

**DEUDA EXTERNA, AJUSTE Y POLÍTICAS
DE ESTABILIZACIÓN EN ARGENTINA.
NOTAS SOBRE EL PLAN AUSTRAL***

José María Fanelli y Roberto Frenkel

El presente trabajo está dedicado al análisis del plan de estabilización en curso en la Argentina conocido como Plan Austral. Hemos dividido el estudio en tres grandes secciones. En la primera se pasa revista de las proposiciones teóricas que, según nuestro punto de vista, pueden ser consideradas como de relevancia para la comprensión del por qué de las medidas del Plan Austral. En la segunda sección se exponen las medidas más importantes del programa, por una parte y, por otra, se analiza la evolución de la economía argentina durante los primeros nueve meses de aplicación del mismo, es decir, durante el periodo que va desde la puesta en práctica del Plan hasta el comienzo de la etapa de descongelamiento. En la última sección, más breve, se hacen algunas consideraciones sobre las cuestiones que el programa deberá encarar en el futuro próximo.

1. Algunas consideraciones teóricas

1.1 La dinámica de la inflación

Desde 1975 la economía argentina ha experimentado tasas de inflación altas y variables. Como consecuencia, los cambios en los precios relativos siguieron una pauta de variación con un fuerte componente aleatorio. En tal contexto, los agentes económicos se muestran reticentes a establecer contratos en términos nominales debido a que el valor real de los mismos sería muy afectado tanto por los movimientos futuros en los niveles de precios como por los de los precios relativos. Debido a la alta probabilidad de que se produzcan fuertes variaciones en las tasas de inflación futuras los contratos en términos nominales desaparecen e, incluso, los contratos indizados devie-

*CEDES, octubre, 1986.

nen riesgosos. El riesgo de cambios en los precios relativos clave en el futuro no puede evitarse debido a que la indización toma en cuenta el nivel general de precios como base de los pagos futuros. De esto se deduce que se producirá una relación inversa entre la inflación observada y la duración de los contratos. Y, a medida que la duración de los contratos se acorta, la incertidumbre en relación con el futuro aumenta. Bajo tales circunstancias, el costo de recoger información relevante acerca de la evolución futura de la economía se hace cada vez más alto.

Sin embargo, debe tenerse en cuenta que, en la medida en que no se estén produciendo choques de precios relativos (por ejemplo, una maxidevaluación), la indización a la inflación pasada es una alternativa racional y eficiente en tanto permite eludir la necesidad de renegociar los contratos (en especial los que fijan los salarios). En este sentido, no sólo es crucial conocer cómo forman los agentes sus expectativas inflacionarias, sino también los costos de recolección de la información relevante y los costos de recontratación.

La experiencia argentina parece indicar que en una situación *normal* los agentes formadores de precios tienden a establecer los mismos con referencia a la inflación pasada. Esto es, los salarios, las tarifas públicas y el tipo de cambio tienden a ser establecidos siguiendo esa regla y la inflación deviene inercial. Hay inflación hoy porque hubo inflación ayer. *Normal* en este contexto significa que no se están produciendo cambios significativos en los precios relativos debido por ejemplo a un choque de oferta, presiones de los sindicatos por incrementos salariales o medidas de política. Esto es así debido a que, aparte de la inercia debida a la indización, la tesis central de la teoría estructural de la inflación es que la inflación es provocada por los cambios en los precios relativos clave.¹

Sobre la base de la teoría estructural,² la dinámica de la inflación en la Argentina puede ser representada por:

$$P_t = a_1 P_t^{\text{flex}} + a_2 P_t^{\text{fix}} + a_3 P_t^{\text{gob}} \quad (1.1)$$

donde P_t es la tasa de inflación en términos de un nivel de precios agregado y P_t^{flex} , P_t^{fix} y P_t^{gob} son, respectivamente, la tasa de variación de precios del sector de precios flexibles, del sector de precios administrados y del sector público. Por otra parte, a_1 , a_2 y a_3 son parámetros que representan la participación de cada sector en la oferta agregada.³

La desagregación implícita en (1.1) refleja rasgos estructurales de la eco-

¹ Para una revisión de los recientes desarrollos en la teoría estructuralista latinoamericana de la inflación, ver Figueiredo *et al.* (1985) y Heymann (1986).

² En lo que sigue, la argumentación se basa en Frenkel (1983) y (1984).

³ Las referencias básicas para esta distinción entre precios flexibles y administrados son: Kålecki (1971), Okun (1981) y para alta inflación Frenkel (1979).

nomía argentina. En el sector de precios flexibles, los agentes económicos son "tomadores" de precios. Esto es, los precios son determinados por la oferta y la demanda. Se trata de un sector que, básicamente, produce alimentos no manufacturados o materias primas. En este sector, los precios experimentan una mayor variabilidad que en los restantes. Debido a esto, el índice de precios flexibles induce una mayor volatilidad al índice de precios agregado.

El sector de precios administrados es predominantemente industrial y oligopólico. En él la formación de precios se realiza con base en la regla de los márgenes de ganancia. En una situación normal (esto es, cuando no se está produciendo un choque de precios relativos), como Frenkel (1983b)⁴ mostró, los márgenes de ganancia son constantes. Dado que a nivel agregado los costos primos más importantes son los constituidos por los salarios y las materias primas importadas, la inflación en términos de bienes industriales puede ser expresada como:

$$P_t^{\text{fix}} = b_1 e_t + b_2 W_t \quad (1.2)$$

donde e_t es la tasa de variación de los precios domésticos de los bienes importados y W_t la tasa de crecimiento de los salarios; b_1 y b_2 son parámetros. La ecuación (1.2) implica que el sector de precios administrados actúa como un mecanismo de transmisión de las presiones inflacionarias de otras partes del sistema. La elasticidad b_1 , y por lo tanto, la importancia de los bienes importados en la explicación de la inflación, dependerá de la proporción de bienes comercializables utilizada como insumo en el proceso productivo. La variabilidad de e_t será una función tanto de los precios internacionales como de la política de las autoridades en relación con el tipo de cambio. En la Argentina, el tipo de cambio es una variable controlada en gran medida por el gobierno (al menos en el corto plazo). La tasa de crecimiento de los salarios es función de varios factores entre los que cabe incluir: el marco institucional en el que los salarios son negociados, el nivel de la demanda de trabajo y las expectativas de los asalariados en relación con la tasa de inflación futura. No obstante, sobre la base de la experiencia, en Argentina parece que los factores institucionales y políticos, tales como la fuerza de los sindicatos, desempeñan un papel crucial en la determinación de los salarios reales y la inflación. Así, por ejemplo, en las aceleraciones inflacionarias de 1975 y 1983, los salarios monetarios tendieron a crecer por encima de la inflación como resultado de las presiones sindicales y los aumentos nominales de salarios fueron trasladados a los precios, con lo que se indujo un proceso inflacionario acumulativo.

⁴ En Frenkel (1979) se demuestra, en realidad, que los márgenes de ganancia dependen de las expectativas de pérdida de ingreso y de pérdidas de capital, lo cual a su vez es función de la demanda efectiva esperada y la inflación esperada.

El tercer componente de (1.1), las tarifas públicas, es una variable controlada por el gobierno y debe ser considerada una variable de política.

Sustituyendo (1.2) en (1.1) tenemos:

$$P_t = X_1 P_t^{\text{flex}} + X_2 e_t + X_3 W_t + X_4 P_t^{\text{gob}} \quad (1.3)$$

La tasa de inflación en el periodo t es, entonces, una función de la tasa de variación de los precios "flexibles", el tipo de cambio, los salarios y las tarifas públicas. Las elasticidades X_i reflejan los rasgos estructurales ya mencionados. En una situación normal, los precios relativos permanecen aproximadamente constantes y la indización a la inflación pasada se convierte en una regla óptima tanto para el gobierno como para el sector privado. En este contexto se deduce que $W_t = P_{t-1}$, $e_t = P_{t-1}$ y $P_t^{\text{gob}} = P_{t-1}$. Si, como estamos suponiendo, no hay cambios en los precios relativos, $P_t^{\text{flex}}/P_t^{\text{flex}}$ permanece constante y por lo tanto la inflación no desaparece pero deviene inercial:

$$P_t = P_{t-1}$$

Pero la indización "mirando hacia atrás" no es óptima en todo contexto. ¿Qué ocurre cuando los precios relativos cambian? Si estos cambios son graduales, los contratos indizados y los acuerdos implícitos continúan siendo alternativas de menor costo en relación con un costoso proceso de recontractación. Pero si se produce un fuerte cambio en los precios relativos éste no será el caso.

Por ejemplo, si en un contexto en el cual la mayor parte de la deuda pública pertenece al Estado, se produce un brusco aumento de la tasa de interés internacional (como en la Argentina desde 1981), la consecuencia inmediata será la de un incremento en el déficit fiscal y un desmejoramiento en la cuenta corriente. Ante ello, la reacción probable de las autoridades será la de incrementar las tarifas públicas y devaluar la moneda doméstica. De acuerdo con (1.3), estas medidas llevarán a una sensible aceleración de la inflación y a una ruptura con la "normalidad". Un resultado altamente probable de estos hechos es el de que los agentes cambien la forma en que hacen sus expectativas. Esto es, habrá un cambio *estructural* en el modelo establecido en (1.3). Los agentes basan sus expectativas de inflación en toda la información disponible, *incluyendo la información de que la economía está en desequilibrio* y la de que, por lo tanto, se pueden esperar fuertes cambios en los precios relativos. Dado que bajo condiciones de choque un error en el cálculo del precio del propio producto podría implicar sensibles pérdidas de capital o de ingresos, los agentes comenzarán a formar sus expectativas "mirando hacia adelante" en vez de "mirar hacia atrás". Los costos de recontractación devienen menores que los beneficios de evitar pérdidas de capital o de ingresos.

Estos cambios en la forma en que los agentes hacen expectativas constituye un rasgo básico y característico de la dinámica de una economía que se encuentra atravesando un periodo de choque. Ahora bien, si la gente toma en cuenta toda la información disponible en una forma racional, ¿por qué los choques de política han sido tan efectivos para inducir cambios en los precios relativos en el pasado? ¿Cómo ha sido posible cambiarlos en 1976-1977 y desde 1981? La respuesta que parece más plausible surge de la diferencia entre tener expectativas correctas y estar en condiciones de imponer los precios o salarios "deseados" en la recontractación. La recontractación de precios y salarios es una función del marco institucional. En este sentido debe remarcarse el hecho de que otro rasgo característico de los choques de política es el de que los mismos son capaces de conducir a la economía a *cierto tipo de desequilibrio* de acuerdo con los objetivos de política del gobierno, tal como, por ejemplo, cerrar la brecha externa al costo de abrir en forma simultánea la brecha interna (es decir, generando desempleo). Una condición necesaria para este resultado es la existencia de contratos inflexibles que actúen como un ancla para la estabilidad económica. Cuando los agentes económicos muestran una "indebida" propensión a establecer contratos flexibles (especialmente acuerdos salariales), el resultado es una fuerte inestabilidad económica (como ocurrió en la Argentina en 1975).⁵

1.2 La dinámica del sector financiero

Como consecuencia del proceso de "ajuste caótico" ante la restricción externa que se inicia con la crisis de principios de 1981, surgen una serie de hechos económicos novedosos en la dinámica de funcionamiento del sistema financiero que deben ser tenidos en cuenta para la elaboración de la política económica.

En primer lugar, la deuda externa neta del país se incrementó exponencialmente a partir de 1980.⁶ Ante la imposibilidad del sector privado de hacerse cargo de la misma, por diversos mecanismos el sector público terminó haciéndose cargo casi de su totalidad. Es decir, hoy la deuda externa está nacionalizada y, por lo tanto, es el sector público el que debe hacerse cargo de prácticamente la totalidad de los servicios que tal deuda genera. Tal brecha se revirtió, a su vez, en un aumento permanente del gasto público, cuyo impacto inmediato fue el de aumentar sustancialmente el déficit fiscal. Como consecuencia del aumento en el monto de intereses a pagar a los factores del exterior, la relación PNB/PIB sufrió un cambio estructural, descendiendo

⁵ Para una revisión de las políticas de ajuste en Argentina en los últimos diez años, ver por ejemplo: Canitrot (1981), Fanelli y Frenkel (1985), Feldman y Sommer (1983). Para el periodo anterior se puede ver Mallon y Sorrouille (1975) o Williamson (1983).

⁶ Ver cuadro 1.

en más de 6% del PIB y, dado que la deuda es del sector público, tal descenso en el ingreso nacional tomó la forma de un aumento en el déficit fiscal que, de hecho, terminaría reduciendo el ingreso disponible del sector privado.

En segundo lugar, el mercado internacional de capitales está racionalizado. En la medida en que los pagos por interés son superiores a la disponibilidad de crédito externo, el país debe mantener un superávit permanente en el balance comercial. De hecho, Argentina se ha convertido en un país exportador de capitales.

En tercer lugar, las exportaciones provienen del sector privado que, en consecuencia, es el dueño del superávit comercial. Por lo tanto, para hacer frente al pago de los intereses de la deuda pública externa, las autoridades deben comprar las divisas al sector privado. Estas transacciones se realizan a través del sistema financiero. *A priori* podría suponerse que los mercados proveerán un conjunto de rendimientos de equilibrio de los activos tales que los residentes aceptarían voluntariamente poseer en sus carteras el dinero o los bonos domésticos a cambio de las divisas obtenidas en el comercio exterior. Sin embargo, dado el enorme monto de la *nueva* deuda pública a colocar por año en relación con la existente, tal conjunto de rendimientos podría no existir.⁷ Dada la enorme dificultad para colocar deuda externa o deuda interna, una alternativa podría ser la de subir los impuestos y utilizar estos ingresos para afrontar los pagos externos. Tal aumento de los impuestos, sin embargo, implicaría una fuerte caída en el ingreso disponible de los particulares que sería extremadamente perjudicial para los incentivos en una economía capitalista. Este dilema es el núcleo del *problema de la transferencia interna*.

Estos rasgos estructurales de funcionamiento del sistema financiero y sus repercusiones sobre el lado real pueden comprenderse mejor haciendo uso de un modelo sencillo que refleja las relaciones entre las conductas del sector externo, el público y el privado.

