separando factores de inestabilidad y mecanismos de propagación. Por ejemplo, parte del déficit fiscal que se va generando durante 1986 se produce por el "atraso" de las tarifas públicas, resultante del permanente ejercicio de "política antiinflacionaria" en un contexto de aumento del precio relativo de los alimentos, "resistencia salarial" y puja distributiva. Generalizando este ejemplo, puede imaginarse un escenario en el cual, dados el régimen de alta inflación y la fragilidad financiera, la reemergencia de los desequilibrios externo y público resultase de shocks reales o de la puja distributiva.

En este sentido, la idea de fragilidad puede extenderse para calificar, no sólo el carácter de los equilibrios que pueden alcanzarse en las cuentas externas y las finanzas públicas, sino, más generalmente, la estabilidad que puede lograr, en este contexto, una determinada política de estabilización. Tal fragilidad de los resultados posibles deviene de la naturaleza de los desequilibrios básicos, conjugada con una específica dinámica de corto plazo de la economía.

## II. DEL PLAN AUSTRAL A LA HIPERINFLACION

En esta sección exponemos sucintamente la sucesión de acontecimientos y políticas que prologaron el episodio hiperinflacionario de 1989. Como en la sección precedente ya señalamos los rasgos principales del ajuste a la crisis de la deuda, nuestro punto de partida es junio de 1985.

Dada la ineficacia de las políticas aplicadas hasta ese momento, a mediados de 1985 el gobierno constitucional decidió llevar adelante un esfuerzo de estabilización mucho más radical e innovador que los que hasta ese momento se habían intentado. Tal programa es el que luego se conocería con el nombre de Plan Austral.<sup>7</sup>

El objetivo básico del programa era el de desactivar la amenaza de hiperinflación que pendía sobre la economía como resultado del fuerte incremento de los índices de inflación que se produjo con posterioridad a las correcciones del tipo de cambio y las tarifas públicas realizadas durante el proceso de ajuste 1981-85. Por otra parte, tal objetivo se buscó tratando de evitar el incurrir en las debilidades de los planes de ajuste acordados con el FMI. Sin embargo, aún cuando la factura del plan se alejó bastante de la visión ortodoxa de este organismo, el programa contó con su apoyo crediticio.

Básicamente, el programa consistía en un shock de política que combinaba medidas de control monetario y fiscal con otras "heterodoxas" destinadas a eliminar el componente inercial de la inflación. Estas últimas medidas consistían, por una parte, en el congelamiento de precios y salarios para eliminar el componente inercial de la inflación y, por otra, en el cambio del signo

---

<sup>7</sup> Sobre este programa ver Fanelli y Frenkel (1987); Heymann (1986); Canavese y Di Tella (1988).

monetario según una tabla de conversión (de desagio) de la vieja a la nueva moneda cuyo objetivo era el de evitar el efecto Fisher que podía inducir la desindexación abrupta de la economía.

El efecto impacto del plan fue muy positivo. La tasa de inflación promedio en los nueve meses de congelamiento de los precios, medida por el índice al consumidor, fue de 3% mientras en los nueve meses anteriores había sido de 25%. Asimismo, durante 1986 la inflación fue la más baja en 12 años; el producto creció un 5,4% y el déficit fiscal pasó del 12,6% del producto de 1984 a 6,1% y 4,7% en 1985 y 1986, respectivamente. Por otra parte, la demanda de dinero creció significativamente: M1 aumentó un 118% en términos reales entre el segundo trimestre de 1985, cuando se implementó el plan, y el último trimestre de 1986. Mientras tanto, M2 se incrementó en un 71% en igual lapso.

De esta forma, el programa estuvo en condiciones de evitar la posibilidad de hiperinflación sin inducir fuertes costos en términos de empleo, salarios y nivel de actividad. No obstante ello, a medida que transcurría el tiempo algunos de los logros iniciales se fueron perdiendo. Como ya fue mencionado, ello se debió, en parte, a las inconsistencias y dificultades en las políticas monetarias, fiscal y de ingresos y, en parte, a que durante 1986-87, la Argentina sufrió un fuerte shock externo negativo, que devino de la acción conjunta de una caída de los precios internacionales, por un lado, y de una fuerte reducción en los volúmenes exportados, por otro. Así, mientras al comienzo del plan, en 1985, las exportaciones eran de U\$S 8.396 millones, en 1986-87 el país sólo exportó en promedio U\$S 6.600 millones. Por otro lado, debido a que el plan indujo un fuerte aumento en el nivel de actividad, las importaciones tendieron a aumentar. Como consecuencia, el superávit comercial, que era de U\$S 4.351 millones en el primer año mencionado

se redujo a U\$S 1.555 millones en 1986 y a sólo U\$S 257 millones en 1987.<sup>8</sup>

Las inconsistencias de las políticas monetaria, fiscal y de ingreso obedecieron básicamente a dos razones. En primer lugar, las autoridades no estuvieron en condiciones de manejar las demandas de los diferentes sectores. Estas tendieron a reforzarse como consecuencia de la percepción de que la situación financiera del sector público había mejorado. En segundo lugar, ello ocurrió (paradójicamente) en el momento en que las cuentas públicas comenzaban a deteriorarse por el lado de los ingresos, en buena medida como consecuencia de que los derechos de exportación fueron drásticamente reducidos para paliar los efectos de la caída de los precios internacionales sobre la rentabilidad del sector exportador.<sup>9</sup> Estos hechos condujeron a un incremento del déficit fiscal y ello, a su vez, impidió mantener una política monetaria en línea con las necesidades del plan estabilizador. Asimismo, dada la estructura del sistema financiero argentino, muchas de las demandas sectoriales tomaron la forma de una presión no sobre la Tesorería sino directamente sobre el Banco Central para la obtención de redescuentos.<sup>10</sup> Ello también contribuyó a endogeneizar la oferta monetaria, y por lo tanto, a la pérdida de control sobre la misma por parte de las autoridades monetarias.

En suma, las inconsistencias en el plano fiscal y monetario fueron el reflejo de que el impacto positivo de las medidas de corto plazo -que lograron por primera vez desde 1981 un control del déficit y la oferta monetaria en la coyuntura- no fueron complementadas posteriormente con medidas orientadas al logro de un equilibrio fiscal sostenible a largo plazo. En relación con

---

<sup>8</sup> En 1986, el ingreso nacional se deterioró un 2,6% y en 1987 en un 2,6% adicional por el efecto términos del intercambio.

<sup>9</sup> El sector público perdió ingresos por alrededor de 1,5% del producto en relación a 1985 debido a esta causa. Otro 1,5% del producto fue la pérdida de ingresos públicos por el "atraso" de las tarifas y precios del sector público.

<sup>10</sup> Este fue especialmente el caso de los bancos provinciales y el Banco Hipotecario.

esto, cabe acotar que una de las enseñanzas que puede deducirse para la política de estabilización es que, en el marco político de una democracia, es necesario contar con un consenso mínimo de la sociedad sobre las características del ajuste. En buena medida las reformas estructurales -sobre todo en el plano fiscal- no se implementaron, entre otras razones, por la férrea oposición de los sectores perjudicados, que se expresó a través de la oposición del Congreso a varios de los proyectos de reforma enviados al mismo.

A partir de 1987 se produjo una tendencia a la reversión de los logros obtenidos con el plan de estabilización de junio de 1985.

