

ALTA INFLACIÓN Y ESTABILIZACIÓN DE CHOQUE EN ARGENTINA

Daniel Heymann*

La economía argentina ha tenido en los últimos años un comportamiento especialmente turbulento. Ello se ha manifestado en amplias fluctuaciones en el producto real, alrededor de una tendencia de estancamiento, y también en una altísima inflación: en el decenio posterior a 1975, la tasa media de variación del IPC superó el 10% mensual. La inflación se agudizó aún más en los años recientes, hasta el punto de que, a mediados de 1985, los precios crecían a un ritmo de alrededor de 1% diario. El Plan Austral, iniciado en junio de ese año, fue un programa de estabilización de características particulares, dirigido a frenar de modo abrupto un proceso que se acercaba a la hiperinflación.

Este trabajo se propone describir brevemente la experiencia argentina reciente, y discutir algunos problemas generales del análisis de la muy alta inflación y de las políticas de estabilización. En la siguiente sección se consideran los principales impulsos inflacionarios que actuaron en los últimos años en Argentina, y se hace referencia a los mecanismos de adaptación de la economía a condiciones de extrema inestabilidad de precios. La sección 2 está dedicada a una discusión de diversos enfoques de políticas de estabilización. Finalmente, se analiza el contenido del Plan Austral y se comentan sus primeros efectos.

1. Algunas características de la reciente inflación argentina

La aceleración inflacionaria de los ochenta respondió a intensas presiones, que actuaron tanto a través de las políticas fiscal y monetaria como del propio sistema de precios. A fines de 1980 el tipo de cambio se encontraba claramente subvaluado; además, ya se había acumulado una abultada deuda externa (cuya contrapartida principal fueron grandes salidas de capitales

* Oficina de la CEPAL en Buenos Aires. Las opiniones expresadas en el trabajo son personales.

privados y gastos de escasa o nula productividad). Al fuerte saldo negativo de la cuenta corriente se unía una muy rápida fuga de capitales; desde el punto de vista de la actividad interna, el producto industrial estaba en declinación (dada la competencia de las importaciones generada por la sobrevaluación cambiaria y la reducción de aranceles) y el sistema financiero mostraba evidentes signos de debilidad. Si bien la velocidad de crecimiento de los precios se había reducido un poco por debajo de 100% anual, ese estado de la economía tenía un fuerte potencial inflacionario. De hecho, la respuesta a los desequilibrios acumulados dio lugar a una gran aceleración en los precios, que se prolongó por varios años.

El primer impulso ascendente se originó en las devaluaciones que trataron de atenuar la crisis del balance de pagos: el cambio en los precios relativos se produjo a través de fuertes alzas nominales, que se reflejaron en un claro aumento en la tasa media de inflación. Por otro lado, la devaluación real y el ajuste del balance comercial se acompañaron en 1981 y 1982 con caídas en los salarios reales y el nivel de actividad. Esto agudizó las tensiones sociales y agravó la situación de los deudores, lo que comprometió todavía más al sistema financiero. A mediados de 1982, poco después de terminado el conflicto por las Islas Malvinas, el gobierno decidió una reforma financiera, una de cuyas principales características fue la refinanciación a un plazo de varios años de las deudas bancarias pendientes (junto con el otorgamiento por el Banco Central de redescuentos a igual plazo y un aumento de los encajes) y la fijación de la tasa de interés sobre el segmento más importante de créditos y depósitos, en un valor que resultaba más bajo que la inflación esperada. El objetivo de esta reforma era aliviar a los deudores, alargando los plazos y reduciendo el valor real de las obligaciones a través de tasas reales negativas de interés. La disminución en la demanda por depósitos (unida a una fuerte devaluación del peso) provocó una brusca aceleración en los precios.

El déficit fiscal aumentó por varias razones. Los intereses sobre la deuda pública externa, que habían representado menos de 1% del PIB en 1980, superaron 6% en 1982, a raíz del crecimiento de la deuda misma, de las mayores tasas de interés internacionales y de la devaluación real del peso; ello compensó con creces el efecto sobre los gastos de la fuerte caída en los salarios reales de los empleados gubernamentales, que alcanzaron un mínimo marcado en 1982. Asimismo, las operaciones de seguro de cambio (que buscaban frenar la fuga de capitales) y la gradual transformación de deuda externa privada en obligaciones públicas también representaron un costo fiscal (si bien éste no fue realizado directamente por el gobierno, sino por el Banco Central). Además, la menor actividad real y el propio aumento de la tasa de inflación reducían la recaudación tributaria. De este modo, el déficit del sector público no financiero superó 15% del PIB entre 1981 y 1983.¹ A

¹ Estas cifras se basan en un cálculo que incluye como gasto al total de los inte-

ello se agregaban las pérdidas de caja del Banco Central, originadas en el régimen de remuneración de encajes y redescuentos. Al mismo tiempo, se fue cerrando el acceso al financiamiento externo, mientras que el tamaño del desequilibrio excedía la capacidad de colocación de deuda en el mercado local. De cualquier manera, el gobierno decidió el rescate de los títulos públicos en circulación (letras de tesorería, valores ajustables), para reducir la oferta de sustitutos próximos del dinero. Es decir, que las grandes necesidades de financiamiento del sector público fueron atendidas en forma creciente por el crédito del Banco Central, que tuvo un muy rápido aumento, en especial a fines de 1982.

A este aumento del déficit fiscal y de su financiamiento monetario se agregaron en 1983 y 1984 intensas presiones salariales, dadas las condiciones más favorables para la acción sindical que produjo el debilitamiento del régimen militar, primero, y el retorno al sistema constitucional de gobierno, después. En esos años, el salario real aumentó fuertemente y la actividad económica mostró una recuperación. En cambio, la inflación se aceleró nuevamente: la tasa de variación del IPC en el segundo semestre de 1984 superó 20% mensual.

Las autoridades constitucionales que asumieron el poder a fines de 1983 se enfrentaron con una situación económica sumamente compleja: existían intensas demandas por una reactivación del producto y una mejora en los ingresos de los principales grupos, mientras que, al mismo tiempo, las posibilidades de crecimiento aparecían restringidas por la gran deuda externa y la caída en la inversión y, además, la inflación ya era extremadamente rápida. Inicialmente, el gobierno adoptó una política de pautas de precios y salarios que buscaba disminuir gradualmente la velocidad de crecimiento de los precios sin perturbar la actividad real. La inflación no respondió a esta política; por otro lado, se produjeron discrepancias entre la evolución de los precios regulados por el gobierno y aquéllos que no lo estaban. En la segunda parte de 1984, el tipo de cambio y las tarifas de servicios públicos aumentaron en términos reales y las autoridades mostraron una mayor preocupación por el control de la demanda agregada; hacia fines del año se observaban signos recesivos, pero no una atenuación en el crecimiento de los precios. Es probable que buena parte del público esperara una aceleración hacia tasas aún mayores. De hecho, ésta se produjo: en los primeros seis meses de 1985, el IPC se cuadruplicó, con un aumento promedio de 26% mensual.

La breve descripción anterior sugiere que la gran inflación de la primera parte de los ochenta fue un proceso complicado, en el que actuaron diversos impulsos y mecanismos, con diferente intensidad según el momen-

reses nominales sobre la deuda interna. Si se excluyen esos gastos, igualmente se concluiría que hubo un significativo aumento del desequilibrio fiscal, a cerca de 10.5% del PIB en 1981 y 15% en 1983.

to. La aceleración de los precios se acompañó de fluctuaciones muy intensas en el nivel de actividad y de modificaciones a veces muy significativas en la política económica. También hubo grandes movimientos en los "principales" precios relativos: tanto los salarios reales como el tipo de cambio y las tarifas de servicios públicos mostraron oscilaciones muy marcadas (véanse los cuadros del anexo estadístico). Estos adelantos y retrasos sucesivos en ciertos precios "clave" influyeron sin duda sobre la velocidad media de la inflación y también contribuyeron para conformar la inestabilidad que caracterizó al periodo.

Al margen de esa volatilidad en los precios relativos agregados, la economía se adaptó a la muy alta inflación con muchas dificultades. Como habría sido de esperar, la demanda de dinero disminuyó drásticamente: en el segundo trimestre de 1985, la relación de M1 al PIB se redujo a alrededor de 2.5%; también se observó un marcado aumento en la velocidad de rotación de los depósitos en cuenta corriente. El incentivo a minimizar las tenencias de dinero produjo cambios significativos en las decisiones de cartera y en el modo en que se realizaban transacciones. Los individuos dedicaban grandes esfuerzos a sincronizar pagos y cobros; los depósitos a muy corto plazo (cuyo valor real, sin embargo, también disminuyó) y las divisas extranjeras se utilizaban como reserva de valor aun por periodos de unos pocos días; en algunos mercados se hizo común la práctica de efectuar pagos directamente en moneda extranjera. Sin embargo, la "dolarización" del sistema de pagos no fue un hecho generalizado: el dinero nacional se siguió utilizando en las transacciones en bienes y servicios de uso corriente. Por otro lado, la capacidad para comprimir los saldos monetarios no estaba distribuida homogéneamente, porque dependía de la disponibilidad de información y de la facilidad de acceso a los mercados financieros. Es probable que los grupos de menores ingresos hayan sido los más afectados por la rápida depreciación de la moneda. En este sentido, un hecho interesante fue que, a diferencia de lo ocurrido en las hiperinflaciones europeas, el periodo de pago de los sueldos y salarios no se modificó, pese a la marcada aceleración en los precios. Puede conjeturarse, sin embargo, que de haberse mantenido la inflación en los valores observados a mediados de 1985, la frecuencia de cobro de los ingresos habría tendido a aumentar, con el efecto consiguiente sobre la demanda de dinero y los precios.

Además de ser muy intensa, la inflación era errática. Resultaba prácticamente imposible prever el nivel de precios más allá de intervalos de tiempo muy reducidos. Aun a corto plazo, las expectativas no tenían una base sólida. El público observaba con atención la marcha de indicadores como el precio del dólar en el mercado paralelo, y buscaba anticipar las decisiones de política económica que podían influir sobre las tendencias de los precios. Pero este esfuerzo por obtener información no implicaba que hubiera previsiones precisas: es probable que las expectativas hayan sido volátiles y que, en un momento dado, hayan diferido significativamente según el in-

dividuo que las formulara.

La incertidumbre llevaba, naturalmente, al acortamiento del horizonte de las decisiones. Éste se apreciaba con claridad en las transacciones financieras. La mayor parte de las operaciones de crédito denominadas en pesos se realizaban a plazos muy cortos, a menudo de unos pocos días. Tampoco aquí se observó una dolarización generalizada. Los contratos a plazos relativamente largos normalmente contenían cláusulas de ajuste con algún índice de precios internos. Estos mecanismos de indización, de cualquier modo, no aislaban a los contratos de los cambios en la tasa de inflación, debido a los rezagos entre el momento de captación de los precios incorporados en los índices y aquél en que éstos se aplicaban como factor de ajuste, mientras que la variabilidad de los precios relativos creaba potencialmente discrepancias entre los valores ajustados y los valores "reales" relevantes para los individuos que intervenían en esos contratos.

En otras palabras, la extrema inestabilidad de precios aumentaba notablemente los costos y la incertidumbre asociados con las operaciones a plazo. En forma más general, la mayor parte de los agentes se concentraba en la obtención de ganancias (o la minimización de pérdidas) sobre un horizonte muy limitado y dejaba de lado las decisiones de carácter menos reversible; es muy probable que la muy alta inflación haya desanimado las inversiones productivas. La gestión de la política económica también enfrentaba grandes dificultades: la atención de los problemas de corto plazo, en un contexto poco predecible, se convertía en una tarea casi excluyente, mientras que la propia inestabilidad de la economía hacía poco creíble la permanencia de las políticas y de este modo reducía su efecto.

Los mecanismos de formación de precios y salarios se modificaron de un modo que implicaba una creciente sincronización de los aumentos, pero no la eliminación de los elementos inerciales en la inflación ni tampoco la ausencia de grandes cambios erráticos en los precios relativos. Al parecer, la frecuencia de los ajustes salariales en el sector privado a fines de los setenta y principios de los ochenta era usualmente trimestral (véase Frenkel [1984]); posteriormente se generalizó la práctica de realizar aumentos mensuales: es probable que una de las referencias principales para determinar la magnitud de estos aumentos haya sido la tasa de inflación observada en el mes anterior.² Los precios directamente administrados por el gobierno no seguían una regla definida de antemano; sin embargo, las tarifas de los servicios públicos se modificaban cada mes, mientras que el tipo de cambio variaba en forma diaria. Resulta más difícil tener una impresión general de los sistemas de ajuste de precios en el sector privado. Parece claro que éstos variaban a intervalos muy cortos, a menudo de unos pocos días, pero no

² Entre marzo y junio de 1985 rigió una regla explícita (definida por el gobierno) por la que los salarios se ajustaban en 90% de la variación del IPC en el mes previo; en muchas empresas probablemente se aplicaba una indización "plena".

hay indicaciones precisas sobre los criterios empleados por las empresas. Puede conjeturarse que las reglas de fijación de precios variaban de firma en firma, y que también era distinta la información utilizada en cada caso; es probable, en este sentido, que hubiera un considerable “ruido” en los precios.³

La inflación argentina del periodo reciente puede verse como un caso intermedio entre las inflaciones moderadas y las hiperinflaciones. Fue distinta de las primeras por el grado de perturbación que implicó: parece haber habido una apreciable disipación de esfuerzos en acciones sólo motivadas por la inflación y ésta llegó a afectar de modo significativo aun la decisión y ejecución de transacciones “cotidianas”. Por otra parte, como se ha visto, a tasas de inflación tan rápidas como las que se registraron en Argentina, los rezagos en los ajustes de precios se hicieron cada vez menores; ello tendía a reducir la inercia de la inflación. Pero, en cambio, si bien es posible que haya existido el riesgo de que se precipitara una hiperinflación,⁴ ello no llegó a concretarse: el peso se mantuvo como medio de pago en una gran cantidad de transacciones y como unidad de cuenta para la mayor parte de los precios y muchas operaciones financieras; la sincronización de los aumentos de precios estaba lejos de ser completa y la tasa de inflación pasada seguía siendo aún un elemento importante (a través de su utilización en contratos explícitos y probablemente también en la formación de expectativas) en la determinación de salarios y precios y en el ajuste de las obligaciones. De ahí que, por un lado, la inflación tuviera todavía un componente inercial y, por otro, que no se pudiera identificar con claridad un “precio guía” que fuera empleado de modo general para la fijación de precios, como aparentemente se usaba el tipo de cambio en las hiperinflaciones.⁵

³ Helman, Roiter y Yoguel (1984) encuentran que ha existido una asociación positiva entre la varianza de precios relativos y la tasa de inflación (este resultado es similar a lo que se ha observado en otras economías; véase, por ejemplo Vining y Elwertowski [1976], para el caso de Estados Unidos, y Alberro [1986], para el de México). Ello podría atribuirse a dos efectos distintos: los fuertes cambios en los precios relativos “agregados” y los movimientos erráticos de los precios individuales debidos a perturbaciones en la información.

⁴ En el sentido de que el proceso de aumento de precios se acelerara hasta llegar a un colapso completo de la moneda nacional. Canavese y Petrecolla (1985) han señalado este riesgo. En el estado de la economía a mediados de 1985 podían identificarse posibles fuentes de inestabilidad en la inflación: por ejemplo, una disminución de la demanda de dinero (si, en particular, se reducía el periodo de pago de los salarios) habría implicado una aceleración de los precios, con efectos sobre la recaudación tributaria (a través del rezago fiscal); ello podría haber disparado un proceso acumulativo. De cualquier modo, las expectativas a corto plazo, manifestadas en particular en las tasas nominales de interés parecían estar basadas, en promedio, en la hipótesis de que la tasa de inflación se mantendría en alrededor de 30% mensual.

