

87-0/21
123984

Primer Borrador

**HIPERINFLACION Y ESTABILIZACION.
LA EXPERIENCIA ARGENTINA RECIENTE**

**Mario Damill
Roberto Frenkel**

Los autores agradecen el apoyo de IDRC y la colaboración de Gustavo Cañonero.

**CEDES
Junio 1990**

INDICE

Introducción

1. Del Plan Austral a la hiperinflación
2. La primera hiperinflación
3. El cambio del régimen de alta inflación a la hiperinflación
Test econométrico del cambio de régimen
4. El plan de estabilización del nuevo gobierno
La evolución reciente de las cuentas externas
Las medidas del Plan BB y sus efectos
La revolución cambiaria
El Plan Bonex
5. La dinámica del Plan BB y la segunda hiperinflación
La dinámica de la segunda hiperinflación
Algunas observaciones sobre las dos hiperinflaciones
y los shocks estabilizadores

Introducción.

El presente trabajo está dedicado a presentar y analizar las recientes experiencias de hiperinflación y estabilización de la economía argentina. En la primera sección discutimos las condiciones que llevaron a la pérdida de los equilibrios obtenidos por el Plan Austral y a la generación de la primera hiperinflación, bajo el gobierno del Presidente Alfonsín. En la segunda sección analizamos la dinámica de ese proceso utilizando series de tasas semanales. En la tercera sección presentamos y testamos econométricamente un modelo simple de cambio del régimen de alta inflación a la hiperinflación. Luego, en la sección cuarta, exponemos el primer plan de estabilización puesto en práctica bajo el gobierno del Presidente Menem, la segunda hiperinflación y los intentos de estabilización que se sucedieron. En la quinta sección analizamos la dinámica del plan BB y de la segunda hiperinflación utilizando datos semejantes a los de la sección segunda. Cierran esta sección algunas observaciones sobre hiperinflación y estabilización.

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

1. Del Plan Austral a la hiperinflación.

Los equilibrios de los sectores externo y público logrados por el Plan Austral a partir de junio de 1985 se habían perdido en 1987. Condiciones climáticas extraordinariamente adversas (la inundación de una importante zona de la región agropecuaria pampeana) y la caída de los precios internacionales determinaron que las exportaciones se redujeran en 2000 millones de dólares en dos años. Al mismo tiempo las importaciones crecieron impulsadas

por el fuerte aumento del nivel de actividad inducido por el plan. Como consecuencia de ambas tendencias, el superávit en el comercio de bienes y servicios reales se redujo de u\$s 4.300 millones en 1985 a poco más de u\$s 250 millones en 1987. El déficit en cuenta corriente en este último año fue el más elevado desde 1981, situándose en torno de los 4200 millones de dólares.

Las necesidades de financiamiento del sector público no financiero, que se habían mantenido alrededor de 2% del PBI en el año que siguió a la ejecución del Plan Austral, superaron los cinco puntos del producto en 1987 y se mantendrían en ese nivel en el año siguiente. Este aumento del déficit no se debió, en lo esencial, a un incremento del gasto público, sino a la reducción de los ingresos por la menor recaudación de impuestos a la exportación de granos (los derechos de exportación fueron reducidos a fin de atenuar el impacto del shock externo sobre el sector agropecuario), a la caducidad de diversos tributos de emergencia aplicados hasta entonces y al atraso relativo de precios públicos y tarifas.

Otros datos del deterioro macroeconómico observable en 1987 eran la desaceleración de la expansión (el producto creció a un ritmo levemente superior a 1% anual en el segundo semestre), el paulatino aumento de la inflación (131% en el año) y la reaparición de la tendencia a la desmonetización de la economía.

La menor demanda de activos monetarios acentuó las dificultades para el financiamiento del desequilibrio de las cuentas del sector público consolidado, en especial porque la caída de M1 fue mucho más marcada que la de los agregados que incluyen pasivos bancarios a interés. De este modo aumentó el costo promedio del financiamiento obtenido a través de elevados encajes sobre las cuentas corrientes y sobre los depósitos a plazo (encajes remunerados, en este último caso), y por vía de la constitución de depósitos indisponibles de las entidades financieras en cuentas

especiales en el Banco Central. Las limitaciones para el financiamiento a través de mayores reservas bancarias y depósitos compulsivos llevaron al gobierno a expandir la colocación de deuda del Tesoro en la forma de títulos, en condiciones de plazo y rendimiento crecientemente desfavorables para el fisco. El stock de títulos-valores en circulación a fines de 1987 era 150% superior al existente a fines de 1986. La relación entre la deuda interna pública total y los activos de particulares contra el sistema monetario aumentó entonces marcadamente (cf. cuadro 15).

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

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

Condicionado por la pérdida de poder político y exigido por el

rápido deterioro del contexto macroeconómico, el gobierno anunció un nuevo plan de estabilización en agosto de 1988, que fue bautizado por el periodismo como Plan Primavera.

Las medidas de política cambiaria conformaban uno de los aspectos centrales del plan. Estas consistían esencialmente en el establecimiento de un régimen de paridades diferenciales según el cual las exportaciones de origen agrícola se liquidarían al tipo de cambio comercial (fijado por el Banco Central) y las industriales lo harían a un dólar intermedio entre el comercial y el libre (cuyo valor sería determinado por la oferta y la demanda), mientras que las importaciones se cursarían al tipo de cambio libre. La razón del desdoblamiento del mercado obedecía a razones fiscales y, de hecho, tenía efectos similares a los de un restablecimiento de los derechos de exportación que habían sido reducidos con anterioridad. No obstante, las autoridades comprometieron un cronograma para la unificación de ambos tipos de cambio.

Combinado con diversos recortes previstos en los gastos públicos (suspensión de aportes de la Tesorería a algunas grandes obras, plan de retiro voluntario de empleados de la Administración), el aumento de los ingresos del Banco Central generados por diferencias de cambio debía permitir una reducción de 1,5% en las necesidades de financiamiento del sector público consolidado.

El gobierno anunció como pauta indicativa de política que esperaba que la diferencia entre el valor del dólar comercial y el financiero o libre no superase el 25%. Los operadores del mercado de cambios tomaron tal objetivo como un compromiso del gobierno, interpretando que el Banco Central intervendría a fin de mantener la brecha cambiaria en ese nivel. De tal forma, quedó establecida una regla cambiaria que en términos esquemáticos podría describirse de la siguiente manera: el Banco Central compraba al tipo de cambio

comercial el total de las exportaciones agrícolas y el 50% de las industriales, mientras que por el mercado libre pasaban el restante 50% de las exportaciones industriales, las importaciones en su totalidad, y los intereses de la deuda externa de particulares. Este esquema debía generar, en principio, un exceso de demanda flujo en el mercado libre (la mitad del valor de las exportaciones industriales no cubriría el monto de importaciones más intereses). Tal exceso de demanda sería manejado por el Banco Central a través de ventas diarias de divisas, a fin de mantener la brecha cambiaria prevista.

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

Tal como sucediera con los shocks estabilizadores heterodoxos que le habían precedido, el efecto antiinflacionario del Plan Primavera fue significativo. La inflación mensual pasó de más del 25% en julio a 6.8% en diciembre. El funcionamiento del nuevo esquema cambiario, junto con tasas de interés muy altas en términos

reales, indujo un retraso del tipo de cambio; como las tarifas públicas se ajustaron también por debajo de la inflación observada, no resulta sorprendente que el resultado en términos de inflación haya sido el mencionado. Por otra parte, es también significativo que, luego de la desindexación parcial obtenida por el shock, los salarios privados negociados en convenciones colectivas tendieran a indexarse con la inflación pasada. Debido a ello, el poder adquisitivo de los salarios aumentó con la desaceleración inflacionaria.

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

En el plano monetario, la caída de la inflación inducida por el plan llevó a un incremento en la demanda de M1. También creció la demanda de depósitos bancarios remunerados porque los agentes tendieron inicialmente, en tanto la devaluación esperada resultaba muy inferior a las tasas nominales de interés, a sustituir activos

externos por depósitos bancarios a plazo. Las tasas de interés eran además positivas y elevadas en términos reales, por lo que probablemente la demanda de depósitos a plazo se alimentó también con la sustitución en contra de bienes.

Si bien la demanda por activos domésticos estaba subiendo, el Banco Central comenzó a enfrentar problemas para controlar la oferta, básicamente por tres razones: porque el superávit comercial estaba aumentando, porque el control sobre el déficit fiscal previsto por el plan no se estaba alcanzando y porque la demanda de títulos públicos se había debilitado. Ello llevó a que la colocación forzosa de deuda en el sistema financiero, convertida en el principal instrumento de control de evolución de los agregados monetarios, aumentara fuertemente. Entre el tercer trimestre de 1988 y enero de 1989 la deuda remunerada del Banco Central creció más de 30% en términos reales, y aumentó aún más (40%) medida en dólares, debido al progresivo retraso cambiario. La deuda pública interna total, incluidos los títulos del Tesoro, superó por entonces los 11.700 millones de dólares (cf. cuadro 15).

La capacidad del gobierno para mantener el nuevo esquema cambiario se había planteado desde un inicio, en la percepción de los operadores y de las propias autoridades, como la más importante prueba del éxito o fracaso de esta política. Por esto es relativamente sencillo establecer cuándo "termina" el Plan Primavera: lo hace el 6 de febrero de 1989, cuando el Banco Central se retira del mercado debido a la falta de reservas. A partir de ese momento, en un contexto de extrema incertidumbre económica y política, comienza un aumento vertiginoso de los índices inflacionarios que terminaría por dar lugar a un proceso hiperinflacionario.

Sin embargo, hasta mediados de enero de 1989, el esquema cambiario había funcionado según lo previsto. Hasta ese momento, en

realidad, el Banco Central había vendido en el mercado libre menos reservas que las esperadas. No obstante, la situación se deterioró rápidamente. Entre los factores condicionantes de ese deterioro se cuenta, en primer lugar, el atraso en la evolución del tipo de cambio en relación a los precios internos. Esto hacía más riesgoso mantener activos domésticos en cartera. En segundo lugar, el Banco Mundial retiró su apoyo anunciando que no desembolsaría un préstamo por u\$s 350 millones debido al no cumplimiento de las metas establecidas. En tercer lugar, a medida que se acercaba el acto eleccionario, la incertidumbre sobre su resultado devenía incertidumbre acerca de la futura política económica.

En los últimos días de enero comenzó una corrida contra el Austral y el Banco Central tuvo que vender alrededor de u\$s 450 por semana hasta que, para proteger un nivel mínimo de reservas -como se dijo- el 6 de febrero se abandonó el esquema cambiario del Plan Primavera.

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

2. La primera hiperinflación

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

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

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

incertidumbre política asociada a los resultados que arrojaban las encuestas preelectorales.

Hasta enero de 1989 el Banco Central consiguió abortar dos principios de corrida. Hacia finales de enero tuvo lugar una nueva corriente de compras cuya magnitud y persistencia fue diagnosticada como señal de la inminencia de una corrida generalizada. El 6 de febrero las autoridades repusieron el control de cambios en el mercado comercial y anunciaron la flotación de un mercado financiero. Pocos habían adivinado el momento. Quienes no consiguieron adelantarse deberían decidir de allí en más en función de sus expectativas sobre el propio mercado libre.