En efecto, en primer lugar, como ya hemos mencionado, los déficit fiscal y de cuenta corriente tendieron a incrementarse mientras se producían desequilibrios en el plano monetario. En segundo lugar, la inflación tendió a acelerarse en forma significativa en relación con los guarismos observados entre fines de 1985 y 1986. En 1987 la inflación observada se ubicó en el 131% y durante 1988 volvió a acelerarse, registrándose en el tercer trimestre la cifra más alta desde el Plan Austral. En tercer lugar, a consecuencia de la aceleración de la inflación, el coeficiente de monetización de la economía empezó a disminuir, revirtiéndose así la tendencia al incremento en la demanda de activos domésticos por parte de los particulares que se había observado luego del Plan Austral. En relación al máximo observado en el segundo trimestre de 1987, el valor de M1 en términos reales mostró, en el tercer trimestre del año, un valor significativamente menor. El proceso de desmonetización tomando como indicador M2 fue, no obstante, menos abrupto. En efecto, mientras M1 registraba en el tercer trimestre de 1988 valores reales similares a los del segundo trimestre del 85, M2 era superior en un 100%. Cabe mencionar, por último, que las repercusiones sobre el nivel de actividad de esta negativa evolución de la situación macroeconómica global fueron significativas. En 1987, el producto registró un incremento de sólo el 1,6% mientras

que el resultado para 1988 sería negativo en un 2,8%. Asimismo, la positiva evolución de la demanda de inversión luego del programa de 1985, que se tradujo en un aumento de la participación de la misma en la demanda efectiva global, se revirtió en el período que estamos comentando. También la demanda de consumo recibió un impacto negativo debido a que la aceleración inflacionaria recortó el poder adquisitivo de los salarios.

El sensible deterioro del contexto macroeconómico que las cifras antes mencionadas expresan, pone de manifiesto la fragilidad de la economía en términos de su resistencia a los shocks externos negativos. Más allá de las inconsistencias en el manejo de las variables macroeconómicas en que se incurrió, lo cierto es que la negativa evolución de la economía en el plano monetario, fiscal y real estuvo fuertemente correlacionada con el deterioro en los términos de intercambio y los volúmenes exportados en 1986-87. En verdad, dicha correlación no fue aún más marcada debido a que las reservas acumuladas luego del Austral y el apoyo crediticio del Fondo permitieron a las autoridades retrasar el impacto del deterioro externo sobre la economía doméstica. Durante 1987, la economía pudo ser aislada en cierta medida del shock externo. Pero ello ya no era posible en 1988. Por una parte, las reservas se agotaron, por otra, el FMI retiró el apoyo crediticio debido, justamente, a la evolución de los resultados fiscales y monetarios.

En relación con esto cabe enfatizar que la aceleración inflacionaria de 1987-88 tuvo su origen, justamente, en el hecho de que las autoridades debieron manejar el shock negativo en el comercio externo y el desbalance fiscal sin contar con instrumentos que le permitieran extender en el tiempo el ajuste de tales desequilibrios. Como en tal contexto, una de las pocas alternativas disponibles para cerrar las brechas fiscal y externa era la devaluación real y el incremento de las tarifas públicas en términos reales, la utilización de estos instrumentos desde fines de 1987, que inducen un sensible cambio en los precios relativos, se encargaron de generar una fuerte

aceleración inflacionaria a través de los mecanismos del régimen de alta inflación.

De cualquier forma, cabe acotar que durante 1988 las negativas condiciones vigentes en el sector externo tendieron a modificarse debido a la mejora en los precios internacionales de los productos agrícolas y al aumento de la oferta doméstica de tal tipo de bienes. De esa manera, el superávit comercial en 1988 resultó muy superior al del año anterior (US\$ 3.550 millones). En cierto sentido, la situación a mediados de 1988 resultaba paradójica. El contexto macroeconómico se estaba deteriorando seriamente en el momento en que el sector externo se movía en dirección inversa.

Más allá de los problemas fiscales y monetarios apuntados, una cuestión que es necesario tomar en cuenta es que la credibilidad política del gobierno se había deteriorado significativamente. En el frente doméstico, venía de perder una elección y era creencia generalizada que lo mismo podía ocurrir al año siguiente, en los comicios presidenciales. En el frente externo, se había perdido el apoyo del FMI y de la banca acreedora (aunque no del Banco Mundial) debido, entre otras razones, a la moratoria de hecho en que entró el país en abril de 1988 por el deterioro en las reservas. En este contexto, las autoridades anunciaron un nuevo plan de estabilización en agosto de 1988 (bautizado por el periodismo como Plan Primavera).

Las medidas básicas del mismo eran las siguientes. En el plano fiscal el objetivo era el de reducir en forma significativa el déficit público. La proyección de las autoridades era que las medidas de recorte en los gastos (suspensión de aportes de la Tesorería a algunas grandes obras, plan de retiro voluntario de empleados públicos) y de aumento en los ingresos (que básicamente provendrían de las ganancias de capital realizadas por el Banco Central por la diferencia entre el dólar comercial y el financiero) estarían en condiciones de reducir las necesidades de financiamiento en 1,5% del producto. Las medidas de política cambiaria consistían esencialmente en el

establecimiento de un régimen de tipo de cambio diferencial según el cual las exportaciones de origen agrícola se liquidaban por el dólar comercial y las industriales por un tipo de cambio intermedio entre el comercial y el financiero. La razón del desdoblamiento del mercado obedecía a razones fiscales y, de hecho, tenía efectos similares a los de un restablecimiento de los derechos de exportación que habían sido reducidos luego del mencionado shock negativo de 1986-87. No obstante ello, las autoridades comprometieron un cronograma para la unificación de ambos tipos de cambio en el futuro.

El gobierno anunció como meta de política que la diferencia entre el valor del dólar comercial (controlado) y el financiero (cuyo valor sería determinado por la oferta y la demanda) se esperaba que no superase el 25%. Los operadores del mercado de cambios tomaron tal objetivo como un compromiso del gobierno, en el sentido que el Banco Central intervendría en el mercado a fin de mantener la brecha cambiaria en ese nivel. De tal forma, quedó establecida una regla cambiaria que en términos esquemáticos podría expresarse de la siguiente manera: el Banco Central compraba a valor del tipo de cambio comercial el total de las exportaciones agrícolas y el 50% de las industriales, mientras que por el mercado libre pasarían el restante 50% de las exportaciones industriales, las importaciones y los intereses de la deuda de particulares. Dado que ello generaría en principio un exceso de demanda flujo en el mercado libre (ya que la mitad del valor de las exportaciones industriales no cubrirían el importe de importaciones más intereses)<sup>11</sup>, tal exceso de demanda sería manejado por el Banco Central a través de ventas diarias de divisas de tal forma de mantener la brecha prevista.

En relación a los precios relativos y la política de ingreso cabe mencionar, en primer lugar, que tanto el tipo de cambio como las tarifas fueron corregidos en sentido ascendente antes del

---

<sup>11</sup> Ver Machina (1989).

anuncio del plan. En segundo lugar, debido que a fines de 1987 el Congreso había votado una ley que restableció las negociaciones libres de salarios, no se establecieron medidas relacionadas con los mismos. Sin embargo, sí fueron acordadas con entidades empresarias representativas, a partir de una negociación, pautas para la corrección de los precios (básicamente industriales) y por ende, se esperaba que los acuerdos salariales fueran negociados en línea con las pautas de corrección de precios.

La capacidad de las autoridades para mantener el esquema cambiario antes explicitado apareció como el test más importante en la percepción de los agentes económicos (y también en la de las autoridades) respecto del éxito o no de la política implementada. Es por ello que es relativamente sencillo decir cuándo "termina" el Plan Primavera: lo hace el 6 de febrero del presente año cuando el Banco Central, debido a la falta de reservas, se retira del mercado, abandonando, por ende, su actividad reguladora. A partir de ese momento, en un contexto de extrema incertidumbre económica y política, comienza un aumento vertiginoso de los índices inflacionarios que terminaría por dar lugar a un proceso hiperinflacionario.