⁵ Para una discusión de esos episodios véase, por ejemplo: Bresciani-Turroni (1937), Robinson (1938), Lopes (1985), Dornbusch (1985), Gerchunoff (1986), CEPAL (1986).

Es decir, la inflación había alcanzado una gravedad tal que existía, aunque fuera de modo difuso, una intensa “demanda por estabilidad”: buena parte de la población percibía que, de mantenerse las tendencias que se estaban observando, la actividad económica no podría desenvolverse en forma medianamente normal. Al mismo tiempo, el tratamiento de una inflación de las características de Argentina presentaba problemas tanto para el diseño como para la ejecución de las políticas. En las secciones siguientes se discuten algunos temas generales relativos al enfoque de políticas de estabilización, los rasgos particulares del Plan Austral y los primeros efectos de ese programa.

2. Problemas generales de estabilización

La alta inflación está generalmente asociada con estados de gran inestabilidad económica. No es sólo que los precios crecen rápidamente, sino que los comportamientos de los agentes (públicos y privados) son difícilmente predecibles para los demás. Si bien algunas conductas tienden a hacerse más rígidas (por ejemplo, a través de la adopción de reglas de indización), ello no suele ser suficiente, en los procesos inflacionarios más intensos, como para reducir la incertidumbre a aquella que se originaría de cualquier modo en factores “reales”. En esas condiciones, es mucho más probable que las decisiones económicas estén descoordinadas: muchas transacciones financieras, por ejemplo, no ocurren más que porque las expectativas inflacionarias difieren entre los individuos. El aumento en el riesgo de las acciones con resultados más lejanos en el tiempo, además, acorta el horizonte de los planes y puede de ese modo dificultar el crecimiento. Es probable que estos efectos, que provienen de perturbaciones en la información y de la dificultad que éstas implican para limitar el grado de inconsistencia de las decisiones, se cuenten entre las principales consecuencias adversas de la inflación. Desde este punto de vista se puede ver a las políticas de estabilización como un esfuerzo por definir condiciones económicas más predecibles; esto implicaría que, además de reducirse la velocidad de aumento de los precios en un momento dado, existan perspectivas de que ese resultado pueda perdurar en el tiempo. Pero, también, la alta inflación suele desatarse en economías sujetas a perturbaciones que las hacen inestables y en las que resulta comparativamente difícil definir creíblemente reglas de comportamiento más o menos “incondicionales”. El análisis de políticas de estabilización, por lo tanto, plantea dos clases de temas: el manejo de la transición (con qué instrumentos y a qué velocidad puede lograrse que se desaceleren los precios con el menor costo) y el de la administración de las políticas para sostener una baja inflación, en contextos de por sí inestables.

La teoría ortodoxa de la estabilización parte del supuesto de que las políticas de demanda agregada y especialmente, la administración de la canti-

dad de dinero, son los principales (o los únicos) instrumentos antinflacionarios. Según la visión más tradicional, las políticas de estabilización deberían basarse en una desaceleración de la oferta monetaria que, a través de su efecto sobre el gasto, actuaría a su vez sobre los precios; si bien las expectativas podrían desempeñar un papel sobre la velocidad de ajuste de la inflación, se acepta que la convergencia de ésta suele ser lenta. De allí que se suponga que, en general, la reducción de la tasa de inflación se acompañará de caídas en el producto físico y que se recomienden políticas graduales para limitar el costo de la transición.⁶

Este tipo de enfoque ha sido modificado significativamente en los últimos años. La literatura de la "Nueva Economía Clásica" (NEC) aplica sistemáticamente las hipótesis de equilibrio. En los modelos de esta clase no hay restricciones al ajuste de precios si no es debido a una rigidez en las expectativas. Por su parte, se supone que éstas se forman (de modo uniforme para el conjunto del sector privado) a partir de un modelo de funcionamiento de la economía y de la política económica que incorpora todas las relaciones de comportamiento relevantes.⁷ Con tales hipótesis, se deduce que es posible una caída rápida en la tasa de inflación, con sólo pequeños efectos recesivos, siempre que se produzca un cambio drástico en las expectativas. Ahora bien, éstas responderían a la trayectoria prevista para la oferta monetaria en futuros periodos, y no sólo en lo inmediato. A su vez, uno de los principales determinantes de la creación de dinero es el déficit del sector público: resultaría difícil que el público observe déficits persistentemente altos sin anticipar que éstos serán monetizados en algún momento. Por lo tanto, el elemento clave de la estabilización sería un cambio en la política fiscal, lo suficientemente explícito y creíble como para crear la expectativa de que la cantidad de dinero puede crecer a una tasa más baja. En la transición, si las previsiones inflacionarias se atenúan, es probable que crezca la demanda de dinero, lo que llevaría a una expansión equivalente (y tal vez de magnitud apreciable) a fin de sostener la demanda agregada. En otras palabras, este razonamiento señala que la estabilización se basaría en una modificación del "régimen monetario", a través de su influencia sobre las expectativas: para tener efecto sobre los precios, una desaceleración en el crecimiento monetario tendría que ser percibida como duradera y, simétricamente, sería posible que la estabilización se acompañe por un aumento sustancial en la cantidad de dinero si es que el público entiende que ésta es una adaptación a una mayor demanda, en lugar de ser "forzada" por las necesidades de finan-

⁶ Véase Laidler (1975), Cagan (1979). Las recomendaciones del FMI con respecto a políticas de estabilización parecerían en principio estar basadas en esta clase de postulación teórica, adaptada a economías abiertas.

⁷ Algunos ejemplos clásicos de trabajos con este enfoque son Lucas (1973, 1980), Sargent y Wallace (1981). De acuerdo con las hipótesis de la NEC, las expectativas podrían diferir entre individuos, pero no porque éstos utilicen distintos modelos sino porque tienen distinta información sobre los valores cuantitativos de ciertas variables.

ciamiento del gobierno. En apoyo de su hipótesis, los autores de esta corriente teórica se refieren a los episodios de estabilización de las hiperinflaciones europeas en las que, según su interpretación, anuncios de reformas fiscales y de modificaciones institucionales en los sistemas monetarios habrían dado lugar a caídas abruptas en la tasa de inflación, sin grandes consecuencias sobre la actividad real (Sargent [1982]).

Estos argumentos señalan un punto que se vincula con la consistencia de los programas de estabilización: aun cuando no se acepte que el manejo de la demanda agregada sea suficiente como para efectuar una transición sin sobresaltos a un sendero de menor inflación, parece claro que el gasto nominal debe desacelerarse para hacer sostenible un crecimiento más lento de los precios. Esto implicaría que la política fiscal es una de las piezas centrales de una estabilización viable; en última instancia, el gobierno debe reemplazar el impuesto inflacionario por otras fuentes de recursos o con reducciones del gasto. De ahí no se deduce que sea necesario que la cantidad de dinero pase a crecer de inmediato a la tasa "deseada" de aumento de precios (porque, en condiciones favorables, se puede contar con un crecimiento en la demanda por saldos reales), pero sí que debe existir la posibilidad de regular la oferta monetaria en forma tal que en algún momento se desacelere de acuerdo con la caída en la tasa de inflación. Por otra parte, los efectos de las expectativas son indudablemente importantes; cuanto más claramente pueda percibir el público que las autoridades están dispuestas y tienen capacidad para manejar sus instrumentos en un sentido que tienda a reducir las presiones inflacionarias, tanto más rápido será probablemente el ajuste de los precios.

Sin embargo, estos argumentos no parecen resolver el problema de la estabilización. Por un lado, las políticas tradicionales de restricción gradual del gasto actúan sólo muy indirectamente sobre los precios y esa acción se realiza a través de una caída del producto real; en última instancia, se debe confiar en que la recesión atenúe el crecimiento de salarios y precios. Los costos pueden ser particularmente grandes cuando esas políticas se aplican a casos de muy alta inflación, porque una desaceleración gradual de la oferta monetaria sería difícil de administrar y parece capaz de implicar un largo período de inflación aun muy rápida y actividad deprimida. La hipótesis de la NEC, por su parte, se basa en supuestos muy estrictos, que no necesariamente se verifican. En primer lugar, el postulado de que los precios se ajustan al equilibrio, dada la información con que cuentan los individuos en el período de inflación aun muy rápida y actividad deprimida. La hipótesis de muy comunes en los procesos inflacionarios.⁸ Excepto en casos extremos, la fijación de precios no es instantánea, sino que se determinan valores nominales que rigen durante un cierto período, o bien reglas de ajuste auto-

⁸ El carácter inercial de la inflación ha sido resaltado por Lopes (1985) y Frenkel (1986), entre otros.

mático que se aplican entre momentos de recontractación. Dados los costos involucrados en las negociaciones, el periodo suele ser particularmente largo en el caso de los salarios. A menudo se observa que se aplican sistemas de indización basados en la inflación pasada. Como consecuencia de estos mecanismos (que también se utilizan con frecuencia en contratos de deuda), la inflación de periodos anteriores influye en la formación de precios hacia el futuro. Esas rigideces contractuales que actúan en los precios implican que si se produce, sin más, una estabilización brusca en la demanda nominal, no habría una variación correspondiente en la tasa de inflación; ésta mostraría una tendencia a persistir, y el desajuste entre demanda y precios tendría efectos recesivos. Sólo en los episodios de hiperinflación, en que la inercia de los contratos prácticamente desaparece (debido a la misma inestabilidad de los precios) es que parece posible no tener en cuenta esta clase de efectos.

Dejando de lado las inflexibilidades causadas por los contratos, se plantean otros problemas. La hipótesis de una rápida convergencia de los precios supone que los anuncios de política económica causan una respuesta inmediata y homogénea de las expectativas. Esto, claramente, requiere en primer lugar que los anuncios sean "creíbles".⁹ Ahora bien, la credibilidad no es un concepto bien definido, porque ella depende, a su vez, de los juicios que se formulan los individuos sobre los objetivos de las autoridades y sobre su capacidad de cumplir efectivamente los anuncios que realizan. En este sentido, la credibilidad no sería independiente de lo que se prevea acerca de los resultados de las políticas (es decir, no habría sólo un efecto de las opiniones acerca del curso de las políticas sobre las expectativas de precios, sino también a la inversa); por ejemplo, un ajuste rápido de los precios haría más sencilla la administración fiscal y monetaria. En todo caso, si bien las condiciones, y la oportunidad de los anuncios pueden, sin duda, influir en las expectativas, se esperaría que, en general, existan distintas apreciaciones en un momento dado con respecto a cómo se moverán las políticas una vez anunciado cierto curso de acción.

Por otro lado, aun con precios perfectamente flexibles, una política monetaria anunciada y creíble puede no dar lugar a un ajuste completo en la tasa de inflación. Para que esto suceda, no sólo los individuos deben confiar en que se realicen los anuncios, sino que también deben procesar esa información mediante un "modelo" común y esperar que todos los demás agentes adaptarán sus expectativas del mismo modo que ellos.¹⁰ Los esquemas típicos de "expectativas racionales" dan por descontado que los agen-

⁹ Para una discusión del tema de la credibilidad en relación con las políticas de estabilización véase Fellner (1982), Koromzay (1982), Schelling (1982), Taylor (1982).

¹⁰ Phelps (1983) y Di Tata (1982) han discutido los posibles desajustes que puede producir la duda sobre la credibilidad de las políticas para los demás agentes, aun cuando los individuos por separado anticipen que los anuncios de política se llevarán a la práctica.

tes estiman que sus propias previsiones (que serían correctas, a menos de un término aleatorio) son representativas de las del conjunto. En general, sin embargo, parece probable que haya previsiones heterogéneas, y opiniones distintas sobre el modo en que el resto de los agentes ajustará las suyas, más aún cuando se producen cambios discretos en el manejo de las políticas económicas. En tales casos, no sería necesariamente cierto que las expectativas de inflación se adapten de inmediato y sin perturbaciones a anuncios de estabilización de la demanda agregada.

La estabilización de los precios requiere no sólo que se modifiquen las expectativas sino también que una gran cantidad de agentes actúen en el mismo sentido. Para que la transición ocurra sin sobresaltos (desde el punto de vista de la disminución en la tasa agregada de inflación y de los movimientos de precios relativos), las decisiones de precios deben hacerse en forma consistente entre sí. Parece probable que los mecanismos de mercado tengan dificultades para lograr una reducción general en la tasa de aumento de los precios ante una señal de demanda: cada agente tendría que contar con que los demás (en especial sus competidores y proveedores) dejarán de aumentar sus precios y decidir en consecuencia; no se ve claramente cómo se produciría la necesaria coordinación cuando la nueva tasa de inflación "de equilibrio" es muy distinta de la del periodo previo. En el caso de las hiperinflaciones, parece haber un mecanismo de coordinación implícita, porque la fijación de precios suele realizarse sobre la base de ciertos "valores guía", tales como el tipo de cambio; la estabilización de esos precios arrastraría entonces la del conjunto. En cambio, es probable que el problema de obtener una desaceleración pareja y simultánea de una gran cantidad de precios fijados en forma descentralizada tenga importancia cuando se busca reducir inflaciones más moderadas, en las que no existen tales "patrones" de uso general.

Una manera posible para tratar de sincronizar la desaceleración de los precios y reducir de este modo los costos de la transición es a través de una política de ingresos. Son bien conocidos los problemas de la administración directa de precios y salarios: se restringen los movimientos de precios relativos, lo que puede causar desequilibrios sectoriales y, si la demanda agregada no varía de manera consistente con los precios, es posible que aparezcan dificultades de abastecimiento o desvíos con respecto a los valores regulados. Pero no parece apropiado comparar esas dificultades potenciales de las políticas de ingresos con un hipotético estado de equilibrio; como se ha mencionado, resulta probable que el uso exclusivo de instrumentos de demanda lleve a movimientos erráticos de precios relativos (dada la distinta reacción de diferentes sectores o agentes) y a caídas en la actividad real. En todo caso, los costos probables de las políticas aisladas resaltarían la conveniencia de manejar las distintas clases de instrumentos de forma que se complementen entre sí.

Desde el punto de vista de las políticas de ingresos, una de las cuestio-

nes principales es el sistema de precios relativos que se adopta como punto de partida. Esta definición, que involucra aspectos distributivos, además de los estrictamente económicos, es particularmente compleja. Sobre ella no resulta fácil identificar criterios demasiado precisos; porque parece claro que en cada caso particular puede haber distintas opiniones sobre los precios relativos que serían “sostenibles”, dadas en particular las condiciones fiscales y del balance de pagos y las demandas sociales. La política de ingresos implica, de cualquier modo, decisiones sobre los precios relativos agregados (tipo de cambio real, salarios, tarifas de servicios públicos), con vistas a mantener los principales balances macroeconómicos, y también afecta a las relaciones de precios entre bienes y servicios específicos. Allí hay una “sobredeterminación” de las variables (en el sentido de que, de alguna manera, se fija un conjunto de valores que no necesariamente iguala las cantidades ofrecidas y demandadas) aunque la magnitud de los desequilibrios implícitos probablemente dependa mucho del punto de partida. En relación con esto, se plantean situaciones distintas según el tipo de inflación de que se trate. En los procesos más agudos, los ajustes de precios y salarios tienden a sincronizarse; cuando la inflación es más lenta, en cambio, puede haber rezagos bastante largos (por ejemplo en las variaciones de salarios en distintos sectores o entre salarios y precios). De ahí que los precios relativos en un momento dado pueden estar influidos por la ubicación de la fecha en el calendario de ajustes; los precios que se hayan ajustado recientemente serán comparativamente altos y a la inversa para aquellos que estén próximos a ajustarse. De ser éste el caso, la política de ingresos debería tener en cuenta la existencia de los rezagos; esto puede implicar correcciones para emparejar los precios al comenzar un programa de estabilización.