En lo que hace al sector privado, a nivel macroeconómico, el monto de los fondos prestables netos ofrecidos por el mismo al resto de los agentes del sistema está dado por la diferencia entre el ahorro y la inversión del sector. A su vez, tales fondos son empleados en la adquisición de activos financieros emitidos por los agentes tomadores de esos fondos líquidos. Luego (en lo que sigue, todas las variables se expresan en términos reales a no ser que se diga lo contrario):

⁷ Para el análisis de la determinación de los rendimientos de equilibrio en un sistema de equilibrio general de activos financieros ver por ejemplo Tobin (1979) y (1981), Taylor (1983) o Taylor y Rosenweig (1984). La siguiente formalización sigue a la de estos autores y difiere de los tradicionales como los que se encuentran en McKinnon (1973) y Shaw (1973). Para la importancia del problema de cómo agregar los activos financieros ver Leijonhufvud (1967).

$$S - I = \Delta M - \Delta CP = \Delta N \quad (2.1)$$

la inversión financiera neta privada (ΔN) es igual a la diferencia entre el aumento de los activos financieros del sector en el sistema bancario y el aumento del crédito tomado por los particulares en el mismo. M se puede interpretar como "dinero" en sentido amplio. Es decir, incluye todos los activos de corto plazo del sistema bancario, paguen o no interés. A fin de simplificar, supondremos por un lado que no existe un mercado de bonos a largo plazo del gobierno y, por otro, que los particulares no pueden operar en divisas si no es a través del sistema bancario. El primer supuesto estiliza el hecho de que debido a la extrema incertidumbre respecto de la evolución de la inflación y de los precios relativos, y a la fragilidad del sistema financiero, el mercado de activos financieros desapareció en los últimos años en Argentina. El segundo supuesto se refiere a que, dado el control de cambios, todas las operaciones de capital del mercado de cambio están supervisadas por el Banco Central. No obstante, existe de hecho un mercado "negro" de divisas. En esta sección del análisis nos referimos a la parte "blanca" de la economía. Posteriormente haremos algunas consideraciones respecto a cómo cambia el modelo al tomar en cuenta el mercado de divisas paralelo. Supondremos además que el ahorro es función creciente del nivel de ingreso (y); que la inversión depende positivamente del precio de demanda de los bienes de capital (q) y negativamente de la tasa de interés abonada por los activos financieros (r). La demanda neta de activos financieros por el sector privado (ΔN), por último, es una función creciente de r , y decreciente de q . Asimismo, la demanda de activos financieros aumenta cuando sube la inflación debido a la necesidad de reponer los saldos reales licuados por ella y también se incrementa con el nivel de ingreso debido al motivo transacciones. Resumiendo (de aquí en adelante el subíndice indica la derivada de la variable respecto al mismo):

$$S(y) - I(q, r) = \Delta N(q, r, \pi, y) \quad (2.1')$$

con

$$S_y > 0; I_q > 0; I_r < 0; \Delta N_q < 0; \Delta N_r > 0; N_\pi > 0; \Delta N_y > 0$$

El sector público, por su lado, ofrece o demanda activos financieros en la medida en que el resultado de sus decisiones conduzca respectivamente a un superávit o un déficit. Suponiendo que el sector público lleva a cabo sus transacciones financieras a través del sistema bancario, el déficit público se define como:

$$G + Z = T \equiv \Delta CG \quad (2.2)$$

Es decir que si el gasto público en bienes y servicios (G) más los pagos

por intereses de la deuda externa (Z) —que suponemos sólo realiza el gobierno por estar la deuda nacionalizada— superan a la recaudación impositiva (T), entonces el sector público debe tomar fondos en el sistema bancario (CG), ya que supusimos que no puede colocar bonos de largo plazo y las operaciones de corto plazo sólo se hacen a través del sistema bancario. Todas estas variables son exógenas, excepto la recaudación tributaria, que es función inversa de la tasa de inflación y directa del nivel de ingreso. La relación inversa entre la recaudación tributaria y la inflación se debe al efecto de rezago fiscal. Dado el periodo entre el devengamiento y el pago efectivo de los impuestos, cuando la inflación se acelera, el valor de lo recaudado en términos reales cae. No obstante, cabe aclarar que mientras G es exógena por ser un instrumento de política, Z lo es porque depende de la tasa de interés internacional que es un dato exógeno. Es decir, Z está fuera del control del gobierno. De lo dicho surge que:

$$\bar{G} + \bar{Z} - T(\pi, Y) = \Delta CG \quad \text{con } T\pi < 0; Ty > 0 \quad (2.2')$$

En el sector externo, el monto de fondos prestables que el resto del mundo pone a disposición del país se define como la diferencia entre el incremento del crédito externo (ΔK) y la acumulación de reservas (ΔR) en el periodo. *Ex post*, tal monto debe coincidir con el déficit en cuenta corriente. Es decir que si la suma de las importaciones de bienes y servicios (H) y los pagos de intereses de la deuda (Z) son superiores a las exportaciones (X), el país recibe ahorro externo:

$$H + Z - X = \Delta K - \Delta R \quad (2.3)$$

En lo que hace a las funciones de comportamiento, supondremos que las exportaciones son exógenas debido a la restricción de la demanda efectiva internacional o a las limitaciones de oferta interna de productos exportables. En cuanto a las importaciones, el hecho estilizado es que son una proporción fija (b) del nivel del producto interno por tratarse básicamente de insumos intermedios y bienes de inversión utilizados en el proceso productivo. Para reflejar el hecho de que el sistema financiero internacional se encuentra racionado, supondremos que no hay "dinero fresco" por lo que $\Delta K = 0$. Por último, para simplificar, se supone que el Banco Central no acumula ni desacumula divisas (es decir, $\Delta R = 0$).

Por lo tanto:

$$\bar{Z} = \bar{X} - bY \quad (2.3')$$

Dado que a nivel agregado la suma de los déficits y superávits de todos los sectores debe ser cero y que el sistema bancario sólo se limita a facilitar las transacciones sin ahorrar ni invertir, de la contabilidad del sistema bancario surge que:

$$\Delta M - \Delta CP = \Delta R + \Delta CG - \Delta K \quad (2.4)$$

y dados los supuestos del modelo:

$$\Delta N = \Delta CG \quad (2.4')$$

Es decir, que la condición de equilibrio en el mercado financiero se reduce a que la demanda de "dinero" debe ser igual a las necesidades de crédito del gobierno.

Un primer ejercicio para ver la dinámica del funcionamiento financiero de la Argentina es observar la relación entre pagos de intereses de la deuda externa, rendimiento de los activos financieros e inversión. Para aislar lo más posible los aspectos monetarios supondremos que el ingreso está dado y que la inflación viene determinada por la ecuación de la inflación estructural. Haciendo las sustituciones correspondientes, resulta un sistema de dos ecuaciones con dos incógnitas (q y r):

$$S(\bar{Y}) - I(q, r) = \Delta N(q, r, \bar{\pi}, \bar{y}) \quad (2.1')$$

$$\Delta N(q, r, \bar{\pi}, \bar{y}) = \Delta CG \quad (2.4')$$

La ecuación (2.1') representa, entonces, el equilibrio *dentro* del sector privado y la (2.4') el equilibrio del mercado de "dinero".

De acuerdo con los supuestos realizados en cuanto a la conducta de los agentes agregados se deduce que:

$$\left. \frac{dq}{dr} \right|_{\substack{\text{sector} \\ \text{privado}}} < 0 \quad (2.5)$$

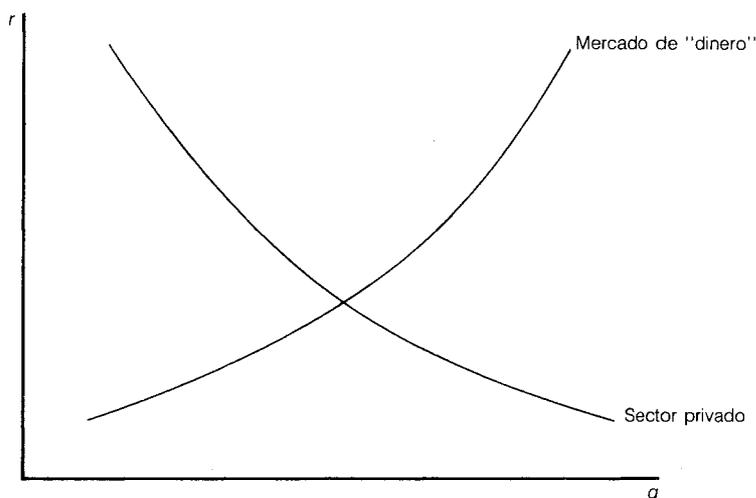
y que

$$\left. \frac{dq}{dr} \right|_{\text{"dinero"}} > 0 \quad (2.6)$$

En el sector privado (2.5) expresa el hecho de que existe una relación inversa entre el precio de demanda de los bienes de capital y el rendimiento de los activos financieros, lo cual se muestra en la gráfica 1.⁸

Los puntos sobre la curva correspondiente al sector privado indican puntos de equilibrio de presupuesto de tal sector. Es decir, el ahorro privado es igual a la inversión física más la inversión financiera de los agentes privados. Por arriba y por debajo de la curva, el sector privado está en desequilibrio. Por encima de ella, por ejemplo, existe un exceso de la inversión sobre

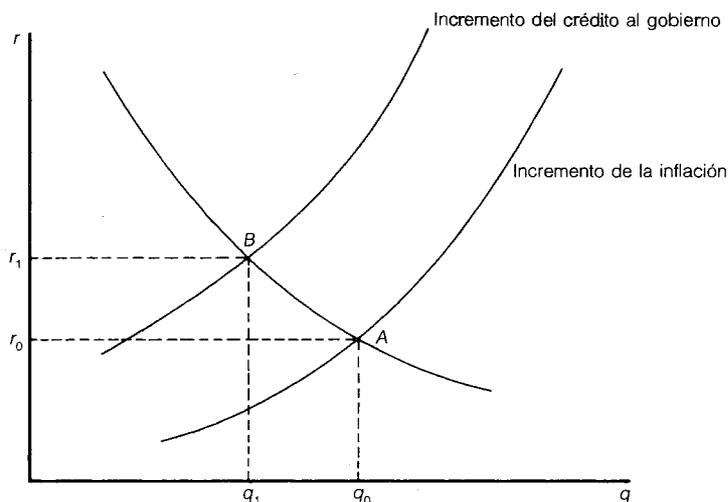
⁸ Utilizamos la expresión "precio de demanda de los bienes de capital" en el sentido de Minsky (1975).

Gráfica 1

el ahorro. Por lo tanto, o bien q debe caer para que se reduzca la inversión física, o bien r debe disminuir a los efectos de que sea la inversión financiera la que se reduzca, liberando fondos para la financiación de la inversión privada. En lo que hace al mercado de dinero, la ecuación (2.6) expresa que existe una relación positiva entre el rendimiento de los activos físicos y los financieros. Esto se refleja en la curva con pendiente positiva de la gráfica 1. Los puntos sobre la curva indican todos los posibles equilibrios del mercado de "dinero". Los puntos por encima y por debajo de ésta representan estados de desequilibrio. Así, los puntos situados por sobre la curva del mercado de dinero indican situaciones de exceso de demanda de tal activo. Por ello, dado el crédito necesario para el gobierno ($\Delta CG = \overline{\Delta CG}$) si existe un exceso de demanda de fondos líquidos, o bien la tasa de interés debe bajar, o bien el precio de demanda de los activos físicos debe incrementarse para que los agentes sustituyan "dinero" por tales activos (es decir que suba la demanda de inversión). Si las ecuaciones de ajuste dinámico del sistema son tales que, por una parte, en el mercado de dinero la tasa de interés sube cuando se produce un exceso de oferta de dinero y, por otra, en el sector privado, el precio de demanda de los bienes de capital aumenta cuando existe un exceso de fondos prestables ofrecidos por los agentes privados que ahorran, a los agentes privados que invierten, entonces puede demostrarse que el sistema es estable.

Ahora bien, en este contexto, ¿qué ocurre cuando el déficit fiscal aumen-

Gráfica 2



ta en forma abrupta como en la Argentina en el periodo previo al Plan Austral?⁹ Haciendo la estática comparativa del modelo, puede observarse en la gráfica 2 que el resultado es un aumento en la tasa de interés en el mercado de "dinero" y una caída en la inversión debido a que el precio de demanda de los bienes de capital (q) se deprime.

En efecto, el incremento en el déficit del gobierno implica que los requerimientos de crédito del sector público aumentan de ΔCG_0 a ΔCG_1 . El primer impacto es un aumento en la tasa de interés pagada por los activos financieros que, a su vez, convierte la inversión de tal tipo en más rentable que la realizada en activos físicos. Así, se produce una depresión en el precio de demanda de los bienes de capital q , que lleva a una caída en la inversión (punto B).

La primera conclusión es entonces que se da una relación inversa entre el aumento del déficit y la inversión. Sin embargo, esto no sería importante si, por ejemplo, el aumento del déficit se debiera a un aumento en la inversión de origen público. El efecto de *crowding out* sobre el sector privado podría verse compensado por los efectos benéficos de la inversión (por ejemplo en infraestructura) sobre el crecimiento del producto. En la Argentina,

⁹ Ver Fanelli (1984) para el análisis de este proceso y sus repercusiones la estructura de ahorro, inversión y financiamiento y Fanelli y Frenkel (1985a) para el estudio del proceso de endeudamiento externo.

la diferencia específica es que el déficit del gobierno se incrementó porque aumentaron los pagos externos (Z) y el déficit fiscal se descontroló, aun cuando el gasto público en bienes y servicios —en inversión especialmente— se redujo fuertemente.

Es decir, no se trata de un desplazamiento del gasto privado en favor del estatal sino en favor del pago de intereses al exterior, lo cual no se revierte en gasto doméstico. Cuando el incremento del déficit fiscal se debe al aumento de G , es posible mantener —en principio— el supuesto de ingreso constante debido a que un tipo de gasto (G) reemplaza a otro (I). Cuando el aumento del déficit se debe al aumento de Z , entonces el supuesto de ingreso constante es erróneo. En efecto, no alcanza con que el gobierno consiga los fondos mediante un aumento del crédito que toma en el sistema bancario (ΔCG); además debe convertir los recursos de moneda doméstica en divisas. Si el mercado de crédito externo está racionado, esto implica que el superávit comercial debe subir y el gobierno debe “comprar” tal incremento del superávit para pagar los intereses de la deuda. Estas nuevas divisas así conseguidas se revierten a su vez en la necesidad de que el sector privado aumente sus tenencias de activos domésticos, ya que de (2.2'), (2.3') y (2.4') surge que, en equilibrio:

$$\bar{G} + \bar{X} - bY - T = \Delta CG = \Delta N$$

Esto es lo que llamamos antes el problema de la “transferencia interna”, que es la contracara de la “transferencia externa” de recursos debido a los pagos de interés de la deuda externa. Así, cuando Z aumenta, el sector externo entra en desequilibrio al mismo tiempo que el déficit fiscal aumenta. Para reequilibrar el sector externo, de (2.3') surge que la única forma de lograrlo es disminuyendo el nivel de ingreso para disminuir con ello las importaciones. Esto implica, a su vez, que la tasa de interés subirá más y el precio de demanda de los bienes de capital se deprimirá más (y con ello la inversión), que en el caso de *crowding out*, no debido al aumento de Z sino al de G . En efecto, al caer el ingreso el ahorro disponible $S(y)$ se reduce y lo mismo ocurre con los impuestos $T(y)$ (con lo que aumenta aún más el déficit). Para que el ahorro sea igual a la inversión y esté en equilibrio el mercado de dinero, la inversión debe caer y la tasa de interés debe subir.