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

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

Hasta febrero de 1989, luego de cada ajuste discreto del tipo

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

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

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

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

Más allá de las interpretaciones sobre la burbuja en el mercado de cambio, parece fuera de discusión que la aceleración

inflacionaria tiene su origen en ella. En lo que sigue describimos el episodio hiperinflacionario utilizando una periodización semanal.¹

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

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

El precio del dólar se desacelera desde principios de junio, tres semanas después de las elecciones presidenciales. Dos elementos, de difícil ponderación relativa, parecen haber provocado el fin de la burbuja. El primero corresponde a las expectativas y la reducción de la incertidumbre. A fin de mayo el presidente electo nominó un futuro ministro de economía y exhibió un perfil de gabinete que merecía la "confianza" del sector empresario. Además, el anuncio, el 13 de junio, de la próxima renuncia del Presidente Alfonsín hacía esperar un inminente programa de estabilización. El segundo elemento de freno provino de las restricciones a los retiros en efectivo de las cuentas bancarias (cuentas corrientes y depósitos a interés) vigente durante junio, que trabó las transacciones en el mercado paralelo de cambio.

En el modelo hiperinflacionario que operó entre abril y

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

dato correspondiente a la semana t es $x_t^* = \frac{1}{4} \sum_{i=0}^3 x_{t-i}$.

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

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

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

El patrón de formación de precios "salta" en marzo y de ese momento en adelante se observa una "dolarización" de su dinámica. Esto es, las tasas observadas de inflación tienden a aproximarse a las tasas del precio del dólar libre. Esto se verifica con mayor intensidad en los bienes industriales (no comerciables) que en los alimentos comerciables. El cambio de régimen en el mercado de trabajo se observa en abril; en ese mes los salarios privados dejan de determinarse en función de la tasa del mes pasado del IPC y comienzan a fijarse según conjeturas sobre inflación del mes

corriente. Aún así, el promedio de aumentos resulta significativamente inferior a las tasas de inflación durante todo el proceso.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

El episodio hiperinflacionario impactó fuertemente en los planos financiero y fiscal. Los Gráficos 4 y 5 reflejan algunos aspectos del comportamiento del mercado financiero durante este proceso. En el primero se presentan las tasas de interés semanales correspondientes al mercado de call interbancario, superpuestas con las tasas semanales de aumento del dólar libre. En el segundo, las tasas semanales de interés se superponen con la serie de medias móviles de cuatro semanas de tasas de aumento del dólar libre.

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

expectativas de aceleración.

En materia monetaria, se destacan dos elementos: la pronunciada desmonetización de la economía a partir de febrero (cf. cuadros 14 y 17) y el crecimiento exponencial de la deuda pública interna, que se expandió a una tasa superior al 60% mensual promedio entre febrero y junio (cf. cuadros 15 y 16). El cociente M1/PBI se redujo de 3,7% a 1,7% entre el primer y el tercer trimestre de 1989 como consecuencia de la aceleración inflacionaria. Debe notarse, sin embargo, que el 'impuesto inflacionario' captado por el Banco Central se incrementó en forma importante durante la hiperinflación a pesar de la contracción de los saldos reales (cuadro 17).

El incremento de la deuda interna se asentó en dos factores principales. Uno de ellos fue la colocación de títulos públicos, en particular de letras ajustables por dólar libre. Esta fue una vía implementada por las autoridades monetarias en la tentativa de contener, mediante la colocación en el mercado de sustitutos del dólar, el ascenso del dólar libre iniciado en febrero. Entre enero y abril la circulación total de títulos del Tesoro aumentó, principalmente por este factor, en más de 100% en términos reales. Las primeras emisiones de letras dolarizadas databan de 1988, y sus plazos de amortización eran de 120 y 180 días, sustancialmente inferiores a los de la mayor parte de los títulos que circulaban hasta entonces, de períodos de maduración de tres o más años. Pese a las favorables condiciones de plazo y rendimiento con que estas letras fueron ofrecidas luego de la crisis de febrero de 1989, no tuvieron efecto perceptible sobre el curso del tipo de cambio libre, reflejando la ineficacia de la política monetaria en un contexto en que cualquier deuda del gobierno era percibida como altamente riesgosa.

El segundo elemento que contribuyó a la acelerada expansión de

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

En el cuadro 15 puede verse el extraordinario incremento, en el primer semestre de 1989, de la relación entre la deuda interna pública remunerada y los activos monetarios de particulares. En junio el monto de esa deuda casi triplicaba al de los depósitos remunerados en el sistema financiero (M2 - M1).

Es decir que la licuación de los activos monetarios privados y la 'huida' de activos financieros domésticos durante la hiperinflación no tuvo contrapartida semejante en la evolución de la deuda pública -aunque el valor de la misma en dólares corrientes se redujo como consecuencia de la fuerte suba del tipo de cambio real-. Esta peculiaridad del proceso hiperinflacionario en la Argentina dejaba un problema financiero complejo al nuevo gobierno. En ese contexto, la idea de que si la inflación se hubiese desarrollado por algunos meses más habría permitido 'resolver' el problema del endeudamiento interno del gobierno² resulta sorprendente, si se piensa que para esa licuación tuviera lugar debería haberse monetizado en un breve lapso una deuda del orden de 7000 millones de dólares³.

La deuda interna pública parece mostrar, en efecto, un

² Cf. FIEL, Indicadores de Coyuntura, número 279, junio de 1989.

³ Una contrapartida de la expansión de la deuda remunerada del Banco Central es, en el pasivo de los bancos, el crecimiento de los redescuentos por devengamientos de intereses, además de nuevos créditos para hacer frente a situaciones de iliquidez, entre otros. Esto se refleja en el crecimiento de la base monetaria originado en el 'sector financiero' (cuadro 6). De modo que la deuda neta del Banco Central crece en realidad a un ritmo muy inferior al de su deuda bruta.

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

Finalmente, en relación con el efecto del proceso hiperinflacionario sobre las cuentas fiscales, cabe señalar que los ingresos reales de la Tesorería en el segundo trimestre de 1989 fueron equivalentes a apenas 40% de los obtenidos en el mismo período de 1988 (si se hace abstracción de un importante ingreso de capital registrado en mayo), y el déficit operativo del Tesoro, superior a los ingresos en 12%, fue cinco veces mayor al de un año atrás. Al efecto deletéreo de la hiperinflación sobre la recaudación tributaria debido al rezago entre devengamiento y percepción de los tributos se sumó el impacto de la violenta caída del nivel de actividad sobre los impuestos cuya recaudación se correlaciona con éste. En efecto, el pbi del segundo trimestre del año 1989 se ubicaba 10% por debajo del registro correspondiente de

1988. Los ingresos generados por el impuesto al valor agregado, por ejemplo, cayeron verticalmente. Las restricciones de liquidez originadas en la ya referida inmovilización de depósitos, y las expectativas de 'blanqueo' jugaron también en contra de la recaudación, mientras que el fuerte retraso tarifario empeoró la situación financiera de las empresas públicas. En esta fase el financiamiento del desequilibrio financiero del Tesoro provino sustancialmente del Banco Central, mediante la creación de dinero.

3. El cambio del régimen de alta inflación a la hiperinflación.

Los mencionados rasgos estilizados de la dinámica hiperinflacionaria pueden formalizarse en un modelo simple que nos permitirá, por otro lado, cometer a test econométrico el cambio de régimen de alta inflación.

En otros trabajos hemos planteado que en el caso argentino la dinámica de la inflación puede representarse con el modelo:

$$p_t = a_f p_{flex_t} + a_w w_t + a_{pp} pp_t + a_e ec_t$$

$$w_t = p_{t-1}$$

$$a_f + a_w + a_{pp} + a_e = 1$$

donde p_t , p_{flex_t} , w_t , pp_t y ec_t son respectivamente las tasas del IPC, los precios flexibles, los salarios nominales y el tipo de cambio comercial.

La primera ecuación es el modelo reducido del IPC en función de los costos primos de la economía y los precios que fija el sector público y la segunda representa la indexación de los salarios.

En lo que sigue ignoramos los precios flexibles, por simplicidad de la presentación. Así, planteamos que en el régimen de alta inflación, en condiciones normales es:

$$p_t = a_w w_t + a_{pp} pp_t + a_e ec_t \quad (1)$$

$$w_t = p_{t-1} \quad (2)$$

$$a_w + a_{pp} + a_e = 1$$

En este caso, un incremento e_t del precio del dólar libre no induce aceleración de la inflación y resulta un incremento real de

$$e_t - p_t = a_w(e_t - w_t) + a_{pp}(e_t - w_t) + a_e(e_t - ec_t) \quad (3)$$

En el nuevo régimen los salarios dejan de ajustarse por la inflación pasada y los precios tienden a "dolarizarse", esto es:

$$p_t = \alpha e_t + (1-\alpha)(a_w w_t + a_{pp} p_t + a_e ec_t) \quad (4)$$

donde $0 < \alpha \leq 1$ es el grado de dolarización. En este caso, la aceleración es:

$$p_t - p_{t-1} = \alpha(e_t - p_{t-1}) + (1-\alpha) a_w(w_t - p_{t-1}) + \\ + (1-\alpha) a_{pp}(p_t - p_{t-1}) + (1-\alpha) a_e(ec_t - p_{t-1}) \quad (5)$$

$$\text{con } w_t > p_{t-1} \quad (6)$$

Con independencia de las políticas que se sigan respecto del tipo de cambio comercial y las tarifas públicas se produce aceleración porque hay "dolarización" del precios ($\alpha > 0$) y desindexación de los salarios ($w_t > p_{t-1}$).

El modelo de las ecuaciones (1) y (2) del régimen de alta inflación puede ser pensado como un modelo de expectativas condicionado a que, i) las autoridades cuentan con capacidad (reservas y/o acceso rápido al financiamiento) para sostener determinada regla estable en el mercado controlado de cambios; ii) es reducida la probabilidad de abruptas aceleraciones, de modo que resulte económicamente racional la indexación a la inflación pasada. Las ecuaciones (4) y (6) sustituyen las ecuaciones (1) y (2) cuando dichas condiciones no se cumplen.

Si el tipo de cambio es único y flotante entonces la aceleración es mayor:

$$p_t - p_{t-1} = [\alpha + (1-\alpha)a_e] (e_t - p_{t-1}) + (1-\alpha) a_w (w_t - p_{t-1}) + (1-\alpha) a_{pp} (pp_t - p_{t-1}) \quad (7)$$

y también resulta mayor la aceleración cuanto menos se "atrasen" los salarios y las tarifas públicas. En el límite, si los salarios y las tarifas públicas (y los precios flexibles, que aquí sí merecen ser considerados explícitamente) están indexados perfectamente, esto es $w_t = p_t$ y $pp_t = p_t$, entonces $p_t = e_t$.

Estas consideraciones permiten alguna discusión sobre la burbuja cambiaria.

Supongamos que en $t-1$ se produce un exceso de demanda stock de dólares (sea por un cambio de expectativas, aumento de incertidumbre, o un shock monetario). Supongamos también que, dada la velocidad de ajuste del precio en el mercado libre, el ajuste al equilibrio requiere una tasa real de aumento de er_t^* . Si la tasa de inflación vigente es p_{t-1} , la tasa nominal es $e_t = er_t^* - p_{t-1}$.

Si el modelo de precios vigente es el de las ecuaciones (1) y (2), la inflación no se acelera y, si la tasa de inflación es $p_t = p_{t-1}$, entonces $er_t = er_t^* = e_t - p_t$.

Esto es, si no hay realimentación vía aceleración de la inflación, el exceso de demanda stock generado por algún shock genera un ajuste del tipo de cambio libre que tiene que detenerse en algún nivel de brecha cambiaria más alta.