Las posibilidades y limitaciones de las políticas de ingresos se vinculan con la rapidez con que se encara la estabilización. Uno de los principales usos potenciales de esas políticas es como medio para cortar la inercia inflacionaria; esto se plantea cuando se busca un quiebre súbito en la tendencia de los precios. Por otro lado, la administración de precios y salarios es particularmente compleja cuando persiste una alta inflación (porque las revisiones son frecuentes y resulta difícil establecer y aplicar criterios generales); esta complejidad se acentuaría entonces en los casos de políticas de tipo gradual. Además, las pautas de precios más o menos rígidas parecen más efectivas si se las aplica por un tiempo no demasiado largo: en caso contrario, es más probable que se vuelvan importantes los desvíos con respecto a esas pautas, y puede haber una influencia desfavorable sobre las expectativas.

Es decir, la utilidad de la administración de precios y salarios parece mayor en programas de estabilización rápida. De cualquier forma, la elección de un enfoque gradual o de *shock* tiene otros aspectos. Las políticas graduales son potencialmente reversibles, o se pueden modificar con alguna facilidad. En condiciones de gran incertidumbre, disponer de opciones flexibles resulta especialmente útil. Sin embargo, esta ventaja acarrea tam-

bién costos: si no hay una perspectiva definida sobre el curso de las políticas, las expectativas se ajustan en forma lenta, y probablemente con un rezago en relación con los movimientos observados de los instrumentos. Por otro lado la misma reversibilidad de las políticas puede dar lugar a marchas y contramarchas, que harían más incierto el resultado final. De ahí que, sobre todo si se parte de una inflación muy alta, se puede esperar que la aplicación de políticas graduales dé lugar a situaciones de inestabilidad por un tiempo más o menos prolongado y tal vez también a perturbaciones en la actividad real. Las políticas de estabilización abrupta evitarían estos problemas, si es que se logra la consistencia entre las políticas de gasto agregado y las medidas dirigidas a influir directamente sobre los precios. Por supuesto, estas políticas también tienen riesgos. Un choque de estabilización debe producir un cambio drástico en las conductas del público; para ello parece necesario que haya un anuncio explícito de medidas que generen (al menos para un grupo significativo de agentes) la percepción de que ha ocurrido una nítida modificación en el manejo de los instrumentos de política. Estos anuncios implican compromisos y son difícilmente reversibles; en última instancia, hay una relación entre el efecto probable sobre las expectativas y el costo a incurrir en el caso en que las políticas no tengan éxito. Por este motivo, cuando se intenta una estabilización súbita, parece haber pocas gradaciones intermedias entre los casos en que se obtienen resultados favorables y aquellos en que hay grandes pérdidas.

Esto atrae nuevamente la atención al problema de la complementariedad y consistencia de los instrumentos, y también señala la importancia del efecto inicial: la "sobredeterminación", mencionada anteriormente en relación con el uso simultáneo de políticas de demanda y de precios e ingresos, puede verse como un modo de aumentar la probabilidad de que haya en la práctica una disminución súbita en la tasa agregada de inflación y de que precios y gasto varíen en forma paralela (de modo de no provocar fuertes impactos recesivos). En todo caso, parece claro que las condiciones en que se desenvolvería la economía una vez iniciado un programa de choque resultan difíciles de prever de antemano; de ahí que no puedan descartarse desajustes implícitos en el diseño inicial, tanto en lo que respecta a las políticas fiscal y monetaria como al sistema de precios relativos que se adopte como punto de partida. Se plantea entonces la cuestión acerca de los grados de libertad con que puede contar la política: aunque sea conveniente que se hagan anuncios definidos, éstos no tienen por qué comprometer rigurosamente al conjunto de los instrumentos.¹¹

El problema de la estabilización no se agota en obtener una reducción inicial en la tasa de inflación; también hace falta mantener el crecimiento

¹¹ En este sentido, parecería que la cantidad de dinero es una variable poco apta para ser fijada de antemano, porque la previsión de la demanda de activos financieros es particularmente compleja si la tasa de inflación cambia abruptamente.

de los precios a una velocidad moderada. En un programa de choque, la primera etapa probablemente implique el empleo de reglas sencillas, como el congelamiento de precios. Por otro lado, la muy alta inflación es un síntoma de grandes dificultades en la administración de políticas económicas; cuando se sale de ella, es probable que subsistan fuertes restricciones al manejo de instrumentos (en el campo fiscal, por ejemplo) que llevaría tiempo remover y que, por lo tanto, parece razonable considerar como un dato en primera instancia. La estabilización puede verse, en este sentido, como un requisito para aumentar la capacidad de acción de las políticas; una vez obtenido el primer efecto, surgiría la demanda por decisiones con un horizonte de más largo plazo. Esto incluye, en particular, la búsqueda de políticas sostenibles que eviten la recaída en alta inflación. Desde el punto de vista de la política de ingresos, una primera cuestión es la oportunidad y forma de ir levantando las "sobredeterminaciones" que se puedan haber impuesto; esto parece requerir un delicado balance entre los objetivos de evitar presiones en los mercados y de no recrear expectativas inflacionarias. También es probable que sea necesario reforzar el control del déficit fiscal. Más allá de las cuestiones detalladas sobre el manejo de los instrumentos, la estabilización en economías latinoamericanas, sujetas a una pesada deuda externa (que presiona sobre los ingresos reales y el presupuesto) y en algunos casos sujetas a fuertes tensiones distributivas en un contexto de crecimiento lento o nulo, parece requerir un gran esfuerzo de conciliación entre las políticas reales y financieras (dado que hay una influencia recíproca entre estabilidad y crecimiento) y entre las demandas sociales y las restricciones existentes.

3. El Plan Austral

a) Rasgos principales del programa

A principios de 1985, como se ha visto, la inflación había alcanzado en Argentina valores extremadamente altos, y se percibía la posibilidad de que se produjera una aceleración ulterior. Ello parecía implicar grandes riesgos: ya se observaban perturbaciones en el funcionamiento de la economía y, en caso de que no se modificaran las tendencias prevalecientes, se podía prever que las transacciones privadas y la administración de políticas se verían aun más seriamente trabadas. Estos riesgos eran evidentes; de ahí surgía una insatisfacción muy acentuada en el público y, por parte de las autoridades, la preocupación por detener un proceso que amenazaba quedar fuera de control.

En Argentina han sido numerosos los ensayos de estabilización que no alcanzaron el resultado que se buscaba, o que debieron abandonarse después de algún tiempo. Estas experiencias fueron de diverso tipo: intentos

basados en el uso de instrumentos monetarios, políticas de ingresos más o menos estrictas, regulación de ciertos precios (como el tipo de cambio) a efecto de ir reduciendo la inflación. Esta repetición de ensayos sin éxito duradero, por un lado, ha estimulado el escepticismo sobre las perspectivas de una estabilización efectiva y ha generado dudas en el público sobre la eficacia de una variedad de instrumentos. Por otra parte, desde el punto de vista del diseño de las políticas anunciadas en junio de 1985, las autoridades interpretaban las experiencias previas como un signo de que los enfoques "parciales" de la estabilización no eran aconsejables: las políticas de demanda agregada, por sí solas, llevarían a disminuir el producto sin influir sobre los precios (salvo tal vez, con rezagos y costos apreciables); en contraste, la administración de precios sin una acción paralela sobre los instrumentos monetarios y fiscales corría el riesgo de provocar escaseces y evasiones a los controles, y no se podía confiar en que la desaceleración de un pequeño subconjunto de "precios clave" indujera la convergencia de la inflación a una trayectoria más lenta.

Tanto la urgencia por producir resultados como las dificultades que se habían observado para el manejo de la política económica en ensayos de estabilización gradual, influyeron sobre la decisión de intentar un freno abrupto al crecimiento de los precios. El Plan Austral buscó actuar directamente sobre costos y precios y desacelerar simultáneamente la demanda agregada y las expectativas a través de medidas fiscales, monetarias y de políticas de ingresos, unidas a un sistema de corrección de los contratos de deuda (vinculado con el cambio en el signo monetario) cuyo objetivo fue evitar bruscas transferencias de riqueza.

El anuncio del Plan Austral fue hecho de un modo que trató de dejar claro que se había producido un cambio neto en las políticas y en el previsible comportamiento futuro de las autoridades. Algunos de los anuncios (por ejemplo, en materia de déficit fiscal) se apoyaban, en parte, en medidas ya adoptadas; otros reflejaban decisiones no conocidas hasta ese momento, o bien anticipadas imperfectamente. A grandes rasgos, los elementos centrales de esos anuncios fueron tres: habría un congelamiento general de precios, salarios, tarifas públicas y tipo de cambio; el déficit fiscal se reduciría fuertemente y el Banco Central suspendería el otorgamiento de crédito al Tesoro, y se cambiaría la denominación de la moneda, con un régimen de conversión al nuevo signo (el austral) de las deudas originalmente pactadas en pesos. Más en detalle, las principales medidas y los criterios que habían guiado su adopción fueron las siguientes:

i) PRECIOS Y SALARIOS

El congelamiento generalizado se utilizó como un instrumento para atacar la inercia inflacionaria y como medio para coordinar la estabilización del conjunto de los precios. Esto no significaba necesariamente que se viera una

tasa de inflación nula o casi nula como un objetivo sostenible; más bien, la medida se presentó como un mecanismo de transición relativamente simple con vistas a su efecto inmediato. El congelamiento se anunció como un sistema transitorio, aunque sin una fecha prefijada de finalización: parecía quedar implícito que, de acuerdo con los resultados que se fueran observando, en algún momento posterior se trataría de poner en práctica reglas más permanentes. En principio, quedarían congelados todos los precios, públicos y privados, con la excepción de los precios de productos primarios de oferta muy fluctuante, para los que se definirían márgenes de comercialización; en el caso de los salarios, éstos quedarían fijos, una vez incorporado el aumento de 22.6% que correspondía según el sistema de ajustes aplicado hasta entonces.¹²

Dada la frecuencia de los aumentos de precios en la inflación previa, la aplicación del congelamiento sobre los valores vigentes en un momento dado se vio favorecida por la ausencia de grandes rezagos "mecánicos".¹³ Es decir, no se planteaba el problema general de introducir correcciones iniciales a los precios debido a su distinta fecha de ajuste. Sin embargo, no era trivial la definición del conjunto de precios relativos de partida, tanto en lo que respecta a aquellos precios de importancia macroeconómica, como al detalle de los precios, en especial dentro del sector industrial. En los meses previos al anuncio del programa, el gobierno había acelerado el ritmo de aumento de las tarifas de servicios públicos y del tipo de cambio; en la semana anterior al 14 de junio se decidió, además, un alza de 12% en el precio de la gasolina y una devaluación de 18%. Estos ajustes tenían propósitos fiscales;¹⁴ tal vez también, se proponían elevar anticipadamente algunos precios que luego quedarían sometidos rígidamente al congelamiento. De cualquier modo, el valor inicial de las tarifas y el tipo de cambio se ubicó nítidamente por encima de los promedios del decenio.¹⁵ Por otro lado, se habían ido relajando los controles sobre los precios industriales, que tam-

¹² Entre marzo y junio de 1985 el gobierno había utilizado una pauta de aumentos salariales (aplicado en el sector público y, al parecer, con cumplimiento variable en el sector privado) de 90% de la tasa de variación del ipc en el mes anterior.

¹³ En este sentido, el hecho de que el programa se comenzara a aplicar a mediados de mes habría tendido a fijar los valores relativos de los precios de ajuste mensual en un nivel "medio".

¹⁴ La devaluación se acompañó con un aumento en los derechos sobre exportaciones e importaciones. La subida en la recaudación previsible en estos impuestos de percepción relativamente sencilla se veía compensada en parte, sin embargo, por el mayor valor real de los servicios de la deuda externa.

¹⁵ En el caso del tipo de cambio real, la medida de paridad real basada en la comparación con el movimiento relativo del ipc doméstico y el de Estados Unidos mostraba un valor más alto, incluso, que en periodos de tipo de cambio alto como el año 1983. La caída de los precios internacionales, sin embargo, implicaba que el poder de compra interno de las exportaciones (ignorando el efecto de medidas de tipo fiscal), si bien elevado, se hallara por debajo de sus máximos.

bién aumentaron fuertemente. Es probable que, ante la perspectiva de que ese relajamiento fuera transitorio, muchos precios de lista hayan estado por encima de los precios efectivos de transacción; en todo caso, en términos generales parecería que los márgenes industriales eran altos al momento del congelamiento. Los precios agropecuarios, en cambio, se encontraban en valores reales bajos (en especial para productos como las frutas y legumbres) pese a la recuperación del precio de la carne en los meses previos. Los salarios reales, por su parte, venían declinando desde fines de 1984, si bien estaban significativamente por encima de valores como los del año 1982.

En cuanto a la regulación de precios una vez iniciado el programa, el gobierno confiaba en que, para los bienes de consumo masivo, la difusión de precios máximos, con validez por tiempo indefinido, permitiría a los consumidores ejercer un control a través de sus decisiones de compra, sin sobrecargar la escasa capacidad de supervisión administrativa. Para definir estos precios y los de los artículos manufacturados en general, se presentaban algunos problemas. En los días anteriores al anuncio del programa se habían registrado fuertes remarcaciones; dado esto, el gobierno decidió que el congelamiento regiría sobre los valores del día 12 de junio, lo que implicaba retraer muchos precios a esos valores. Por otro lado, se debía resolver el tratamiento de las autorizaciones de ajuste de precios pendientes de decisión al momento de iniciarse el programa. Además, los precios de lista generalmente se referían a ventas con pago diferido y, por lo tanto, incorporaban implícitamente un componente de cargas financieras proporcionado con la inflación anterior; si el congelamiento se aplicaba sobre valores de contado, debía haber una reducción nominal de esos precios.¹⁶ La solución de estos temas llevó algún tiempo, en el que no estuvieron claramente establecidos los precios de venta; si bien no se observaron desabastecimientos de productos de consumo, la incertidumbre sobre los precios parece haber afectado en especial a las transacciones interindustriales en las primeras semanas después de iniciado el programa.

ii) POLÍTICA FISCAL Y MONETARIA

El congelamiento de precios, al margen de sus efectos directos, buscaba modificar las expectativas de un importante segmento del público. Para muchos individuos, sin embargo, la inflación está asociada estrechamente con el comportamiento monetario y fiscal. El programa incluyó un anuncio explícito de que se interrumpiría el financiamiento al Tesoro a través del Banco Central; ello trataba de establecer con claridad la perspectiva de un cambio drástico en el "régimen" monetario (dado que la expansión en la oferta de dinero que podría producirse no se originaría en los requerimientos fisca-

¹⁶ Esto se vincula con la conversión de obligaciones de pago futuro, que se comenta más adelante.

les) y, tal vez también, facilitar el ajuste de las finanzas públicas a través del establecimiento de una restricción presupuestaria más definida. Este anuncio significaba que el gobierno no utilizaría el posible aumento en la demanda de saldos reales para financiar sus gastos.¹⁷ Sin embargo, no se establecieron límites cuantitativos a la cantidad de dinero: ésta podría variar a través de los movimientos de reservas internacionales u operaciones de política monetaria.

Las autoridades programaron una brusca reducción del déficit fiscal: el desequilibrio total (incluyendo las pérdidas del Banco Central originadas en los pagos por encajes y redescuentos) en el segundo semestre del año se proyectaba en un valor similar al monto de los intereses refinanciables sobre la deuda externa; es decir, se preveía un superávit neto de los servicios de esa deuda. Este drástico ajuste fiscal se basaría en varios efectos. Desde el punto de vista de los egresos, ya desde 1984 se habían reducido algunos gastos, especialmente en defensa y seguridad. Estas reducciones se mantendrían; en cambio, no habría cortes en los gastos de tipo social ni se planeaban despidos de personal. Los salarios reales en la administración pública, que habían aumentado significativamente en 1984, habían caído en la primera parte de 1985; a partir de junio, las remuneraciones nominales quedarían congeladas. La inversión pública, por su parte, ya venía reduciéndose. Del lado de los ingresos, se esperaba un aumento significativo, por efecto de los altos precios reales de los servicios públicos, de los mayores impuestos al comercio exterior y de un régimen de "ahorro obligatorio" vinculado con los impuestos a las ganancias y al patrimonio; además, se preveía una importante mejora en la recaudación real al disminuir la inflación, dado el rezago entre el momento de devengamiento y el de percepción de los impuestos.¹⁸ Por otra parte, la caída en la tasa nominal de interés actuaría por sí misma para disminuir las pérdidas de caja del Banco Central.