Sin embargo, esta forma de ajuste tiene sus límites precisos. Si el incremento de las necesidades financieras del gobierno es muy fuerte, la combinación de tasas de interés, inversión y producto que resulta se torna insostenible por varias razones. En primer término, la abrupta subida de la tasa de interés en un contexto recesivo implica que la fragilidad del sistema financiero aumentará fuertemente debido a la imposibilidad por parte de los deudores de hacer frente a los servicios del capital adeudado. En segundo lugar, la caída de la inversión y el producto ocurre a tasas insostenibles desde

el punto de vista social. Ambas cosas sucedieron en Argentina durante 1980-1982, por lo que el gobierno decidió intervenir en el mercado financiero controlando la tasa de interés. Es decir, para amortiguar el peso del ajuste sobre el lado real de la economía, se eligió la alternativa de poner al sistema financiero en desequilibrio. Sin embargo, esta medida no fue suficiente. Además, hubo de ponerse al sector externo en desequilibrio para amortiguar la caída del producto originada en la caída de las importaciones. "Poner en desequilibrio al sector externo" en este contexto implica no respetar el racionamiento impuesto por la banca internacional y tomar crédito de hecho, retrasándose en los pagos de los servicios de la deuda. A partir de 1982, en efecto, los atrasos de Argentina comenzaron a acumularse. Cuando esto ocurrió, el FMI fue llamado a desempeñar su papel de "árbitro" del racionamiento existente en el mercado internacional de capitales y en 1983 se firmó el primero de una serie de acuerdos *stand-by*. Suponiendo que el gobierno garantizara el nivel de importaciones que mantuviera el producto constante, ¿cómo funcionaría el sector financiero en ese contexto?

Esta situación está ilustrada en la gráfica 2. Cuando se produce el incremento en los requerimientos de crédito del gobierno, el nuevo punto de equilibrio del sector financiero sería, como se vio, en el punto *B*. Sin embargo, la combinación (r_1, q_1) no es sostenible. Dadas la fragilidad financiera y la caída de la inversión que resultan, el gobierno se ve obligado a controlar la tasa de interés al nivel r_0 , con la intención de permanecer en *A* y con un nivel de inversión mayor. Esto implica que la demanda de "dinero" está en desequilibrio. En *A* existe un exceso de oferta de "dinero". Es decir, los agentes poseen más activos financieros que los que desearían a esta tasa de interés r_0 . Es lo que podría denominarse la "brecha financiera" (en alusión a una tercera brecha en el lado monetario que no aparece en los modelos reales de dos brechas).¹⁰

El núcleo de la existencia de esta "brecha financiera" lo constituye la dicotomía entre la dinámica de funcionamiento del sistema financiero y la de la inflación que viene determinada por la ecuación estructural (1.3), en forma independiente de los excesos de demanda en el mercado monetario. En efecto, si la dinámica de la inflación fuera tal que viniese determinada por el mercado de dinero, entonces el exceso de oferta de "dinero" se traduciría en un exceso de demanda global que llevaría de nuevo al mercado al equilibrio. Así, al determinarse exógenamente la tasa de interés, la inflación pasará a ser una variable endógena; entonces en la gráfica 2 la curva de "dinero" se desplazaría nuevamente hacia el punto *A* desde *B* a consecuencia del aumento de la inflación que, al licuar los activos nominales en poder del público, haría aumentar la demanda de dinero con el objeto de reponer los saldos reales licuados por la inflación. Como la inflación viene determinada estructuralmente, este tipo de ajuste queda descartado. La re-

¹⁰ Para una elaboración teórica del modelo de "dos brechas" ver Bacha (1983).

lación entre inflación, demanda de activos financieros de corto plazo y desequilibrio en el mercado monetario, puede verse más claramente observando la relación entre “dinero” e inflación.

El valor real del incremento nominal de la demanda de activos financieros por parte del sector privado (ΔN), puede expresarse como

$$\Delta N = \frac{\Delta N_t^*}{P_t} = \Delta n_t + n_{t-1} \frac{\pi_t}{1 + \pi_t} \quad (*: \text{“nominal”}) \quad (2.7)$$

Es decir que ΔN se compone de dos términos, el incremento de la demanda de activos financieros netos en términos reales $\left(\Delta n_t = \frac{\Delta N_t}{P_t}\right)$ y la

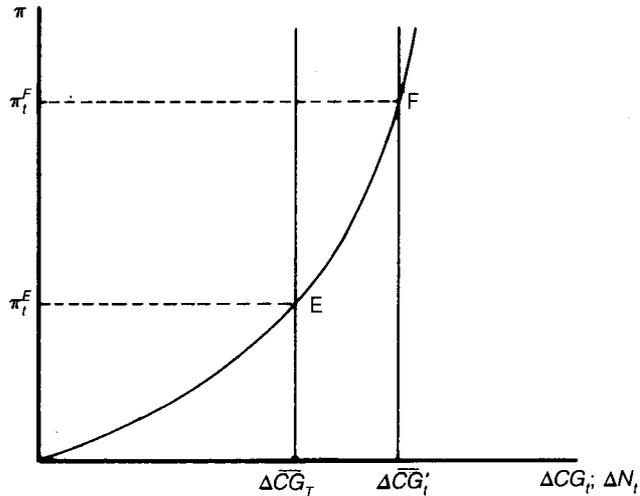
parte de los saldos líquidos del periodo anterior que fueron licuados por la inflación; es decir, el llamado “impuesto inflacionario”. En el modelo supusimos que la relación, entre ΔN y π_t es positiva. Ahora supondremos, además, que la relación entre Δn_t y π_t es negativa. Es decir, que los agentes reaccionan reduciendo la demanda en términos reales de activos financieros ante el incremento de la inflación debido a que el impuesto inflacionario aumenta junto con la tasa de inflación.¹¹ Gráficamente, la relación entre ΔN y π —dado el ΔCG y la tasa de interés controlada— es entonces como se muestra en la gráfica 3.

Cuando hay inflación, la demanda de “dinero” del sector privado sube, a fin de reponer de los saldos reales licuados por la inflación y declina cuando la inflación se acelera para evitar el impuesto inflacionario. En equilibrio, en el punto E , $\Delta CG_t = \Delta N_t$ y la tasa de inflación que dejaría en equilibrio al mercado de “dinero” es π_t^E . Tal tasa de inflación de equilibrio se daría si los precios se rigieran a nivel agregado en función de los excesos de demanda de dinero, que es la hipótesis monetarista habitual. Pero si la inflación no es un fenómeno monetario, esto es, si la inflación es estructural, puede aparecer un desequilibrio, una brecha financiera. En efecto, en la gráfica 3 se observa que si la economía estaba en equilibrio en E y el crédito demandado por el gobierno aumenta, entonces el nuevo equilibrio sería F con una inflación π_t^F . Pero la inflación determinada estructuralmente sigue siendo π_t^E , entonces aparece la brecha financiera debida a la sobredeterminación del modelo. La diferencia entre ΔCG_t^F y ΔN_t es una medida del tamaño del desequilibrio financiero, ya que los agentes tendrán activos financieros no deseados en un monto igual a $(\Delta CG_t^F - \Delta N_t)$.

¿Cómo se ajusta la economía ante este desequilibrio? Dado el deprimido nivel del precio de demanda de los bienes de capital, si los agentes tratan

¹¹ Es decir, suponemos que $\Delta n_{t\pi} < 0$. Esto surge de que $n_{t\pi} < 0$ y $\Delta n_t = n_t(\pi_t) - n_{t-1}(\pi_{t-1})$. Así, si en cada periodo t , la forma funcional que relaciona a n con π no varía, entonces cuando la inflación se acelera Δn baja y cuando la inflación es constante el incremento de n es nulo.

Gráfica 3



de desprenderse de los activos financieros, esto repercutirá en el mejor de los casos sobre la demanda de bienes de consumo, amortiguando en algo los efectos multiplicadores de la caída del ingreso. Algo de esto ocurrió en 1983 y 1984. Sin embargo, hay un mecanismo de transmisión que es mucho más importante. Hasta ahora no hemos tomado en cuenta el mercado paralelo de divisas. Si los agentes tratan de desprenderse del exceso de oferta de dinero sustituyendo activos domésticos por activos externos en el mercado negro, el tipo de cambio paralelo subirá. El aumento del tipo de cambio paralelo debilita la efectividad del control de cambio porque aumenta la rentabilidad de sobrefacturar importaciones y subfacturar exportaciones, produciendo la reducción del superávit comercial "blanco". Si para evitar estas operaciones el gobierno se ve obligado a devaluar, se acelerará el ritmo de incremento de los precios y el exceso de oferta de dinero será eliminado vía impuesto inflacionario.

Para resumir la discusión anterior, la dinámica de funcionamiento del sistema financiero en Argentina antes del Plan Austral, era tal que planteaba un dilema. Si el mercado financiero no se regulaba, el resultado era un fuerte aumento de la tasa de interés que deprimía la inversión y aumentaba la fragilidad del sistema: si el mercado financiero se regulaba, el coeficiente de liquidez tendía a caer, la inflación a acelerarse y el ahorro privado a desnacionalizarse en la medida en que los agentes privados sustitúan activos domésticos por activos externos.

2. El Plan Austral

2.1 La situación previa

Al asumir el mando en diciembre de 1983, las autoridades constitucionales recibieron la economía en un estado caótico. El déficit fiscal y la oferta monetaria estaban fuera de todo control, la inflación mensual se ubicaba en 18% y las negociaciones de los compromisos externos se encontraban suspendidas. Por otra parte, luego de 10 años de estancamiento económico, había fuertes expectativas en la población en cuanto a que el gobierno democrático generara rápidamente un proceso de crecimiento y de mejoramiento de los ingresos y la ocupación de los sectores más marginados de la sociedad.

En este contexto, el primer equipo económico del gobierno democrático decidió dar prioridad al incremento de los salarios reales y a la reactivación de la economía, en tanto que se intentó poner en práctica una política “gradualista” orientada a inducir un descenso paulatino en la tasa de inflación. La renegociación de los compromisos externos sólo se encararía en forma subordinada al logro de los anteriores objetivos. Los acreedores externos, en cambio, actuaban en función de un orden de prioridades exactamente inverso.

En el primer semestre de 1984, el consumo y los salarios reales subieron al tiempo que las tarifas públicas y el tipo de cambio bajaban y la inflación se aceleraba. Por otra parte, las presiones externas en el sentido de dar una definición al problema de renegociación de los compromisos de la deuda se hacían cada vez más fuertes. En estas condiciones, luego de un largo proceso de marchas y contramarchas durante el cual el intento de refinanciar la deuda en forma directa con la banca privada y los gobiernos llevó a un punto muerto, se firmó un acuerdo contingente con el FMI en la segunda mitad de 1984. Este intento de estabilización, no obstante, tendría una duración efímera debido en primer lugar a que, tal como había ocurrido con el *stand-by* anterior en 1983, el “error” en la apreciación acerca de la evolución futura de la inflación, indujo gruesas equivocaciones en la fijación de las pautas nominales establecidas para los activos domésticos y el déficit fiscal dejando al gobierno y al Fondo prácticamente con la única alternativa de suspender el acuerdo y volver a negociar. De hecho, esto fue lo que ocurrió poniéndose la economía en el estado de extrema incertidumbre que se genera en cada nueva negociación de un *stand-by*.

Este intento fallido de estabilización tuvo sensibles costos para la economía en términos de recesión y aceleración inflacionaria. El producto bruto—desestacionalizado— sufrió una caída en el último trimestre de 1984, la cual se prolongó durante los primeros nueve meses de 1985, en tanto que la inflación se acercó en forma rápida hacia 30% mensual. Por otra parte, el intento de restringir la creación de moneda en un contexto de cuasihiperinflación llevó a una fuerte caída en el coeficiente de liquidez. La reía-

ción $M1/PIB$ se ubicó por debajo de 5% y con tendencia a caer. Asimismo, la aceleración de la inflación, debido al rezago temporal entre el devengamiento y el cobro efectivo de los impuestos, produjo serios problemas fiscales. El déficit se ubicó en torno de los 10 puntos del PIB y la única forma de financiarlo era la de recurrir a la emisión monetaria. Medido por la pérdida de valor de $M1$, el impuesto inflacionario se ubicó por encima de 5% del PIB en el primer semestre (ver cuadro 5). El poder adquisitivo de los salarios, en tanto, caía pronunciadamente debido a la aceleración de la inflación. Siendo éstas las circunstancias, el gobierno democrático decidió cambiar el “gradualismo” por una política de choque.

En tal contexto, el Plan Austral puede interpretarse como una estrategia de avance en varios frentes simultáneos, intentando evitar las inconsistencias que habían inducido los planes anteriores al ponerse en práctica ajustes parciales. De aquí que todas las medidas que conforman el programa estén íntimamente relacionadas y no resulte aconsejable analizarlas por separado, sin tener en cuenta permanentemente las interacciones esperadas entre ellas. Los pilares básicos que dan sustento al programa se pueden resumir en: a) congelamiento de precios, salarios, tipo de cambio y tarifas públicas; b) ajuste de las cuentas fiscales y renegociación de los compromisos de la deuda externa y, c) reforma monetaria.

2.2 *Las medidas del Plan*

A) PRECIOS, SALARIOS Y TIPO DE CAMBIO

Lo referido a este aspecto constituye la parte más “heterodoxa” del programa y fue objeto de dura negociación con el FMI, básicamente porque implicaba el diseño de una política de estabilización utilizando como marco de referencia analítico la concepción estructuralista de la inflación —comentada en la sección anterior— que resultaba en contradicción con la tradicional visión analítica del Directorio del Fondo. Para los técnicos de ese organismo, dado que el programa se proponía llevar a cero la emisión monetaria y también el déficit fiscal sería reducido en forma drástica, el control de precios y salarios resultaba redundante. Un caso típico de sobredeterminación del modelo.

Cabe remarcar aquí que, en especial, dos hipótesis teóricas de las comentadas anteriormente resultaban cruciales en la fundamentación de los controles de precios puestos en práctica. La primera dice que en un contexto de alta inflación e incertidumbre, a los agentes formadores de precios y a los asalariados les resulta difícil y costoso proveerse de la información necesaria para el cálculo de los precios “correctos”. Por ello, una decisión racional, eficiente y barata en este contexto es la de indizarse a la inflación pasada. A su vez, como la política del gobierno —fuera de los periodos de choque— había sido en general la de indizar el tipo de cambio y las tarifas de acuerdo al ritmo de crecimiento de los precios internos, el resultado era

que los índices de inflación desarrollaban una dinámica propia. Una dinámica que devenía inercial y que tendía a perpetuarse si no era perturbada por choques de oferta provenientes del sector de precios flexibles o de la política del gobierno. Dada la estructura de ajuste de los contratos nominales y los costos implícitos en todo proceso de recontractación, resultaba improbable que los excesos de demanda produjeran ajustes rápidos en la inercia inflacionaria.

Una segunda hipótesis importante en los fundamentos de las políticas adoptadas, es la de que el periodo de ajuste de los contratos es una función inversa de la magnitud de la inflación observada. En la medida en que el beneficio de recontractar aumenta cuando la inflación se acelera (porque el costo de oportunidad de no hacerlo sube), el periodo de duración del contrato pactado en términos nominales se achica.

Con estos fundamentos se diseñó un congelamiento de precios destinado a cortar la inercia inflacionaria, obligando a los agentes a cambiar la lógica de su comportamiento en alta inflación al proveerlos con nuevas reglas para la coordinación de sus decisiones a nivel microeconómico. Se fijaron los precios privados (con algunas excepciones en el sector de flexibles), los salarios, las tarifas públicas y el tipo de cambio. Como se partía de la base de que la inflación era lo suficientemente alta como para que la duración de los contratos fuera exigua, se esperaba que los precios relativos no quedaran muy distorsionados al ser congelados.