Entre agosto de 1988 y febrero de 1989, no obstante, el plan estuvo en plena vigencia. Vale la pena pasar una rápida revista de lo ocurrido durante esos meses, debido a que son varias las conclusiones relevantes que pueden extraerse en relación a la dinámica de funcionamiento de las políticas de estabilización en el contexto actual.

En primer lugar, cabe acotar que el efecto antiinflacionario del plan fue significativo. La inflación mensual pasó de más del 25% al momento de implementarse el plan a 6,8% en diciembre. Dado que el funcionamiento del esquema cambiario planteado más arriba, junto con tasas de interés muy altas en términos reales, indujo un retraso significativo del tipo de cambio, y dado también que las tarifas del sector público se ajustaron por debajo de la inflación observada, no es

sorprendente el resultado en términos de inflación haya sido el mencionado. Por otra parte, también resulta significativo que en el contexto de negociaciones libres después de la desindexación parcial obtenida por el *shock* los salarios tendieran a indexarse con la inflación pasada. Debido a ello, la desaceleración inflacionaria aumentó el poder adquisitivo de los asalariados. Todos estos resultados son previsibles dentro de un régimen de alta inflación.

En el plano monetario, se produjo un incremento tanto en la demanda de M1 (por la caída de la inflación) como de depósitos a interés. Esto último porque los agentes tendieron a sustituir activos externos por depósitos a interés en un contexto en que la devaluación esperada del tipo de cambio estaba muy por debajo de la tasa de interés nominal. Asimismo, dado que la tasa de interés era altamente positiva en términos reales, seguramente la demanda de depósitos a interés también se alimentó con la sustitución en contra de bienes.

De cualquier forma, aún cuando la demanda por activos domésticos estaba subiendo, la autoridad monetaria comenzó a tener problemas para controlar la oferta básicamente por tres razones: porque el superávit comercial estaba aumentando, porque el control sobre el déficit previsto por el plan no se estaba dando y porque la demanda por títulos públicos se había debilitado. Ello llevó a que la colocación forzosa de deuda en el sistema financiero (encajes remunerados) aumentara sistemáticamente, ya que era la única forma de control de evolución de los agregados monetarios.

En lo relativo al control de las cuentas fiscales, los mayores problemas para el cumplimiento de las metas del plan provinieron del lado de los ingresos, como consecuencia de que se produjo una fuerte disminución de la recaudación tributaria. En parte debida a la recesión y en parte a que dentro del sector privado comenzaba a generalizarse la expectativa de que el gobierno a elegirse el año siguiente pondría en vigencia un "blanqueo" impositivo. Asimismo, no fue aprobada una

parte de los proyectos enviados al Congreso con el objeto de aumentar la presión tributaria. A los efectos de evitar un fuerte aumento del déficit, que presionaría sobre la estabilidad del régimen cambiario vía sus efectos monetarios, se recurrió al esquema tradicional de reducción del gasto del período de ajuste de los '80: se redujo fuertemente la inversión del gobierno.

Hasta mediados de enero de este año, el esquema cambiario funcionó como estaba previsto. Incluso, hasta ese momento, el Banco Central había vendido en el mercado libre menos reservas que las esperadas. Sin embargo, la situación se deterioró rápidamente. En primer lugar, el atraso en la evolución del tipo de cambio en relación a los precios internos hacía más riesgoso mantener activos domésticos en cartera; en segundo lugar, el Banco Mundial retiró su apoyo anunciando que no desembolsaría un préstamo por US\$ 350 millones, debido al no cumplimiento de las metas establecidas; en tercer lugar, a medida que se acercaba el acto eleccionario la incertidumbre sobre el resultado devenía incertidumbre acerca de la futura política económica. En la última semana de enero y la primera de febrero comenzó una corrida contra el Austral y el Banco Central tuvo que vender alrededor de US\$ 450 por semana. Para proteger un nivel mínimo de reservas, como se dijo, el 6 de febrero se abandonó el esquema cambiario del Plan Primavera.

A lo largo del trabajo hicimos hincapié en el carácter efímero de las soluciones que se dieron en cada caso a los desequilibrios del sector externo y del sector público, y en el rol que juega la reapertura de esos desequilibrios en la pérdida de los logros obtenidos por la política de estabilización de corto plazo. Pero hubo algo que sí lograron las políticas de corto plazo hasta fines de 1988: evitar la hiperinflación. ¿Cuál es la diferencia que hizo que este no fuera el caso en 1989?

Resulta bastante evidente que los elementos novedosos de la situación eran el grado de incertidumbre política en que vivió 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 ve

extraordinariamente reducida. Los grupos de interés sectorial ejercen su presión, no tan sólo para bloquear proyectos de reforma que lesionan en forma permanente sus intereses, sino para imponerse en la política de corto plazo, despojando a las autoridades de sus instrumentos de estabilización.

Aunque los signos de debilidad del gobierno ya se manifiestan en 1987, y se acentúan luego de la derrota electoral de setiembre de ese año, se perciben nítidamente en la factura del Plan Primavera, que resulta así un ejemplo de lo que queremos remarcar.

La pieza del plan correspondiente al sector externo era la más precaria desde 1985, dada la moratoria con los bancos y el estado de las relaciones con el Fondo y el gobierno norteamericano. La fragilidad e inconsistencias del plan se debieron en buena medida a las componentes de concesión realizadas a grupos de presión, a cambio de apoyo político para lanzar el programa. El régimen cambiario resultó de descartar la imposición de retenciones manteniendo el control de cambios (alternativa que se había utilizado en el Plan Austral) porque el gobierno la consideró políticamente inviable. El sector rural no apoyó el programa, pero redujo su oposición a las retenciones implícitas en el doble mercado de cambios, a cambio de un cronograma para la unificación cambiaria. Los empresarios industriales solo apoyaron el plan luego de conseguir reducciones en el IVA (en el contexto de un programa que tenía como principal objetivo incrementar la recaudación). El Congreso no votó o recortó significativamente las leyes que implicaban costos para las provincias. El plan no contenía ningún elemento coordinador de la política de ingresos en el lado salarial porque, como ya señalamos, este elemento había sido cedido a la presión sindical meses atrás. Sin embargo, los sindicatos sostuvieron su crónico repudio a la política económica del gobierno pese a que, en este caso al menos, la política antiinflacionaria era ostensiblemente favorable a su capacidad de negociación.

La debilidad del gobierno se conjugó con cierta urgencia de los sectores de interés empresario por obtener concesiones y dejar establecidas conquistas frente a la incertidumbre política. Este escenario de exacerbación de la puja distributiva fue el sustrato sobre el que se montó la hiperinflación.

EVOLUCION DEL PRODUCTO Y  
LA INFLACION

CUADRO 1  
Tasas anuales de variación  
(en %)

AÑO	INFLACION	PBI	AGROP.	INDUST.
1971	34.7	3.76	1.57	6.14
1972	58.4	2.08	1.92	4.02
1973	60.3	3.74	10.71	3.97
1974	24.2	5.41	2.73	5.87
1975	182.8	-0.59	-2.75	-2.55
1976	444.1	-0.01	4.53	-3.03
1977	176.0	6.38	2.46	7.81
1978	175.5	-3.22	2.82	-10.52
1979	159.5	7.02	2.82	10.19
1980	100.8	1.53	-5.51	-3.79
1981	104.5	-6.71	1.93	-15.98
1982	164.8	-4.98	6.92	-4.73
1983	343.8	2.93	1.89	10.81
1984	626.7	2.46	3.57	4.03
1985	672.2	-4.38	-2.57	-10.51
1986	90.1	5.38	-2.79	12.88
1987	131.3	2.00	3.40	-0.57
1988	342.9	-2.80	0.20	-6.80

FUENTE: BCRA e INDEC.