Dada la incertidumbre sobre la posible influencia del anuncio del programa en las expectativas de los tenedores de activos, la fijación de la tasa de interés en el segmento regulado planteaba dificultades. El valor inicial se definió en 4% mensual para depósitos a treinta días,¹⁹ es decir, una tasa muy alta, teniendo en cuenta que simultáneamente se había decidido un congelamiento de precios, pero mucho menor que el rendimiento de 28% men-

¹⁷ De cualquier modo, el Banco Central otorgó créditos al gobierno por encima de las necesidades corrientes en las semanas previas al comienzo del programa. Esos créditos servirían para formar una reserva destinada a cubrir posibles desequilibrios de caja. Este procedimiento fue habitual en los programas de estabilización en las hiperinflaciones europeas.

¹⁸ El efecto del "rezago fiscal" (estudiado analíticamente por Olivera, 1967, y Tanzi, 1977, entre otros), había contribuido en forma significativa al descenso de la recaudación real en el periodo de alta inflación.

¹⁹ La tasa sobre préstamos a tasa regulada se ubicó en 6% mensual. La gran brecha entre tasas activas y pasivas obedecía a los muy altos costos que han caracterizado a la intermediación financiera en la Argentina en los últimos años.

sual que se ofrecía antes del 14 de junio. De hecho, uno de los principales interrogantes que existieron en los días posteriores era si esas tasas inducirían a los depositantes a mantener sus fondos en el sistema financiero, o bien ellos se dirigirían a la compra de bienes o divisas.

iii) CAMBIO EN EL SIGNO MONETARIO Y SISTEMA DE CONVERSIÓN DE OBLIGACIONES

La existencia de contratos de deuda que determinan pagos fijos en términos nominales o indizaciones con rezago, crea la posibilidad de grandes redistribuciones cuando los precios se estabilizan abruptamente. Esos contratos incorporan la inflación pasada en los pagos futuros, ya sea a través de intereses nominales explícitos (en cuya fijación influyen decisivamente las expectativas de inflación, que a su vez dependen en parte de la tendencia observada de los precios), de intereses implícitos (por ejemplo, en las ventas con pago diferido) o bien directamente por la utilización de variaciones de precios en algún periodo anterior para el ajuste de las sumas a pagar. De esta forma, si la tasa de inflación disminuye fuertemente, las tasas de interés o de ajuste definidas por esos mecanismos se convertirían en muy altas tasas reales de interés, con el consiguiente efecto patrimonial. En Argentina, el plazo de los contratos nominales y los rezagos en la indización, si bien habían tendido a disminuir con la aceleración inflacionaria, no se habían anulado.

Los anuncios de política del 14 de junio de 1985 incluyeron la introducción de una nueva unidad monetaria (el austral) en remplazo del peso, y de una "escala de conversión" entre australes y pesos, que se aplicaría para la cancelación de deudas y que implicaba una depreciación diaria del peso con respecto al austral (a una tasa que se fijó en 29% mensual para los siguientes 45 días). El criterio general empleado al definir el modo de operación de esta escala era el siguiente: la tasa de conversión funcionaba de hecho como un tipo de cambio reptante entre dos monedas (el peso, que denominaba originalmente los contratos, y el austral, que serviría para cancelar los pagos); si ese tipo de cambio reflejaba el diferencial entre la tasa de inflación anterior y la observada después de la reforma, el valor real de los pagos se aproximaría al que habría resultado en las condiciones inflacionarias previas, de modo de neutralizar el efecto de la estabilización.²⁰

Más precisamente, las obligaciones exigibles (dinero, algunos depósitos de ahorro) se convirtieron de inmediato a una tasa de un austral por cada 1 000 pesos. Las sumas comprometidas a futuro por montos fijos en pesos (depósitos a plazo fijo, pagarés, etc.) se cancelarían de acuerdo con la tasa de conversión del día de pago. En cuanto a los pagos sujetos a indización,

²⁰ Este esquema es similar al de Leijonhufvud (1983, 1984). Resende (1984) ha discutido el posible rol de una reforma monetaria (de características algo distintas) en un programa de estabilización súbita.

cuando los índices de ajuste incorporaron variaciones de precios anteriores a la reforma, ellos se tratarían como montos definidos en pesos y sujetos a conversión a la tasa del día de pago.²¹ En los casos en que los índices de ajuste reflejaran variaciones de precios entre algún momento posterior a la reforma y uno anterior a ésta, el pago debido surgiría del valor ajustado según el contrato, a una tasa de conversión que compensara por el rezago implícito en la fórmula de ajuste.²²

El sistema de conversión buscaba evitar los efectos distributivos de la estabilización sin afectar las modalidades propias de cada contrato. En el caso hipotético de una transición (no prevista) entre dos regímenes de inflación constante y perfectamente anticipada, ese mecanismo habría validado las expectativas mantenidas por las partes al concertar las obligaciones y en cualquier momento de su ejecución. Resulta claro, sin embargo, que las expectativas iniciales probablemente eran heterogéneas y que los valores reales previstos de cada pago comprometido se habían ido modificando según los cambios en los precios observados y en las expectativas. Así, el criterio de minimizar las transferencias debidas a la estabilización requería establecer "exógenamente" los valores reales de referencia que se trataría de mantener: el sistema de conversión implícitamente extrapoló los resultados que se habrían producido en la inflación previa, sin remontarse al origen de cada contrato ni intentar corregir las redistribuciones que podrían haberse producido antes de la reforma. De cualquier modo, la velocidad de "devaluación" del peso, del orden de 30% mensual definida inicialmente,²³ se aproximaba probablemente a la tasa de inflación prevista por muchos agentes

²¹ Los índices mensuales se trataron de modo uniforme, como si reflejaran precios a mediados del mes. Así, un pago ajustado por la variación de un índice del mes de junio estaba sujeto a conversión de la forma mencionada en el texto. En caso de producirse mora en el pago, se aplicarían los intereses punitivos previstos en cada contrato, y la suma resultante se convertiría a la tasa del día de la cancelación.

²² Si $x(t_1)$ fuera el pago exigible en la fecha t_1 según la fórmula de ajuste ($t=0$ es el momento de la reforma), que resulta de actualizar el monto $x(t_1-k)$ por el coeficiente $I(t_1-r)/I(t_1-k-r)$ (r es la longitud del rezago de la fórmula), entonces, si $t_1-r > 0$, $t_1-k-r < 0$, la suma debida en australes habría sido $x'(t_1) = x(t_1)c(r) = c(r)x(t_1-k)I(t_1-r)/I(t_1-k-r)$, donde $c(r)$ es la tasa de conversión del día r . Se puede notar que $c(r) = c[t_1-(t_1-r)]$, es decir, la tasa de conversión también se encontraría, en el caso, por ejemplo, de índices mensuales, "atrasando" la fecha del ajuste en tantos meses como fuera la diferencia entre el mes empleado como "numerador" en el ajuste y el mes de junio. Esta fórmula se empleó en las normas complementarias al decreto que estableció originalmente el mecanismo, cuya redacción en lo referente a los contratos indizados podía resultar de difícil interpretación.

²³ Como se mencionó, la escala de conversión anunciada con el programa cubría los 45 días siguientes. Con posterioridad se fueron determinando extensiones de la escala con tasas de "devaluación" del peso con respecto al austral levemente decrecientes; esto buscaba contemplar la variación registrada en los precios luego de la reforma. La tasa de conversión quedó fija a fines de 1985, dado el valor que ya había alcanzado la corrección y la poca importancia de las operaciones aún sujetas a conversión.

en el periodo previo al anuncio del programa e incorporada en los contratos más cortos (que parecen haber sido la mayoría); en este sentido, la aplicación del mecanismo se vio favorecida por el hecho de que la velocidad de aumento de los precios se había mantenido en un rango más o menos acotado, lo que permitía identificar un orden de magnitud para la depreciación del peso que se reflejaría en la escala de conversión.²⁴

b) Los efectos del programa

El periodo inmediatamente anterior al anuncio del programa se caracterizó por una gran tensión. La aceleración de los precios, unida a la caída en la actividad y en los salarios reales que se observaba desde comienzos del año causaban descontento. En abril, el Banco Central había decidido la congelación de los depósitos en divisas, como consecuencia de la incipiente corrida provocada por la intervención a un banco en dificultades; esto creó incertidumbre en los mercados financieros. La política de acelerar las devaluaciones y los aumentos de las tarifas públicas, que preparaba el lanzamiento del programa, era vista por buena parte del público como un preaviso de un nuevo agravamiento del estado de la economía. En la semana previa al anuncio, los rumores (a veces inexactos) sobre el contenido del programa llevaron a grandes remarcaciones de precios y a fuertes retiros de fondos de los bancos.

Este clima se modificó con bastante rapidez una vez anunciadas las nuevas medidas. El cambio fue menos marcado en las organizaciones políticas y sociales, pero muy evidente en la población en general, pese a los problemas que se manifestaron inicialmente para definir los precios que regirían en adelante y a la relativa complejidad de la reforma monetaria. Un síntoma del cambio de las expectativas fue la generalizada renovación de los depósitos a las mucho más bajas tasas de interés reguladas, así como la caída del precio de las divisas en el mercado paralelo. Las tasas de interés libres se ubicaron inicialmente en alrededor de 7 a 9% mensual; aunque ello sugería la existencia de previsiones inflacionarias "residuales" de intensidad no despreciable, marcaba un brusco quiebre con respecto a la situación anterior. Por otro lado, la conducta del público en demandar el cumplimiento de los precios máximos o congelados contribuyó a la estabilización de los precios que se produjo en las semanas siguientes.

Este efecto inicial se acompañó de una brusca disminución en las ven-

²⁴ Conviene destacar la vinculación entre el congelamiento y la reforma monetaria: el primero daba una señal visible de que se produciría la estabilización (independiente, de algún modo, del modelo de comportamiento empleado o creído por cada agente), que sostenía la proyección de los precios en la nueva moneda implícita en la escala. Sin el congelamiento, es probable que buena parte del público habría puesto seriamente en duda la neutralidad buscada en el sistema.

tas y en la producción. La incertidumbre sobre los precios, como se mencionó, trabó las transacciones intermedias, aunque el abastecimiento de bienes finales no sufrió grandes perturbaciones. Los consumidores, por su parte, postergaron compras, al no verse urgidos por la perspectiva de grandes aumentos de precios. Además, las empresas buscaron desprenderse de inventarios. Así, el producto manufacturero mostró una baja adicional en el tercer trimestre de 1985; la disminución en las horas trabajadas y los despidos en algunas empresas grandes causaron temores en algún momento de que hubiera una gran caída ulterior en el empleo. Estos no se materializaron, dada la posterior recuperación de la actividad.

La situación fiscal mejoró significativamente debido, en particular, al fuerte aumento en los ingresos. Como consecuencia, el Tesoro pudo prescindir efectivamente del crédito del Banco Central.²⁵ Para el sector público en su conjunto, hubo una apreciable reducción en las necesidades de financiamiento, si bien aparentemente algo menos marcada que en la previsión original. Las principales dificultades parecen haberse planteado en las empresas públicas y (en menor medida) en las finanzas provinciales. Por otro lado, las remuneraciones en el sector público tuvieron un comportamiento heterogéneo: mientras que en ciertas empresas y en parte de la administración central se otorgaron aumentos especiales, los salarios reales de otros grupos de empleados públicos quedaron atrasados.

De cualquier modo, el ajuste de las cuentas públicas (que implicó el remplazo del impuesto inflacionario por impuestos explícitos) actuó sobre una de las principales fuentes de expansión monetaria. El crecimiento de la oferta de dinero, sin embargo, fue significativo, aunque mucho más lento que en el periodo previo; M1 aumentó a un ritmo de 14% mensual en la segunda parte de 1985, mientras que M2 aumentó cerca de 7.5% mensual (y habría variado a una tasa algo menor en la primera mitad de 1985). Las principales fuentes de creación de base monetaria fueron la acumulación de reservas internacionales y los redescuentos al sistema financiero, en parte origina-

²⁵ El Banco Central no otorgó nuevos créditos al gobierno en moneda local. Sin embargo, los créditos externos contraídos por el Banco Central y transferidos al Tesoro se registran en la estadística monetaria como financiamiento al sector público, y su utilización figura en las cuentas del Tesoro (véase el correspondiente cuadro del anexo estadístico) en el rubro "Banco Central y variación de pasivos de corto plazo". En diciembre de 1985 se contabilizó una operación de gran magnitud: el Banco Central ingresó un crédito de más de 2 000 millones de dólares y transfirió los fondos al Tesoro (contra la compra de un título público en divisas), que los utilizó principalmente para la regularización de atrasos pendientes con el exterior. Esta operación, que implicaba en la práctica una transformación de un pasivo por otro, se incluyó en los egresos del Tesoro, con la contrapartida de un crédito del Banco Central. Las características particulares de la transacción deben tenerse en cuenta al interpretar las cifras del déficit contabilizado del Tesoro, así como los datos sobre el crédito al gobierno y la posición de oro y divisas que aparecen en las estadísticas monetarias de diciembre de 1985.

dos en líneas especiales de crédito (para exportaciones, vivienda y producciones regionales, por ejemplo). El aumento de la base fue parcialmente esterilizado a través de la elevación de encajes: si bien el crédito en moneda local al sector privado mostró un aumento sustancial, una parte significativa de los mayores fondos captados por el sistema quedó inmovilizada, con un costo para el Banco Central por los intereses aplicados sobre las reservas bancarias.

La expansión monetaria fue bien absorbida por la demanda. El aumento en las tenencias reales de medios de pago (de 2.5% del PBI a alrededor de 7% a mediados de 1986), fue típico de periodos de gran desaceleración inflacionaria. También crecieron fuertemente los depósitos a interés en moneda nacional, especialmente en el segmento de tasas libres. En cambio, los depósitos ajustables, tanto por índices de precios como por variaciones en el tipo de cambio oficial, fueron generalmente cancelados a su vencimiento.²⁶ El cambio en la actitud de los tenedores de activos con respecto a su cartera se manifestó también en el mercado paralelo de divisas: el precio del dólar en ese mercado mantuvo (con algunas oscilaciones) una tendencia estable, de modo que a mediados de 1986 la brecha entre la cotización marginal y la oficial era muy pequeña.

Las tasas de interés no reguladas, como se vio, se ubicaron inicialmente en valores elevados. El costo real del crédito siguió siendo muy alto hasta principios de 1986, en especial para sectores como el manufacturero, cuyos precios crecieron muy lentamente. Las tasas reales de interés y su dispersión tendieron a disminuir posteriormente, dado que las tasas nominales tuvieron una leve disminución; aumentó algo la velocidad promedio de incremento de precios y se redujo la brecha entre las variaciones de distintas categorías de precios.

La elevada tasa de interés real fue, sin duda, un freno para la actividad. Sin embargo, el producto industrial mostró una fuerte recuperación en el cuarto trimestre de 1985, que prosiguió (a tasas no tan altas) en la primera parte de 1986: el PIB manufacturero del primer trimestre de este año fue similar al del cuarto trimestre de 1984 (descontando el componente estacional), es decir, cuando acababa de iniciarse la contracción.²⁷ En algunos sec-

²⁶ La caída de depósitos ajustables fue otro factor de aumento de la base monetaria: dado que las entidades financieras habían otorgado créditos indizados a plazos mayores que los de depósitos, el corrimiento hacia colocaciones a interés fijo (a tasas mayores que la de ajuste) creaba un desbalance de rendimientos para los bancos, que fue asumido por las autoridades mediante la extensión de redescuentos ajustables (compensada por mayores encajes sobre depósitos a tasa libre).