Con el objeto de cumplir con los objetivos del sector público y externo, antes del congelamiento las tarifas públicas y el tipo de cambio se ajustaron en forma sensible. El efecto negativo de esto sobre los salarios se esperaba fuera compensado por el aumento del salario medio *ex post*, inducido por la baja de la inflación. No obstante ello, para evitar que los salarios entraran "atrasados" al congelamiento, fueron ajustados el mes anterior en función de la inflación pasada.

B) AJUSTE FISCAL Y RENEGOCIACIÓN DE LA DEUDA

A la fecha de implementación del Plan, el déficit fiscal era cercano a 8% del PIB. Un déficit de tal magnitud, dada la estructura y la dinámica de funcionamiento del sistema financiero que hemos detallado en la sección precedente, hemos visto que implicaba una tasa de crecimiento del crédito al gobierno que se traducía en un nivel de tasas de interés que llevaba a la economía real a la recesión, y al sistema financiero a un estado de fragilidad extrema y de progresiva desnacionalización. Las únicas alternativas plausibles en el corto plazo para modificar esta dinámica de comportamiento del sistema eran las de, por una parte, reducir el déficit fiscal y, por otra, conseguir una mayor disponibilidad de crédito externo. Así, en el plano fiscal, el objetivo propuesto por el programa fue el de llevar el déficit del presupuesto a un entorno de 2.5 puntos del PIB, debido a que se consideraba factible

conseguir financiamiento externo por un monto similar. De tal forma, no sería necesario recurrir al ahorro privado a través del sistema financiero ni al impuesto inflacionario. El incremento de las tarifas públicas, los impuestos al comercio exterior, a los combustibles y la puesta en práctica de un "sistema de ahorro obligatorio" para los sectores de mayores ingresos fueron las medidas más importantes. El propósito básico era el de cambiar una forma de imposición desordenada y de efectos traumáticos (impuesto inflacionario) por otra más ordenada y eficiente (aunque subóptima). Por otra parte, de ser exitoso el congelamiento de precios, se esperaba que la abrupta caída de la tasa de inflación llevaría por sí sola a un incremento de la recaudación tributaria al reducirse el efecto erosionante del rezago fiscal.

Por otra parte, la renegociación de los compromisos externos se hizo en el marco de un acuerdo *stand-by* con el FMI como condición previa al acceso a los fondos de crédito externo necesarios para financiar el déficit fiscal. En el acuerdo se estipularon las pautas para el déficit fiscal y el sector monetario que hemos comentado y, además, se preveían metas para el sector externo que implicaban el compromiso de mantener un superávit en la cuenta comercial similar al de los años anteriores.

C) LA REFORMA MONETARIA

Al enunciarse el Plan, el sistema de relaciones monetarias se desintegraba aceleradamente aquejado por una inestabilidad cuya génesis reconocía, básicamente, dos causas: por un lado, la crisis de principios de 1980, de la cual el sistema bancario no había logrado recuperarse y, por el otro, las altísimas tasas de inflación que se venían registrando por un periodo prolongado.

El Plan se propuso inducir un fuerte cambio en esta dinámica de funcionamiento. Mediante la fijación del tipo de cambio, el control de precios y los anuncios de control fiscal y monetario, se esperaba influir de forma significativa en las expectativas inflacionarias. La reforma monetaria se hizo en consonancia con estos objetivos. No obstante ello, la reforma fue parcial e insuficiente, ya que al momento de ponerla en práctica no fue factible encarar la necesaria reforma estructural del sistema financiero.

El núcleo central de la reforma monetaria lo constituían los siguientes elementos. Primero, el gobierno se comprometió expresamente a no emitir moneda con el objeto de financiar el déficit fiscal. Segundo, la tasa de interés nominal regulada para depósitos se redujo en forma drástica desde alrededor de 30 a 4%. Tercero, se cambió el signo monetario, pasándose de la denominación de "pesos argentinos" a "australes", según la relación $1 \text{ austral} = 1\,000 \text{ pesos argentinos}$. Cuarto, se creó una tabla de conversión para los contratos financieros pactados en pesos argentinos con vencimiento posterior a la fecha de puesta en práctica de la reforma, según la cual el austral se valorizaba diariamente en relación con el peso argentino, de acuerdo con una pauta similar a la inflación anterior a la entrada en vigencia del Plan.

CUADRO 0

Balanza de pagos (en millones de dólares)

Periodo	Bienes			Servicios			Cuenta corriente	Cuenta capital
	Exportaciones	Importaciones	Saldos comerciales	Reales	Financieros	Neto		
1976	3 916.1	3 033.0	885.1	240.5	- 492.5	- 252.0	649.6	- 515.9
1977	5 651.8	4 161.5	1 490.3	346.8	- 578.5	- 231.7	1 289.9	1 286.5
1978	6 399.5	3 833.7	2 565.8	- 99.8	- 680.8	- 780.6	1 833.6	1 233.9
1979	7 809.9	6 700.0	1 109.9	- 761.3	- 920.0	- 1 681.3	- 536.4	4 686.9
1980	8 021.4	10 540.6	- 2 519.2	- 740.1	- 1 531.4	- 2 271.5	- 4 767.8	2 551.7
1981	9 143.0	9 430.0	- 287.0	- 704.9	- 3 699.7	- 4 404.6	- 4 714.0	1 489.7
1982	7 623.7	5 336.9	2 286.8	42.5	- 4 718.5	- 4 676.0	- 2 357.7	- 2 323.5
1983	7 835.0	4 515.0	3 320.0	- 365.0	- 5 407.9	- 5 772.9	- 2 437.5	- 1 403.0
1984	8 100.0	4 600.0	3 500.0	- 283.0	- 5 712.0	- 5 995.0	- 2 492.1	684.3
1985	8 400.0*	3 900.0*	4 500.0*	- 235.0*	- 5 300.0*	- 5 535.0*	- 1 035.0*	480.0*

Fuente: Banco Central de la República Argentina.

* Cifra preliminar.

CUADRO 1

Evolución de la deuda externa (en millones de dólares)

Periodo	Deuda pública		Deuda privada		Deuda total		Reservas		Deuda neta		Exportaciones		Servicios financieros	
	Monto	T.C.	Monto	T.C.	Monto	T.C.	Monto	T.C.	Monto	T.C.	Deuda neta	T.C.	Deuda neta	Importaciones
1976	5 189	29.0	3 090	-19.9	8 279	5.1	1 812	192.7	6 467	-10.9	61.7			12.5
1977	6 044	16.4	3 634	17.6	9 678	16.8	4 039	122.9	5 639	-12.9	100.1			10.2
1978	8 357	38.2	4 139	13.8	12 496	29.1	6 037	49.4	6 459	14.5	99.1			10.6
1979	9 960	19.1	9 074	119.2	19 034	52.3	10 480	73.5	8 554	32.4	91.3			11.7
1980	14 459	45.1	12 703	39.9	27 162	42.7	7 684	-26.6	19 478	127.7	41.1			19.0
1981	20 024	38.4	15 647	23.1	35 671	31.3	3 877	-49.6	31 794	63.2	28.7			40.4
1982	26 341	31.5	14 362	-8.3	40 703	14.1	3 226	-16.8	37 477	17.8	20.3			62.5
1983	30 108	14.5	14 269	-0.7	44 377	9.0	3 470	7.5	40 907	9.1	19.1			69.0
1984	37 628	25.0	10 193	-28.6	47 821	7.8	3 666	5.6	44 155	7.9	18.3			70.5
1985	39 500*	5.0	9 800*	-3.8	49 300*	3.1	5 459	48.9	43 841*	-0.1	19.1			83.1

Fuente: Banco Central de la República Argentina.

T.C.: Tasa de crecimiento.

* Estimado.

Esta última medida estaba destinada a evitar el primer e inmediato escollo que debería superar el Plan en el plano financiero: la redistribución de riqueza entre deudores y acreedores que el "congelamiento" induciría. El objetivo central de este último era romper la inercia inflacionaria. Tal inercia se reflejaba en el mercado financiero en las tasas nominales de interés y en los mecanismos de indización que incluían en el rendimiento de los activos sea las expectativas de inflación, sea la inflación pasada. Si de "un día para el otro" la inflación pasa de 30% mensual a un valor cercano a 0%, quienes tomaron deuda a una tasa nominal de 30% o más hubieran sufrido una fuerte pérdida de capital al desacelerarse la inflación. Los acreedores hubieran tenido una ganancia de capital simétrica. Este efecto se conoce en la literatura económica como "efecto Fisher". De darse, induce situaciones de insolvencia e iliquidez entre los deudores que lleva al sistema financiero a un nivel de fragilidad insostenible. El efecto Fisher es el impuesto deflacionario. La tabla de conversión de pesos a australes se proponía, justamente, evitar este efecto.

En términos del modelo desarrollado en la sección precedente, estas medidas implicaban por una parte, que con posterioridad a la puesta en práctica del Plan, ΔCG tomaría un valor cero debido al compromiso de no emitir y por otra, ΔK tomaría un valor positivo e igual aproximadamente a 2.5 puntos del PIB. Con esto se esperaba que la presión de la "transferencia interna" sobre el mercado financiero resultara aliviada. Asimismo, el congelamiento de precios debería inducir un fuerte aumento en la demanda de activos financieros de corto plazo, en tanto el impuesto inflacionario sería reducido en forma drástica. Es decir, en (2.7), $\Delta n_t > 0$. De hecho, entonces, debería producirse un exceso de demanda de activos financieros que llevaría a una reducción de la tasa de interés en la medida en que el objetivo de control del déficit fiscal tuviera éxito. La tasa de interés regulada, no obstante, no se colocaba en un nivel excesivamente bajo buscando evitar la posibilidad de que una falta de credibilidad en el Plan en los primeros días de su puesta en práctica llevara a que los agentes sustituyeran activos domésticos por divisas.

2.3 El Plan Austral desde la puesta en práctica hasta el descongelamiento

A) DINERO Y CRÉDITO

La reforma monetaria fue bien asimilada por los agentes sin que se produjeran desórdenes importantes en la puesta en práctica de las medidas. Por una parte, la población contaba con cierta experiencia en lo que hace a los cambios de signo monetario ya que se habían producido dos en el pasado reciente y, por otra, en la aplicación de la tabla de desagio en las obligaciones financieras con vencimiento posterior al 14 de junio, hay evidencia de que, o bien se aplicó la legislación al pie de la letra, o bien en algunos casos los

contratos se repactaron a partir de la negociación entre las partes sin que se produjeran conflictos serios en tal proceso. En realidad el mayor problema se produjo en la aplicación del desagio por parte del gobierno a sus proveedores. Sin embargo, se logró un acuerdo en un tiempo prudente.

La primera prueba de importancia en el plano financiero que el programa afrontó con éxito fue la de la reapertura de los bancos luego del feriado obligatorio decretado al momento de anunciar las medidas. Dado que la tasa de interés nominal había caído más de 20 puntos en unas horas, se temía que se produjeran retiros masivos de depósitos. Sin embargo, nada de eso ocurrió y tal hecho fue interpretado como un signo de credibilidad. El programa ganaba así su primera batalla contra las expectativas. Incluso podría decirse que la reacción de los agentes en términos de sus decisiones de portafolios fue aun mejor de lo esperado, ya que se produjo una fuerte caída (de más de 50%) en la cotización del dólar en el mercado paralelo y un fuerte aumento en la inversión financiera en activos domésticos (depósitos a plazo y acciones de bolsa). La entrada de capitales del exterior hizo incluso que por unos días la brecha entre la cotización del dólar oficial y la del paralelo fuese negativa. Para evitar una desestabilización en los mercados monetarios, el gobierno se vio obligado a aumentar el plazo mínimo de permanencia de los capitales financieros externos (de 180 a 360 días) y a acortar el plazo de prefinanciación de exportaciones tradicionales (de 180 a 90 días). En ambos casos el objetivo era frenar el flujo de capitales externos.

De cualquier manera, el exceso de oferta de divisas era un claro signo de credibilidad en el programa, en la medida en que quien decidía sustituir en su portafolios dólares por activos domésticos estaba asumiendo en forma plena el riesgo cambiario. A diferencia de las entradas de capital de corto plazo que se habían producido anteriormente, ahora el gobierno no ofrecía seguros de cambio para la operación y, además, el mercado de cambios estaba estrictamente controlado. Por lo tanto, quien cambiaba dólares por activos domésticos tenía una fuerte expectativa en la estabilidad futura del tipo de cambio en tanto asumía el riesgo de vender divisas en un mercado con exceso de oferta con la posibilidad de tener que recomprarlas en el futuro en uno con exceso de demanda. Esto es, el precio futuro del dólar no estaba garantizado en el mercado paralelo y el control de cambios en el oficial impedía una salida de capitales a través del mismo. El gobierno dejaba de subsidiar a los especuladores el costo del riesgo que asumían. Ésta es una diferencia crucial en la dinámica de funcionamiento de los mercados financieros en relación con lo ocurrido durante el periodo de "pautas cambiarias" y en la primera parte del ajuste caótico.

Como consecuencia de este sensible cambio en las decisiones de portafolios de los agentes, las reservas del Banco Central aumentaron en más de 1 200 millones de dólares en el tercer trimestre de 1985 (ver cuadro 2). Sin embargo, dado el contexto de incertidumbre en que se puso en práctica el programa de estabilización, este desplazamiento en las preferencias de por-²

CUADRO 2

**Reservas internacionales del Banco Central
(en millones de dólares)**

	<i>Saldo a fin de año</i>	<i>Variación</i>
1980	7.288	-2.850
1981	3.719	-3.569
1982	3.013	- 706
1983	3.205	192
1984	3.499	294
1985	6.005	2.506
1° trim.	3.123	-376
2° "	4.027	904
3° "	5.474	1.447
4° "	6.005	531
1986		
1° trim.	5.563	- 442

Fuente: Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas.

tafolios de los agentes sólo pudo ser inducido en el corto plazo al costo de una tasa de interés alta en términos reales en tanto la misma tenía un alto componente de riesgo. No obstante, lograr en el corto plazo un fuerte desplazamiento de las preferencias desde los activos externos hacia los domésticos resultaba de crucial importancia para el éxito del Plan en tanto, por una parte, la brecha cambiarla es vista por los agentes relevantes como un indicador de estabilidad y, por otra, si los agentes domésticos poseen un mayor componente de activos en australes en sus portafolios y la economía se remonetiza, el Banco Central recupera la capacidad de *hacer política monetaria* en la medida en que el ahorro de los particulares se renacionaliza.

Es de hacer notar, además, que como veremos más adelante, dadas las características del sistema financiero, la mayor tasa de interés se convirtió sólo en parte en una carga mayor para las empresas. En realidad la tasa de interés alta en términos reales es más un problema fiscal que empresarial.