CUADRO 2

Evolución de los principales rubros  
de la balanza de pago  
(Millones de dólares corrientes)

AÑO	Saldo Comercial	Servicios Financieros	Saldo Cuenta Corriente
1970	79.1	-222.5	-158.9
1971	-127.7	-255.9	-388.7
1972	36.4	-333.6	-222.9
1973	1036.5	-394.4	720.7
1974	295.8	-333.3	127.2
1975	-985.2	-429.6	-1284.6
1976	883.1	-492.5	649.6
1977	1409.3	-578.5	1289.9
1978	2565.8	-680.8	1833.6
1979	1109.9	-920.0	-536.4
1980	-2519.2	-1531.4	-4767.8
1981	-287.0	-3699.7	-4714.0
1982	2286.8	-4718.5	-2657.7
1983	3320.0	-5407.9	-2437.5
1984	3523.0	-5712.0	-2390.9
1985	4351.0	-5305.0	-952.8
1986	1555.0	-4416.0	-2859.0
1987	257.0	-4485.0	-4236.0
1988	3550.0	-5181.0	-1631.0

FUENTE: BCRA.

CUADRO 3

Deuda Externa (Millones de dólares)

Período	Deuda Externa		
	Total	Pública	Privada
1975	7.875	4.021	3.854
1976	8.279	5.189	3.090
1977	9.678	6.044	3.634
1978	12.496	8.357	4.139
1979	19.034	9.960	9.074
1980	27.162	14.459	12.703
1981	35.671	20.024	15.647
1982	43.634	28.616	15.018
1983	45.069	31.709	13.360
1984	46.903	36.139	10.764
1985	49.326	39.868	8.444
1986	51.422	44.000	7.400
1987	54.700	nd	nd
1988	57.000	nd	nd

FUENTE: BCRA.

CUADRO 4

Déficit del sector público no financiero.  
(porcentajes del PBI)

Año	Déficit
71-75	8.2
76-80	7.5
81-85	12.5
86	4.1
87	7.4
88	4.2

FUENTE: SECRETARÍA DE HACIENDA.

CUADRO 5

Evolución de la inflación y los precios relativos clave  
(Índice 1983=1)

Trimestre	Inflación (en porcentajes)	Tarifas públicas reales	Precios industriales	Salarios reales	Tipo de cambio real paralelo comercial
I-85	82,3	0,60	0,94	1,21	0,91
II-85	105,6	1,02	1,05	1,16	0,90
III-85	37,6	1,08	1,01	1,05	0,88
IV-85	7,0	1,00	0,90	1,03	0,83
I-86	6,8	0,93	0,80	1,05	0,82
II-86	13,1	0,92	0,82	1,05	0,78
III-86	20,8	0,91	0,79	1,05	0,81
IV-86	19,9	0,92	0,76	1,05	0,80
I-87	20,9	0,91	0,75	0,99	0,96
II-87	17,2	0,86	0,73	0,99	0,98
III-87	33,3	0,87	0,72	0,95	1,05
IV-87	44,5	0,95	0,80	0,95	0,94
I-88	29,3	0,93	0,82	0,96	1,00
II-88	53,1	1,09	0,92	0,93	0,81
III-88	80,2	1,12	0,94	0,80	0,72
IV-88	33,8	1,03	0,86	0,96	0,67
I-89	30,4	0,96	0,82	0,97	0,95
II-89	234,8	0,63	1,12	0,73	1,53

FUENTE: Elaboración con datos del INDEC. Las tarifas públicas, los precios industriales y los salarios están deflactados con el IPC. Los tipos de cambio con el Índice Mensual de Agropecuario Nacional.

## CUADRO 6

Evolución de la oferta monetaria  
(Índice base 1984=100)

Trimestre	M1	M2
1985		
I	92.82	98.1
II	74.67	80.8
III	117.50	104.8
IV	152.70	120.8
1986		
I	179.37	141.8
II	181.04	150.2
III	166.72	143.8
IV	163.33	138.5
1987		
I	170.75	241.9
II	170.43	242.5
III	147.22	224.3
IV	122.71	190.0
1988		
I	118.64	197.4
II	93.00	174.9
III	78.60	157.8
IV	96.20	193.1
1989		
I	109.00	223.7
II	57.00	122.5

FUENTE: BCRA.

### III. ALGUNAS OBSERVACIONES SOBRE LA HIPERINFLACION

No tendría lugar aquí un análisis detallado del episodio hiperinflacionario que se vivió entre abril y julio de 1989, porque nos apartaría excesivamente de la línea de discusión que hemos venido desarrollando. Pero sí resulta relevante presentar algunas observaciones que complementan esa discusión.

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<sup>1</sup> acabó con las posibilidades de estabilizar los tipos de cambios comerciales. En poco tiempo la burbuja arrastró 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 sobre la actitud del Banco Central. Pero, dado

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 el 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 corridas 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 febrero las autoridades repusieron el control de cambios en el mercado comercial y anunciaron la flotación de un mercado financiero<sup>12</sup>. Pocos habían adivinado el momento. Estos que no consiguieron adelantarse debían decidir de allí en adelante 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. ¿Porqué 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

---

<sup>12</sup> El tipo de cambio regulado para operaciones comerciales de importación se llamó "especial". Ver el esquema de regímenes cambiarios en el Cuadro 9.

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 tuvieron condiciones para sostener determinadas reglas 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 contra el Banco Central de los operadores del mercado comercial se agregó el 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 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 el cumplimiento de 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, puestas en funcionamiento por una única señal) por la modificación del régimen cambiario.

Más allá de las interpretaciones sobre la burbuja en el mercado de cambio, parece facta