²⁷ La recuperación fue intensa relativamente a los patrones de ciclos anteriores: el aumento del producto industrial entre el primer trimestre de 1986 y el mínimo del tercer trimestre de 1985 habría sido más rápido que en los periodos equivalentes (dos trimestres contados a partir del mínimo) de los episodios recesivos posteriores a 1950. Si la comparación se efectúa con el máximo previo (en este caso, el tercer trimestre

tores, las exportaciones desempeñaron un papel importante; sin embargo, en términos generales, la recuperación parece atribuible a una mayor demanda interna: a partir de agosto de 1985, aproximadamente, se notó un aumento del gasto (en ciertos ramos, como el de bienes de consumo durables, estimulado por la mayor oferta de financiamiento sobre las ventas), que permitió a las firmas absorber inventarios excedentes y las llevó a incrementar su producción. Esta reactivación, todavía incipiente, se reflejó en un crecimiento de las horas trabajadas, pero no de modo apreciable en el empleo: muchas empresas, aparentemente, se mostraban poco decididas a ampliar su dotación de personal.

La tasa de inflación a partir de junio de 1985 fue marcadamente inferior a los valores previos. En los doce meses siguientes, el IPC creció a un ritmo de alrededor de 3.5% mensual;²⁸ esta cifra es sin duda elevada según las pautas internacionales, pero resultó la más baja de cualquier intervalo anual posterior a 1975. Hubo apreciables diferencias en los movimientos de distintas categorías de precios. Las tarifas de servicios públicos y el tipo de cambio permanecieron fijos hasta abril de 1986. Los precios industriales alcanzaron el momento del congelamiento en valores relativamente adelantados (y, como se mencionó, en muchos casos existía "agua" entre los precios de lista y los que se aplicaban efectivamente); si bien luego se produjeron ciertos deslizamientos, en especial bajo la forma de menores descuentos o bonificaciones, la variación de estos precios fue bastante lenta. En cambio, los precios de los servicios privados, aunque se desaceleraron nítidamente, siguieron creciendo con rapidez: entre junio de 1985 y marzo de 1986, por ejemplo, los precios de la atención profesional médica registrados en el IPC se duplicaron. Por otro lado, el precio de la carne aumentó claramente en términos reales y hubo muy fuertes alzas en los precios de los vegetales frescos, que estaban atrasados a mediados de 1985. En conjunto, los tres renglones mencionados en último término (alimentos, vegetales frescos, carnes y servicios médicos), cuya ponderación en el IPC es de alrededor de 20%, dieron cuenta de más de la mitad de la variación del índice en los primeros nueve meses del programa. Es decir, buena parte del crecimiento de los precios en este periodo se originó en los mercados de productos primarios y servicios, de oferta atomizada.

En cuanto a la evolución de los salarios, la comparación de las remuneraciones reales entre periodos con tasas de inflación muy diferentes presen-

de 1984), la brecha de alrededor de 5% es del mismo orden de magnitud que la observada en otros ciclos en los que ocurrieron recuperaciones rápidas. Esto no implica, sin duda, que el producto tuviera valores elevados a principios de 1986, ya que se encontraba casi 20% por debajo del máximo absoluto de la serie, que la estadística registra en 1977. Por otro lado, la caída en el producto agropecuario atenuó el crecimiento en el PIB agregado.

²⁸ Los precios mayoristas se movieron más lentamente, a una velocidad promedio de menos de 2% mensual.

ta ciertas dificultades. La medida tradicional compara los salarios nominales devengados en un mes con algún índice de precios de ese mismo mes. Esto sobrestima el poder adquisitivo si la inflación es elevada, porque implica suponer que la percepción del ingreso y su gasto ocurren simultáneamente con el devengamiento.²⁹ La magnitud del sesgo depende de la hipótesis que se realice sobre el perfil del gasto. Por ejemplo, en el caso extremo en que el consumo se realiza uniformemente en el mes siguiente al de devengamiento, el deflactor adecuado sería el índice de precios en ese mes; en el supuesto alternativo de que los ingresos se reciben a fin del mes y se gastan instantáneamente (o bien si los salarios se pagan quincenalmente y se consumen de modo uniforme en cada quincena), una deflación por el promedio de los índices en el mes de devengamiento y el siguiente puede ser una aproximación razonable. Según cualquiera de estas hipótesis, resultaría que la disminución en la tasa de inflación causó inicialmente un brusco aumento de las remuneraciones reales (sin llegar a compensar, no obstante, la caída experimentada desde fines de 1984). A partir de junio de 1985 actuaron dos efectos contrapuestos. Por un lado, el aumento de precios, mucho menor que en el periodo previo pero apreciable, erosionó los salarios reales, mientras que, por otro, se observaron deslizamientos de los salarios nominales en el sector privado (donde también tuvo alguna importancia el incremento en las horas trabajadas) y hubo ajustes especiales en algunas áreas del sector público. Hacia principios de 1986, parecería que los salarios reales unitarios en la industria manufacturera se encontraban en valores similares a los registrados antes del programa de estabilización; más bajos (en algo más de 10%) que los promedios de 1984, pero significativamente por encima de los de años anteriores.³⁰ Por su parte, las remuneraciones en la administración pública que no fueron alcanzadas por disposiciones especiales se habrían encontrado en niveles comparativamente reducidos.

Las expectativas inflacionarias parecen haberse atenuado con el tiempo, al moderarse la incertidumbre inicial sobre los resultados del programa. De cualquier modo, uno de los temas que causaron inquietud en el público fue la perspectiva de un brusco salto en los precios cuando ocurriera el "descongelamiento". Éste también planteaba un problema para la política: la inflación registrada a partir de junio de 1985 era reducida para los patrones argentinos, pero significativamente distinta de cero, y no parecía probable que se pudiera buscar un sendero de inflación sostenible sin que se movie-

²⁹ Es decir, no se tiene en cuenta la desvalorización implícita en que se reciba la remuneración por un monto nominal dado al final del periodo de devengamiento, ni el impuesto inflacionario sobre los saldos monetarios mantenidos en el intervalo entre que se percibe el ingreso y se efectúa el gasto.

³⁰ Véase el cuadro 4 del anexo estadístico. El comentario del texto se basa en el indicador obtenido por deflación con el promedio del IPC del mes de devengamiento y el siguiente. En el mencionado cuadro se presentan los resultados de deflaciones alternativas.

ran las principales variables nominales. Los salarios fueron ajustados 5% en enero de 1986 (con un margen adicional para el sector privado en función de aumentos de productividad). En abril se introdujeron nuevas reglas, de alcance más amplio. Hubo una devaluación inicial de 4%, y se anunció que se aplicaría un sistema de pequeñas correcciones periódicas. Un procedimiento similar (aunque con ajustes menos frecuentes) sería utilizado para las tarifas de servicios públicos. Se otorgó un aumento de salarios de 8.5% (en el sector privado), válido por un periodo de tres meses; por otro lado, el gobierno convocó a discusiones sectoriales entre sindicatos y empresas para definir valores actualizados de los salarios básicos (incluyendo los deslizamientos que se hubieran producido) como instancia preliminar para el retorno al régimen de negociaciones colectivas.³¹ En materia de precios, se anunció que el congelamiento sería remplazado por un sistema de administración enfocado sobre las grandes empresas.

Estas políticas buscaban iniciar la transición a un régimen más permanente, con un mayor horizonte para la fijación de precios y salarios; en lo inmediato, también se proponían dejar de lado la rigidez del congelamiento anterior sin que se produjera un súbito aumento en la tasa de inflación e intentar reducir la dispersión de las alzas de precios. En los hechos, la variación promedio del IPC en los meses siguientes fue algo inferior a 4.5% mensual. Es decir, la “descompresión” posterior al congelamiento significó un aumento en la tasa de inflación, pero ésta se mantuvo nítidamente por debajo de los valores típicos del periodo previo al programa.

Ya se ha mencionado que, si se exceptúa el impacto inicial del choque, que influyó negativamente sobre la actividad en un intervalo de algunas semanas, la reducción de la inflación no causó efectos recesivos, sino que fue seguida por una recuperación del producto. El pasaje de un estado casi hiperinflacionario a otro de menor inestabilidad provocó algunos cambios significativos en las condiciones económicas. Desde el punto de vista de los consumidores, la menor inflación facilitó la comparación de distintas ofertas, al disminuir la frecuencia de los ajustes de precios y la urgencia por desprenderse del dinero; por otro lado, hubo aparentemente una extensión del crédito comercial en ventas de bienes durables (si bien a tasas reales elevadas). Para las empresas, el cálculo de costos y márgenes se simplificó, y, en general, el manejo de las decisiones de corto plazo se hizo probablemente más sencillo; ello puede haberse reflejado en una mayor atención a posibles oportunidades de inversión.

De cualquier forma, a mediados de 1986, el estado de la economía era todavía complejo y se observaban fuertes tensiones sociales. En el corto plazo,

³¹ Las políticas anunciadas en abril se discutieron en una conferencia entre el gobierno, la asociación de industriales y la central sindical. Esta última, sin embargo, mantuvo su posición crítica con respecto a la política económica y se retiró de la conferencia.

la política económica se enfrentaba con la cuestión de mantener la inflación en valores tolerables sin interrumpir el repunte de la actividad. Con respecto a la administración de precios e ingresos, una vez dejado atrás el rígido "anclaje" del congelamiento³² se trataba de ofrecer guías para el movimiento de las variables nominales de un modo que no produjera rezagos en los precios sujetos a regulación. Desde el punto de vista fiscal, debía consolidarse la disminución del déficit y mejorar el funcionamiento del sector público. Más generalmente, al margen de la posible corrección de ciertos atrasos en los ingresos (por ejemplo, en algunas áreas de la administración gubernamental), se apreciaba la dificultad para conciliar las aspiraciones de los principales grupos sociales dentro de las restricciones existentes

Parece claro que la puja distributiva tiende a hacerse más aguda en una economía estancada, como ha sido la de Argentina por un ya largo periodo. Al reducirse la inflación, las limitaciones al aumento de los ingresos individuales se han vuelto más explícitas; también se ha acentuado la preocupación por el crecimiento. La deuda externa es obviamente una de las trabas principales. En 1985 Argentina produjo un excedente comercial anormalmente alto (de más de 7% del PIB) y mejoró la capacidad de negociación externa. Sin embargo, los términos de intercambio han evolucionado desfavorablemente, y los requerimientos de importaciones probablemente vayan en aumento; a más largo plazo, queda por definir un perfil sostenible de las transferencias al exterior que permita la acumulación interna de capital. Al margen de esto, parece hacer falta un considerable esfuerzo interno en la generación de recursos para la inversión y en la búsqueda de oportunidades productivas. La experiencia argentina de los años recientes sugiere que, desde esta perspectiva, el crecimiento y una cierta estabilidad de precios son objetivos complementarios.

³² Bruno (1985) discute el problema de las "anclas" para el sistema de precios, en relación con la experiencia israelí.

Anexo estadístico

CUADRO 1

Oferta y demanda global (desestacionalizado)¹
(unidades: australes a precios de 1970)

Periodo	PIB a precios de mercado		Importaciones de bienes y servicios		Consumo total		Inversión bruta interna		Exportaciones de bienes y servicios		PIB manufacturero a c.f.	
							Total	Fija				
1980	11 139.9	1 689.8	9 041.4	2 558.4	2 448.4	1 247.6	2 463.5					
Trim. 1	10 922.1	1 653.7	8 681.4	2 706.0	2 449.4	1 262.2	2 428.9					
Trim. 2	10 744.3	1 508.1	8 699.2	2 500.7	2 290.0	1 104.2	2 446.4					
Trim. 3	11 306.5	1 660.3	9 194.3	2 480.1	2 482.0	1 299.8	2 550.5					
Trim. 4	11 586.7	1 936.9	9 590.5	2 546.9	2 572.2	1 324.1	2 428.0					
1981	10 427.4	1 632.6	8 750.5	1 973.2	2 039.6	1 329.5	2 077.4					
Trim. 1	10 902.0	2 040.7	9 595.8	2 202.7	2 254.2	1 120.2	2 294.7					
Trim. 2	10 665.3	1 817.0	8 971.7	2 061.7	2 063.1	1 443.1	2 124.4					
Trim. 3	10 025.7	1 434.0	8 187.5	1 715.7	2 004.1	1 581.6	1 946.9					
Trim. 4	10 116.4	1 238.8	8 246.8	1 912.5	1 836.8	1 173.1	1 943.5					
1982	9 883.3	942.9	7 824.0	1 634.7	1 537.3	1 358.6	1 973.1					
Trim. 1	10 026.2	1 079.3	8 106.8	1 610.8	1 678.8	1 315.5	1 992.4					
Trim. 2	9 536.2	913.3	7 446.7	1 588.7	1 530.1	1 413.0	1 833.5					
Trim. 3	9 718.8	841.1	7 592.5	1 647.2	1 527.2	1 336.1	2 010.7					
Trim. 4	10 251.9	938.0	8 149.8	1 692.2	1 413.0	1 369.9	2 055.8					
1983	10 210.7	899.0	8 096.1	1 530.7	1 521.6	1 475.3	2 184.2					
Trim. 1	10 174.1	848.2	8 024.2	1 573.2	1 449.4	1 517.1	2 126.6					
Trim. 2	9 936.5	940.1	7 863.7	1 580.2	1 601.8	1 435.0	2 158.3					
Trim. 3	10 179.7	925.9	8 002.1	1 657.1	1 617.0	1 467.1	2 272.9					
Trim. 4	10 552.6	881.6	8 494.5	1 512.4	1 418.1	1 481.9	2 179.1					
1984	10 463.6	955.2	8 597.0	1 349.3	1 374.5	1 457.5	2 271.7					
Trim. 1	10 394.2	869.4	8 343.4	1 164.1	1 355.0	1 607.0	2 188.3					

1984	10 244.0	955.8	8 295.0	1 447.8	1 398.5	1 531.7	2 321.3
Trim. 3	10 270.3	1 009.2	8 754.9	1 182.3	1 391.1	1 414.2	2 345.2
Trim. 4	10 865.7	986.4	8 994.0	1 603.1	1 353.3	1 276.9	2 231.9
1985	10 004.4	845.7	8 069.7	1 143.4	1 255.3	1 637.0	2 048.8
Trim. 1	10 271.2	949.3	8 305.0	1 313.5	1 235.0	1 477.0	2 107.0
Trim. 2	9 845.9	831.1	7 671.2	1 214.3	1 243.3	1 753.0	2 019.0
Trim. 3	9 432.4	785.6	7 708.0	870.1	1 287.1	1 698.1	1 904.3
Trim. 4	10 468.1	816.9	8 594.7	1 175.5	1 255.9	1 619.9	2 164.9
1986	...	...	...	...	...	...	...
Trim. 1	10 312.3	918.9	8 329.9	1 400.2	1 186.8	1 385.4	2 227.1

Fuente: Oficina de la CEPAL en Buenos Aires, sobre la base de datos del BCRA.

1 Por el método de promedios móviles. Las series desestacionalizadas no necesariamente satisfacen las identidades de las Cuentas Nacionales.