En cambio, si el modelo de precios vigente es el de las ecuaciones (4) y (6), se produce una aceleración de la inflación dada por (5), entonces $p_t > p_{t-1}$ y $e_t - p_t = er_t < er_t^*$, y se requiere una nueva aceleración del precio del dólar para tender a equilibrar el mercado.

Si $\alpha < 1$ ó $w_t < p_t$ ó $pp_t < p_t$, frente a un exceso de demanda por una vez este modelo no genera una explosión sino una aceleración hasta un nivel más alto de inflación. Como ya fue indicado por Gustavo

Franco () no hay ninguna lógica que haga necesario modelar una experiencia hiperinflacionaria con un modelo matemáticamente explosivo.⁴

Si la hiperinflación se piensa como un proceso explosivo, la explosividad matemática debe ser exógena a las ecuaciones de dinámica de precios. Por ejemplo, un aumento de la incertidumbre durante todo el proceso, de modo que la proporción deseada de dólares en la riqueza esté aumentando persistentemente en el tiempo.

Sin embargo, si la demanda por dólares no es independiente de la tasa de inflación, de modo que cuando la inflación se acelera en respuesta al primer shock, la aceleración induce un aumento de la incertidumbre y un aumento de la proporción deseada de dólares en la riqueza puede, dependiendo de los parámetros, generarse una explosión o una aceleración hacia una tasa más alta de inflación.⁵

⁴ De aquí nuestra preferencia por definir hiperinflación como un nuevo régimen que sustituye el régimen de alta inflación y que tiene como principal característica la mayor propensión a la aceleración (la menor inercia). De modo que cabe concebir hiperinflaciones con 30% mensual e inflaciones altas de 50% mensual.

⁵ Al caso explosivo correspondería el uso de la palabra burbuja de acuerdo a las convenciones de moda. Pero en este texto la usamos en su sentido descriptivo más antiguo, denominando un proceso que se infla continuamente hasta reventar en algún momento.

Test econométrico del cambio de régimen.

En este punto mostramos el cambio de régimen de formación de precios y salarios que tuvo lugar entre marzo y abril de 1989. Trabajamos por separado ecuaciones de precios y salarios utilizando técnicas de econometría recursiva sobre series de tasas mensuales.

Sea $y_t = X'_t \beta + \epsilon_t$ el modelo estimado. Estimamos los parámetros β_i por M.C.O. sobre una serie mensual que va de febrero de 1983 hasta setiembre de 1988. Partiendo de esta estimación básica, la técnica consiste en ir incorporando sucesivamente la información correspondiente a los meses siguientes de modo de analizar el comportamiento de los residuos frente a la incorporación recurrente de nuevos datos. Se analizan diferentes funciones de los residuos, en este trabajo presentamos dos.

La primera es simplemente el residuo de la proyección del último dato incorporado, y su intervalo de confianza:

$$\text{RESID}_t = y_t - X'_t \beta_t$$

donde β_t son los parámetros estimados con la serie hasta t .

La segunda calcula el residuo de la proyección de la variable exógena en t con los parámetros estimados con la información hasta $t-1$. Este residuo es estandarizado por una variable que lo hace comparable con los residuos precedentes.

$$\text{INNOVS}_t = (y_t - X'_t \hat{\beta}_{t-1}) / W_t$$

W_t : error de predicción de un período

$\hat{\beta}_{t-1}$: parámetros estimados con la información hasta $t-1$.

Los resultados se presentan en gráficos.

Analizamos en primer lugar las tasas del IPC. En el Cuadro 3

se presentan los resultados de la estimación de la tasa del IPC, en función de las tasas del salario privado, el tipo de cambio comercial, las tarifas públicas y los precios (flexibles) de carne y frutas, verduras y legumbres.

El Gráfico 6 muestra el salto de RESID a partir de marzo, los resultados expuestos en el Gráfico 7, donde se expone el indicador INNOVS son similares. El resultado del mes de abril se explica porque en ese mes, dadas las modificaciones de las reglas cambiarias (ver Cuadro 1 y Gráfico 3) la tasa del tipo de cambio comercial fue mayor que la del libre. En síntesis, los resultados no rechazan la hipótesis $\alpha > 0$ desde marzo de 1989.

Como en el período que analizamos hubo algo más de un mes de tipo de cambio único y flotante (ver Cuadro 1 y Gráfico 3), una hipótesis alternativa a $\alpha > 0$ es la siguiente: desde marzo (cuando todavía había control de cambios) las empresas consideraron que el tipo de cambio relevante para las decisiones de precio era el tipo de cambio libre. De modo que lo que se observaría es la sustitución de e_c por e_f en la ecuación de precios.

Una forma de analizar esta hipótesis es reproducir el análisis precedente utilizando la serie de tasas de tipo de cambio libre en reemplazo de la de tasas del tipo comercial.

En el Cuadro 4 se exhiben los resultados de la estimación de la tasa del IPC con la serie de tipo de cambio libre. Los análisis recursivos sobre esta estimación básica se presentan los Gráficos 8 y 9. Como puede observarse en los gráficos, la hipótesis precedente no puede rechazarse en marzo, pero se observa el salto de los indicadores a partir de abril. Esto es, en abril y mayo no puede rechazarse la hipótesis de dolarización de los precios ($\alpha > 0$) aunque se considere en la función de precios la tasa del tipo de cambio libre.

Un análisis desagregado de las componentes del IPC avala la

hipótesis de que la dolarización de los precios es un fenómeno principalmente atribuible a las decisiones de aumento de precios de bienes no comerciables más que a los efectos sobre los mercados de bienes comerciables.

En el Cuadro 5 se presentan los resultados de la estimación de la tasa de bienes industriales componentes del IPC en función de las tasas del salario, el tipo de cambio comercial y las tarifas públicas. Los resultados de un análisis recursivo similar a los precedentes se exhiben en los Gráficos 10 y 11. Como se ve en estos gráficos, la componente de precios industriales tuvo un comportamiento semejante al del IPC agregado y no se rechaza para estos precios la hipótesis $\alpha > 0$ desde marzo de 1989.

No se verifica, en cambio, este comportamiento en los alimentos que tienen como principal insumo bienes comerciales (pan, aceites, etc.). En el Cuadro 6 se presenta la estimación de la tasa de dichos alimentos de insumo comerciable en función de la tasa del tipo de cambio comercial, de los salarios y de las tarifas públicas. El análisis recursivo se presenta en los Gráficos 13 y 14. No se observa cambio de estructura entre marzo y mayo (inclusive). Sí se lo observa en junio, cuando se reimplantó el control de cambios luego de la flotación de mayo.

Las estimaciones de las funciones de precios tienen la tasa de los salarios como variable exógena. Toca ahora analizar el cambio del régimen de alta inflación en el mercado de trabajo.

En el Cuadro 7 se exponen los resultados de la estimación de la tasa mensual del salario en función de la tasa del IPC del mes precedente, y de variables dummies que captan la sobreindexación del año 1983 y los shocks desindexatorios de junio de 1985, febrero 1987, octubre 1987 y agosto 1988. La función estiliza la indexación mensual vigente desde 1983. Como se ve, los resultados no rechazan la hipótesis $w_t = kp_{t-1}$, $k=1$ a un alto nivel de significación.

El análisis recursivo con el indicador $RESID_t$ se expone en el Gráfico 14. En él se ve nítidamente el cambio de régimen desde abril de 1989.

El hecho que la función de salarios contenga un sólo parámetro relevante (k) permite realizar un análisis recursivo muy ilustrativo. El análisis recursivo es en este caso el del comportamiento de la estimación del coeficiente k y de su intervalo de confianza frente a la incorporación de los nuevos datos. Los resultados se presentan en el Gráfico 15. Se observa que las estimaciones se alteran a partir de abril y la incorporación de nuevos datos incrementa el valor del parámetro (estimado sobre toda la serie).

4. El plan de estabilización del nuevo gobierno.

El cambio de gobierno fue precedido por un giro favorable de las expectativas, asentado en la reconstitución de poder político posibilitada por el recambio institucional y en la perspectiva de la instrumentación de un plan de estabilización que contaría, en apariencia, con el apoyo de importantes sectores empresarios. El núcleo de central de funcionarios de la nueva conducción económica provendría, en efecto, de uno de los más fuertes grupos económicos de capitales de origen nacional. Diversas declaraciones de los futuros funcionarios reafirmando que los compromisos contraídos por el Tesoro serían respetados operaron también favorablemente sobre las expectativas, y esto se reflejó en alguna mejora en las paridades de los títulos públicos.

Las nuevas autoridades habrían de enfrentar un complejo panorama signado por el descontrol inflacionario, el aumento del desequilibrio financiero fiscal, el peso de la deuda interna en una economía con un muy bajo grado de monetización, la aguda recesión y el desempleo.

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

La evolución reciente de las cuentas externas.

El panorama del sector externo de la economía argentina se modificó significativamente luego de 1987. A partir de ese año los resultados del comercio con el resto del mundo mostraron cambios favorables de gran magnitud. Como ya se indicó, durante el período

expansivo 1986-87, que siguió al plan Austral, las cuentas externas se habían deteriorado con rapidez. Sin embargo, esa tendencia negativa se revirtió a partir de entonces. En 1989 se alcanzaría un superávit comercial récord próximo a 5300 millones de dólares. Esto permitió reducir el saldo negativo de las transacciones corrientes a un nivel comparable al de 1985, el más bajo alcanzado en los años ochenta, a pesar del mayor peso que han adquirido los servicios de la deuda externa.

Un primer factor con el que puede vincularse esta mejora es la reversión parcial del shock externo desfavorable que se manifestara en una caída de los términos del intercambio comercial próxima al 40%⁶ entre 1984 y 1987. En la nueva etapa se destaca, en particular, el aumento de los precios unitarios de las exportaciones en dólares corrientes. Estos recuperaron prácticamente toda la caída que habían sufrido en el bienio precedente, incrementándose en más de 22% entre 1987 y 1989. Sin embargo, la mejora de los términos del intercambio fue de sólo 8% en el mismo lapso, debido al incremento del valor unitario de las importaciones.

El segundo elemento favorable para las cuentas externas resulta de la inversión de la tendencia expansiva del nivel de actividad que se había iniciado poco después del lanzamiento del plan Austral. El producto industrial mostró una evolución negativa ya en el segundo semestre de 1987, que fue seguida por el pbi agregado en el año siguiente. Este movimiento recesivo se acentuaría a lo largo de 1989 como consecuencia del episodio hiperinflacionario que siguió al derrumbe del plan Primavera, y se profundizaría aún más a comienzos de 1990. Las importaciones, en volumen físico, acompañaron esa tendencia declinante del producto,

⁶ Cf. CEPAL, Indicadores Macroeconómicos de la Argentina, abril de 1990. Las restantes cifras relativas al desempeño del sector externo que se comentan en esta sección provienen de la misma fuente.

aunque a un ritmo algo mayor, ubicándose por debajo de 10% del pbi. Su valor en dólares decreció casi 28% entre 1987 y 1989.

En ese mismo lapso, las exportaciones totales, favorecidas por la mejora de los precios internacionales, se expandían casi un 50% medidas en dólares corrientes, mientras que en volumen físico se aproximaban, en 1989, a los 20 puntos del producto, muy por encima de los registros precedentes. El desempeño de las exportaciones de bienes industriales no tradicionales pesó significativamente en ese resultado: éstas pasaron de 1960 a 3600 millones de dólares en dos años, alcanzando una participación de casi 40% en el valor total de las exportaciones de bienes. Esta expansión fue en parte resultado de la contracción de la demanda interna⁷, que fue compensada por algunas industrias mediante incrementos en las colocaciones en el exterior.