GRAFICO 1

TASAS SEMANALES DE INCREMENTO DEL IPC Y PRECIO DOLAR LIBRE

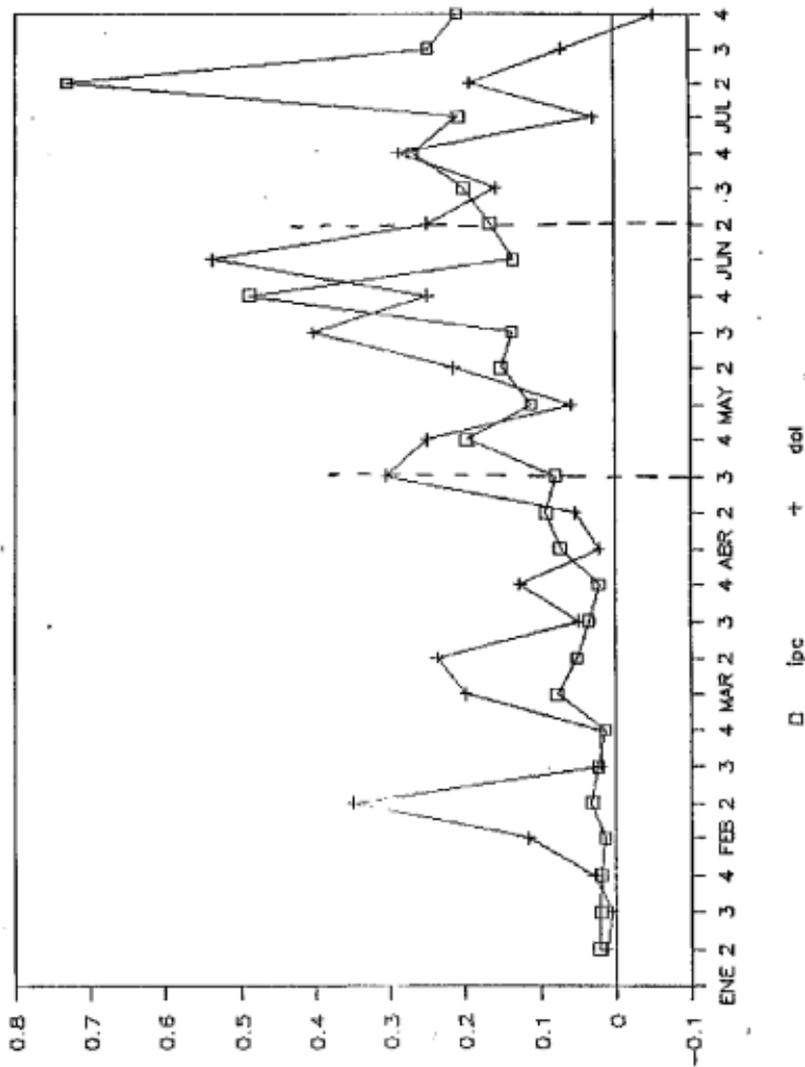
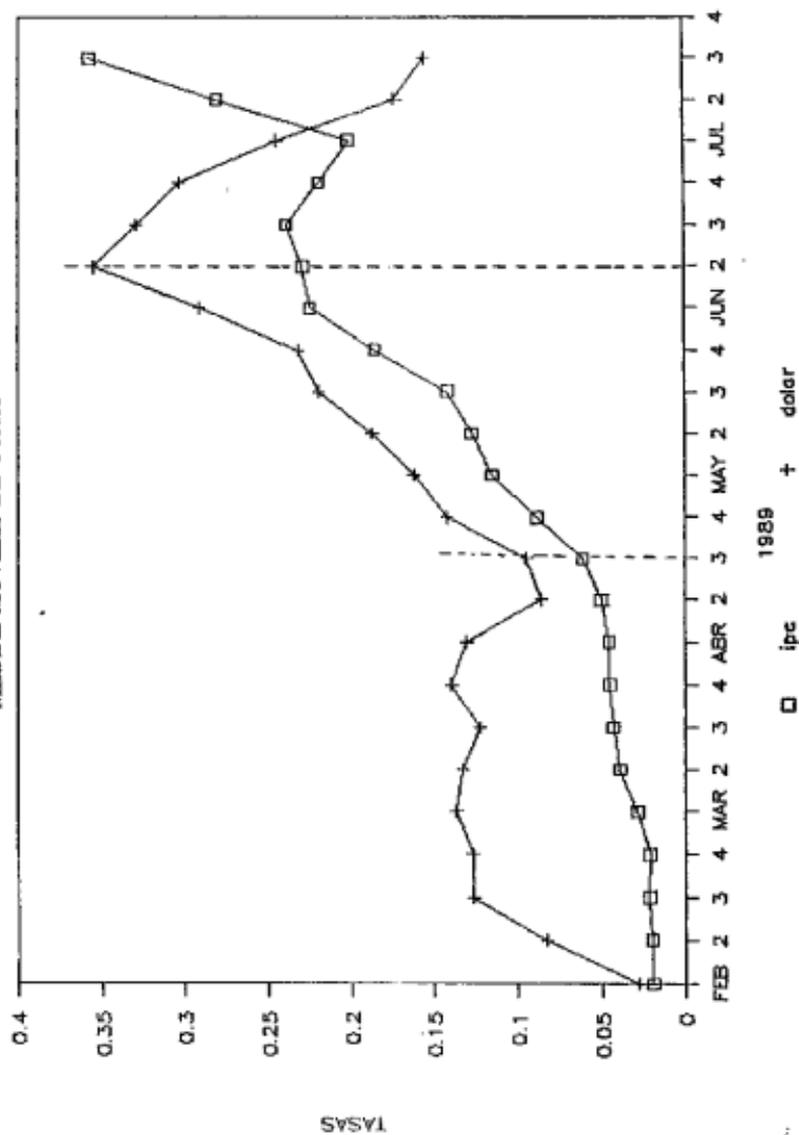


GRAFICO 2

TASAS SEMANALES DE AUMENTO DEL IPC Y DOLAR LIBRE  
 MEDIAS MOVILES DE CUATRO SEMANAS



de discusión que la aceleración inflacionaria tiene su origen en ella. En lo que sigue describimos el episodio hiperinflacionario utilizando una periodización semanal.<sup>13</sup>

Los Gráficos 1 y 2 muestran 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 principio 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 acelerándose) pero desde la tercera semana de abril el precio del dólar y la inflación aceleran conjuntamente hasta principios de junio.

El precio del dólar se desacelera desde principios de junio, tres semanas después de las elecciones presidenciales. Dos elementos, de difícil ponderación relativa, parecen haber provocado el fin de la 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 del 13 de junio de la próxima renuncia del Presidente Alfonsín hacía esperar un inminente programa de estabilización. El segundo elemento de freno provino de las restricciones a los retiros en efectivo de las cuentas bancarias (cuentas corrientes y depósitos a interés) vigente durante junio, que trabó 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

<sup>13</sup> A partir de sustratos de frecuencia semanal obtuvimos una serie de la evolución del IPC. La información principal proviene de una encuesta semanal que realiza la Secretaría de Comercio Interior. Fue contrastada con otras fuentes privadas y compatibilizada 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  $x_t^* = 1/4 \sum_{i=0}^3 x_{t-i}$ .

de junio ya se encontraban seguramente presentes decisiones de posicionamiento de precio frente al próximo programa de estabilización. La inflación de julio, que los gráficos ilustran claramente como adscribible a un modelo diferente, 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.

Merecen ser brevemente mencionados algunos rasgos del comportamiento de precios y salarios.

Puede mostrarse que 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 diferente. Es por esta razón que, con independencia de la magnitud de la tasa de inflación de esos meses, la inauguración del régimen hiperinflacionario puede ubicarse en abril. Vemos más adelante que también en abril, en la tercera semana y coincidiendo con la ya mencionada reaceleración de la burbuja cambiaria, se observa un cambio análogo en el comportamiento del mercado financiero.

El patrón de formación de precios "salta" en marzo y de ese momento en adelante se observa un proceso de creciente "dolarización" de su dinámica. Esto es, las tasas observadas de inflación tienden aproximarse crecientemente a las tasas del precio del dólar libre. Es interesante señalar que esto se verifica con mayor intensidad en los bienes industriales (no comerciables) que en los alimentos comerciables.

En el mes de abril los salarios privados dejan de determinarse en función de la tasa del mes pasado del IPC y comienzan a fijarse según conjeturas sobre inflación del mes corriente. Aún así, el promedio de aumentos resulta significativamente inferior a las tasas de inflación durante todo

CUADRO 7  
TASAS DE AUMENTO MENSUALES  
(en %)

	T. CAMBIO PARA	T. CAMBIO IMPO	T. CAMBIO EXPOagr	IPC	SALARIOS PRIVADOS	TARIFAS PUBLICAS	INDUSTRIALES
EN-88	19.29	10.47	10.47	9.09	12.87	5.22	6.64
FEB	5.97	11.36	11.36	10.43	5.85	13.96	10.12
MAR	9.53	13.58	13.58	14.74	12.82	19.86	14.69
ABR	9.45	16.24	16.24	17.23	14.59	23.49	20.46
MAY	12.48	17.73	17.73	15.72	19.22	26.07	19.12
JUN	31.44	19.82	19.82	17.96	14.58	19.49	17.92
JUL	18.87	19.59	19.59	25.64	21.42	22.59	21.65
AGO	15.91	46.87	24.31	27.63	23.03	36.06	24.40
SEP	1.48	1.33	0.00	11.69	15.78	2.95	13.22
OCT	4.32	4.32	1.83	8.99	14.25	4.29	8.31
NOV	3.00	3.06	3.72	5.71	9.21	6.20	5.21
DIC	2.43	2.47	3.59	6.84	11.54	4.75	6.24
ENE-89	6.64	6.34	4.09	8.92	9.79	7.05	6.11
FEB	46.54	7.70	11.65	9.59	7.49	9.59	9.08
MAR	64.62	5.46	33.21	17.00	10.08	9.91	18.03
ABR	53.45	200.72	75.05	33.37	29.04	20.38	46.96
MAY	113.34	112.42	172.57	78.47	46.86	48.49	94.59
JUN	206.82	72.55	50.37	114.50	95.07	65.52	112.22
JUL	58.60	169.44	170.33	196.60	175.40	331.37	187.48

FUENTE: Elaboración sobre datos del INDEC.