Luego del choque inicial, no obstante, las tasas de interés tendieron a caer en forma paulatina en la medida en que el plan de estabilización se afirmaba (ver cuadro 3) y porque, además, la política monetaria no fue excesivamente dura. De hecho, en los primeros nueve meses de aplicación del Plan el crédito al sector privado creció en forma continua a medida que la remonetización de la economía tenía lugar. Así entre junio y marzo el crédito al sector privado aumentó en más de 50%, es decir, aproximadamente 10% por encima de los intereses acumulados por la capitalización de los préstamos. Incluso es posible que, de no tener que seguir estrictamente las metas negociadas con el FMI para los activos domésticos, la caída de la tasa de interés y el aumento del crédito hubieran podido tener un comportamiento mejor

CUADRO 3

**Tasas de interés efectivas a 30 días y brecha cambiaria
(porcentajes)**

Periodo	Tasa regulada		Tasa libre		Brecha cambiaria
	Nominal	Real*	Nominal	Real*	
1984					
Enero	11.5	0.0	—	—	23.6
Febrero	10.0	— 5.0	—	—	45.8
Marzo	10.0	— 7.0	—	—	62.1
Abril	13.0	— 4.6	—	—	55.7
Mayo	13.0	— 3.5	—	—	58.9
Junio	13.0	— 4.2	—	—	45.4
Julio	15.5	— 2.3	—	—	34.5
Agosto	15.5	— 5.9	—	—	43.5
Septiembre	15.5	— 9.4	—	—	35.8
Octubre	17.0	— 1.9	—	—	17.2
Noviembre	17.0	1.7	—	—	25.1
Diciembre	17.0	— 2.2	—	—	12.4
1985					
Enero	17.5	— 6.0	—	—	19.4
Febrero	18.0	— 2.2	—	—	30.8
Marzo	20.0	— 5.1	—	—	31.5
Abril	24.0	— 4.2	27.9	—1.2	33.0
Mayo	30.0	3.9	31.4	5.0	17.8
Junio	16.0	—11.1	19.1	—8.7	8.3
Julio	3.5	— 2.5	5.9	0.0	17.7
Agosto	3.5	0.3	6.1	2.9	18.8
Septiembre	3.5	1.5	5.6	3.5	17.3
Octubre	3.1	1.1	4.4	2.4	15.4
Noviembre	3.1	0.6	4.5	2.0	12.1
Diciembre	3.1	0.0	4.5	0.9	6.8
1986					
Enero	3.1	0.0	4.5	1.4	12.3
Febrero	3.1	1.4	4.6	2.8	7.5
Marzo	3.1	— 1.4	4.6	—	13.4

Fuente: Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas.

* La tasa real se calcula en función del índice de precios minorista haciendo: $\frac{1 + r_t}{1 + \pi_t} - 1$
donde r = tasa nominal de interés y π_t tasa de inflación mensual.

sin generar fuertes desequilibrios a nivel macroeconómico. En este sentido, cabe acotar una vez más que el sistema de metas del FMI resulta ineficiente en la medida en que acota severamente la flexibilidad en las respuestas de las autoridades ante la evolución de la economía.

Dado que, como veremos, el Plan tuvo un rotundo éxito en provocar

una caída abrupta en los niveles de inflación, tal hecho también tuvo consecuencias sensibles sobre las decisiones de portafolios de los agentes. La caída de la inflación indujo un fuerte aumento en la demanda de dinero por parte de los particulares que llevó a un acelerado proceso de remonetización de la economía. El coeficiente de liquidez en términos de M1 (billetes y monedas más cuentas corrientes como proporción del PIB) pasó de un mínimo histórico de 3.4% en el trimestre inmediatamente anterior a la puesta en práctica del programa, a 5.6% en el trimestre siguiente y a 7.7% en el primer trimestre de 1986 (ver cuadro 4). Es decir que en nueve meses esta variable creció 126%. Con el coeficiente de liquidez medido por M4 (M1 más depósitos a interés) pasa algo similar. En nueve meses crece más de 80% pasando de 10.8% en el segundo trimestre de 1985 a 19.6% en el primer trimestre de 1986. Es interesante observar que la causa determinante en este proceso de remonetización de la economía es claramente la desaceleración de la inflación y sólo en segundo lugar las altas tasas de interés real prevalecientes en los primeros meses del Plan. En efecto, por una parte, M1 crece más rápidamente que M4 y, por otra, no se observa una "huida" de los depósitos a plazo, por la caída en la tasa de interés real pasiva en los últimos meses.

Estos hechos implican un profundo cambio estructural en la faz financiera del sistema económico, muy difícil de manejar a la hora de realizar la programación monetaria, ya que, en la medida en que representa un cambio estructural, es difícil pronosticar hasta dónde llegará el proceso de remonetización.

En tal contexto, hablar de una tasa de crecimiento de "equilibrio" de los agregados monetarios resulta las más de las veces una expresión carente de sentido preciso. No obstante, observando los coeficientes de monetización alcanzados por la economía en el pasado, resulta plausible pensar que aún queda un buen trecho por recorrer. Quizás hasta un 10% más del PIB si se tiene en cuenta, por ejemplo, la relación $M4/PIB$ alcanzada al principio de la década con una tasa de inflación de alrededor de 100% anual (ver cuadro 4).

La contraparte de este aumento del coeficiente de liquidez debido a la caída de la inflación estuvo constituida por una fuerte reducción del impuesto inflacionario cobrado sobre M1. En el cuadro 5 puede observarse el comportamiento de esta variable en el pasado reciente. Así, en 1984 el impuesto inflacionario cobrado a quienes mantenían M1 en cartera era de aproximadamente 8% del PIB anualmente, es decir alrededor de 2% por trimestre. Sin embargo, si se observa lo ocurrido en los dos primeros trimestres de 1985, surge que el valor de esta variable tendía a incrementarse en el tiempo. Sólo en los dos primeros trimestres de tal año se ubicó en 5.2% del PIB, aun cuando las tenencias de M1 estaban cayendo y se ubicaban, como ya dijimos, por debajo de 4% del PIB. El incremento del impuesto inflacionario cobrado y la caída del coeficiente de liquidez son rasgos característicos de los procesos previos a la hiperinflación. Sin embargo, el Plan Austral cortó

CUADRO 4

Coeficiente de liquidez (porcentajes)

Periodo	M4/PIB ¹	B y M/PIB	M1/PIB ²	Depósitos a interés ³ PIB
1980	32.1	4.0	8.6	23.5
1° trimestre	32.3	3.9	8.6	23.7
2° "	31.8	4.1	8.9	22.9
3° "	32.1	4.0	8.6	23.5
4° "	32.2	4.2	8.5	23.7
1981	31.4	3.7	7.2	24.2
1° trimestre	36.5	4.9	8.9	27.6
2° "	30.9	3.6	7.1	23.8
3° "	29.1	3.2	6.5	22.6
4° "	28.8	3.1	6.0	22.8
1982	22.5	2.8	5.9	16.6
1° trimestre	28.3	3.0	6.3	22.0
2° "	27.8	3.6	6.8	21.0
3° "	19.9	2.5	5.8	14.1
4° "	14.7	2.0	4.8	9.9
1983	14.4	2.0	4.8	9.6
1° trimestre	15.4	2.1	5.3	10.1
2° "	15.6	2.0	5.0	10.6
3° "	14.3	2.0	4.8	9.5
4° "	12.5	1.8	4.2	8.3
1984	13.7	2.2	4.7	9.0
1° trimestre	15.2	2.6	5.4	9.8
2° "	13.6	2.2	4.9	8.7
3° "	13.9	2.2	4.8	9.1
4° "	12.1	1.9	3.9	8.2
1985	13.9	2.3	5.0	8.9
1° trimestre	13.1	2.1	4.2	8.9
2° "	10.8	1.5	3.4	7.4
3° "	15.0	2.6	5.6	9.4
4° "	16.5	2.8	5.0	11.5
1986				
1° trimestre	19.6	3.5	7.7	11.9

Fuente: elaboración propia con base en datos del Banco Central de la República Argentina.

PIB: producto interno bruto.

¹ M4 incluye billetes y monedas, depósitos en cuenta corriente y todo tipo de depósitos a plazo que pagan interés en el sistema financiero interno.

² Los valores de M1 para el periodo 1980-1983 están estimados a partir de saldos a fin de mes. En los demás casos se utilizaron promedios de saldos diarios.

³ Debido a un problema de disponibilidad de datos para fechas posteriores al Plan Austral, para la estimación de los agregados monetarios se utilizó una serie que incluye depósitos del gobierno y no solamente depósitos de particulares. Las diferencias promedio entre ambas series son de algo más de 1% del PIB.

CUADRO 5

Impuesto inflacionario

Periodo	En proporción del PIB*	
	Billetes y monedas	M1
1984	4.0	8.7
1° trimestre	1.0	2.1
2° "	1.1	2.3
3° "	1.2	2.6
4° "	0.8	1.7
1985	2.6	5.3
1° trimestre	1.2	2.4
2° "	1.3	2.8
3° "	0.04	0.07
4° "	0.06	0.14
1986		
1° trimestre	0.07	0.16

Fuente: elaboración propia con base en datos del Banco Central de la República Argentina.

Nota: impuesto inflacionario = $\sum_{t=1}^3 \frac{M_{t-1}}{P_{t-1}} \frac{\pi_t}{1 + \pi_t}$; t se mide en meses, π_t es la inflación en t medida por el índice de precios mayoristas y P_t el nivel de precios mayoristas.

de cuajo con tal posibilidad. Como puede verse en el cuadro que estamos comentando, el impuesto inflacionario cobrado en los nueve primeros meses del Plan está por debajo de medio punto del PIB.¹²

Cabe acotar aquí que utilizamos el concepto de "impuesto inflacionario" debido a que los economistas ortodoxos han popularizado este nombre para la descripción de este fenómeno aun a costa de producir algún malentendido. Está claro que en realidad "impuesto inflacionario" es un eufemismo que estamos utilizando para referirnos a un proceso de redistribución de riqueza entre los diferentes sectores de la sociedad sin que por ello nos comprometamos con la teoría monetarista respecto de los mecanismos de transmisión de la política monetaria que une al dinero con los precios a través de los excesos de demanda de bienes. Sólo queremos denotar que es un *hecho* que la inflación "licúa" la riqueza de los tenedores de M1. Lo que no está para nada claro —empíricamente— es si el Estado se favorece o no con la inflación, ya que los efectos de los aumentos de precios sobre la recaudación impositiva son muy fuertes debido al rezago temporal entre

¹² Para la metodología de cálculo del impuesto inflacionario ver Damill y Faneli (1985). La misma difiere de la metodología convencional que sigue a Cagan (1956).

devengamiento y cobro. Lo que está claro es que el gobierno tiene un aumento de sus pasivos y que financia este incremento de su deuda vía emisión monetaria. Lo que no está del todo claro es *por qué* y *cómo* se genera el pasivo del Estado a financiar, a *quién* le transfiere ingresos y a *quién* se los quita cuando hay un proceso inflacionario en marcha.

La transferencia de riqueza que la pérdida de valor de M1 implica, sin embargo, no es la única que se produce a través del sistema financiero. En la medida en que la tasa de interés sobre los depósitos a plazo es menor que la tasa de inflación, también los tomadores de crédito cobran lo que podríamos llamar metafóricamente “impuesto inflacionario privado” a los acreedores netos del sistema. Cuando ello ocurre, los pasivos privados se licúan. Es lo que ocurrió por ejemplo, en 1982, cuando la licuación por medio de la aceleración inflacionaria produjo una caída del nivel de depósitos a plazos de 24 a 16% del PIB (ver cuadro 4). Es decir, las firmas endeudadas recibieron un subsidio vía transferencias de riqueza del orden de 4 500-5 500 millones de dólares en un año, con la pérdida simétrica para los depositantes en el sistema financiero. Semejantes transferencias de riqueza sólo pueden realizarse en un contexto de alta inflación.

En efecto, del cuadro 6 surge que la depreciación anual del valor de los activos del sistema financiero en el lapso 1981-primer semestre de 1985 (durante el periodo de ajuste anterior al Austral), se ubicó en promedio en 27% del PIB. La primera consecuencia a extraer de esto es que, para mantener el valor real de la oferta de activos, la *nueva emisión* de los mismos debía ser de un monto similar en términos reales (es decir 27% del PIB). Suponiendo que esto sea así, la segunda conclusión es que en tal contexto —dejando de lado M1—¹³ si la tasa de interés real fuera neutra (es decir, igual a la tasa de inflación), la *nueva emisión* nominal de depósitos a plazo por los bancos comerciales sería de hecho exactamente igual a los intereses devengados por tales activos. Dicho de otro modo, aun sin pagar intereses reales, las empresas deberían conseguir, en términos nominales, nuevo dinero por un monto igual a los intereses que deben pagar. En principio, si las empresas indizan perfectamente sus precios, no deberían tener problemas —si no hay recesión— en conseguir el dinero. En estas condiciones, está claro que el monto abonado en concepto de intereses nominales representa exactamente la pérdida de valor nominal del capital tomado en préstamo. Cuanto mayor la inflación, mayor la parte del capital que se deprecia en cada periodo y por ende mayor la cantidad nominal de dinero que en cada periodo debe “aparecer” en el sistema para que las cosas queden como estaban.

¿Qué ocurre en este contexto si alguien se “equivoca”? Hemos visto que la política de poner la tasa regulada por debajo de la inflación permitió una fuerte transferencia a los deudores. Pero hay otras “equivocaciones”.

¹³ Estamos suponiendo que las cuentas corrientes tienen un encaje de 100%, lo que no está lejos de la realidad en la Argentina.

CUADRO 6

**Depreciación de los activos nominales (M4)
(en proporción del PIB)**

1980	13.2
1° trimestre	3.7
2° "	5.0
3° "	1.9
4° "	2.7
1981	30.0
1° trimestre	4.4
2° "	10.4
3° "	7.8
4° "	7.3
1982	30.6
1° trimestre	6.4
2° "	7.9
3° "	12.0
4° "	4.6
1983	21.0
1° trimestre	5.3
2° "	4.4
3° "	5.8
4° "	5.5
1984	25.0
1° trimestre	5.9
2° "	6.5
3° "	7.2
4° "	5.5
1985	17.0
1° trimestre	7.3
2° "	9.0
3° "	0.2
4° "	0.4
1986	
1° trimestre	0.4

Fuente: elaboración propia con base en datos del Banco Central de la República Argentina.

Nota: la fórmula para el cálculo es $\sum_{t=1}^3 \frac{M_{t-1}}{P_{t-1}} \frac{\pi_t}{1 + \pi_t}$ = depreciación del activo nominal en el periodo que va de $t = 1$ hasta $t = 3$ ($t =$ meses). π_t es la tasa de inflación medida por el índice de precios mayoristas en el mes t y P_t es el nivel de precios mayoristas.

Por ejemplo, si el FMI y el gobierno se equivocan al predecir la inflación y la emisión monetaria *nominal* resulta muy inferior a los intereses *nominales* devengados por los préstamos, aun en el supuesto —irreal en este contexto— de una tasa neutra, *alguien no va a poder conseguir* el dinero para afrontar sus pagos. Es decir, se inducirá una crisis de liquidez *abrupta y súbita* como ocurrió hacia fines de 1984 en Argentina. Una contracción de liquidez tan tremenda como ésta sólo puede ser inducida en un contexto de alta inflación donde cada año hay que volver a emitir en términos reales por valor de, digamos, 27% del PIB. Lo que queremos poner de manifiesto con estos ejemplos de “equivocaciones” es el hecho importantísimo de que las firmas no son indiferentes —en términos del riesgo asumido— al monto de los *intereses nominales* que deben afrontar (independientemente de la tasa real a pagar, que es otro problema diferente). De igual forma, tampoco los oferentes de crédito son indiferentes al riesgo de que pactar a una tasa nominal equivocada puede significarles una fuerte pérdida de capital en un periodo breve de tiempo, como fue el caso en 1982.