CUADRO 2

Principales variables nominales (tasas de variación equivalente mensual)¹
(unidades: porcentajes)

Periodo	Índice de precios al consumidor mayoristas	Índice de precios	Tipos de cambio ²		Salario normal borarario en la industria ⁴	Salario mensual normal por obrero en la ind. ⁴	Precios y tarifas de empresas públicas	M1: medios de pago (deseñac.) ⁵	M2: recursos monetarios de particulares (inc. rec. dev. sobre depósitos) ⁶
1980	5.4	3.8	1.8	1.8	...	6.0	6.3	5.9	5.5
Trim. 1	6.1	4.1	2.7	2.6	...	5.5	5.9	8.4	7.0
Trim. 2	5.9	5.5	2.1	2.1	...	7.0	6.2	5.1	3.4
Trim. 3	4.2	2.9	1.5	1.5	...	8.1	5.3	5.7	6.7
Trim. 4	5.4	2.9	1.0	1.0	...	3.4	8.0	4.4	4.8
1981	7.2	8.9	11.8	15.2	...	5.7	8.8	4.1	6.4
Trim. 1	5.0	4.1	5.6	5.6	...	3.5	6.1	-1.3	3.5
Trim. 2	8.3	12.9	21.7	28.6	...	5.3	7.1	2.3	4.9
Trim. 3	8.4	9.7	10.9	14.4	...	6.8	12.5	7.1	9.3
Trim. 4	7.3	9.2	9.7	13.5	...	7.3	9.8	8.4	7.8
1982	9.9	12.5	15.7	15.8	...	10.3	8.8	10.2	6.7
Trim. 1	7.3	8.0	12.2	-0.4	...	4.4	3.4	4.5	7.5
Trim. 2	5.0	10.2	11.3	28.3	3.4	3.9	3.3	12.6	5.7
Trim. 3	16.0	21.0	20.7	28.9	16.8	19.6	13.5	14.3	3.2
Trim. 4	11.5	11.3	19.0	9.0	17.3	14.2	15.6	9.5	10.7
1983	15.0	14.6	14.1	11.9	17.4	17.1	16.6	13.5	14.5
Trim. 1	13.4	12.9	13.1	11.1	11.3	12.7	15.7	10.3	14.6
Trim. 2	11.7	10.5	10.4	5.4	17.8	18.9	15.6	11.7	10.6
Trim. 3	17.0	17.8	12.7	28.7	20.8	16.2	18.6	14.5	12.4
Trim. 4	18.0	17.3	20.4	4.2	20.1	20.8	16.6	17.7	20.0
1984	18.8	18.0	18.4	18.1	20.1	19.5	20.2	16.8	17.2
Trim. 1	16.5	15.2	13.2	26.6	16.4	19.0	14.8	20.7	18.4
Trim. 2	17.8	18.4	15.6	11.4	22.0	23.4	23.0	15.2	15.0

Trim. 3	22.8	20.7	20.5	17.8	22.7	19.8	23.6	16.5	16.4
Trim. 4	18.0	17.7	24.5	16.9	19.4	16.0	19.7	15.0	19.2
1985	14.1	13.6	14.3	13.7	11.9	12.4	14.1	17.7	15.4
Trim. 1	24.1	22.2	23.9	30.6	19.1	21.7	20.1	17.5	18.6
Trim. 2	28.4	34.9	33.9	25.6	28.4	25.0	37.9	25.6	28.9
Trim. 3	3.7	0.4	2.9	5.1	-0.6	3.6	2.3	22.0	9.2
Trim. 4	2.5	0.8	0.0	-3.1	3.1	1.2	0.0	6.6	6.2
1986	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Trim. 1	3.1	0.7	0.0	2.2	2.5	1.8	0.1	...	...
Trim. 2	4.4	3.4	2.9	-0.6	...	...	...	...	...

Fuentes: Oficina de la CEPAL en Buenos Aires, sobre la base de datos del INDEC, de la SIGEP, del BCRA y otras fuentes.

¹ Las tasas trimestrales y anuales son tasas de crecimiento equivalente mensual entre los meses finales de cada periodo.

² Promedios mensuales.

³ Durante los periodos con doble mercado oficial de cambios (junio-diciembre de 1981 y julio-noviembre de 1982): tipo de cambio comercial.

⁴ 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 periodo de referencia. Estos valores tienen significativas variaciones estacionales (más marcadas en los salarios por obrero que en los salarios por hora), debidas en especial al efecto de las vacaciones de verano. Las series no han sido corregidas por estacionalidad.

⁵ Circulación monetaria fuera de los bancos y depósitos de particulares en cuentas corrientes. Se presentan promedios mensuales de saldos diarios, desestacionalizados.

⁶ M1 más depósitos de particulares a interés en bancos comerciales, incluyendo los intereses y ajustes por indicación devengados sobre dichos depósitos. La serie corresponde a promedios mensuales de saldos diarios.

CUADRO 3

Precios relativos
(unidades: índices base 1983 = 100)

Periodo	Precios industriales/servicios ¹		Precios de bienes pampeanos ²		Precios indust. precios		Tipo de cambio real ³			Tarifas públicas (n. gral.) / índice de precios al consumidor		Precios indust. / salario horario normal		Salario real en la industria manufacturera ^{5 6}	
	Total	Servicios públicos	Servicios privados	de bienes pampeanos ²	precios de bienes pampeanos ²	precios de indust. precios	Oficial	Paralelo	precios al consumidor	precios indust. / salario horario normal	Salario mensual por obrero	Salario normal	Salario horario normal		
					exportac.	internac.: ipc (Estados Unidos)									
1980	61.2	76.6	54.8	99.3	54.8	34.8	24.8	75.9	73.9	103.2	101.3				
Trim. 1	66.1	84.0	58.9	96.8	65.2	38.7	27.5	73.5	79.3	68.9	99.4				
Trim. 2	63.1	78.9	56.6	98.8	54.0	36.1	25.7	73.9	76.6	104.2	99.3				
Trim. 3	59.3	75.1	52.9	98.4	49.6	33.8	24.0	75.7	73.9	111.0	101.0				
Trim. 4	56.2	68.4	50.9	103.3	50.4	30.7	21.9	80.5	65.9	108.7	105.5				
1981	60.6	67.8	57.3	101.2	62.6	43.3	38.5	88.2	81.3	91.5	93.8				
Trim. 1	53.7	64.9	48.9	107.0	53.0	30.8	21.9	84.9	70.6	90.4	100.7				
Trim. 2	58.0	66.8	53.9	106.9	60.0	40.6	30.9	82.8	79.9	96.4	92.8				
Trim. 3	63.7	69.2	60.9	95.4	66.4	49.0	47.0	86.6	88.2	89.0	89.2				
Trim. 4	67.1	70.3	65.3	95.4	71.0	52.7	54.0	98.3	86.5	90.2	92.5				
1982	90.5	99.4	86.1	92.9	88.0	78.6	88.9	84.7	114.6	81.0	81.8				
Trim. 1	74.1	78.0	71.9	96.6	82.4	60.5	43.8	92.5	101.4	75.0	84.5				
Trim. 2	81.5	91.9	76.5	98.8	81.4	71.7	68.8	85.9	113.2	79.3	78.9				
Trim. 3	101.7	115.9	94.9	85.4	89.4	84.3	135.3	78.1	130.2	78.1	75.0				
Trim. 4	104.6	111.6	100.9	90.7	98.6	97.8	107.8	82.1	113.5	91.5	88.8				
1983	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0				
Trim. 1	104.4	102.2	105.5	98.7	108.0	103.8	101.0	91.4	117.8	79.5	87.4				
Trim. 2	99.4	95.1	101.7	102.6	102.3	103.6	93.7	101.3	102.7	101.2	97.8				
Trim. 3	95.4	94.3	95.8	97.0	92.6	96.5	103.1	107.7	92.0	105.7	103.0				
Trim. 4	100.8	108.4	96.9	101.8	97.0	96.1	97.3	99.7	87.6	113.6	111.5				

1984	93.5	106.3	87.4	104.9	92.1	91.6	90.0	112.0	74.9	125.3	124.6
Trim. 1	95.7	103.9	91.5	97.5	102.3	97.9	99.8	104.4	79.1	107.1	118.9
Trim. 2	98.7	111.7	92.4	107.2	92.3	87.8	96.0	106.9	76.2	133.0	126.2
Trim. 3	92.3	105.2	86.2	109.5	86.3	86.0	84.4	121.5	74.7	128.4	124.1
Trim. 4	87.1	104.4	79.5	105.5	87.4	94.6	79.7	115.0	69.4	132.7	129.0
1985	84.8	97.9	78.8	129.3	90.3	106.8	91.2	121.6	86.7	107.3	112.9
Trim. 1	84.2	104.8	75.7	121.7	86.4	98.5	89.6	110.8	75.1	96.6	116.6
Trim. 2	90.0	102.4	84.2	142.2	89.6	105.8	90.3	119.6	88.0	110.6	113.8
Trim. 3	83.7	91.9	79.5	128.9	95.8	114.2	95.9	132.3	94.1	109.4	111.5
Trim. 4	81.1	92.5	75.6	124.4	89.2	107.9	88.9	123.6	89.7	112.7	109.7
1986	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Trim. 1	74.6	92.1	67.1	122.2	...	...	...	113.7	81.6	96.6	111.7

Fuente: Oficina de la CEPAL en Buenos Aires, sobre la base de datos del INDEC y la SIGEP

¹ Los precios industriales están medidos por el IPI nacional no agropecuario exceptuando aquellos productos derivados de bienes típicamente pampeanos. Los precios de los servicios son componentes del IPC. Los servicios públicos son aquellos provistos por empresas públicas (por ej.: electricidad) o con precios típicamente fijados por el gobierno (por ej.: transporte). Los servicios privados son los demás servicios.

² Mide la relación entre dos componentes del IPI: el índice de precios industriales definido en la nota anterior y un compuesto de bienes (primarios —por ej.: trigo, ganado bovino—, y manufacturados —por ej.: carne vacuna, harina, aceite vegetal—) típicamente pampeanos o derivados de productos pampeanos.

³ Los tipos de cambios reales están definidos como: tasa nominal por índice de precios internacionales sobre el IPC doméstico. Los tipos de cambio oficiales reales son calculados de dos formas: usando el índice de precios de exportaciones (en dólares estadounidenses) y el IPC de Estados Unidos como medidas de los precios internacionales; la serie del tipo de cambio paralelo está calculada usando el IPC de Estados Unidos. Cuando se aplicaron tipos oficiales múltiples, las series están basadas en el tipo de cambio para transacciones comerciales.

⁴ El índice de precios y tarifas del sector público es un agregado de precios de bienes y servicios provistos por las empresas públicas con ponderaciones vinculadas con el valor de las ventas.

⁵ Los salarios normales se definen como la suma de los salarios (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 (más marcadas en los salarios por obrero que en los salarios por hora), debidas en especial al efecto de las vacaciones de verano. Las series no han sido corregidas por estacionalidad.

⁶ Los salarios reales se definen como el monto de los salarios nominales devengados durante un mes, deflactados por el promedio del IPC en el mes y en el siguiente, como estimador del índice de precios a fin de mes (véase el cuadro 4: Medidas alternativas del salario real).

CUADRO 4

Medidas alternativas del salario real en la industria manufacturera
(unidades: índices base 1983 = 100)

Periodo	Salario normal borario ¹			Salario mensual normal por obrero ¹			
	Deflactado por el ipc correspondiente a: Fin del mes (prom. entre los salarios ² el mes al que corresponden los salarios y 1/3 del siguiente) ³	Prom. 2/3 del mes al que corresponden los salarios ⁵	Mes siguiente al que corresponden los salarios ⁵	Deflactado por el ipc correspondiente a: Fin del mes (prom. entre los salarios ² el mes al que corresponden los salarios y 1/3 del siguiente) ⁴	Prom. 2/3 del mes al que corresponden los salarios y 1/3 del siguiente ⁴	Mes siguiente al que corresponden los salarios ⁵	
1980	96.7	101.3	99.8	98.5	103.2	101.7	107.7
1981	90.7	93.8	92.8	88.4	91.5	90.5	94.3
1982	80.1	81.8	81.3	79.2	81.0	80.4	82.6
1983	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
1984	127.4	124.5	125.4	128.1	125.3	126.2	123.0
1985	111.8	112.9	112.5	106.0	107.3	106.9	109.0
1984							
Ene.	124.6	123.4	123.8	112.3	111.3	111.6	110.3
Feb.	122.6	119.6	120.6	95.1	92.8	93.5	90.9
Mar.	115.5	113.6	114.2	119.1	117.2	117.8	115.5
Abr.	129.0	127.7	128.1	131.3	130.0	130.4	128.9
May.	126.4	124.6	125.2	136.1	134.3	134.9	132.7
Jun.	128.5	126.5	127.0	136.8	134.7	135.4	133.0
Jul.	132.2	127.5	129.0	136.7	131.9	133.4	128.0
Ago.	126.4	119.4	121.5	136.2	128.7	131.0	122.7
Sep.	128.0	125.4	126.2	127.0	124.5	125.3	122.4
Oct.	131.0	130.9	130.9	143.0	143.1	143.1	143.0
Nov.	132.3	129.4	130.3	142.5	139.5	140.5	136.9
Dic.	132.6	126.6	128.5	120.9	115.4	117.1	111.1

1985										
Ene.	127.7	124.3	125.4	121.5	103.0	100.3	101.2	98.1		
Feb.	122.1	115.9	117.8	110.9	87.0	82.6	83.9	79.0		
Mar.	117.2	109.8	112.0	104.0	114.1	106.9	109.1	101.3		
Abr.	113.1	108.0	109.6	103.8	114.8	109.6	111.2	105.5		
May.	119.1	111.0	113.4	104.8	120.3	112.2	114.6	105.9		
Jun.	117.4	122.3	120.7	126.9	105.4	109.9	108.5	114.1		
Jul.	107.4	113.7	111.6	119.7	102.0	108.0	106.0	113.7		
Ago.	104.2	110.9	108.7	117.4	102.0	108.5	106.4	114.9		
Sep.	103.2	109.8	107.6	116.2	104.9	111.7	109.5	118.3		
Oct.	103.1	109.5	107.4	115.7	110.9	117.9	115.6	124.6		
Nov.	102.6	108.6	106.6	114.3	105.7	111.8	109.8	117.7		
Dic.	105.0	111.1	109.1	117.0	102.4	108.5	106.5	114.3		
1986										
Ene.	107.2	114.2	111.9	121.1	95.6	102.0	99.9	108.1		
Feb.	107.1	112.5	110.8	117.6	80.1	84.2	82.9	88.0		
Mar.	103.2	108.3	106.7	113.2	98.7	103.6	102.0	108.3		

Fuente: Oficina de la CEPAL en Buenos Aires, sobre la base de datos del INDEC.

¹ 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 (más marcadas en los salarios por obrero que en los salarios por hora), debidas en especial al efecto de las vacaciones de verano. Las series no han sido corregidas por estacionalidad.

² Correspondería al caso en el que los salarios devengados en un mes son pagados a mediados de ese mes y gastados en forma instantánea.

³ Correspondería al caso en que los salarios son pagados mensualmente (a fin de cada mes) y gastados en forma instantánea; o al caso de salarios pagados quincenalmente (a mediados y a fines de cada mes) y gastados uniformemente.

⁴ Correspondería al caso en que los salarios son pagados quincenalmente (a mediados y a fines de cada mes) y son gastados en su mayor parte inmediatamente después de las fechas de pago.

⁵ Correspondería al caso de salarios mensuales pagados a fin de cada mes y gastados uniformemente durante el mes siguiente.