CUADRO 8  
 PRECIOS RELATIVOS  
 (Indice Sep-89=1.000)

	T.CAMBIO PARA	T.CAMBIO IMPO	T.CAMBIO EXPOagr	SALARIO REAL	PAS*	TARIFAS PUBLICAS	PRECIOS INDUSTRIALES
EN-88	1.383	1.178	1.178	1.124	1.152	0.832	0.992
FEB	1.327	1.188	1.188	1.077	1.178	0.859	0.989
MAR	1.267	1.176	1.176	1.059	1.087	0.897	0.989
ABR	1.183	1.166	1.166	1.035	1.046	0.945	1.016
MAY	1.150	1.186	1.186	1.066	1.035	1.030	1.046
JUN	1.281	1.205	1.205	1.036	1.046	1.043	1.045
JUL	1.212	1.147	1.147	1.001	0.954	1.018	1.012
AGO	1.101	1.117	1.117	0.965	0.908	1.085	0.986
SEP	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
OCT	0.957	0.934	0.934	1.048	1.062	0.957	0.994
NOV	0.933	0.917	0.917	1.083	1.148	0.961	0.989
DIC	0.894	0.889	0.889	1.131	1.173	0.942	0.983
ENE-89	0.875	0.849	0.849	1.140	1.202	0.926	0.958
FEB	1.170	0.821	0.865	1.118	1.204	0.926	0.954
MAR	1.647	0.742	0.985	1.052	1.106	0.870	0.967
ABR	1.895	0.976	1.293	1.017	0.913	0.785	1.060
MAY	2.265	2.295	1.975	0.837	0.660	0.653	1.150
JUN	3.239	2.000	1.384	0.761	0.452	0.504	1.143
JUL	1.732	1.817	1.262	0.707	0.297	0.733	1.108

FUENTE: Elaboración sobre datos del INDEC y del Cronista Comercial.  
 Deflactor: Índice de Precios al Consumidor.

\* Poder adquisitivo de los salarios.

Cuadro 9

Esquema de regímenes cambiarios durante la hiperinflación

	<u>EXPO. AGR</u>	<u>EXPO. IND</u>	<u>IMPO</u>
1) Plan Primavera 4/8/88	comercial <sup>1</sup>	50% comercial 50% libre	libre
2) 7/2/89	comercial <sup>2</sup>	50% especial 50% comercial	especial
3) 21/2/89	comercial <sup>3</sup>	50% comercial 50% especial <sup>4</sup>	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	20% retenciones	único
9) 9/7/89	tipo de cambio único A 650 (y rige el mismo esquema de retenciones que en 8).		

<sup>1</sup> El comercial, en este período, era el 75% del libre.

<sup>2</sup> Y se anuncia un cronograma hasta fin de diciembre que comienza a regir en Marzo con un mix 90% com, 5% esp y 5% libec.

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

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

el proceso.

Las tasas de aumento mensual de los principales precios pueden verse en el Cuadro 7. En el Cuadro 8, se exhibe la evolución de los mismos en relación al IPC. El cuadro destaca las principales características de los precios relativos durante el proceso hiperinflacionario: el liderazgo del tipo de cambio libre y su arrastre sobre los tipos comerciales (hasta la unificación de mayo); el derrumbe del poder adquisitivo de los salarios; el aumento del precio relativo de los bienes industriales.

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. Sin embargo, vale la pena examinar sucintamente algunos aspectos de las políticas cambiaria y monetaria del período, porque ilustran con claridad varias de las características explosivas presentes en el actual régimen de funcionamiento de la economía argentina.

En la política cambiaria, las medidas estuvieron orientadas básicamente a dos objetivos. Por un lado, a estabilizar, sino 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 la evolución 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 9 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

GRAFICO 3

INDICES DE LOS TIPOS DE CAMBIO E IPC  
(en logaritmos)

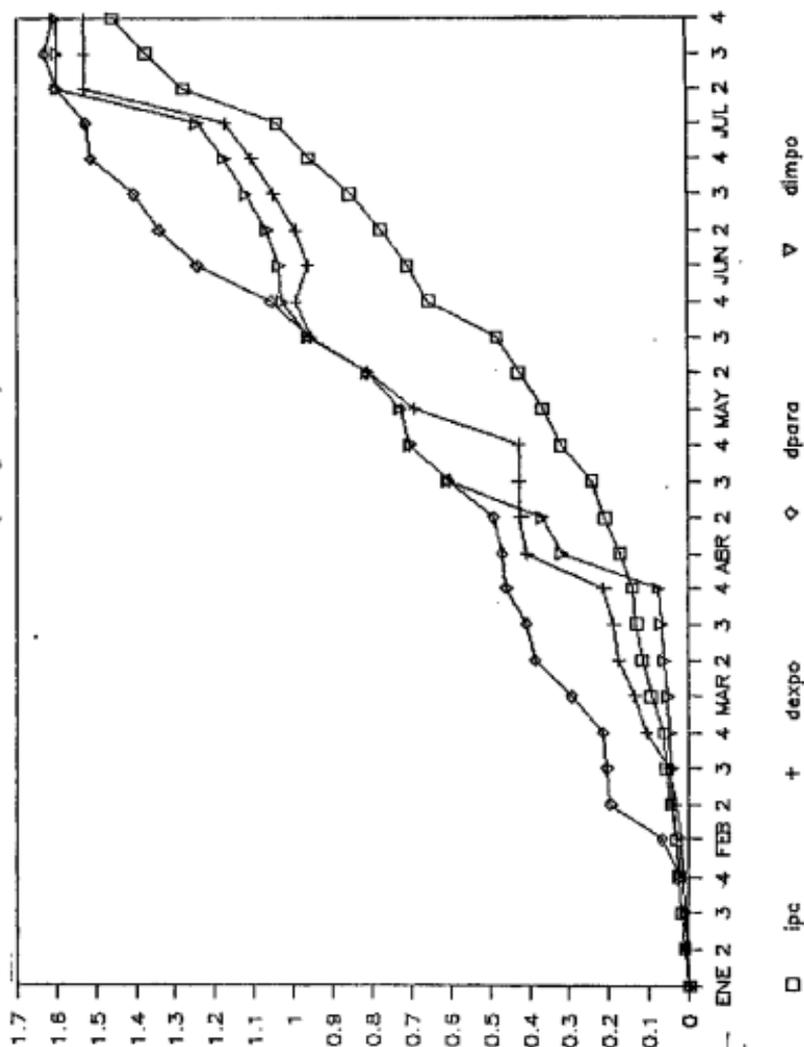


GRAFICO 4

TASAS SEMANALES DE AUMENTO DEL DOLAR LIBRE Y

TASAS SEMANALES DE INTERES (CALL INTERBANCARIO)