También en este aspecto el Plan Austral produjo un cambio estructural que operó en favor de una reducción de la incertidumbre en el mercado monetario en la medida en que las tasas nominales cayeron en forma abrupta. En los primeros nueve meses del Plan, la depreciación real de los activos no superó 1% del PIB y las tasas nominales tendieron a bajar (ver cuadro 4).

En el periodo que estamos analizando, el compromiso de no emitir dinero para financiar el déficit del presupuesto se cumplió estrictamente (ver cuadros 7 y 8). No obstante, la base monetaria se duplicó en los nueve meses entre junio de 1985 y marzo de 1986. Tal como se puede apreciar en el cuadro 7, la expansión de la base fue monetaria; se explica básicamente por el sector externo y los redescuentos a entidades financieras. Especialmente en el primer trimestre de aplicación del programa, un importante determinante del aumento de la base fue el sector externo, debido al movimiento especulativo comentado más arriba; pero después, ante el alargamiento de los plazos para la entrada de capitales y el acortamiento del lapso de prefinanciación de exportaciones, la expansión vía sector externo se amortiguó. Los redescuentos otorgados a las entidades financieras, en cambio, se constituyeron en el principal factor explicativo de la creación de dinero. Esto obedeció en parte a objetivos de política y en parte estuvo determinado por circunstancias de hecho que resultaron de la aplicación del Plan. En efecto, en el primer semestre del Plan, la sensible caída en la tasa de inflación hizo que, además de los cambios ya comentados en la composición de cartera de los particulares, se produjera una sustitución en contra de los activos indizados en favor de otros activos domésticos. Debido a que el crédito concedido por los bancos con base en los depósitos indizados tenía un plazo de maduración mayor que el de los depósitos, cuando estos últimos no eran renovados los bancos quedaban “descalzados” y el Banco Central tuvo que cubrir la brecha de los bancos entre activos y pasivos otorgándoles redes-

CUADRO 7

Determinantes de la base monetaria (en millones de australes)

Saldos a fin de	Base monetaria	Sector externo	Cuenta reg. mon.	Gobierno		Crédito a entidades financieras
				Adelantos transitorios	Total	
1984						
1° trimestre	306.9	- 5.9	64.9	6.6	312.8	151.0
2° "	451.1	29.1	136.2	0.6	421.9	205.8
3° "	649.3	24.8	255.7	15.1	624.4	301.9
4° "	1 058.5	- 83.2	423.8	24.05	1 141.7	934.0
1985						
1° trimestre	1 467.5	- 121.7	880.9	nd	1 989.2	998.1
2° "	2 479.1	170.5	1 728.6	-	2 308.6	2 005.2
3° "	3 558.5	911.8	2 016.6	-	2 676.6	3 779.5
4° "	4 668.8	nd	2 293.5	-	nd	4 254.9
1986						
1° trimestre	5 150.3	nd	2 815.5	-	nd	5 096.1

Fuente: Banco Central de la República Argentina.

CUADRO 8

**Determinantes de la base monetaria. Contribuciones al crecimiento de la base
(en porcentajes)**

<i>Periodo</i>	<i>Base monetaria</i>	<i>Sector externo</i>	<i>Gobierno</i>	<i>Crédito a entidades financieras</i>
1984	435.5	-27.1	337.2	402.1
1º trimestre	55.3	12.0	32.9	5.9
2º "	47.0	11.4	39.3	17.9
3º "	44.0	- 0.4	42.6	21.3
4º "	63.0	-16.7	44.4	97.3
1985	341.0	nd	147.3	302.0
1º trimestre	38.6	- 3.6	67.3	6.1
2º "	68.9	19.9	121.1	82.3
3º "	44.8	29.9	14.7	63.5
4º "	30.1	nd	-0.4	13.2
1986				
1º trimestre	10.3	nd	1.8	18.0

Fuente: Banco Central de la República Argentina.

cuentos. En los primeros meses del Plan, esto dificultó sensiblemente la programación monetaria. Por otro lado, los redescuentos fueron utilizados para dirigir el escaso crédito disponible en función de los objetivos de política propuestos. Tuvieron suma importancia en este sentido, los redescuentos otorgados con el objeto de promocionar las exportaciones.

Un punto importante a tener en cuenta es que el Plan Austral se puso en práctica sin encarar la reforma de un sistema financiero cuyo funcionamiento es sumamente ineficiente, debido a que sufre una crisis estructural ya desde 1980. En la medida en que el sistema financiero no funcionaba, el Banco Central se fue convirtiendo con el tiempo en el único real intermediario financiero del sistema, esto es, en la única institución monetaria capaz de transformar activos más o menos líquidos en préstamos de mayor plazo de maduración. Tal función la cumplió básicamente a través de la política de redescuentos. Como en muchos casos la tasa a la que el Banco Central tomó crédito es mayor que la que recibe por los redescuentos, aparece un déficit (cuasi fiscal) en sus cuentas. En este sentido, el Plan Austral mejoró sensiblemente la situación deficitaria del Banco Central por dos razones. En primer lugar, por la caída de la tasa de interés nominal, y en segundo término porque indujo un aumento en la demanda por parte del público de depósitos en cuenta corriente que es un activo contra el cual el Banco Central puede emitir redescuentos (ya que el nivel de encaje es muy elevado) sin pagar intereses por ello. Este hecho se reflejó en una fuerte caída en la emisión monetaria vía cuenta de regulación monetaria (ver cuadro 7). En el caso de los depósitos a plazo, en cambio, el Banco Central coloca bonos en los bancos para absorber la capacidad prestable generada por tales depósitos y vuelve a prestar el dinero vía redescuentos. En general la tasa a la que toma, como dijimos arriba, supera a la que presta el dinero. Esta mecánica, si bien presiona sobre el déficit, tiene la ventaja de reducir el costo financiero de las empresas suavizando el efecto del riesgo implícito en las tasas de interés. En cierto sentido puede decirse que de esta forma el Banco Central cambia el perfil de los subsidios que otorga con relación a los años anteriores. En el periodo del ajuste caótico subsidiaba el riesgo de los especuladores en el mercado de divisas vía seguros de cambio y ahora pasa a subsidiar el costo del riesgo asumido por las empresas productivas que tomaron crédito.

B) PRECIOS, SALARIOS Y NIVEL DE ACTIVIDAD

El programa estableció un congelamiento de todos los precios (excepto el de aquellos bienes con oferta de marcada estacionalidad tales como frutas y verduras) en el nivel que los mismos tenían el 12 de junio de 1985 —es decir, dos días antes del lanzamiento del Plan— con el objeto de no convalidar los aumentos preventivos que se habían producido en algunos productos como consecuencia de la filtración a la prensa de algunas de las medidas del programa (tales filtraciones habían sido en su mayoría inexactas, por otra

parte). Los controles de precios establecidos fueron de hecho muy laxos. No obstante, el congelamiento fue respetado en forma amplia debido a la positiva acción del público, que actuó en forma espontánea en apoyo de la medida. Para los productos no comprendidos en el congelamiento, se diseñaron márgenes máximos de comercialización.

El efecto de estas medidas —y de las restantes que componían el Plan— sobre la tasa de inflación fue rápido y contundente. La tasa de inflación en términos del índice de precios de los bienes comercializados al por mayor pasó de 42.4% en junio a -0.9% en julio. En los primeros nueve meses de aplicación del Plan la inflación promedio mensual, medida por este índice, fue de 1.4% mientras que en los nueve meses anteriores tal promedio se había ubicado en 24.7% (ver cuadros 9 y 10). En cuanto a los precios minoristas, en julio el aumento de los mismos fue de 6.2% y en los primeros nueve meses el promedio mensual alcanzó 3.1%. La inflación minorista había sido de 30.5% en el mes inmediato anterior al Plan y de 23.2% promedio en los tres trimestres que lo precedieron. El guarismo para julio es mucho más alto para minoristas que para mayoristas debido a un puro efecto de medición estadística. En efecto, dado que los precios minoristas miden la evolución de medias mensuales de precios, y que el congelamiento se puso en práctica a mediados del mes de julio, el 6.2%, “arrastra” en la medición parte de la inflación anterior al Plan Austral.¹⁴ Con los mayoristas eso no ocurre en la medida en que la inflación medida por tal índice compara niveles de precios a mediados de un mes con niveles de precios de mediados del mes siguiente. Es decir, que el índice de julio recogió en forma completa la información sobre los efectos del congelamiento.

Aparte del efecto de arrastre del primer mes, que exagera la diferencia entre la evolución de los precios mayoristas y minoristas, lo que sí surge claramente de los guarismos anteriores es que la inflación fue mayor en forma sistemática en los precios minoristas en relación con los mayoristas en los primeros nueve meses de aplicación del programa. La explicación de este comportamiento diferencial de ambos índices radica en que en el lapso que estamos comentando se produjo un cambio de precios relativos que implicó un aumento en términos reales del valor de los alimentos (en especial frutas, legumbres y verduras) y de algunos servicios personales en relación con los bienes de origen industrial y las tarifas públicas. Dado que la ponderación en el índice minorista de los precios cuya posición relativa mejoró es mayor que en el caso de los mayoristas, la tasa de inflación medida por el primero resultó mayor que la medida por el segundo. En el cuadro 11 puede observarse el comportamiento diferencial de los precios relativos mencionados, según la evolución de los diferentes componentes del índice de precios al consumidor. Allí se observa una reducción continua del valor re-

¹⁴ Para un estudio detallado sobre el efecto rezago fiscal durante el Plan Austral ver Domper y Streb (1985).

CUADRO 9

Tasas trimestrales de inflación, tasa de devaluación y evolución de las tarifas públicas* (porcentajes)

<i>Periodo</i>	<i>IPC</i> ¹	<i>IPMNGE</i> ²	<i>Devaluación</i> ³	<i>Tarifas</i> ⁴	<i>IPMNAL</i> ⁵
1980.1	19.4	12.8	7.9	nd	12.6
2	18.8	17.5	6.1	nd	14.0
3	13.0	8.9	4.3	nd	12.2
4	16.9	9.0	3.1	nd	15.0
1980	87.6	57.8	23.1		65.8
1981.1	15.9	13.0	18.8	nd	14.7
2	26.9	44.1	86.9	nd	34.6
3	27.3	32.2	31.2	nd	32.3
4	23.4	30.3	79.9	nd	28.4
1981	131.4	179.8	424.5		162.3
1982.1	23.4	26.0	11.5	10.7	30.5
2	15.9	33.6	41.6	10.2	26.8
3	56.2	77.0	74.6	46.0	72.6
4	38.7	38.1	68.5	54.3	48.9
1982	209.7	311.0	364.5	175.0	325.3
1983.1	45.9	43.8	39.7	55.0	42.0
2	39.3	34.9	33.0	54.5	38.8
3	60.0	63.6	42.5	67.0	57.0
4	64.2	61.1	75.5	58.4	77.7
1983	433.7	411.3	364.6	533.5	450.3
1984.1	58.3	52.9	44.3	51.2	36.2
2	63.6	65.5	54.3	86.2	70.8
3	85.3	75.6	75.1	88.6	77.3
4	64.2	63.0	92.9	71.6	65.0
1984	688.0	624.2	652.3	811.1	580.5
1985.1	91.0	82.3	40.5	73.1	86.7
2	109.1	145.5	142.5	162.0	54.7
3	11.6	1.2	8.7	7.2	-2.6
4	7.7	2.5	0.0	—	1.3
1985	385.4	363.8	398.0	386.1	369.4
1986.1	9.5	2.2	0.0	0.2	0.83

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos, Banco Central de la República Argentina.

* Último mes de cada trimestre contra último mes del trimestre anterior.

¹ Índice de precios al consumidor; nivel general.

² Índice de precios mayoristas; nivel general.

³ Tipo de cambio del Banco Nación o libre (*comercial* en los periodos de doble mercado). Se comparan cotizaciones de cierre de cada trimestre.

⁴ Variación del nivel general del índice de precios y tarifas de las empresas del estado de acuerdo con el índice de precios al consumidor (IPC).

⁵ Índice de precios mayoristas nacionales neto de alimentos.

lativo de los bienes de origen industrial y de las tarifas públicas y un incremento en los precios de los alimentos y los servicios personales. En el caso de los alimentos, sin embargo, cuando se observa la evolución de los diferentes rubros que componen este agregado, surge que el aumento del precio compuesto del mismo se explica, en primer lugar, por el aumento en el precio relativo de las frutas, legumbres y hortalizas y en segundo término por el aumento en el precio de la carne. Asimismo, si se observa el nivel de los precios relativos de estos últimos productos en el momento del congelamiento, surge que el valor relativo de los mismos era reducido tanto en relación con el de los otros alimentos como en relación con las tarifas públicas y los bienes industrializados (ver cuadros 11 y 12).

En el cuadro 13 se muestra cuánto de la inflación medida por el índice minorista se explica por la evolución de los rubros más importantes que lo componen. Puede observarse, nuevamente, que la evolución de los alimentos explica la mayor parte de la inflación de cada periodo, con excepción de meses como octubre, en que la mayor ponderación de los rubros no alimentarios se explica por factores estacionales; en este caso, por el cambio en los precios al renovarse la temporada en la rama textil. La misma pauta de comportamiento surge de la evolución de los diferentes rubros de los precios mayoristas. Así, la tasa de crecimiento observada para los precios mayoristas netos de alimentos es menor que la del índice global que los incluye (ver cuadro 9).

Una primera conclusión a extraer de los hechos comentados es que el plan de estabilización tuvo un rotundo éxito en la eliminación del componente inercial de la inflación y en la inducción de un cambio súbito en las expectativas, pero dejó al descubierto e intacto un rasgo estructural de la economía argentina, a saber, que en un contexto de rigidez, a la baja de la mayor parte de los precios, los cambios de precios relativos sólo se producen por medio del mecanismo inflacionario. La conclusión de política es, entonces, que dadas las características estructurales de funcionamiento de la economía, el objetivo de "inflación cero" no es alcanzable.

En otro orden de cosas, además del hecho de que el precio de algunos alimentos estaba muy "atrasado" en relación con otros precios al ponerse en práctica el Plan, tales cambios parecen relacionarse estrechamente con el aumento del poder adquisitivo del salario que se produce debido a la caída abrupta de la inflación en un contexto de incipiente reactivación y "deslizamientos" salariales por encima de las pautas establecidas por el congelamiento de precios y salarios (ver cuadro 10).