Esta mejora en la cuenta de comercio con el resto del mundo genera, sin embargo, algo paradójicamente, dificultades para el manejo macroeconómico de corto plazo. Haciendo en principio abstracción de los movimientos de capitales originados en decisiones de cambio de la estructura de los portafolios financieros, el incremento del superávit comercial debe reflejarse en una mayor oferta neta de divisas por parte del sector privado, dado que es éste el propietario del grueso del excedente del comercio internacional. El sector público debe comprar esa oferta excedente de divisas para hacer frente a los pagos de intereses de la deuda externa (de la cual casi 90% es pública en la actualidad) y de las amortizaciones de Bonos Externos, mediante la generación de superávit operativos o la colocación de deuda interna, remunerada o no. Los márgenes para el manejo de este problema, el

⁷ La contracción de la absorción, contrapartida del mayor superávit comercial, fue superior a 6 puntos del producto entre 1987 y el primer semestre de 1989, de acuerdo con las cifras de cuentas nacionales. Cf. cuadro 2.

problema de la transferencia financiera doméstica, tendieron a estrecharse en los últimos años. En efecto, mientras que los saldos comerciales se incrementaban hasta prácticamente equilibrar la cuenta corriente del balance de pagos, el grado de fragilidad financiera de la economía se acentuaba. Los agregados monetarios reales declinaron tendencialmente a partir de los niveles alcanzados en 1986 -aunque con altibajos asociados a los sucesivos intentos estabilizadores-(cf. cuadro 13). Esta situación dificulta el financiamiento de la demanda de divisas del sector público mediante la colocación de instrumentos de deuda doméstica.

Sin embargo, hacer abstracción de las decisiones de cambio de composición de los portafolios financieros privados, como se hizo en el párrafo anterior, es probablemente dejar de lado el principal determinante de las variaciones de los flujos netos de divisas en el corto plazo. Incluso la distribución en el tiempo de los flujos de divisas generados por el comercio es función de las decisiones financieras de exportadores, importadores y bancos intermediarios. Estos flujos, que resultan del arbitraje de tasas de interés entre el mercado financiero doméstico y el internacional, han dado lugar a una sucesión de períodos de ingresos y salidas de capitales, pautados por los reiterados intentos de estabilización encarados, particularmente a partir del plan Austral. En líneas generales, como se describiera más arriba al hacer referencia al Plan Primavera, las estabilizaciones del tipo de cambio que tales programas lograron inicialmente, dieron lugar a ingresos de capitales de corto plazo atraídos por la posibilidad de obtener, mediante colocaciones transitorias a interés en moneda doméstica, una rentabilidad importante en dólares. En ausencia de superávit fiscales operativos de magnitud suficiente para financiar la compra de la oferta excedente de divisas, la monetización de ésta puede crear dificultades para el manejo monetario. Es así que, a poco de

iniciado el Austral, el Banco Central implementó medidas orientadas a contener los ingresos de capitales de corto plazo. Lo mismo sucedería en 1989, promediando el breve lapso a lo largo del que estuvo vigente el primer intento estabilizador del nuevo gobierno.

Las medidas del plan 'BB' y sus efectos.

Los anuncios del nuevo plan, instrumentado a partir del 9 de julio de 1989, pusieron gran énfasis en las 'reformas estructurales' que el gobierno pretendía encarar a la brevedad, destacando en particular las privatizaciones de empresas públicas, acompañadas de medidas de descentralización y desregulación de la actividad económica. Las autoridades asumían así el diagnóstico, tan difundido cuanto vago, de que la razón básica del fracaso de los sucesivos planes de estabilización de la administración precedente residía en la inconsecuencia de la misma en la instrumentación de tales reformas. El conjunto de medidas de aplicación inmediata se asemejó, entre tanto, al contenido de los planes de estabilización de shock que le precedieron.

La mejora de las cuentas fiscales, uno de los objetivos centrales del programa, debía resultar básicamente de la recomposición inicial del nivel tarifario y de la reimplantación de los derechos de exportación, que había sido instrumentada durante el último mes de gestión del gobierno anterior. Estos derechos serían de 30% y 20% sobre el valor de las exportaciones agropecuarias e industriales respectivamente.

Se esperaba también que el éxito antiinflacionario mejorara la recaudación, revirtiendo el fuerte deterioro originado en los meses precedentes por el efecto 'rezago fiscal'. Se anunció asimismo que se enviaría al Parlamento un proyecto de ley de reforma tributaria

a la brevedad. Se estableció un impuesto del 4%, por única vez, sobre diversos activos financieros, en particular sobre los títulos públicos de la deuda interna. Se resolvió suspender en un 50%, por 180 días, los beneficios recibidos por el sector privado como consecuencia de las desgravaciones contempladas en los regímenes de promoción industrial (que ya estaban en realidad suspendidos en forma parcial por resoluciones adoptadas recientemente por la administración anterior). El régimen de 'compre nacional' fue también suspendido. Se decidió que no se producirían ingresos de personal al sector público por 180 días⁸.

Además del ajuste inicial de tarifas, la política de ingresos contempló el establecimiento de un tipo de cambio único que fue fijado en 650 australes por dólar. Esto significó una corrección del tipo de cambio comercial del orden de 170% (comparando los niveles promedio del mismo entre junio y julio, el mes de lanzamiento del plan). El gobierno intentó además influir sobre el curso de los salarios nominales privados, que continuarían negociándose en convenciones colectivas, mediante pautas indicativas. En materia de precios, se descartó un congelamiento, y en cambio, la conducción económica negoció un acuerdo con representantes de empresas líderes, a cambio del compromiso de 'anclar' el tipo de cambio -que, se dijo, permanecería fijo hasta marzo de 1990 en 650 australes- y las tarifas públicas. El gobierno se comprometía también a llevar las tasas de interés nominales, negociadas sin embargo libremente en el mercado, a niveles de un dígito mensual.

En materia monetaria las nuevas autoridades manifestaron la

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

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

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

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

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

creciendo muy por encima del tipo de cambio comercial.

Aún así, el acuerdo de precios resultó efectivo a partir de entonces, y combinado con el congelamiento del tipo de cambio y de las tarifas, determinó una caída progresiva de las tasas de inflación, que del pico de julio, próximo a 200%, descendió a 5.6% en octubre. En el lapso septiembre-noviembre los precios industriales netos de alimentos aumentaron a una tasa promedio mensual de aproximadamente 1.5%.

La inflación 'residual' resultó, según el patrón observado también luego de los planes de estabilización que antecederan al 'BB', del comportamiento de los bienes de precios flexibles, pero muy especialmente de los servicios privados, que tendieron a crecer muy por encima de los restantes componentes del IPC.

El éxito antiinflacionario inicial del programa fue uno de los factores que afectaron en forma favorable la recaudación fiscal. Los ingresos del Tesoro (cf. cuadro 12) aumentaron visiblemente a partir de julio, y en el lapso setiembre-noviembre fueron superiores en más de 70% a los generados en el mismo período del año anterior. Pero el aporte decisivo a la mejora de la recaudación provino de los recientemente reimplantados impuestos a la exportación. Esto hizo que la Aduana generara desde entonces alrededor de 25% de los ingresos tributarios totales, mientras que algunos impuestos 'tradicionales' como el IVA se recuperaban de los muy bajos niveles recaudatorios a los que habían caído en los meses precedentes, aunque con cierta lentitud y manteniéndose en niveles relativamente deprimidos. El gobierno se comprometió, por otra parte, a reducir progresivamente los derechos de exportación. Esta perspectiva, combinada con el progresivo atraso tarifario inducido por el plan y con la relativa inelasticidad del gasto hacía que la situación fiscal pudiese calificarse como frágil, aunque evolucionaba claramente en sentido positivo.

Así, en el mismo período setiembre-noviembre, aún cuando los gastos del Tesoro crecían alrededor de 16%, se obtuvieron superávits operativos crecientes, superiores a los 100 millones de dólares mensuales. Estos resultados financieros fiscales son los mejores obtenidos desde el Plan Austral.

En el plano monetario, por otro lado, se presentaron desde un inicio contradicciones y erraticidad en el manejo de la política, debido en parte a desacuerdos en el seno del gobierno. La devaluación y el cambio de expectativas generado por el shock produjeron inicialmente fuertes liquidaciones de divisas. En los primeros diez días de vigencia del plan ingresaron alrededor de 600 millones de dólares que se adicionaron al reducido stock de reservas del Banco Central. A lo largo del trimestre julio-setiembre esas reservas se incrementaron en más de 1300 millones de dólares. Estos ingresos contribuyeron a generar una importante expansión monetaria al inicio del programa. Las tasas de interés descendieron abruptamente en julio, cayendo en pocos días a niveles inferiores a un dígito al mes. Dentro del gobierno, las opiniones sobre la conveniencia de la caída de las tasas de interés no eran unánimes. La baja de tasas era vista como un movimiento favorable, en parte porque la misma contribuía al cumplimiento del acuerdo de precios con los empresarios, pero fundamentalmente por su efecto sobre la deuda pública interna, y en especial sobre la deuda remunerada del Banco Central y sobre la expansión monetaria originada en los devengamientos de intereses sobre la misma. La combinación de las menores tasas con el fuerte incremento de los precios medios de julio en relación con los del mes previo al plan produjo, en efecto, una fuerte 'licuación' de esas obligaciones. La deuda interna remunerada del sector público en julio resultó un 40% inferior a su nivel promedio del primer semestre del año. Pero dentro del gobierno se oponían al argumento 'fiscalista' favorable

a bajas tasas de interés quienes colocaban el acento en la necesidad de defender la política cambiaria mediante tasas que alentaran la demanda de activos domésticos, permitiendo mantener en bajos niveles la brecha entre el tipo de cambio único y el paralelo. La brecha subió en efecto durante la tercera semana de julio. El Banco Central intentó entonces atenuar la expansión mediante licitaciones de instrumentos de absorción de cortísimo plazo, para las cuales se establecieron tasas nominales de rendimiento superiores a las vigentes en el mercado. Luego de una leve oscilación ascendente, las tasas cayeron nuevamente, a partir de agosto, acompañando el descenso de las tasas inflacionarias, aunque los rendimientos de los activos de particulares a interés tendieron a mantenerse en niveles reales levemente negativos hasta noviembre.

Como puede verse en el cuadro 14, el aumento del grado de monetización de la economía fue muy rápido a lo largo de los cuatro meses que siguieron al lanzamiento del plan. El agregado M1 real, por ejemplo, aumentó a una tasa promedio del orden de 30% mensual en ese lapso. El nivel de M1 al final de la primera hiperinflación es extraordinariamente bajo, alcanzando apenas al 50% del registrado antes del lanzamiento del Plan Austral. Esto explicaría la velocidad del aumento de la monetización bajo el 'BB', que fue mayor que en los intentos de estabilización que le precedieron, aunque la breve vida del plan la interrumpiera a fines de 1989.