CUADRO 5

Comercio exterior
(unidades: millones de dólares corrientes)

Período	Exportaciones			Importaciones				Saldo balance comercial
	Total	Bienes agropecuarios	Bienes industriales no tradicionales	Total	Bienes intermedios y combustibles	Bienes de consumo	Bienes de capital	
1980	8 021.4	5 891.1	2 130.3	10 540.6	6 291.7	1 856.9	2 392.0	-2 519.2
Trim. 1	2 059.6	1 559.3	500.3	2 280.7	1 370.4	298.0	612.3	- 221.1
Trim. 2	1 930.3	1 468.3	462.0	2 292.3	1 525.9	321.2	445.2	- 362.0
Trim. 3	2 030.1	1 496.8	533.3	2 838.1	1 712.3	514.4	631.4	- 828.0
Trim. 4	2 001.4	1 366.7	634.7	3 109.5	1 685.1	723.3	703.1	-1 108.1
1981	9 143.6	6 799.4	2 344.2	9 430.2	5 739.0	1 632.1	2 059.1	- 286.6
Trim. 1	1 989.9	1 500.7	489.2	2 614.0	1 463.0	540.7	610.3	- 624.1
Trim. 2	2 848.2	2 266.1	582.1	2 622.1	1 598.2	506.1	517.8	226.1
Trim. 3	2 719.2	2 085.9	633.3	2 199.7	1 384.5	320.0	495.2	519.5
Trim. 4	1 586.3	946.7	639.6	1 994.4	1 293.3	265.3	435.8	- 408.1
1982	7 624.5	5 297.0	2 327.5	5 336.9	3 991.6	394.9	950.4	2 287.6
Trim. 1	2 170.4	1 447.0	723.4	1 483.7	1 017.9	132.7	333.1	686.7
Trim. 2	2 346.1	1 818.7	527.4	1 333.3	1 000.8	98.5	234.0	1 012.8
Trim. 3	1 624.3	1 133.4	490.9	1 216.9	947.6	86.9	182.4	407.4
Trim. 4	1 483.7	897.9	585.8	1 303.0	1 025.3	76.8	200.9	180.7
1983	7 836.2	6 233.6	1 600.6	4 504.3	3 526.7	208.8	768.8	3 331.9
Trim. 1	1 953.8	1 534.9	398.9	977.1	771.1	45.6	160.4	956.7
Trim. 2	2 106.8	1 710.1	396.7	1 184.7	929.3	55.5	199.9	922.1
Trim. 3	2 002.6	1 651.9	350.7	1 210.1	929.9	59.3	220.9	792.5
Trim. 4	1 793.0	1 338.7	454.3	1 132.4	896.4	48.4	187.6	660.6
1984	8 107.4	6 470.9	1 636.5	4 584.9	3 692.5	249.7	642.7	3 522.5
Trim. 1	2 159.4	1 719.4	440.0	865.1	684.9	38.9	141.3	1 294.3

Trim. 2	2 448.6	2 008.1	440.5	1 099.5	908.2	59.7	131.6	1 349.1
Trim. 3	2 081.1	1 738.2	342.9	1 326.0	1 097.1	73.3	155.6	755.1
Trim. 4	1 418.3	1 005.2	413.1	1 294.3	1 002.3	77.8	214.2	1 240
1985 ¹	8 396.1	...	...	3 814.2	...	...	...	4 581.9
Trim. 1	1 803.4	1 378.8	424.6	976.5	752.0	54.8	169.7	826.9
Trim. 2	2 569.8	2 119.8	450.0	927.2	738.7	42.8	145.7	1 642.6
Trim. 3	2 310.0	...	...	979.5	...	...	...	1 330.5
Trim. 4 ¹	1 712.9	...	...	931.0	...	...	...	781.9

Fuente: Oficina de la CEPAL en Buenos Aires, sobre la base de datos del INDEC.

¹ Cifras provisionales.

CUADRO 6

**Balance de pagos
(unidades: millones de dólares)**

Periodo	Saldo ²	Cuenta corriente			Movimientos de capital ¹			Variación de reservas ⁴
		Balance comercial	Servicios reales	Servicios financieros	Total	Públicos ³	Privados	
1980	-4 767.8	-2 519.2	-740.1	-1 531.4	2 409.5	2 815.0	- 405.5	-2 796.1
Trim. 1	- 767.3	- 223.2	-419.4	- 125.3	1 188.8	663.8	- 525.0	187.3
Trim. 2	- 988.7	- 361.3	-150.2	- 490.6	-751.0	613.3	-1 364.3	-1 477.0
Trim. 3	-1 145.0	- 746.6	- 11.0	- 394.0	1 508.5	302.0	- 1 206.5	301.5
Trim. 4	-1 866.8	-1 188.1	-159.5	- 521.5	463.2	1 235.9	- 772.7	-1 807.9
1981	-4 714.0	- 287.0	-704.9	-3 699.7	1 410.1	4 454.2	-3 044.1	-3 806.5
Trim. 1	-2 091.7	- 624.1	-699.9	- 756.0	-779.7	2 476.6	-3 256.3	-2 985.3
Trim. 2	- 913.0	226.0	- 77.5	-1 056.5	1 032.6	1 099.2	- 66.6	30.0
Trim. 3	- 220.0	524.7	71.0	- 807.2	211.0	322.2	- 111.2	- 82.5
Trim. 4	-1 489.3	- 413.6	1.5	-1 080.0	946.2	556.2	- 390.0	- 768.7
1982	-2 357.7	2 286.8	42.5	-4 718.5	2 211.5	3 957.8	-1 746.3	- 651.1
Trim. 1	- 304.0	686.6	- 71.5	- 922.5	477.7	76.6	401.1	168.3
Trim. 2	- 302.6	1 012.8	- 23.7	-1 304.8	534.9	2 539.1	-2 004.2	- 127.4
Trim. 3	- 618.0	407.4	101.1	-1 131.5	664.4	293.1	371.3	5.8
Trim. 4	-1 133.1	180.0	36.6	-1 359.7	534.5	1 049.0	- 514.5	- 697.8
1983	-2 461.0	3 331.1	-399.5	-5 408.0	1 783.2	3 447.6	-1 664.5	243.7
Trim. 1	- 602.0	956.7	-129.9	-1 434.2	1 442.2	1 246.1	196.0	834.0
Trim. 2	- 483.9	921.9	- 68.9	-1 537.6	528.5	731.1	- 202.6	14.9
Trim. 3	- 789.1	792.5	-120.6	-1 464.4	- 22.8	481.2	- 504.0	- 867.0
Trim. 4	- 586.0	660.0	- 80.1	-1 171.8	-164.7	989.2	-1 153.9	- 261.8
1984	-2 390.9	3 523.0	-204.7	-5 712.0	2 759.7	4 441.1	-1 681.4	264.8
Trim. 1	- 197.0	1 294.0	-143.3	-1 351.4	951.6	1 826.3	- 874.7	672.6
Trim. 2	- 137.5	1 350.0	- 38.4	-1 448.2	455.8	796.5	- 340.7	297.8

Trim. 3	— 749.6	755.0	— 32.6	—1 471.6	255.5	882.0	— 626.5	— 488.3
Trim. 4	—1 306.8	124.0	9.6	—1 440.8	1 096.8	936.3	160.5	— 217.3
1985 ⁵	— 952.8	4 582.0	—250.0	5 300.0	3 600.0	...	...	2 493.1
Trim. 1	— 779.8	826.0	...	...	560.4	...	...	— 288.3
Trim. 2	— 186.9	1 643.0	...	...	843.7	...	...	821.6
Trim. 3	— 109.9	1 331.0	...	...	1 136.8	...	...	1 436.6
Trim. 4 ⁵	— 469.8	782.0	...	...	1 059.1	...	...	523.2

Fuente: Banco Central de la República Argentina.

¹ Capitales compensatorios más capitales no compensatorios.

² El saldo de la cuenta corriente incluye transferencias unilaterales.

³ Incluye capitales compensatorios más capitales no compensatorios del gobierno y de las empresas públicas.

⁴ Difiere de la suma de los saldos de la cuenta corriente y de la de capital, pues en esta presentación se excluyen "errores y omisiones" y "otros pagos internacionales".

⁵ Cifras estimadas.

CUADRO 7

Deuda externa
(unidades: miles de millones de dólares)

<i>Fin de</i>	<i>Total</i>	<i>Pública</i>	<i>Privada</i>
1975	7.9	4.0	3.9
1976	8.3	5.2	3.1
1977	9.7	6.0	3.7
1978	12.5	8.4	4.1
1979	19.0	10.0	9.0
1980	27.2	14.5	12.7
1981	35.7	20.0	15.6
1982	43.6	28.6	15.0
1983	45.1	31.7	13.4
1984	46.9	36.1	10.8
1985	48.3	39.9	8.4

Fuente: Banco Central de la República Argentina.

Esquema ahorro-inversión-financiamiento del sector público no financiero (consolidado)
(unidades: porcentaje del PNB)

	1980	1981	1982	1983	1984 ²	1985 ²
Recursos corrientes del gobierno general ¹	27.60	25.37	22.16	23.43	22.17	26.40
Recursos tributarios	23.39	20.45	18.15	18.84	18.51	22.36
Otros recursos corrientes	4.21	4.92	4.01	4.59	3.66	4.04
Erogaciones corrientes del gobierno general ¹	24.64	29.55	27.20	27.61	25.18	23.89
Personal	10.06	9.61	7.42	9.92	10.20	8.87
Intereses de la deuda externa	0.50	3.48	4.22	2.36	2.62	2.76
Intereses de la deuda interna	1.54	2.75	3.75	0.51	0.23	0.12
Otras erogaciones corrientes	12.74	13.71	11.81	14.82	12.13	12.14
Ahorro corriente del gobierno general ¹	2.96	-4.18	-5.04	-4.18	-3.01	2.51
Ahorro corriente de las empresas públicas	-1.25	-1.90	-3.77	-2.94	-1.40	-1.19
Ahorro neto de los intereses de la deuda	0.35	1.62	0.20	-0.02	0.59	1.52
Intereses de la deuda externa	0.50	1.10	2.17	2.48	1.69	1.99
Intereses de la deuda interna	1.10	2.42	1.80	0.44	0.30	0.72
Ahorro corriente del sector público	1.71	-6.08	-8.81	-7.12	-4.41	1.32
Financiamiento por emergencia económica	...	...	...	...	...	0.71
Erogaciones de capital del sector público (neto)	9.26	9.54	7.71	8.61	7.57	7.55
Inversión real del sector público	8.94	8.36	7.59	8.04	7.17	7.34
Inversión real del gobierno general ¹	5.50	5.18	4.40	4.96	3.89	4.19
Inversión real de las empresas públicas	3.44	3.18	3.19	3.08	3.28	3.15
Otras erogaciones de capital del sector público (neto)	0.32	1.18	0.12	0.57	0.40	0.40
Necesidad de financiamiento del sector público	7.55	15.62	16.52	15.73	11.98	5.52
Uso neto del crédito interno	1.92	3.98	4.91	-1.52	-0.13	-0.37
Uso neto del crédito externo	1.48	6.65	3.15	0.06	-1.16	1.38
Financiamiento por el BCRA y variación neta de activos y pasivos	4.15	4.99	8.46	17.19	13.27	4.51

Fuente: Oficina de la CEPAL en Buenos Aires, sobre la base de datos de la Secretaría de Hacienda.

¹ Gobierno general: Administración nacional, Provincias, Territorio nacional de Tierra del Fuego, Municipalidad de la ciudad de Buenos Aires y Sistema nacional de seguridad social.

² Cifras provisionales.

CUADRO 9

Tesorería General de la Nación
(unidades: australes a precios de 1970)¹

Periodo	Ingresos corrientes	Egresos totales	Necesidad de financiamiento	Uso neto del crédito	Financiamiento por el Banco Central y variación de pasivos de corto plazo			Otros (neto)
					Banco Central y fondo unif. de cuentas of.	financiamiento externo al gobierno nal.	Uso del	
					Total			
1980	659.8	1 113.4	453.6	86.0	367.6	387.4	...	- 19.8
Trim. 1	160.1	250.7	90.6	60.2	30.4	25.1	...	5.3
Trim. 2	151.9	274.8	122.9	74.1	48.8	60.1	...	- 11.3
Trim. 3	192.9	298.8	105.9	9.8	96.1	105.4	...	- 9.3
Trim. 4	154.9	289.1	134.2	- 58.1	192.3	196.8	...	- 4.5
1981	626.2	1 344.1	717.9	268.1	449.8	494.7	...	- 44.9
Trim. 1	130.4	268.6	138.2	74.8	63.4	72.2	...	- 8.8
Trim. 2	173.5	303.9	130.4	34.6	95.8	109.1	...	- 13.3
Trim. 3	150.4	368.5	218.1	192.7	25.4	42.0	...	- 16.6
Trim. 4	171.9	405.1	231.2	- 34.0	265.2	271.4	...	- 6.2
1982	639.2	1 210.6	571.4	306.5	264.9	448.5	...	- 183.6
Trim. 1	133.1	245.4	112.3	59.6	52.7	65.2	...	- 12.5
Trim. 2	173.8	264.1	90.3	- 8.0	98.3	109.4	...	- 11.1
Trim. 3	170.6	300.4	129.8	307.1	- 177.3	61.0	...	- 238.3
Trim. 4	161.7	400.7	239.0	- 52.2	291.2	212.9	...	78.3
1983	676.0	1 836.4	1 160.4	- 22.5	1 182.9	1 436.1	...	- 253.2
Trim. 1	170.9	351.8	180.9	- 174.6	355.5	389.1	...	- 33.6
Trim. 2	194.4	462.8	268.4	96.8	171.6	176.1	...	- 4.5
Trim. 3	174.3	496.2	321.9	40.8	281.1	284.8	...	- 3.7
Trim. 4	136.4	525.6	389.2	14.5	374.7	586.1	...	- 211.4

	1 306.8	742.9	46.5	696.4	700.6	...	...	4.2
Trim. 1	126.5	257.8	23.4	234.4	241.4	...	...	7.0
Trim. 2	160.1	176.2	17.8	158.4	154.2	...	...	4.2
Trim. 3	171.6	162.0	6.7	155.3	156.5	...	...	1.2
Trim. 4	167.7	146.9	1.4	148.3	148.5	...	...	0.2
1985	1 051.6	749.5	25.1	774.6	398.2	405.0	...	28.6
Trim. 1	177.4	106.8	46.3	153.1	153.3	...	...	0.2
Trim. 2	153.4	299.3	14.9	314.2	245.0	69.1	...	0.1
Trim. 3	292.1	13.1	5.0	18.1	0.0	14.4	...	3.7
Trim. 4 ²	428.7	330.3	41.1	289.2	-0.1	321.5	...	32.2
1986	...	...	...	...	...	...	...	...
Trim. 1 ³	299.4	95.8	25.8	121.6	-0.8	126.0	...	3.6

Fuente: Oficina de la CEPAL en Buenos Aires, sobre la base de datos de la Tesorería General de la Nación.

¹ Datos deflacionados por el índice de precios al consumidor.

² Las cifras del mes de diciembre incluyen la utilización de fondos en divisas transferidos a la Tesorería por el Banco Central (en virtud de créditos obtenidos por éste en el exterior en su carácter de agente financiero del gobierno nacional), así como la contabilización definitiva de pagos externos efectuados anteriormente por el Banco Central por cuenta del gobierno nacional.

³ Datos provisionales.

CUADRO 10

Determinantes de los recursos monetarios de particulares
(unidades: miles de australes)

Saldos a fin de	M2 ¹	Sector externo (neto)	Total	Cuenta de regulación monetaria	Total (neto)	Crédito interno						
						Crédito al gobierno			Otras cuentas (neto)			
						Total (neto)	Financ. del BCRA en mon. ext. (neto) ²	Resto del financiamiento (neto) ³		Crédito al sector privado		
1980												
Trim. 1	5 111	148	4 963	773	264	509	...	509	4 985	795		
Trim. 2	5 717	329	6 046	783	213	570	...	570	6 148	885		
Trim. 3	6 771	487	7 258	1 053	171	882	...	882	7 269	1 064		
Trim. 4	8 017	914	8 931	1 498	119	1 379	...	1 379	8 516	1 083		
1981												
Trim. 1	8 460	1 873	10 333	1 810	44	1 776	...	1 776	10 567	2 044		
Trim. 2	10 022	4 251	14 273	2 885	43	2 842	...	2 842	14 534	3 146		
Trim. 3	13 025	4 790	17 815	4 715	223	4 492	...	4 492	17 776	4 676		
Trim. 4	16 466	7 344	23 010	8 338	473	7 865	...	7 865	22 719	7 247		
1982												
Trim. 1	19 876	8 841	28 717	11 073	587	10 486	...	10 486	26 925	9 281		
Trim. 2	24 143	13 225	37 368	13 787	774	13 013	...	13 013	34 506	10 925		
Trim. 3	28 199	28 478	56 677	18 729	1 148	17 581	...	17 581	57 838	19 890		
Trim. 4	41 255	34 873	76 128	25 682	774	24 908	...	24 908	75 016	24 570		
1983												
Trim. 1	59 140	51 178	110 318	46 894	4 431	42 463	...	42 463	97 613	34 189		
Trim. 2	82 504	56 512	139 016	69 837	15 642	54 195	...	54 195	129 749	60 570		
Trim. 3	116 482	90 487	206 969	112 310	31 440	80 870	...	80 870	183 206	88 547		
Trim. 4	216 740	183 715	400 455	208 786	40 688	168 098	...	168 098	306 997	115 328		

1984												
Trim. 1	337 732	-	220 747	558 479	304 202	76 377	227 825	...	227 825	447 393	-	193 116
Trim. 2	533 930	-	287 652	821 582	431 178	134 408	296 770	...	296 770	678 541	-	288 137
Trim. 3	818 680	-	519 396	1 338 076	697 552	240 912	456 640	...	456 640	1 076 253	-	435 729
Trim. 4	1 459 314	-	1 139 648	2 598 962	1 205 347	423 812	781 535	...	781 535	1 996 658	-	602 043
1985												
Trim. 1	2 359 553	-	2 028 921	4 388 474	2 227 172	880 891	1 346 281	...	1 346 281	3 436 110	-	1 274 808
Trim. 2	5 256 026	-	4 524 195	9 780 221	4 405 969	1 728 602	2 677 367	281 015	2 396 352	7 517 480	-	2 143 228
Trim. 3	6 337 522	-	3 722 507	10 060 029	4 370 624	2 016 612	2 354 012	344 960	2 009 052	8 335 050	-	2 645 645
Trim. 4	7 848 908	-	5 897 264	13 246 172	7 250 049	2 412 260	4 837 789	3 100 042	1 757 747	9 312 740	-	3 316 617

Fuente: Oficina de la CEPAL en Buenos Aires, sobre la base de datos del BCRA.