Para el análisis de la evolución de las remuneraciones al trabajo debe tenerse en cuenta que el concepto de poder adquisitivo del salario es una noción ambigua en un contexto inflacionario y que lo es aún más si la inflación se acelera y desacelera en forma permanente. En la medida en que el periodo de devengamiento del salario no coincide con el periodo de gasto del mismo debido a que el salario del periodo t se cobra a comienzos de

CUADRO 10

Tasas de variación mensual de los precios clave (unidades: porcentajes)

Periodo	Índice precios consum.	Índice precios mayoris.	Tipo de cambio ¹		Sal. hor. normal en la indust. ³	Precios y tarifas de empresas públicas
			Oficial ²	Paralelo		
1984						
Ene.	12.5	11.4	17.0	24.8	21.0	18.8
Feb.	17.0	15.9	11.6	31.7	15.1	12.1
Mar.	20.3	18.4	11.1	23.5	13.3	13.6
Abr.	18.5	19.7	13.7	9.1	32.4	20.4
May.	17.1	18.8	16.4	18.8	14.7	24.9
Jun.	17.9	16.6	16.6	6.7	19.7	23.8
Jul.	18.3	15.5	18.0	9.1	21.9	30.7
Ago.	22.8	21.9	21.8	30.0	17.4	23.8
Sept.	27.5	24.7	21.9	15.3	29.1	16.6
Oct.	19.3	15.4	25.0	7.9	22.1	15.6
Nov.	15.0	14.7	27.9	36.6	16.2	18.0
Dic.	19.7	23.2	20.6	8.3	20.0	25.8
1985						
Ene.	25.1	21.2	24.1	32.8	20.4	19.3
Feb.	20.7	17.8	20.9	32.2	15.4	15.6
Mar.	26.5	27.7	26.9	27.0	21.4	25.6
Abr.	29.5	31.5	28.5	30.9	24.9	26.1
May.	25.1	31.2	31.9	17.4	31.7	39.9
Jun.	30.5	42.4	41.8	28.8	28.7	48.5
Jul.	6.2	-0.9	8.8	18.2	-2.7	7.2
Ago.	3.1	1.5	0.0	1.0	0.3	0.0
Sept.	2.0	0.6	0.0	-2.6	1.3	0.0
Oct.	1.9	0.7	0.0	-1.6	1.1	0.0

Nov.	2.4	0.7	0.0	-2.3	2.3	0.0
Dic.	3.2	1.0	0.0	-4.8	4.6	0.0
1986						
Ene.	3.0	0.0	0.0	5.2	5.4	0.0
Feb.	1.7	0.8	0.0	-4.3	2.1	0.0
Mar.	4.6	1.4	0.0	5.6	-2.1	0.2

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos, Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas.

1. Promedios mensuales.

2. Durante los períodos con doble mercado oficial de cambios (junio-diciembre de 1981 y julio-noviembre de 1982): tipo de cambio comercial.

3. Los salarios normales se definen como la suma de los salarios básicos (incluyendo horas extras) y premios y bonificaciones. Son valores unitarios de los salarios liquidados en el período de referencia. Estos valores tienen significativas variaciones estacionales, debidas en especial al efecto de las vacaciones de verano. Las series no han sido corregidas por estacionalidad.

CUADRO 11

Evolución de los precios relativos (base 1983 = 100)

Periodo	Industriales IPC*	Servicios personales IPC*	Tarifas públicas IPC*	Alimentos y bebidas IPC*
1983	1.00	1.00	—	1.00
1º trimestre	0.98	0.98	—	1.01
2º "	1.02	1.01	—	0.98
3º "	0.97	1.02	—	1.00
4º "	1.03	0.98	—	1.00
1984	0.97	1.18	0.90	1.03
1º trimestre	0.97	1.03	0.93	1.03
2º "	0.99	1.14	0.88	1.09
3º "	0.97	1.23	0.92	1.01
4º "	0.97	1.34	0.88	1.01
1985	0.95	1.54	1.00	0.96
1º trimestre	0.94	1.42	0.88	1.01
2º "	0.98	1.49	1.01	0.96
3º "	0.94	1.57	1.08	0.93
4º "	0.93	1.70	1.01	0.95
1986				
1º trimestre	0.87	1.85	0.94	0.98

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos.

*IPC: Índice de Precios al Consumidor.

$t + 1$ y se gasta durante $t + 1$, aun con indización completa, cuando la inflación se acelera el poder adquisitivo del salario en el periodo de gasto efectivo cae (y aumenta en el caso de que la inflación se desacelere). Dado que el Plan Austral indujo una sensible caída en el ritmo de crecimiento de los precios, era de esperar que, *ceteris paribus*, por este solo hecho, el salario real aumentara. Una estimación aproximada del efecto que estamos comentando puede hacerse comparando el valor del salario devengado en el periodo t deflactado con los precios del periodo t , con el poder adquisitivo del mismo salario nominal pero deflacionado con el nivel de precios de $t + 1$, es decir, el correspondiente al periodo de gasto. La primera medida del salario real es la que tradicionalmente se usa pero, como puede deducirse de lo anterior, la misma no toma en cuenta el efecto de "desintegración" del salario nominal por el desfase en el periodo de gasto. En el cuadro 1 la columna SA corresponde a la medición tradicional y la SB a la del salario tomando en cuenta el efecto de desintegración. Como puede observarse, ambas columnas difieren en forma significativa para el guarismo de julio de 1985.

Al momento de ponerse en práctica el plan de estabilización existía el

CUADRO 12

Evolución de los precios relativos de los alimentos (base 1983 = 100)

<i>Periodo</i>	<i>Total de alimentos y bebidas</i>	<i>Carne</i>	<i>Frutas, verduras y legumbres</i>	<i>Bebidas, lácteos y azúcar</i>
1983	1.00	1.00	1.00	1.00
1º trim.	1.01	1.08	1.01	0.95
2º "	0.98	1.01	0.88	0.98
3º "	1.00	0.97	1.05	1.05
4º "	1.00	0.94	1.05	1.02
1984	1.03	0.99	1.10	
1º trim.	1.03	1.10	1.12	0.97
2º "	1.09	0.95	1.21	1.02
3º "	1.01	0.94	1.03	1.01
4º "	1.01	0.98	1.05	0.99
1985	0.96	0.75	0.88	1.12
1º trim.	1.01	0.83	0.98	1.17
2º "	0.96	0.65	0.67	1.26
3º "	0.93	0.74	0.76	1.06
4º "	0.95	0.77	1.11	0.99
1986				
1º trim.	0.98	0.81	1.40	0.96

Fuente: elaboración propia con base en datos del INDEC (Instituto Nacional de Estadística y Censos).

CUADRO 13

Principales determinantes de la inflación minorista (en porcentajes)

<i>Periodo</i>	<i>IPC</i>	<i>Alimentos y bebidas</i>			<i>Resto IPC</i>
		<i>Total</i>	<i>Carne</i>	<i>FVL*</i>	
1985					
J	6.2	1.91	0.62	0.54	4.29
A	3.1	2.61	1.53	0.92	0.49
S	2.0	1.36	0.36	0.76	0.64
O	1.9	0.52	0.16	0.33	1.38
N	2.4	1.73	0.58	0.98	0.67
D	3.2	2.23	0.61	1.48	0.97
1986					
E	3.0	1.88	0.64	0.86	1.12
F	1.7	1.02	—	—	0.68
M	4.6	3.27	1.00	-0.07	1.33

Fuente: elaboración propia con base en datos del INDEC (Instituto Nacional de Estadística y Censos.)

*Frutas, verduras y legumbres.

compromiso por parte del gobierno de indizar los salarios según 90% de la inflación observada en el mes anterior. Tal regla se aplicó sobre los salarios devengados en junio, lo que implicó un aumento en términos nominales de 22.9% por sobre los salarios de mayo. Es decir, que el poder adquisitivo de los salarios que se gastarían en julio, dado que la inflación bajó sensiblemente en ese mes por efecto del congelamiento, sufrió un fuerte in-

CUADRO 14

Estimaciones del salario real (base 1983 = 100)

<i>Periodo</i>	<i>SA</i>	<i>SB</i>
1984		
Enero	124.3	121.0
Febrero	122.3	125.1
Marzo	115.2	119.7
Abril	128.7	114.4
Mayo	126.0	129.4
Junio	128.0	125.9
Julio	131.9	127.4
Agosto	126.1	126.4
Septiembre	127.7	116.4
Octubre	130.6	126.0
Noviembre	132.0	133.8
Diciembre	132.3	129.8
1985		
Enero	127.3	124.5
Febrero	121.8	124.2
Marzo	116.9	113.4
Abril	112.8	106.3
Mayo	118.8	106.2
Junio	117.1	107.1
Julio	107.2	129.8
Agosto	104.3	122.5
Septiembre	103.6	120.4
Octubre	102.8	119.6
Noviembre	102.7	118.2
Diciembre	104.2	117.2
1986		
Enero	106.5	119.0
Febrero	106.9	123.3
Marzo	99.9	120.2

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Instituto Nacional de Estadística y Censos.

$$SA = \frac{S_t}{P_t}$$

$$SB = \frac{S_{t-1}}{P_t}$$

cremento. Tal incremento se refleja en la columna SB pero no en la SA. Así, podemos ver que los salarios reales medidos tomando en cuenta el efecto desintegración aumentaron entre junio y julio alrededor de 21% mientras que según el cálculo tradicional cayeron más de 2%. Si SB es una mejor aproximación al poder adquisitivo del salario que SA, el efecto impacto del Plan sobre los salarios fue muy positivo.

Dada la alta propensión de los asalariados al gasto en alimentos, es posible que se haya producido un exceso de demanda por ese tipo de bienes. Como buena parte de los alimentos forman sus precios en mercados "flexibles", es decir, que ajustan según la ley de la oferta y la demanda, este hecho contribuiría a explicar que el precio de los alimentos y las cantidades producidas hayan tenido una fuerte tendencia al alza en los últimos meses. En general éste sería un efecto plausible de ser cierta la hipótesis de que la mayor parte del impuesto inflacionario lo pagaban los sectores de bajos recursos en la medida en que, dada su restricción de liquidez, no tenían acceso a instrumentos financieros más sofisticados que los cubrieran de tal pérdida de capital.

Si bien el Plan implicaba el congelamiento de los salarios, éste no fue respetado en varios sectores en la medida en que se produjeron aumentos nominales de los mismos como surge del cuadro 10. No obstante, tales aumentos estuvieron por debajo del ritmo de crecimiento de los precios, lo que implicó la existencia de una tendencia a la reducción del salario real —medido por cualquiera de los dos índices— en los meses siguientes a julio. Dicha tendencia parece revertirse hacia el primer trimestre de 1986 quizá por el efecto combinado de un aumento en el nivel de actividad y de una flexibilización de la pauta salarial por parte del gobierno que otorgó un aumento general de salarios de 5% en enero. Por último, cabe acotar que, medido por SB, el salario real promedio durante los primeros nueve meses del Plan Austral, resultó 1.7% superior en términos reales al de los nueve meses anteriores al mismo.

Hasta aquí hemos utilizado para el análisis de la evolución de los salarios aquéllos pagados en el sector industrial por ser el mejor indicador existente. Sin embargo, hay evidencia de que desde julio se ha producido cierta dispersión salarial. Así, en el sector público, los empleados en la administración central (con algunas excepciones como maestros, militares e investigadores científicos) seguramente sufrieron una caída en sus salarios reales en la medida en que el gobierno se atuvo estrictamente a las pautas del Plan, mientras que los empleados en las empresas públicas obtuvieron —dada su mayor capacidad de negociación— aumentos salariales por encima de las pautas.

En lo que hace a la evolución del nivel de actividad económica, los indicadores disponibles muestran que el plan de estabilización obtuvo en gran medida el efecto deseado de reducir sensiblemente la inflación sin inducir una recesión. En efecto, como dijimos más arriba, el intento de poner en

CUADRO 15

**Producto interno bruto desestacionalizado.
Variaciones con respecto al trimestre anterior (porcentajes)**

<i>Periodo</i>	<i>Global</i>	<i>Industrial</i>
1984		
1° trimestre	0.7	1.1
2° " "	1.4	6.0
3° " "	1.2	0.4
4° " "	-0.8	4.0
1985		
1° trimestre	-2.7	-5.8
2° " "	-2.5	-3.6
3° " "	-2.5	-6.8
4° " "	4.4	12.9
1986		
1° trimestre	1.9	4.2

Fuente: Banco Central de la República Argentina.

práctica hacia fines de 1984 el acuerdo *stand-by* firmado con el FMI, había producido una fuerte reversión de la tendencia expansiva del producto en el cuarto trimestre de ese año. Al 14 de junio, se habían acumulado ya tres trimestres consecutivos de caída del producto (ver cuadro 15). Durante el primer trimestre de vigencia del Plan Austral, esta tendencia no pudo ser revertida por cuanto en junio se produjo una sensible caída del nivel de actividad industrial y durante los primeros tres meses del Plan; si bien hubo una cierta, muy leve, recuperación, en promedio la actividad del trimestre resultó menor que la de los tres meses anteriores. En el cuarto trimestre, por el contrario, los signos de reactivación eran ya evidentes. El producto global desestacionalizado aumentó 4.4%. El proceso estuvo encabezado por el nivel de actividad industrial que, en términos desestacionalizados, se incrementó 13%. Además, resulta importante destacar que el aumento en la producción industrial fue generalizado, no observándose retrocesos en ninguna de las ramas que componen el sector. La recuperación, no obstante, fue de mayor magnitud en algunos sectores que en otros. El liderazgo correspondió al sector de maquinaria y equipo cuya producción se incrementó en más de 20%, seguido por los sectores textil y químico con aumentos de la producción mayores de 10%. En el primer trimestre de 1986, la tendencia expansiva se mantuvo. El PIB desestacionalizado aumentó en tal período 2%, mientras que la actividad industrial (según también el índice sin estacionalidad) lo hizo en 4.2 por ciento.

No obstante el buen comportamiento del nivel de actividad y la infla-

ción, debe destacarse que aún se observan signos de que el sector privado se está comportando con un horizonte de decisión económica acotado respecto del futuro, en la medida en que parece haber una tendencia en algunas ramas a la sobreutilización de los planteles de mano de obra ya existentes (abonando horas extras) absteniéndose de tomar nuevos trabajadores. Esto indicaría que aún subsisten ciertos rasgos de incertidumbre y falta de credibilidad en el programa. En realidad, una vez quebradas las expectativas inflacionarias del pasado, el mayor desafío que el Plan Austral enfrenta hoy es el de quebrar las expectativas pesimistas respecto de las posibilidades de crecimiento de la economía.

Para lograrlo, una condición necesaria (aunque no suficiente) parece ser la de estar en condiciones de mantener en el tiempo la recuperación de la actividad evitando que una nueva recesión en el corto plazo confirme las expectativas pesimistas.

C) EL SECTOR EXTERNO

Como consecuencia del deprimido nivel de actividad durante 1985 que, como vimos, comienza a recuperarse hacia fines del año, el nivel de las importaciones sufrió una significativa merma ubicándose en alrededor de 3 980 millones de dólares, lo que representó una caída de 15.2% en relación con 1984. Por otra parte, la restricción de demanda efectiva que las empresas industriales enfrentaron a nivel interno las llevó a buscar la colocación de saldos en el exterior, lo cual se tradujo en un fuerte aumento (de cerca de 1 500 millones de dólares) en las exportaciones industriales. Tal incremento compensó con creces la caída en el valor de las exportaciones de origen primario, inducida por la fuerte caída en los precios internacionales de los productos agrícolas. Como resultado, las exportaciones totales se incrementaron 3.7%. La caída de las importaciones y el aumento de las exportaciones llevó, por una parte, a un superávit record de 4 500 millones de dólares en la cuenta comercial y, por otra, a una fuerte disminución del déficit en cuenta corriente que se redujo en casi 60% en relación con el año anterior. Además, debido a la acumulación de reservas, la deuda externa neta cayó por primera vez desde 1977 (ver cuadros 0 y 1).