Si bien la deuda pública interna, particularmente la deuda remunerada del Banco Central, creció en términos reales a partir de julio como consecuencia de las medidas de absorción, su nivel promedio en el segundo semestre de 1989 resultaba 6% inferior en términos reales al del semestre que antecedió a la aplicación del Plan Primavera, y era equivalente al nivel medio de endeudamiento registrado en el año 1987. Sin embargo, aunque su valor absoluto no

resultaba particularmente importante, la relación entre la deuda pública y el total de activos financieros de particulares era más elevada en 1989, y sus condiciones de rendimiento y plazo eran más desfavorables para el sector público. De cualquier modo, la relación entre la deuda interna y los activos financieros de particulares cayó con rapidez durante la vigencia del plan 'BB'. El cociente deuda interna/M2 había retornado en noviembre a su valor previo al episodio hiperinflacionario, aunque resultaba aún equivalente una vez y media el monto de los depósitos a interés en el sistema financiero (cf. cuadro 15).

Hacia octubre de 1989, en consecuencia, el panorama macroeconómico se definía por una inflación que había caído por debajo de 6% mensual, la Tesorería alcanzaba un superávit del orden de 130 millones de dólares, y los principales indicadores monetarios mostraban una evolución favorable. La expansión monetaria de origen interno, y particularmente fiscal, se había reducido en forma sustancial (cf. cuadro 13). La expansión por sector externo se había moderado también, en parte porque las autoridades monetarias trataron, desde setiembre, de reducir el ritmo de liquidación de divisas, acortando los plazos de pagos de importaciones y suspendiendo las prefinanciaciones de exportaciones. En agosto-setiembre la brecha cambiaria había caído hasta hacerse levemente negativa. Si bien la situación fiscal y monetaria tendía a mejorar, cabe considerar que el progresivo retraso cambiario en un contexto de mayor liquidez creaba condiciones para el surgimiento de una brecha positiva. Por otra parte, los niveles de actividad mostraban un muy leve inicio de recuperación, desde los muy deprimidos niveles a los que habían caído como consecuencia del proceso hiperinflacionario.

A pesar de que los indicadores macroeconómicos mostraban una evolución relativamente favorable (a lo que se sumaban las buenas

perspectivas de la negociación externa, que llevaría a la firma de un acuerdo stand-by con el FMI en noviembre), ya en octubre se evidenciaron problemas en el mercado de cambios. La brecha cambiaria, que había sido negativa en setiembre, se expandió progresivamente y fue superior a 10% en la última semana del mes. La suba del dólar paralelo se aceleró durante la primera mitad del mes siguiente.

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

Cabe mencionar también que las presiones sectoriales en favor de la flotación cambiaria, que habían quedado asordadas por la experiencia hiperinflacionaria y por el peso de Bunge y Born, estuvieron operando dentro y fuera del gobierno. Más intensamente, probablemente, cuando se fue haciendo evidente que el ministro Rapanelli actuaba con relativa autonomía y el propio Jorge Born

(cabeza del grupo económico del que derivó el apelativo público del programa, "BB") manifestó públicamente diferencias con el gobierno.

En el contexto de fuerte volatilidad de expectativas, acentuada por la reciente experiencia hiperinflacionaria, las indeficiones de política parecen haber resultado particularmente contraproducentes. Durante la 'bonanza' de setiembre, por ejemplo, las prefinanciaciones de exportaciones fueron suspendidas, pero esta suspensión, sometida a fuerte presión sectorial, estuvo vigente menos de quince días. Luego, los sucesivos intentos del Banco Central por controlar el aumento de la brecha cambiaria se revelaron infructuosos. En un primer momento, las autoridades trataron de contenerla mediante la colocación de instrumentos financieros en australes, buscando elevar las tasas de interés. Al poco tiempo esta acción reveló su ineficacia. El dólar paralelo continuó aumentando. Hacia fines de octubre las autoridades monetarias deciden intervenir mediante licitaciones de letras del Banco Central en dólares, cuyos intereses y amortizaciones serían pagaderos en esa moneda. Se colocaron inicialmente títulos por valor de 600 millones de dólares, con vencimientos a 90 y 180 días. Las letras fueron licitadas en condiciones muy favorables para los tomadores. Los precios de corte fijados por el Banco Central fueron de 661 a 675 australes por dólar, cuando el tipo de cambio paralelo se acercaba ya a 730 australes. Como sucediera en febrero de 1989, la emisión de sustitutos domésticos del dólar fue ineficaz para impedir el incremento del tipo de cambio. Así, a fines de la primera semana de noviembre se abandonó ese recurso. El día en que las licitaciones de letras cesaron el dólar paralelo subió alrededor de 10%. Poco después el Banco Central decidió establecer un mecanismo de reconversión 'voluntaria' de la deuda en letras en dólares, recientemente adquirida, por Bonos Externos, de diez años de período de maduración, a fin de extender los cortos

plazos de vencimiento de las mismas. Ya en noviembre el Banco Central perdía reservas, y a un ritmo creciente. En este contexto, esa disposición sobre las letras en dólares contribuyó a crear dudas sobre su cobro efectivo en moneda extranjera a su vencimiento, debilitando aún más la credibilidad de la política cambiaria, pese a lo cual algunos funcionarios continuaban afirmando que el valor del dólar en el mercado único se mantendría fijo hasta marzo del 90. Promediando noviembre, la brecha cambiaria llegaba al 50%.

El gobierno evaluó que la política monetaria resultaba insuficiente para contener la suba del tipo de cambio paralelo y anunció que se proponía 'secar el mercado con medidas fiscales'. Se anunció que se estudiaban nuevos impuestos de emergencia, que se orientarían a reducir la liquidez en lo inmediato, empalmado luego con la reforma tributaria que permitiría mejorar la recaudación sobre bases más estables. Llegó incluso a instrumentarse un impuesto al incremento patrimonial de los bancos gestado a lo largo del período hiperinflacionario. Este intento se reveló también ineficaz. El dólar siguió subiendo, mientras que en medios del gobierno se manifestaba preocupación por el creciente nivel de las tasas de interés y el efecto de las mismas sobre el gasto cuasi fiscal del Banco Central, con la consecuente expansión monetaria.

Cuando se hizo evidente que se estudiaba un reajuste en el programa, el que sería intentado a la brevedad, el mercado cambiario respondió con rapidez. La brecha cambiaria tendió a reducirse desde los primeros días de diciembre. Al mismo tiempo los títulos públicos indexados por dólar oficial recuperaban paridad, indicando se esperaba una corrección del tipo de cambio y, probablemente, una caída de la brecha, según la secuencia conocida en los anteriores paquetes estabilizadores temporariamente

exitosos. El día 10 de ese mes el ministro Rapanelli anunció un nuevo plan. Este no consistió, sin embargo, en ajustes 'marginales' en relación con el esquema vigente. El mercado cambiario fue desdoblado en uno 'oficial', en el que la paridad sería de 1000 australes por dólar, con lo que se convalidaban los niveles alcanzados previamente por la divisa en el mercado paralelo, y un mercado libre. La devaluación del tipo de cambio comercial fue del orden de 53%. Los derechos de importación fueron elevados en once puntos porcentuales aproximadamente, y los aranceles de importación descendieron diez puntos, compensando muy parcialmente el efecto de la devaluación sobre los tipos de cambio efectivos. El cronograma de reducción de retenciones al que el gobierno se había comprometido fue abandonado. Las tarifas fueron también aumentadas entre 60 y 70%, y se dispuso un incremento salarial de suma fija. El gobierno dispuso que los precios continuarían dentro del acuerdo voluntario, admitiéndose el traslado a los mismos de los porcentajes correspondientes al impacto de las medidas sobre los costos. Se decidió también, sin embargo, liberar un conjunto importante de precios de productos comercializados en mercados competitivos, que se encontraban previamente comprendidos en el acuerdo con los empresarios.

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

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

La revolución cambiaria.

El 18 de diciembre el ministro Erman González anunció la eliminación del control de cambios, la flotación, y la supresión de todo control de precios. Refiriéndose a estas medidas, pocos días después, uno de los principales referentes del conservadurismo argentino calificaría a ese día de 'histórico', señalándolo como un momento de cambio revolucionario en la historia económica argentina, un punto de ruptura con las políticas dominantes a lo largo de 'los últimos cincuenta años'. La flotación cambiaria no fue acompañada de precisiones sobre cuál sería la participación de los organismos públicos en el mercado.

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

doméstica y manifestó la intención de adelantar los pagos de los títulos recientemente reprogramados si la situación fiscal lo permitía.

La suerte de este nuevo conjunto de medidas no fue mejor que la del precedente. En un clima de acentuada desconfianza y expectativas de aceleración inflacionaria, la 'calma' cambiaría con que se inauguró la flotación duró sólo unos pocos días en los que se produjeron liquidaciones de divisas con cuentagotas, aparentemente resultado del cumplimiento remiso de un pacto oral entre sectores exportadores y el gobierno. Luego de ese brevísimo paréntesis, el tipo de cambio volvió a crecer fuertemente y las tasas de interés subieron en forma vertical, incidiendo sobre el ritmo de crecimiento de la deuda pública interna. En estos días trascendía, por otra parte, que en el gobierno se estudiaba un esquema de dolarización de la economía, que podía consistir en la fijación del tipo de cambio con libre convertibilidad. Estos rumores deterioraron aún más las expectativas, de modo que la situación devino inmanejable.

El plan Bonex.

A fin de evitar una corrida generalizada contra los bancos, el gobierno optó entonces por una 'solución' drástica que, además de reducir en forma sustancial el stock de recursos monetarios en poder del público permitió prácticamente eliminar la carga de intereses a corto plazo sobre la deuda pública. El 'plan Bonex', del primero de enero de 1990, dispuso que los depósitos a plazo fijo en el sistema financiero serían restituidos a sus propietarios en títulos de la deuda externa (Bonos Externos -serie 1989- a la par, y convertidos a una tipo de cambio de 1830 australes por dólar, próxima a la del dólar paralelo de fines de diciembre). Los

tenedores de depósitos -excepto en cuenta corriente y caja de ahorro, que serían respetados- podrían retirar hasta un millón de australes (algo más de 500 dólares) en efectivo, y el resto sería convertido. Los intereses devengados desde el 28 de diciembre no serían reconocidos. Quedaba además transitoriamente suspendida la operatoria bancaria a plazo fijo.

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

Como sucediera con los paquetes precedentes, el plan Bonex incluyó también un conjunto de medidas y de enunciaciones de objetivos en materia fiscal, aunque en este caso centradas principalmente en el gasto. El gobierno resolvió prohibir por 4 meses las licitaciones para compra de bienes e inversiones del estado, y en la tentativa de aumentar el control sobre las empresas públicas se estableció que las compras y contrataciones de los organismos del estado deberían ser autorizadas por el ministerio de Economía y por la Sindicatura General de Empresas Públicas, la que pasó a depender del mismo. Se decidió también la creación de un fondo unificado de las empresas del estado, y se anunció que la banca oficial sería reestructurada.

El plan provocó una importante caída de la liquidez. Con la eliminación de los depósitos a plazo, el agregado M2 cayó en enero casi 60% en términos reales, en relación con su nivel de diciembre. Aproximadamente un 35% de los depósitos a plazo fijo se monetizó, en virtud de la autorización para retirar hasta 1 millón de australes. De este modo, la caída de M1 fue mucho menor, del orden de 15% real entre enero y el mes precedente. La fuerte contracción de las tenencias de activos domésticos en los portafolios privados logró incidir sobre el nivel del tipo de cambio, que cayó desde su nivel próximo a 2000 australes a fin de

diciembre, a aproximadamente 1300 australes en la segunda semana de enero. Pese al contexto de fuerte recesión (el producto industrial del primer trimestre de 1990 se ubicaría 15% por debajo del correspondiente al mismo período de 1989) y a la expectativa oficial de que los precios acompañarían la caída del tipo de cambio, nada de eso se observó, si bien los datos de inflación semanal indican una desaceleración dentro del mes. En la segunda mitad de enero, entre tanto, el dólar retomaría su curso ascendente. En relación con la contracción de los niveles de liquidez cabe destacar que, si bien los agregados monetarios cayeron sustancialmente luego de la conversión de los depósitos en Bonex, el promedio de M1 real en enero fue aún muy superior al registrado en los últimos meses de la hiperinflación que siguió al quiebre del Plan Primavera (cf. cuadro 14). El gobierno contribuyó a contener la caída de la liquidez mediante algunas compras de divisas, destinadas a hacer frente a vencimientos próximos de servicios de los Bonex-serie 82, de manera que la expansión de la base monetaria originada en el sector externo fue relativamente importante (cuadro 13).