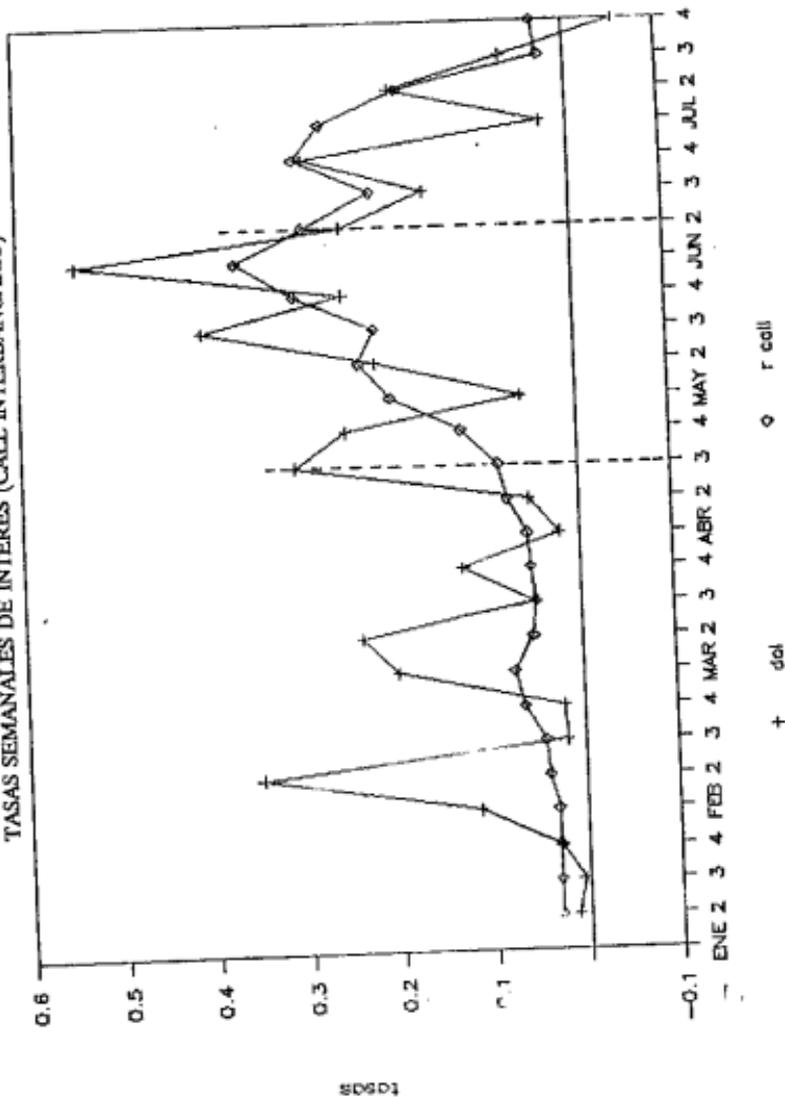
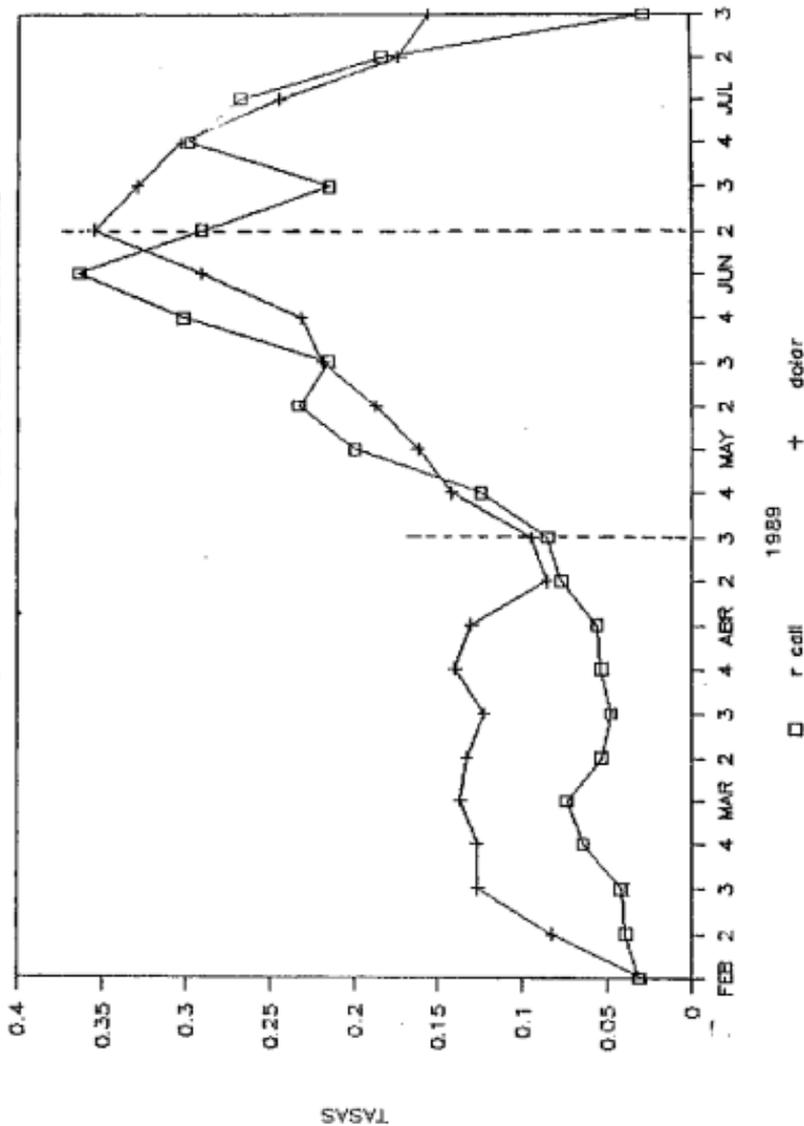


GRAFICO 5

TASAS SEMANALES DE INTERES Y MEDIA MOVIL DE CUATRO

SEMANAS DE LA TASA DE AUMENTO DEL DOLAR LIBRE



mecanismo de pasar al mercado libre la liquidación de 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, 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.

La experiencia con el mercado único y flotante de cambio mostró una vez más lo peligroso que resulta suponer que los mercados son estables siempre. En el proceso que llevó a la liberación total del mercado cambiario las autoridades parecen haber tomado las medidas con el modelo de overshooting in mente, mientras el mercado se movía en un sendero explosivo, básicamente porque debido a la incertidumbre económica y política, el diferencial de riesgo entre activos domésticos y externos mostraba un comportamiento fuertemente inestable.

Una síntesis del comportamiento del mercado financiero puede verse en los Gráficos 4 y 5. 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.

Los gráficos ilustran con nitidez el cambio de régimen que se produjo en abril. Hasta la segunda semana de abril las tasas de interés eran cada semana sistemática y significativamente inferiores a la tendencia que había experimentado el dólar hasta ese momento (medida por las medias móviles). Esto indica que hasta la segunda semana de abril predominaban en el mercado

financiero expectativas de estabilización del comportamiento futuro del dólar libre. En cambio, desde la segunda semana de abril las tasas de interés igualan y superan<sup>14</sup> la tendencia pasada del precio del dólar libre, señalando la generalización de las expectativas de aceleración del proceso.

Los gráficos ilustran claramente también la reversión de las expectativas en la segunda semana de junio.