Este comportamiento del sector externo permitió que las autoridades económicas tuvieran una mejor posición negociadora a nivel internacional. Así, el FMI aceptó renegociar algunas pautas nominales que no fueron cumplidas de acuerdo con lo estipulado al firmarse el *stand-by*. Por otra parte, por primera vez desde el conflicto de Malvinas, se regularizaron los atrasos que Argentina había tenido desde esa época.

Sin embargo, debe destacarse que el logro de un superávit comercial de la magnitud del observado en 1985, no fue un objetivo explicado en el Plan Austral. En realidad, tal superávit es más bien un resultado de la fuerte recesión que comienza a fines de 1984. En la medida en que el Plan busca

CUADRO 16

Recaudación tributaria a precios de diciembre de 1985

Período	Impuestos directos		Impuestos indirectos		Impuestos al comercio exterior		Recaud. sist. seguridad social		Otros impuestos		Total
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	
1984	543 446	7.1	3 647 162	47.5	1 084 494	14.1	1 706 283	22.2	670 760	8.7	1 682 145
1º trim.	116 407	6.6	809 669	46.2	266 609	15.2	379 211	21.6	181 980	10.4	1 753 874
2º "	172 906	9.2	851 889	45.5	313 372	16.7	356 565	19.0	179 723	9.6	1 874 456
3º "	145 440	7.1	992 438	48.3	306 743	14.9	447 641	21.8	160 896	7.8	2 053 158
4º "	138 693	6.9	993 166	49.6	197 770	9.9	522 866	26.1	148 161	7.4	2 000 657
1985	770 229	8.4	3 632 568	39.4	1 455 715	15.8	2 622 255	28.5	671 219	7.3	9 211 987
1º trim.	133 351	7.0	763 689	40.0	267 431	14.0	582 761	30.6	160 233	8.4	1 907 463
2º "	141 353	7.7	670 467	36.7	344 161	18.8	529 194	29.0	142 303	7.8	1 827 480
3º "	213 858	8.2	1 055 125	40.6	486 188	18.7	672 493	25.9	161 748	6.2	2 599 412
4º "	281 668	9.8	1 143 287	39.7	357 935	12.4	887 807	30.9	206 935	7.2	2 877 632
1986											
1º trim.	230 426	9.0	1 009 467	39.3	325 583	12.7	807 314	31.4	197 046	7.6	2 569 837

Fuente: Dampier y Sreb (1986).

(1) Monto.

(2) Participación.

CUADRO 17
Recaudación tributaria efectiva y potencial en porcentaje del PIB

Periodo	Impuestos directos			Impuestos indirectos			Impuestos al comercio exterior			Ingresos sist. seguridad social			Otros impuestos			Total			
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)	
1984	1.1	1.5	0.4	6.9	8.2	1.3	2.1	2.3	0.2	3.2	3.5	0.3	1.3	1.5	0.2	14.6	17.0	2.4	
1º trim.	0.9	1.2	0.3	6.5	7.6	1.1	2.1	2.4	0.3	3.0	3.2	0.2	1.5	1.6	0.1	14.1	16.1	2.0	
2º "	1.4	1.9	0.5	6.7	8.0	1.3	2.5	2.8	0.3	2.8	3.1	0.3	1.4	1.6	0.2	14.8	17.4	2.6	
3º "	1.0	1.5	0.5	7.5	9.0	1.5	2.3	2.6	0.3	3.4	3.7	0.3	1.2	1.4	0.2	15.4	18.2	2.8	
4º "	1.0	1.3	0.3	7.0	8.3	1.3	1.4	1.5	0.1	3.7	4.0	0.3	1.0	1.2	0.2	14.1	16.3	2.2	
1985	1.7	1.8	0.1	6.8	7.6	0.8	2.8	3.0	0.2	5.1	5.3	0.2	1.3	1.4	0.1	17.4	18.9	1.5	
1º trim.	1.0	1.4	0.4	5.7	7.1	1.4	2.0	2.3	0.3	4.4	4.8	0.4	1.2	1.4	0.2	14.3	17.0	2.7	
2º "	1.1	1.8	0.7	5.2	6.9	1.6	2.6	3.2	0.6	4.1	4.7	0.6	1.1	1.3	0.2	14.1	17.9	3.8	
3º "	1.7	2.0	0.3	8.4	8.5	0.1	3.9	3.9	-	5.4	5.4	-	1.4	1.4	-	20.7	21.0	0.3	
4º "	2.0	2.0	-	8.0	8.1	0.1	2.5	2.5	-	6.3	6.3	-	1.5	1.5	-	20.3	20.4	0.1	
1986																			
1º trim.	1.7	1.7	-	7.3	7.4	0.1	2.4	2.4	-	5.9	5.9	-	1.4	1.4	-	18.7	18.7	-	

Fuente: Domper y Streb (1986).

(1) Efectiva.

(2) Potencial.

(3) Pérdida por rezago fiscal.

reactivar la actividad productiva es muy difícil que las importaciones se mantengan a un nivel tan deprimido como el de 1985.

D) FINANZAS PÚBLICAS

En lo referido a la evolución de las finanzas públicas, los resultados en los primeros nueve meses del programa fueron satisfactorios en la medida en que se logró una fuerte caída del déficit fiscal en la línea de lo propuesto por el Plan. En efecto, mientras que el mismo se ubicaba en 8% del PIB en el trimestre mayo-julio de 1985, luego del Plan Austral se ubicó en un entorno de 2.5% del producto (ver cuadro 18). Como consecuencia, el gobierno pudo cumplir con el compromiso de no emitir dinero con el objeto de llenar sus necesidades de financiamiento.

La caída del déficit que estamos comentando fue consecuencia, básicamente, de la fuerte recuperación de la recaudación tributaria en términos reales (ver cuadro 16) y no de la reducción del gasto público, ya que en este sentido fue poco lo que se avanzó, aun cuando se comenzó a ejercer un mayor control sobre los gastos de personal y sobre las transferencias a las empresas públicas.

El sensible aumento en los ingresos tributarios, a su vez, se explica en primer lugar por el aumento en las tasas de ciertos impuestos como el de combustibles y los cobrados sobre el comercio exterior; en segundo término por la casi desaparición del rezago fiscal al caer la inflación, y en tercer lugar, por un mayor control de la evasión tributaria. Debido al efecto combinado de estos factores, la estructura de tributación cambió en un sentido positivo en lo que hace a un mejoramiento de la equidad y la eficiencia del sistema. En este sentido, cabe destacar que si bien la recaudación de todos los impuestos creció en términos reales, por una parte, la tasa de crecimen-

CUADRO 18

Déficit fiscal

<i>Periodo</i>	<i>Miles de australes</i>	<i>% s/PIB</i>
1985		
1° trim.	346.8	8.0
2° "	732.6	7.8
3° "	265.5	2.1
4° "	420.3	2.4
Total anual	1 765.2	4.2
1986		
1° trim.	362.5	2.6

Fuente: Secretaría de Hacienda.

to de los impuestos directos fue superior a la del resto y, por otra, la de los impuestos al comercio exterior tendió a decrecer en la medida en que los derechos de exportación se fueron reduciendo en forma paulatina (ver cuadro 16). Asimismo, coadyuvó a este resultado el hecho de que en términos relativos, el efecto de rezago fiscal se hacía sentir mucho más sobre los impuestos directos que sobre los de comercio exterior. Aun cuando en todos los tipos de impuestos el efecto rezago era importante, en 1984, por ejemplo, las pérdidas del Estado por este concepto eran de alrededor de 2.4 puntos del PIB (ver cuadro 17). En este sentido, la caída de la inflación favoreció no sólo a los asalariados sino también al sector público. La recuperación de los ingresos de tesorería hizo que el Estado pudiera adaptarse sin problemas mayores a la súbita desaparición del impuesto inflacionario.

3. Comentarios finales

A partir de la crisis del endeudamiento externo que comienza hacia principios de 1981, la economía argentina entra en un proceso de ajuste que visto en perspectiva resultó sumamente caótico y desintegrador. La dinámica del funcionamiento económico en ese periodo tuvo una fuerte tendencia hacia la inestabilidad, que hemos tratado de ilustrar en el modelo desarrollado en la primera parte del trabajo. El rasgo más saliente de inestabilidad al ponerse en práctica el Plan Austral lo constituía la amenaza de hiperinflación. Evitarla fue un objetivo central del programa de estabilización y, desde este punto de vista, puede decirse que los resultados durante los primeros nueve meses del Plan fueron auspiciosos. En efecto, durante esos meses se obtuvieron tasas de inflación que no se registraban en forma sostenida desde hace más de una década. El déficit fiscal fue reducido en forma drástica y se logró un control sobre la política monetaria muy superior a lo que fue la norma durante el periodo de ajuste caótico. En el proceso que llevó a estos resultados no se indujo una desmonetización abrupta de la economía, como en experiencias anteriores cuando se intentó controlar la oferta de dinero, ni estos objetivos fueron cumplidos generando una recesión prolongada o provocando una abrupta disminución en los salarios reales.

Ahora bien, un instrumento de crucial importancia para el logro de estos resultados fue el congelamiento de los precios durante un periodo que, adrede, no se determinó de antemano a fin de no generar expectativas que desestabilizaran el funcionamiento de la economía al acercarse el día fijado para el descongelamiento. No obstante, está claro que el congelamiento no podía durar indefinidamente a fin de mantener la tasa de inflación a un nivel reducido en forma artificial debido a que, como vimos, la variación de los precios de los diferentes agregados de bienes y servicios fue bastante disímil durante la vigencia del mismo, en especial, en lo referido al mayor aumento de los precios flexibles en relación con los industriales, las tarifas públicas

y el tipo de cambio. Así, hacia el comienzo del segundo trimestre del año en curso, se planteaba para la política económica un dilema: por un lado cuanto más largo fuera el periodo de congelamiento, mayor sería el desequilibrio acumulado en los precios relativos y por lo tanto —dadas las características estructurales de la economía— mayor sería potencialmente la inflación durante el ajuste posterior. Pero, por otro lado, cuanto más se extendiera el congelamiento en el tiempo, mayor sería la probabilidad de que los agentes económicos perdieran la memoria inflacionaria del pasado evitándose con ello una vuelta a las conductas indizadoras defensivas en el periodo de ajuste posterior al descongelamiento.

Las autoridades económicas dieron por finalizado el periodo de congelamiento a principios de abril de 1986 al establecer un sistema de incrementos preanunciados para las tarifas públicas, pautas para la variación de los salarios y un sistema de deslizamiento pasivo para el ajuste del tipo de cambio. Estas medidas estaban orientadas a recomponer los desequilibrios de precios relativos más importantes acumulados durante el congelamiento.

Además de los condicionamientos ya comentados, uno de los desafíos más importantes que enfrenta el programa para el logro de la estabilidad en el futuro próximo está dado por la necesidad de encontrar mecanismos eficientes y efectivos para mediar, en la puja sectorial, por la distribución del ingreso. En efecto, en Argentina el ingreso *per cápita* cayó en más de 20% en los últimos cinco años y, además, las relaciones laborales entre sindicatos y empresas deben ser recompuestas a partir de una situación en la cual la experiencia tanto de los trabajadores como de los empresarios en el tema es casi nula debido al manejo autoritario que de tales relaciones se dio durante la dictadura militar. En este contexto, aun cuando la inflación inercial sea eliminada junto con las conductas indizadoras defensivas, quedaría el problema de manejar las fuertes presiones inflacionarias que se generan en el conflicto distributivo. Así, aun cuando el Plan Austral fue una condición necesaria para la recuperación por parte de las autoridades económicas del gobierno democrático de los instrumentos más importantes para llevar adelante las políticas fiscal, monetaria, cambiaria y de ingresos, no es una condición suficiente para resolver la difícil cuestión de combinar la necesidad de estabilidad con la satisfacción de las demandas sociales por una más equitativa distribución del ingreso y por una mejor evolución en los indicadores de crecimiento económico.

Bibliografía

- Bacha, Edwar L. (1983), "Growth with Limited Supplies of Foreign Exchange: A Reappraisal of the Two Gap Model", Pontifical Catholic University.
 Cagan, P. (1956), "The Monetary Dynamics of Hyperinflation", en Friedman (ed.), *Studies in the Quantity Theory of Money*, Chicago University Press.
 Canitrot, Adolfo (1981), "Teoría y práctica del liberalismo. Política antiinflacionaria y apertura económica en la Argentina", en *Desarrollo Económico* 82.

- Damill, M. y J.M. Fanelli (1986), *Un modelo para el análisis del sistema financiero y el déficit fiscal*, Buenos Aires, CEDES, mimeo.
- Domper, J. y J. Streb (1986), "La recaudación tributaria y el Plan Austral", Banco Central de la República Argentina, mimeo.
- Fanelli, José María (1984), "Ahorro, inversión y financiamiento. Una visión macro-económica de la experiencia argentina", en *Ensayos Económicos* 31.
- Fanelli, J.M. y R. Frenkel (1985a), "La deuda externa argentina: un caso de endeudamiento forzado", *RES. Política, Economía y Sociedad* 1.
- (1985b), "La Argentina y el Fondo en la última década", SELA, de próxima aparición.
- Feldman, E. y J. Sommer (1983), *Crisis financiera y endeudamiento externo*, CET/HPAL.
- Figueiredo, J. et al. (1985), *Empleo y salarios en América Latina*, ECIEL.
- Frenkel, Roberto (1979), *Decisiones de precio en alta inflación*, Buenos Aires, CEDES.
- (1983), *La dinámica de los precios industriales en la Argentina, 1966-1982. Un estudio econométrico*, Buenos Aires, CEDES.
- (1984), "Salarios industriales e inflación. El periodo 1976-1982", en *Desarrollo Económico* 95.
- Heymann, Daniel (1986), *Tres ensayos sobre inflación y políticas de estabilización*, Buenos Aires, CEPAL.
- Kalecki, Michal (1971), "Cost and Prices" y "Distribution of National Income", en *Selected Essays on the Dynamics of the Capitalist Economy*, Cambridge University Press.
- Leijonhufvud, A. (1968), *On Keynesian Economics and the Economics of Keynes*, Oxford University Press.
- Mallon, R. y J. Sourrouille (1975), *La política económica en una sociedad conflictiva: el caso argentino*, Buenos Aires, Amorrortu.
- McKinnon, Ronald I. (1973), *Money and Capital in Economic Development*, The Brookings Institution.
- Minsky, Hyman (1975), *John Maynard Keynes*, Columbia University Press.
- Okun, Arthur (1981), *Prices and Quantities. A Macroeconomic Analysis*, The Brookings Institution.
- Shaw, Edward (1973), *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press.
- Taylor, Lance (1983), *Structuralist Macroeconomics*, Basic Books.
- Taylor, L. y J.A. Rosenweig (1984), "Devaluation, Capital Flows, and Crowding Out. A Computable General Equilibrium Model with Portfolio Choice for Thailand", MIT, mimeo.
- Tobin, James (1969), "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory", en *Journal of Money, Credit and Banking* 1.
- (1981), "Money and Finance in the Macroeconomic Process", en *Journal of Money, Credit and Banking* 14.
- Williamson, John (ed.) (1983), *IMF Conditionality*, MIT Press.