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

El gobierno respondió con una fuerte restricción monetaria, exigiendo a los bancos, que perdían depósitos, la cancelación de redescuentos por iliquidez concedidos en los meses previos, y fijando límites estrechos para el endeudamiento de las entidades financieras con el Banco Central. Presionados por el gobierno para encuadrar sus cuentas dentro de las regulaciones establecidas por

la autoridad monetaria, los bancos liquidaron divisas (o forzaron a su vez a sus clientes a cancelar créditos) y se produjo, al inicio de marzo, un exceso de oferta en el mercado cambiario. Si hasta aquí, a lo largo de sucesivos episodios, la política monetaria se había revelado ineficaz para incidir sobre el curso del tipo de cambio -libre o paralelo, según el momento-, en este caso, operando sobre los bancos al borde de la quiebra, forzados por las regulaciones institucionales a 'demandar dinero', contribuyó a contener la burbuja cambiaria.

El día 4 de marzo, por otro lado, el gobierno anunció un nuevo conjunto de medidas fiscales de emergencia (reunidas en el decreto 435/90): se suspendió por sesenta días el pago a contratistas de obras públicas y el reconocimiento de mayores costos, se suspendieron todos los trámites de contrataciones y licitaciones, como también los reembolsos a las exportaciones. Se prorrogó la suspensión de las desgravaciones y demás beneficios de los regímenes de promoción industrial, y se anunció que se procedería a reestructuraciones en áreas de la Administración Central, con supresión de secretarías, subsecretarías, etc. Los derechos de exportación fueron incrementados en 5%. Se creó asimismo una unidad de cuenta fiscal para actualizar en forma diaria el valor de las obligaciones tributarias.

En relación con el sistema financiero, se declararon de plazo vencido los redescuentos adeudados por las entidades al Banco Central. Las mismas deberían presentar un plan de cancelación a la brevedad. Los redescuentos deberían ser cancelados al 30 de setiembre de 1990. Se decidió también reorganizar la banca oficial, cesando la operatoria minorista del Banco Hipotecario e interviniendo el Banco Nacional de Desarrollo. En adelante, por otra parte, el otorgamiento de redescuentos u otras acciones del Banco Central que generaran emisión requerirían autorización

previa expresa del ministerio de Economía. Este decreto, combinado con el efecto, ya señalado, de la restricción monetaria, pareció incidir favorablemente sobre las expectativas y logró nuevamente reunir, en torno del gobierno, un amplio conjunto de apoyos de los sectores empresarios.

El efecto de las medidas fiscales de enero y marzo de 1990 fue perceptible en las cuentas del Tesoro. Debe adicionarse a eso el impacto de la generalización del Impuesto al Valor Agregado, dispuesta en la ley de reforma tributaria y vigente desde febrero. Aún cuando los ingresos de la Tesorería cayeron alrededor de 12% en términos reales en el primer trimestre de este año (contra igual lapso del año anterior), se generó un superávit operativo próximo en promedio a los 70 millones de dólares mensuales, que tendía a ubicarse por sobre los 100 millones de esa moneda en el segundo trimestre. A diferencia del plan "BB", en el que la mejora fiscal se debió fundamentalmente al repunte de los ingresos, a principios del 90 se asentó en la drástica caída del gasto operativo, que se ubicó un 46% por debajo, en el primer trimestre, del registrado un año atrás. Esta caída afecta actualmente en forma perceptible a la economía pública, generando un mayor deterioro de los servicios, desmoralización del trabajo y alta conflictividad laboral en ciertas áreas, como en la administración de justicia y en la de educación. El actual estado de 'represión' del gasto que llevó a la mejora alcanzada en las cuentas fiscales plantea serias dudas en relación con los resultados fiscales futuros, y más aún en relación con las posibilidades de incrementar el superávit operativo hasta aproximarlos al superávit comercial esperado, según se establece en las metas negociadas recientemente con el FMI.

La contención de la burbuja cambiaria operada en marzo arriba señalada se reflejó en una caída de las tasas inflacionarias en abril. La demanda de dinero se recompuso entonces de manera

importante. El aumento de la demanda monetaria permitió que el Banco Central adquiriera divisas sin generar presiones cambiarias. Por el contrario, aunque las reservas del Banco se incrementaron en más de 1000 millones de dólares entre marzo y abril - acumulándose en un nuevo Fondo de Estabilización cambiaria-, la paridad real tendió a caer rápidamente, llevando al tipo de cambio libre, en mayo, a un nivel semejante de enero de 1989, el mes previo al derrumbe del Plan Primavera. Las dificultades de las autoridades monetarias para regular el curso del tipo de cambio son evidentes, y se encuentran condicionadas, además, por la imposibilidad de regular la liquidez mediante instrumentos de deuda interna, luego de la experiencia del plan Bonex. Luego de algunos intentos de mover el tipo de cambio hacia arriba para evitar una mayor revaluación, sin conseguir sostenerlo, el Banco Central parece adoptar una actitud de mayor pasividad, motivada por el temor de expandir la base monetaria. La tendencia del mercado flotante frente a una inflación que aceleró nuevamente hasta el actual 14% mensual plantea un problema dinámico de difícil resolución en el marco del régimen cambiario vigente.

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

Nos interesamos en este punto en la dinámica de la política de shock ejecutada en julio de 1989 y desarrollada en los meses siguientes. Este período, del así llamado Plan BB, termina el 11 de diciembre de 1989, cuando el ministro Rapanelli dispone un conjunto de medidas que producen una nueva aceleración de la inflación.

El shock del Plan BB fue anunciado al país el 9 de julio. Ya fue mencionado que la burbuja cambiaria se desaceleró desde mediados de junio, hasta que el precio del dólar libre se estabilizó en la primera semana de julio en 550 australes. Esta dinámica puede ser observada en los Gráficos 16 y 17, que son continuación de los Gráficos 1 y 2.

La inflación, en cambio, se aceleró en la cuarta semana de junio y alcanzó un 45% semanal en la semana que precede al lanzamiento del plan y 41% en la siguiente. Estas tasas semanales son significativamente mayores que las más altas alcanzadas en plena "explosión" cambiaria (mediados de mayo, ver cuadro en Anexo).

Parece claro que la fuerte remarcación de precios en los días que precedieron y siguieron al lanzamiento del Plan BB responde a un modelo diferente al de la "dolarización" precedente. Efectivamente, el comportamiento del mercado del dólar, del mercado financiero (baja de tasas de interés, ver Gráficos 18 y 19) y de las decisiones de precio son congruentes con una expectativa generalizada (e información filtrada) de un programa de estabilización de las características del que fue efectivamente puesto en práctica, y del que se esperan resultados exitosos en el corto plazo. La expectativa de congelamiento o pautas de control de precio induce un posicionamiento preventivo, y la expectativa de estabilización de la inflación y fijación del tipo de cambio

estabiliza o hace caer el precio del dólar libre. Estos comportamientos no son novedosos, ya se habían observado en ocasión de los otros shocks estabilizadores posteriores al Plan Austral. Los agentes que deciden precio y los "mercados" esperaban un plan de características conocidas y de resultados previsibles, y tal fue el plan que se ejecutó.¹⁰

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

Las tasas nominales de aumento de los principales precios correspondientes al mes de shock pueden verse en el Cuadro 2. Las tarifas y precios del sector público (compuestas por su incidencia en el IPC) fueron aumentadas 328% respecto del promedio de junio. El tipo de cambio medio de julio resultó 58% mayor que el tipo libre de junio y 170% mayor que el comercial del mismo mes (debe recordarse que este tipo de cambio era irrelevante en los precios

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

y las transacciones por ese mercado prácticamente inexistentes). La tasa del IPC de julio fue 196%, la de la componente de bienes industriales del IPC 187% y la de los precios mayoristas industriales sin alimentos 236%. Los salarios privados aumentaron 143%.

El Cuadro 3 permite apreciar los principales precios relativos resultantes del shock del Plan BB. Dada la dinámica inflacionaria, los efectos del plan pueden ser estimados comparando las medias de agosto con las de junio. Como se ve, las tarifas públicas reales se incrementaron más de 50%, pero el nivel de agosto resultó un 20% inferior al de septiembre de 1988. Los salarios reales de agosto fueron inferiores a los de junio, pero el poder adquisitivo se incrementó un 20%. Respectivamente, representaban 64% y 54% de los niveles de setiembre de 1988. Según se los mida, los precios industriales exhiben tendencias diferentes, pero ambos indicadores son significativamente más altos que los del mes base.

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

Como se ve en el Gráfico 16, la tasa de inflación cae a 2% semanal en la segunda semana de agosto y desciende más en el trimestre setiembre-noviembre. Es importante destacar que no muestra tendencia alguna a la aceleración antes del shock del 10 de diciembre de 1989.

Salvo en el mercado de trabajo, que comentaremos enseguida, la dinámica post-shock del Plan BB resultó semejante a la de otras experiencias estabilizadoras y explicable aparentemente por los mismos efectos. Mientras las tarifas públicas y el tipo de cambio están fijos, servicios privados y alimentos no comerciables lideran

el proceso, en tanto que, los bienes industriales aumentan menos que el promedio. Pero en el mercado de trabajo se observa algo diferente a la indexación característica de la recomposición del régimen de alta inflación. Es visible en octubre, pero más claramente en noviembre, que los aumentos de salarios superan la inflación del mes precedente. Es probable que luego de la abrupta caída experimentada durante la hiperinflación, la demanda sindical y la negociación procuren (y consigan) aumentos recuperatorios del salario real, con relativa independencia de la tasa de inflación experimentada. Es decir, la negociación se establece más en torno de un ingreso real demandado que en términos de recuperación de la inflación pasada. Esto se observa también desde abril de 1990. En este aspecto, la quiebra del régimen de alta inflación que significó la hiperinflación no se revirtió, sino que dió origen a comportamientos novedosos. También debe tenerse en cuenta que, pese al carácter que asumió la política económica del gobierno peronista, el Ministerio de Trabajo está a cargo de dirigentes sindicales, lo que favorece la negociación salarial en el sector privado. De hecho, como resulta de la observación de la tendencia de los precios industriales, en este sector los aumentos salariales fueron absorbidos por los márgenes.

El precio del dólar se mantuvo estable hasta principios de octubre, cuando comienza a aumentar acelerándose hasta la tercera semana de noviembre (Gráfico 16). No se observa en este período que la tendencia del precio del dólar haya tenido efecto alguno sobre las tasas de inflación.

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

Tres observaciones avalan esa conjetura. En primer lugar, el mencionado comportamiento de los precios, cuya tasa permanece

estable hasta el momento del shock. En segundo lugar, el comportamiento de la tasa de interés que, como se ve en el Gráfico 18, no indica cambios de significación en las expectativas. Por último, el hecho que el precio del dólar se estabiliza en la cuarta semana de noviembre y cae en la primera de diciembre.