Con la excepción del probable efecto de medidas draconianas, como fueron las restricciones a la extracción de dinero de los bancos, la experiencia hiperinflacionaria puso de manifiesto las limitaciones de la política monetaria, por sí sola, para controlar la inflación. Por ejemplo, las autoridades trataron de estabilizar el dólar no sólo mediante el aumento de la oferta en el mercado libre, sino también mediante la colocación en el mercado de sustitutos domésticos del dólar (vgr. letras dolarizadas), pero el efecto de tal medida, en términos de eliminar los excesos de demanda en el mercado de divisas, fue muy pobre. Ello pone de manifiesto la poca capacidad de hacer política monetaria en un contexto en el que cualquier deuda del gobierno es percibida como altamente riesgosa.<sup>15</sup>

Buena parte de las limitaciones de la política monetaria devienen del hecho de que tratar de controlar la oferta cuando la inflación es alta tiende a producir antes la quiebra de los tomadores de crédito que a inducir efectos antiinflacionarios. Durante la hiperinflación las autoridades se vieron repetidamente ante un dilema: si se hacía una política monetaria pasiva se convalidaba la hiperinflación, si ella era demasiado dura, los tomadores de crédito, al no poder refinanciarse, hubieran tenido que devolver anticipadamente los créditos. Esto es, si se inducía un

---

<sup>14</sup> Entre la segunda semana de abril y la primera de junio, el coeficiente de regresión de las tasas de interés respecto de la tendencia pasada del dólar es 1.4.

<sup>15</sup> En realidad, todo el sistema financiero es percibido altamente riesgoso en este contexto. Por ejemplo, parte de la pérdida de reservas resultaba de la no renovación de depósitos en dólares existentes en el sistema.

CUADRO 10  
 IMPUESTO INFLACIONARIO  
 (en %)

	INCREM.REAL MI	MI/PBI	IMP.INF./MI	IMP.INF./PBI
ENE-88		4.48		
FEB	-45.41	4.04	11.72	5.69
MAR	-29.75	3.76	14.41	6.50
ABR	-28.20	3.49	15.67	6.57
MAY	-15.41	3.35	16.97	6.82
JUN	5.72	3.40	17.10	6.98
JUL	-55.80	2.87	23.93	8.25
AGO	-17.16	2.71	24.37	7.92
SEP	34.80	3.04	7.30	2.66
OCT	11.70	3.15	6.08	2.30
NOV	15.58	3.30	4.36	1.73
DIC	117.42	4.41	4.40	2.33
ENE-89	-38.65	4.05	8.02	3.90
FEB	-29.75	3.76	8.89	4.01
MAR	-3.91	3.73	15.36	6.87
ABR	-77.53	2.99	38.96	13.98
MAY	9.06	3.08	46.67	17.23
JUN	-65.96	2.45	69.82	20.53

FUENTE: Elaboración sobre datos del BCRA y del INDEC.  
 Los precios están medidos con el índice combinado  
 mayoristas-consumidor.

fuerte aumento en los encajes, los bancos se quedarían sin capacidad prestable y ello podría inducir quiebras generalizadas y contribuir al colapso de la oferta de bienes.

Un último punto se refiere a la evolución de la demanda de dinero y al impuesto inflacionario. Pese a que la cantidad real de  $M_1$  se redujo, el impuesto inflacionario sobre  $M_1$  fue creciente a lo largo del episodio hiperinflacionario. Esto puede verse en el Cuadro 10, que muestra que el impuesto inflacionario llegó a representar, en junio, más de 20% del PBI.

#### IV. CONCLUSIONES

La discusión de los éxitos y fracasos de la estabilización en Argentina puede sugerir una reflexión sobre la situación de América Latina.

La observación más general que puede hacerse respecto de Argentina es que las políticas implementadas luego de la crisis de 1980-81 no estuvieron en condiciones de dar una solución estable a los desequilibrios básicos que hemos señalado en la sección primera del trabajo. El hecho de que algo semejante haya ocurrido en la mayoría de los países endeudados de la región abona la hipótesis de que el desbalance estructural inducido por el desmesurado aumento del endeudamiento externo reclama para su solución medidas más profundas que las que normalmente están presentes en los programas de estabilización. Por otra parte, y por las mismas razones, parece difícil que la crisis pueda ser superada sin el aporte de los países acreedores.

Las características antes comentadas en lo atinente a la ineffectividad de las políticas de estabilización tradicionales y la poca disposición de los países acreedores a aportar los fondos para apoyar una solución duradera, ha dejado a los países endeudados de América Latina en una situación paradójica. Por un lado, es necesario hacer política económica para evitar las consecuencias más negativas de los actuales desequilibrios (como la hiperinflación o una crisis de pagos generalizada en el sector externo). Por otro, los paquetes de estabilización son estructurados e implementados sin la convicción de que serán capaces de brindar una solución más o menos estable a los desbalances macroeconómicos.

Así, de hecho, los países latinoamericanos se encuentran hoy en una encrucijada en la cual las políticas de ajuste son una forma de esperar que los países desarrollados se persuadan de la

necesidad de financiar una solución permanente. El problema, no obstante, es que, la prolongación de los desequilibrios está induciendo en algunas naciones procesos hiperinflacionarios, y en la mayor parte de los países cambios que representan una involución en los niveles de desarrollo alcanzados por la región hacia fines de la década pasada.

Cabe enfatizar, no obstante, que el hecho de que una solución permanente de las restricciones actuales no pueda alcanzarse sin la voluntad de colaboración de los países acreedores, no implica que tal colaboración sea una condición suficiente para lograr una estabilización permanente de la economía. Como hemos dicho, muchos de los desequilibrios estructurales existentes fueron agravados por la crisis y, debido a ello, aún si se produjera una sensible disminución en el peso de la restricción externa, la tarea de reordenamiento de la economía doméstica que quedaría por hacer sería enorme y difícil. En realidad, en el caso de la Argentina, dar una solución viable y consensualmente aceptada a los problemas reales, fiscales, monetarios y de la distribución del ingreso, parece a priori casi tan difícil como la de lograr la colaboración de los países acreedores.

## BIBLIOGRAFIA

- CANAVESE, Alfredo J. y DI TELLA, Guido, "¿Estabilizar la inflación o evitar la hiperinflación?. El caso del Plan Austral", en M. Bruno et al. (ed.) Inflación y Estabilización, FCE, México, 1988.
- CARCIOFI, Ricardo, Apuntes para una reforma del sector público, CEPAL, Mimeo, 1989.
- CEPAL, La promoción a la inversión industrial en la Argentina, efectos sobre la estructura industrial 1974-1987.
- FANELLI, J.M. y FRENKEL, R., "La Argentina y el Fondo en la última década", en Sistema Económico Latinoamericano (Ed.), El FMI, el Banco Mundial y la crisis latinoamericana, México, Siglo XXI, 1986.
- "El plan Austral un año y medio después", el Trimestre Económico, Nro. especial, setiembre, 1987.
- FANELLI, J.M., "La generación de recursos financieros en Argentina". En Damill, Mario, et al., Déficit Fiscal, Deuda Externa y Desequilibrio Financiero, Ed. Tesis, Buenos Aires, 1989.
- FRENKEL, Roberto, El régimen de alta inflación y el nivel de actividad, Documento CEDES/26, Buenos Aires, 1989.
- HEYMANN, Daniel, Tres ensayos sobre inflación y políticas de estabilización, Buenos Aires, CEPAL, 1986.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND, Financial Policy Workshops. The Case of Kenya, Washington, IMF Institute, 1981.
- MACHINEA, José Luis, "Desde diciembre del '86 las reservas de divisas no superaron US\$ 2.500 millones", Buenos Aires, Ambito Financiero, 6 de julio de 1989.
- Programa de Asistencia Técnica para la Gestión del Sector Público Argentino, Síntesis y Conclusiones de los documentos de investigación, Bs. As., Programa de Estudios sobre Política Tributaria, 1989.