¹ M2: circulación monetaria fuera de los bancos más depósitos de particulares en bancos comerciales incluidos los intereses y ajustes por indización devengados sobre dichos depósitos.

² Incluye el financiamiento externo al gobierno nacional, neto de depósitos del gobierno nacional en el BCRA en moneda extranjera; a partir de diciembre de 1985 se imputaron definitivamente los pagos externos efectuados por el BCRA por cuenta del gobierno nacional con anterioridad, en virtud de préstamos recibidos del exterior.

³ Créditos netos de depósitos en el sistema monetario (BCRA y bancos comerciales), incluidos tanto los intereses devengados sobre préstamos como aquéllos sobre depósitos. El gobierno está definido como el gobierno nacional, gobiernos locales y organismos y empresas públicas.

1984	573.3	-441.1	1 014.4	459.8	176.8	283.0	...	283.0	779.6	-225.0
Trim. 1	55.8	-17.1	72.9	44.0	16.5	27.5	...	27.5	64.8	-35.9
Trim. 2	58.1	-19.8	77.9	37.6	17.2	20.4	...	20.4	68.4	-28.1
Trim. 3	53.3	-43.4	96.7	49.8	19.9	29.9	...	29.9	74.5	-27.6
Trim. 4	78.3	-75.7	154.0	62.0	22.3	39.7	...	39.7	112.4	-20.4
1985	437.8	-291.8	729.6	414.2	136.3	277.9	212.4	65.3	501.3	185.9
Trim. 1	61.7	-60.9	122.6	70.0	31.3	38.7	...	38.7	98.6	-46.0
Trim. 2	122.8	-105.7	228.5	92.3	35.9	56.4	11.9	44.5	173.0	-36.8
Trim. 3	20.6	15.3	5.3	-0.7	5.5	-6.2	1.2	-7.4	15.6	-9.6
Trim. 4	23.8	-26.4	50.2	45.4	6.2	39.2	43.5	-4.3	15.4	-10.6

Fuente: Oficina de la CEPAL en Buenos Aires, sobre la base de datos del BCRA.

¹ Definidas como $(X(t) - X(t-1)) / M2(t-1)$, donde $X(t)$ es el saldo de X a fines del periodo t y $M2(t-1)$ es el saldo de $M2$ a fines del periodo $t-1$.
² $M2$: circulación monetaria fuera de los bancos más depósitos de particulares en bancos comerciales, incluidos los intereses y ajustes por indización devengados sobre dichos depósitos.

³ Incluye el financiamiento externo al gobierno nacional, neto de depósitos del gobierno nacional en el BCRA en moneda extranjera; a partir de diciembre de 1985, se imputaron definitivamente los pagos externos efectuados por el BCRA por cuenta del gobierno nacional con anterioridad, en virtud de préstamos recibidos del exterior.

⁴ Créditos netos de depósitos en el sistema monetario (BCRA y bancos comerciales), incluidos tanto los intereses devengados sobre préstamos como aquellos sobre depósitos. El gobierno está definido como el gobierno nacional, gobiernos locales y organismos y empresas públicas.

CUADRO 12

Tasas de interés¹
(unidades: tasas equivalentes mensuales, en porcentajes)

Periodo	Nominales					Respecto del IPC ²					Respecto del IPM ²				
	Pasiva ³	Activa ⁴	Activa ⁵	Pasiva ³	Activa ⁴	Activa ⁵	Pasiva ³	Activa ⁴	Activa ⁵	Pasiva ³	Activa ⁴	Activa ⁵	Pasiva ³	Activa ⁴	Activa ⁵
1980	5.0	5.8	5.8	-0.2	0.6	0.6	-0.2	0.6	0.6	1.2	2.1	2.1	1.2	2.1	2.1
Trim. 1	5.3	6.1	6.1	-0.5	0.3	0.3	-0.5	0.3	0.3	1.3	2.0	2.0	1.3	2.0	2.0
Trim. 2	4.8	5.6	5.6	-0.6	0.3	0.3	-0.6	0.3	0.3	-0.4	0.4	0.4	-0.4	0.4	0.4
Trim. 3	5.1	6.1	6.1	-0.1	0.9	0.9	-0.1	0.9	0.9	1.3	2.3	2.3	1.3	2.3	2.3
Trim. 4	4.8	5.6	5.6	0.3	1.1	1.1	0.3	1.1	1.1	2.8	3.6	3.6	2.8	3.6	3.6
1981	8.0	9.8	9.8	0.2	1.9	1.9	0.2	1.9	1.9	-1.7	-0.1	-0.1	-1.7	-0.1	-0.1
Trim. 1	6.8	8.6	8.6	0.7	2.5	2.5	0.7	2.5	2.5	-0.6	1.1	1.1	-0.6	1.1	1.1
Trim. 2	8.5	10.6	10.6	-0.5	1.4	1.4	-0.5	1.4	1.4	-4.0	-2.2	-2.2	-4.0	-2.2	-2.2
Trim. 3	9.8	11.7	11.7	2.7	4.4	4.4	2.7	4.4	4.4	2.1	3.8	3.8	2.1	3.8	3.8
Trim. 4	7.1	8.4	8.4	-2.0	-0.8	-0.8	-2.0	-0.8	-0.8	-4.3	-3.1	-3.1	-4.3	-3.1	-3.1
1982	7.0	8.0	8.0	-2.9	-2.0	-2.0	-2.9	-2.0	-2.0	-5.0	-4.0	-4.0	-5.0	-4.0	-4.0
Trim. 1	7.1	8.2	8.2	2.2	3.3	3.3	2.2	3.3	3.3	1.6	2.7	2.7	1.6	2.7	2.7
Trim. 2	7.1	8.6	8.6	-1.6	-0.3	-0.3	-1.6	-0.3	-0.3	-8.6	-7.3	-7.3	-8.6	-7.3	-7.3
Trim. 3	5.7	6.7	6.7	-7.9	-7.1	-7.1	-7.9	-7.1	-7.1	-8.1	-7.3	-7.3	-8.1	-7.3	-7.3
Trim. 4	8.0	8.7	8.7	-4.1	-3.5	-3.5	-4.1	-3.5	-3.5	-4.4	-3.8	-3.8	-4.4	-3.8	-3.8
1983	11.6	12.6	12.6	-2.7	-1.8	-1.8	-2.7	-1.8	-1.8	-2.4	-1.3	-1.3	-2.4	-1.3	-1.3
Trim. 1	10.2	11.2	11.2	-1.2	-0.3	-0.3	-1.2	-0.3	-0.3	-0.1	0.8	0.8	-0.1	0.8	0.8
Trim. 2	9.6	10.6	10.6	-2.5	-1.6	-1.6	-2.5	-1.6	-1.6	-2.2	-1.3	-1.3	-2.2	-1.3	-1.3
Trim. 3	12.2	13.2	13.2	-5.4	-4.5	-4.5	-5.4	-4.5	-4.5	-6.3	-4.8	-4.8	-6.3	-4.8	-4.8
Trim. 4	14.5	15.5	15.5	-1.7	-0.8	-0.8	-1.7	-0.8	-0.8	-0.8	0.1	0.1	-0.8	0.1	0.1
1984	14.0	15.3	15.3	-4.9	-3.7	-3.7	-4.9	-3.7	-3.7	-4.0	-2.9	-2.9	-4.0	-2.9	-2.9
Trim. 1	10.5	11.5	11.5	-6.8	-6.0	-6.0	-6.8	-6.0	-6.0	-6.3	-5.5	-5.5	-6.3	-5.5	-5.5
Trim. 2	13.0	14.0	14.0	-4.0	-3.2	-3.2	-4.0	-3.2	-3.2	-3.4	-2.5	-2.5	-3.4	-2.5	-2.5

Trim. 3	15.5	17.0	19.7	-6.2	-5.0	-2.9	-4.2	-3.0	-0.8
Trim. 4	17.0	19.0	27.0	-2.4	-0.7	6.0	-2.2	-0.5	6.2
1985	10.7	12.4	15.5	-1.4	0.2	2.9	-1.0	0.5	3.3
Trim. 1	18.5	20.5	24.5	-5.6	-4.0	-0.6	-5.6	-4.0	-0.9
Trim. 2 ⁶	18.8	20.8	26.4	-1.1	0.5	5.2	-3.2	-1.6	3.0
Trim. 3	5.5	5.0	7.2	1.2	2.7	4.8	2.6	4.1	6.3
Trim. 4	3.1	4.5	5.5	0.2	1.6	2.5	2.5	3.9	4.9
1986	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Trim. 1	3.1	4.5	5.2	-0.5	0.8	1.5	1.4	2.8	3.4
Trim. 2 ⁷	5.2	4.6	4.5	-1.1	0.3	0.2	-0.7	0.7	0.6

Fuente: Oficina de la CEPAL en Buenos Aires, sobre la base de datos del BCRA y otras fuentes.

¹ Los valores trimestrales y anuales son promedios geométricos de los valores mensuales.

² Los valores deflactados corresponden a tasas reales "ex-post", calculadas según $(1 + r(t))/(1 + r(t+1))$, donde $r(t)$ es la tasa nominal vigente en el mes t y $r(t+1)$ la tasa de crecimiento de los precios en el mes $t+1$.

³ Hasta junio de 1982, tasa testigo (promedio ponderado de las tasas pagadas por los bancos por depósitos a 30 días); desde julio de 1982, tasa fijada por el BCRA para depósitos a 30 días.

⁴ Hasta junio de 1982, promedio de las tasas cobradas por los bancos a clientes de primera línea por préstamos a 30 días; desde julio de 1982, tasa regulada.

⁵ Hasta junio de 1982, promedio de las tasas cobradas por los bancos a clientes de primera línea por préstamos a 30 días; entre julio de 1982 y julio de 1983, tasas vigentes en el segmento libre del mercado; desde agosto de 1983, tasa vigente en operaciones interempresarias a 7 días con garantía BOMEX.

⁶ En junio, se han considerado sólo las tasas vigentes durante la segunda quincena.

⁷ Cifras estimadas.

Bibliografía

- Alberro, J. (1986), "La dinámica de los precios relativos en un ambiente inflacionario", *Estudios Económicos*, en este mismo volumen.
- Bresciani-Turroni, C. (1937), *The Economics of Inflation*, Londres, Barnes and Noble.
- Bruno, M. (1985), "Stabilization of the Israeli Economy: the Emergency Program in its Early Stage", mimeo.
- Cagan, P. (1979), *Persistent inflation. Historical and political essays*, Nueva York, Columbia University Press.
- Canavese, A. y A. Petrecolli (1985), "Is there Structural Hyperinflation?", Buenos Aires, Instituto Torcuato Di Tella, mimeo.
- CEPAL (1986), "Las grandes inflaciones: características y estabilización", en: *Tres ensayos sobre inflación y políticas de estabilización*, Oficina en Buenos Aires, documento de trabajo núm. 18.
- Di Tata, J. (1982), "Expectativas de expectativas y la no neutralidad transitoria de una política monetaria totalmente creída", en *Ensayos Económicos*, septiembre.
- Dornbusch, R. (1985), "Freno a la hiperinflación: lecciones sobre la experiencia alemana de los años 1920-1930", Buenos Aires, ADEBA, mimeo.
- Fellner, W. (1982), "In Defense of the Credibility Hypothesis", en *American Economic Review*, mayo.
- Frenkel, R. (1984), "Salarios industriales e inflación. El periodo 1976-1982", en *Desarrollo Económico*, octubre-diciembre.
- (1986), "Salarios e inflación en América Latina", en *Desarrollo Económico*, enero-marzo.
- Gerchunoff, P. (1986), "Gasto público, tasa de cambio e impulso capitalista después de la hiperinflación", en *Desarrollo Económico*, enero-marzo.
- Helman, H., D. Roiter y G. Yoguel (1984), "Inflación, variación de precios relativos e inflexibilidad de precios", en *Desarrollo Económico*, octubre-diciembre.
- Koromzay, V. (1982), "Credibility and Demand Restraint", en *American Economic Review*, mayo.
- Laidler, D. (1975), *Essays on Money and Inflation*, Chicago, University of Chicago Press.
- Leijonhufvud, A. (1984), "Inflation and Economic Performance", en B. Siegel (ed.), *Money in Crisis*, Cambridge, Ballinger Pub. Co.
- (1983), "Keynesianism, Monetarism and Rational Expectations", en R. Frydman y E. Phelps (eds.), *Individual Forecasting and Aggregate Outcomes*, New York, Cambridge University Press.
- Lopes, F. (1985), "Inflação Inercial, Hiperinflação e Desinflação: Notas e Conjeturas", en *Revista de Economia Política*, abril-junio.
- Lucas, R. (1973), "Some International Evidence on Output-Inflation Trade-offs", en *American Economic Review*, junio.
- (1980), "Rules, Discretion and the Role of the Economic Advisor", en S. Fischer (ed.), *Rational Expectations and Economic Policy*, Chicago, University of Chicago Press.
- Olivera, J. H. G. (1967), "Money, Prices and Fiscal Lags: a Note on the Dynamics of Inflation", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly*, vol. 20, núm. 28.
- Phelps, E. (1983), "The Trouble with Rational Expectations and the Problem of Inflation Stabilization", en R. Frydman y E. Phelps (eds.), *Individual Forecasting and Aggregate Outcomes*, Nueva York, Cambridge University Press.
- Resende, A. L. (1984), "A moeda indexada: uma proposta para eliminar a inflação inercial", Rio de Janeiro, *Texto para discussão*, 75, Pontificia Universidade Católica.
- Robinson, J. (1938), "Review of the Economics of Inflation of C. Bresciani-Turroni", en *Economic Journal*, septiembre.

- Sargent, T. (1982), "The End of Four Big Inflations", en R. Hall (ed.), *Inflation. Causes and Effects*, Chicago, University of Chicago Press.
- Sargent, T. y N. Wallace (1981), "Rational Expectations and the Theory of Economic Policy", en R. Lucas y T. Sargent (eds.), *Rational Expectations and Econometric Practice*, Londres, George Allen & Unwin.
- Schelling, T. (1982), "Establishing Credibility: Strategic Considerations", en *American Economic Review*, mayo.
- Tanzi, V. (1977), "Inflation, Lags in Collection and the Real Value of Tax Revenue", *IMF Staff Papers*, vol. 24, núm. 1.
- Taylor, J. (1982), "Establishing Credibility: a Rational Expectations Viewpoint", en *American Economic Review*, mayo.