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

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

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

La aceleración inflacionaria se produce cuando el ministro Rapanelli anuncia un aumento del tipo comercial de cambio de 53% (lleva el cambio comercial al nivel del libre vigente el día antes

del shock), un aumento semejante de tarifas y precios públicos, la liberación de un conjunto de precios privados y la reprogramación de parte de la deuda pública (que nunca fue implementada). Difícilmente podía concebirse un cocktail más explosivo. La segunda hiperinflación fue lanzada por este shock.

Cuando se abren las operaciones financieras el dólar libre sube 40%, que es la brecha con que se inauguraba el intento de "estabilización".

La dinámica de la segunda hiperinflación.

En el Gráfico 16 pueden verse las tasas semanales del dólar libre y el IPC en las semanas que siguieron al shock. El comportamiento de las tasas de interés puede verse en los Gráficos 18 y 19.

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

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

Como se ve en los Gráficos 18 y 19, las tasas de interés indican la generalización de expectativas de aceleración desde el shock que pone en marcha el proceso.

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

La inflación se desacelera hasta la cuarta semana de enero y

se acelera abruptamente desde la primera de febrero para alcanzar en la primera semana de marzo un pico de 37%.

La reaceleración del dólar y los precios a partir de la primera semana de febrero parece haber sido detonada por el "tarifazo" de 97% anunciado a principios de este mes. Tal medida fue adoptada esperando que no tuviera impacto inflacionario. Estas expectativas se fundaron en dos ideas: i) que los determinantes del tipo de cambio flotante se encontraban en el mercado monetario y que, en consecuencia, el shock de tarifas públicas debía actuar positivamente sobre sus "fundamentals" (incluyendo las expectativas de los operadores); ii) que el grado de dolarización de los precios era tan alto que las decisiones de precio resultaban poco sensibles a otras señales. Una de las dos hipótesis (probablemente ambas, como se verá más adelante) resultó gruesamente errada.

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

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

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

Los datos de la serie de salarios son homogéneos hasta enero (inclusive). No contamos aún con datos de salarios medios de la

Encuesta Industrial para los meses de febrero en adelante y hemos reemplazado esa falta con datos de salarios básicos de convenios suscritos en esos meses. Aún considerando el error probable de los datos, éstos muestran una mayor aproximación a la tasas corriente de inflación que en la primera hiperinflación

$$(p_{t-1} < \tilde{w}_t = p_t).$$

El comportamiento de los salarios sugiere un aprendizaje a partir de la primera experiencia hiperinflacionaria. Además, este comportamiento es congruente con la dinámica observada durante el Plan BB, que comentamos precedentemente.

Algunas observaciones sobre las dos hiperinflaciones y los shocks estabilizadores.

En este punto procuramos sintetizar algunas conclusiones preliminares que surgen del análisis de las hiperinflaciones y de los shocks estabilizadores.

1) Una diferencia de la segunda hiperinflación es el ya comentado comportamiento de los salarios y tarifas públicas, cuyas tasas se aproximan mucho más a la inflación vigente que en la primera. De acuerdo al modelo que planteamos esto implica que, a igual devaluación real requerida para ajustar el mercado del dólar, mayor será la aceleración de la inflación observada. Este hecho estilizado puede observarse en el Gráfico 20, que destaca la mayor magnitud de las aceleraciones de la segunda hiperinflación.

2) Habida cuenta de esa diferencia en el comportamiento de salarios y precios públicos, no se obtuvieron evidencias de una tendencia al aumento de la dolarización de los precios ($\alpha > 1$). Esto es, no hay evidencias de que el grado de

dolarización de los precios haya aumentado a lo largo de la primera hiperinflación, ni que exista un mayor α en la segunda que en la primera.

Si el grado de dolarización hubiera sido mayor en la segunda, debería haberse observado una menor tasa de aumento del precio real del dólar. El Gráfico 21 muestra que no fue este el caso.

- 3) El modelo de la hiperinflación se revierte después de la estabilización del tipo de cambio y reaparecen los rasgos del régimen de alta inflación. Esto es observable en el Plan BB, y en el comportamiento de la inflación desde abril del presente año. La dolarización de los precios parece un recurso al que se apela en el contexto de la aceleración de la burbuja cambiaria, pero una vez estabilizado el mercado cambiario, las decisiones de precio vuelven a fundarse en expectativas inflacionarias que incluyen otras variables determinantes de los costos futuros.
- 4) La experiencia del Plan BB y la más reciente sugieren que luego de la estabilización cambiaria las demandas salariales tienden a establecerse en términos de target de ingreso real más que en relación a la inflación vigente.
- 5) No se produjo sustitución de monedas en la mayoría de las transacciones corrientes. El peso relativo de las transacciones que involucran al sector público, los problemas de coordinación y las restricciones legales, son factores que, cabe mencionar, actuaron como contrapeso de una esperable tendencia a la dolarización generalizada de las transacciones corrientes.
Es particularmente importante señalar las restricciones

legales que operan sobre los bancos, pues este elemento institucional es el que permitió al gobierno, en el límite de iliquidez de los mismos, frenar la burbuja a principios de marzo.

Cuadro 1

Esquema de regímenes cambiarios desde el Plan Primavera

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

¹ El comercial, en este período, era el 75% del libre.

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

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

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

⁵ Para los principales granos.

CUADRO 2

Tasas Mensuales de Aumento

(%)

	IPC-NG	SALARIOS PRIVADOS	TARIFAS PUBLICAS	IPMANSI (1)	INDUSTRIALES (2)	TC LIBRE	TC IMPO	TC EXPO	
EN-88	9.09	12.871	5.219	10.660	6.635	19.291	10.469	10.469	
FEB	10.43	5.847	13.958	14.228	10.125	5.968	11.364	11.364	
MAR	14.74	12.817	19.855	16.682	14.693	9.525	13.576	13.576	
ABR	17.23	14.586	23.490	19.416	20.458	9.447	16.236	16.236	
MAY	15.72	19.216	26.073	25.448	19.116	12.483	17.733	17.733	
JUN	17.96	14.579	19.487	23.357	17.920	31.442	19.822	19.822	
JUL	25.64	21.416	22.590	21.271	21.653	18.868	19.586	19.586	
AGO	27.63	23.026	36.060	32.776	24.404	15.908	46.866	24.314	
SEP	11.69	15.777	2.952	5.090	13.222	1.484	1.333	0.000	
OCT	8.99	14.249	4.287	3.229	8.306	4.322	4.316	1.833	
NOV	5.71	9.206	6.196	5.513	5.212	2.998	3.056	3.715	Plan Primavera
DIC	6.84	11.545	4.748	6.389	6.240	2.430	2.473	3.590	
ENE-89	8.92	9.791	7.054	6.393	6.114	6.636	6.338	4.083	
FEB	9.59	7.494	9.587	7.199	9.079	46.541	7.701	6.037	
MAR	17.00	10.083	9.910	15.793	18.034	64.615	5.458	40.235	
ABR	33.37	29.040	20.385	52.107	46.958	53.448	190.934	75.098	Primera Hiper
MAY	78.47	46.858	48.494	105.606	94.589	113.338	133.915	172.569	
JUN	114.50	104.143	72.016	141.243	112.217	206.822	61.963	50.340	
JUL	196.60	142.963	328.052	236.168	187.478	58.604	169.443	170.370	Shock Plan BB
AGO	37.90	35.976	47.997	7.925	56.643	3.057	15.385	15.424	
SEP	9.40	23.543	0.068	1.906	6.546	-2.200	0.000	0.000	
OCT	5.60	13.612	0.012	1.156	4.858	7.763	0.000	7.193	Plan BB
NOV	6.52	28.435	0.045	1.336	4.979	25.967	0.000	2.516	
DIC	40.10	36.940	41.285	45.296	30.431	52.782	74.118	79.000	
ENE-90	79.20	51.163	59.576	68.715	74.528	27.031	55.256	49.882	
FEB	61.60	95.310*	97.486	88.774	67.135	108.807	108.553	121.115	Segunda Hiper
MAR	95.50	34.050*	83.398	75.043	103.868	34.669	29.603	28.967	
ABR	11.40	ND	58.246	10.409	15.845	2.817	4.065	3.980	

(1) Precios industriales mayoristas sin alimentos y bebidas

(2) Precios industriales del IPC

(*) Desde Febrero las tasas son las de Salario Basico de Convenio

CUADRO 3

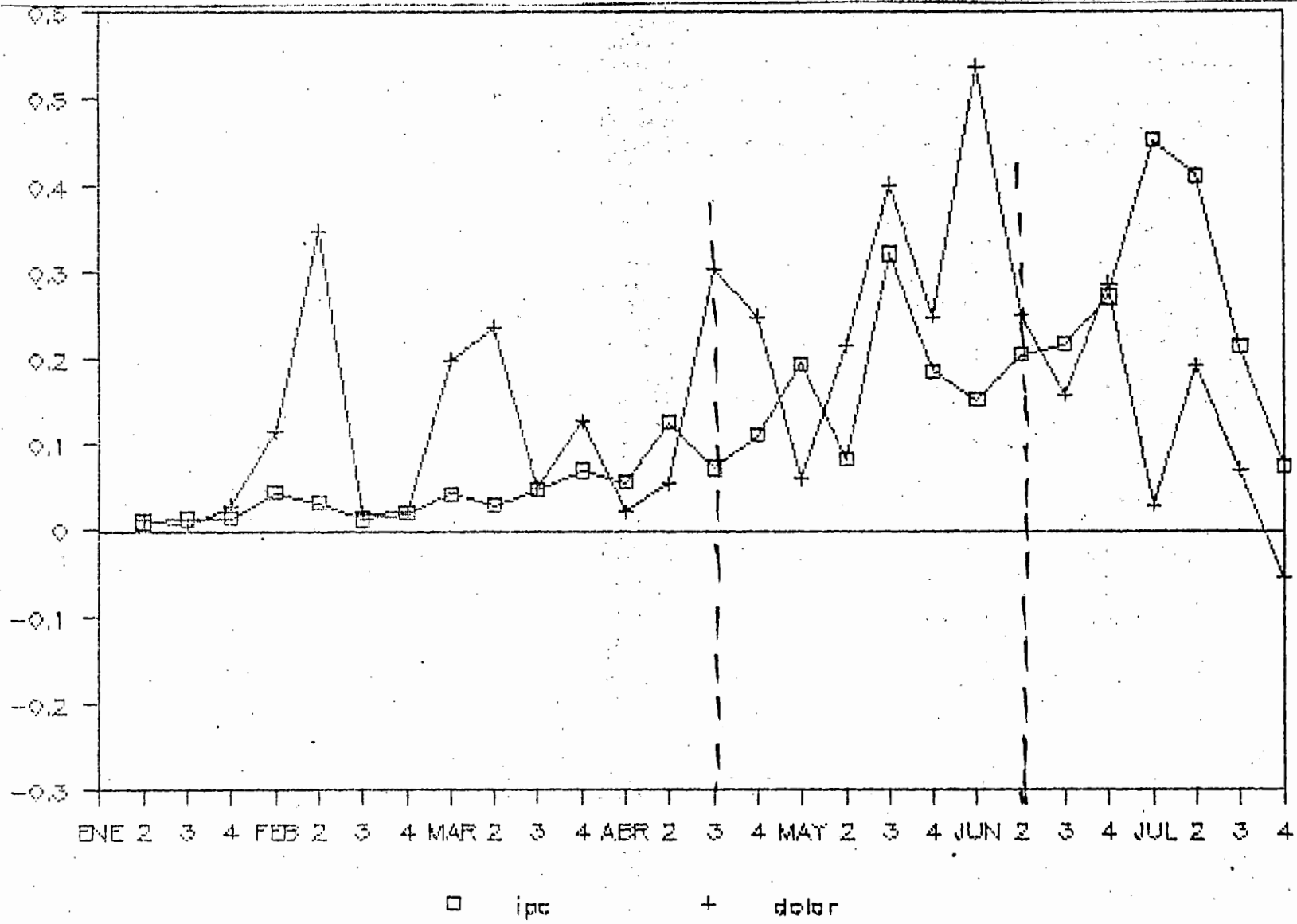
Algunos Precios Relativos al IPC

Base Septiembre 88=1

	SALARIOS PRIVADOS	PAS	TARIFAS PUBLICAS	IPMANSIA	INDUSTRIALE	TC LIBRE	TC IMPO	TC EXPO	
EN-88	1.124	1.152	0.832	0.871	0.992	1.383	0.984	1.178	
FEB	1.077	1.178	0.859	0.901	0.989	1.327	0.992	1.188	
MAR	1.059	1.087	0.897	0.917	0.989	1.267	0.982	1.176	
ABR	1.035	1.046	0.945	0.934	1.016	1.183	0.974	1.166	
MAY	1.066	1.035	1.030	1.012	1.046	1.150	0.991	1.186	
JUN	1.036	1.046	1.043	1.058	1.045	1.281	1.006	1.205	
JUL	1.001	0.954	1.018	1.022	1.012	1.212	0.958	1.147	
AGO	0.965	0.908	1.085	1.063	0.986	1.101	1.102	1.117	
SEP	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	
OCT	1.048	1.062	0.957	0.947	0.994	0.957	0.957	0.934	
NOV	1.083	1.148	0.961	0.945	0.989	0.933	0.933	0.917	Plan Primavera
DIC	1.131	1.173	0.942	0.941	0.983	0.894	0.895	0.889	
ENE-89	1.140	1.202	0.926	0.919	0.958	0.875	0.874	0.849	
FEB	1.118	1.204	0.926	0.899	0.954	1.170	0.859	0.822	
MAR	1.052	1.106	0.870	0.890	0.962	1.647	0.774	0.985	
ABR	1.017	0.913	0.785	1.015	1.060	1.895	1.688	1.293	Primera Hiper.
MAY	0.837	0.660	0.653	1.169	1.156	2.265	2.213	1.975	
JUN	0.797	0.452	0.524	1.315	1.143	3.239	1.671	1.384	
JUL	0.653	0.311	0.756	1.491	1.108	1.732	1.518	1.262	Shock Plan BB
AGO	0.644	0.548	0.812	1.167	1.259	1.295	1.270	1.056	
SEP	0.727	0.681	0.742	1.087	1.226	1.157	1.161	0.965	
OCT	0.782	0.797	0.703	1.041	1.217	1.181	1.099	0.980	Plan BB
NOV	0.943	0.850	0.660	0.990	1.200	1.397	1.032	0.943	
DIC	0.922	0.779	0.666	1.027	1.117	1.523	1.282	1.144	
ENE-90	0.777	0.595	0.593	0.967	1.088	1.080	1.111	0.957	
FEB	0.940	0.557	0.725	1.130	1.125	1.395	1.434	1.310	Segunda Hiper
MAR	0.644	0.556	0.680	1.011	1.173	0.961	0.951	0.864	
ABR	NA	0.670	0.966	1.002	1.220	0.887	0.888	0.806	

GRAFICO 1

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



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

Medias móviles de cuatro semanas

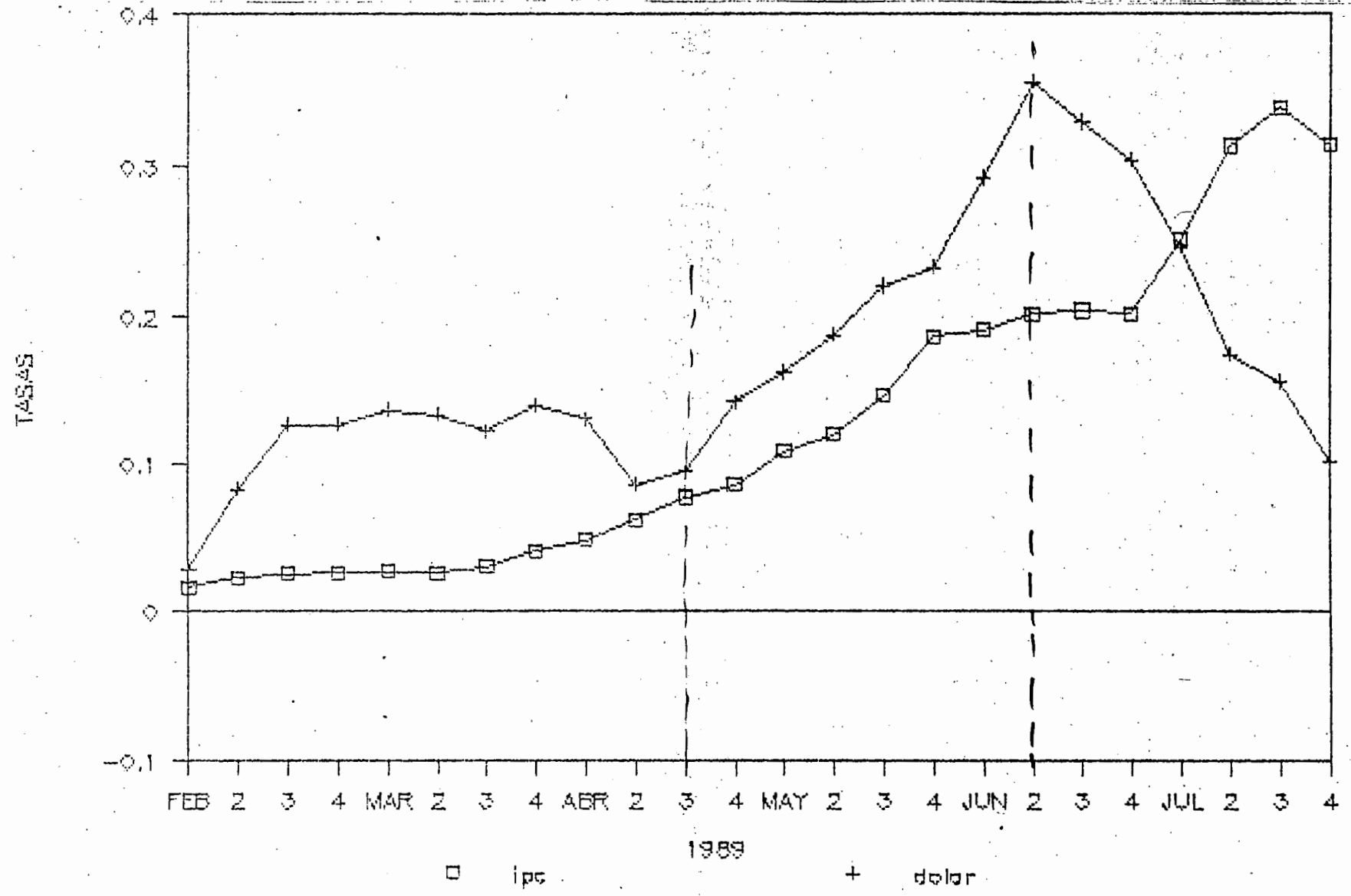


GRAFICO 3

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

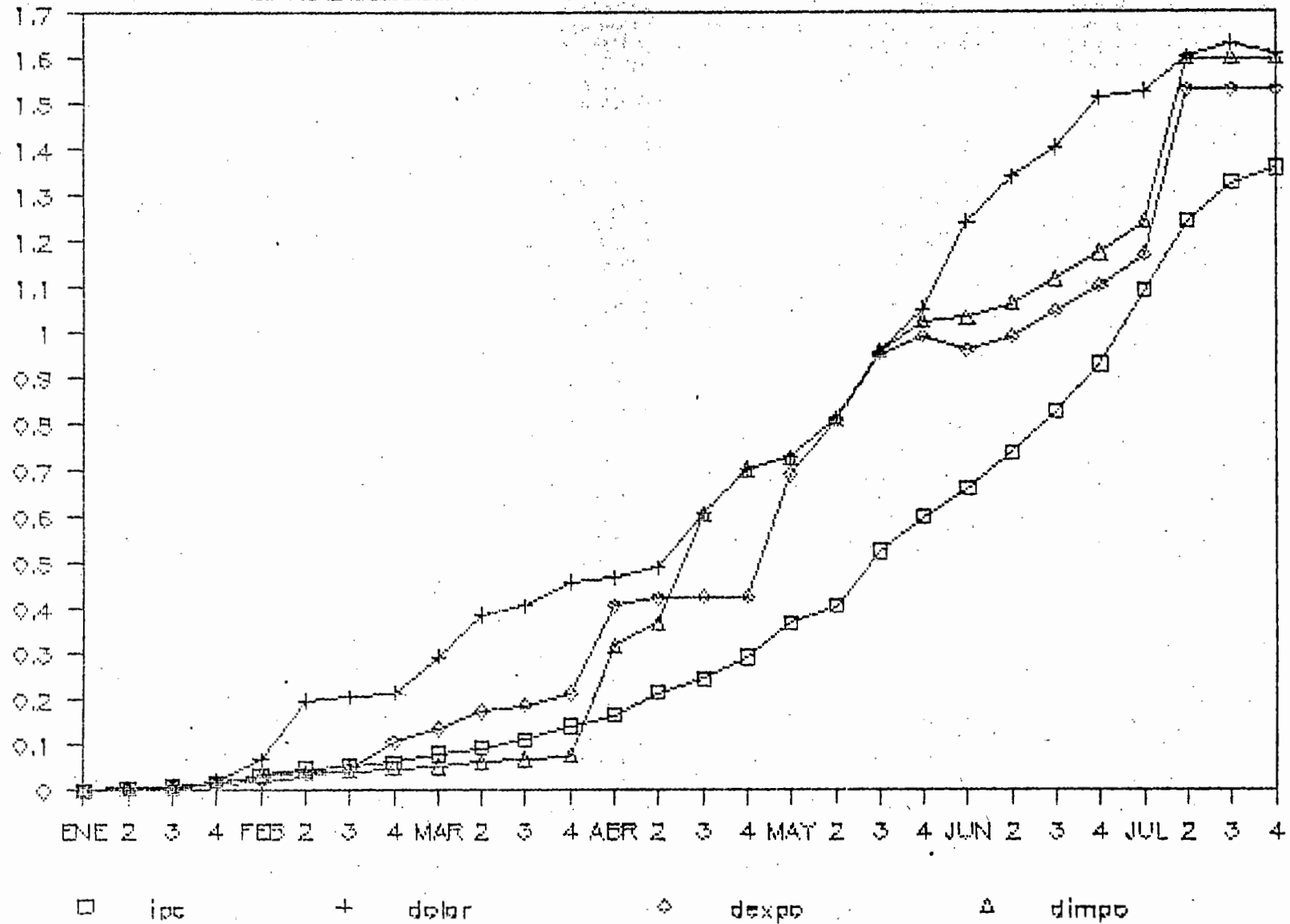


GRAFICO 4

Precio dólar libre y tasa de interés.

Tasas semanales

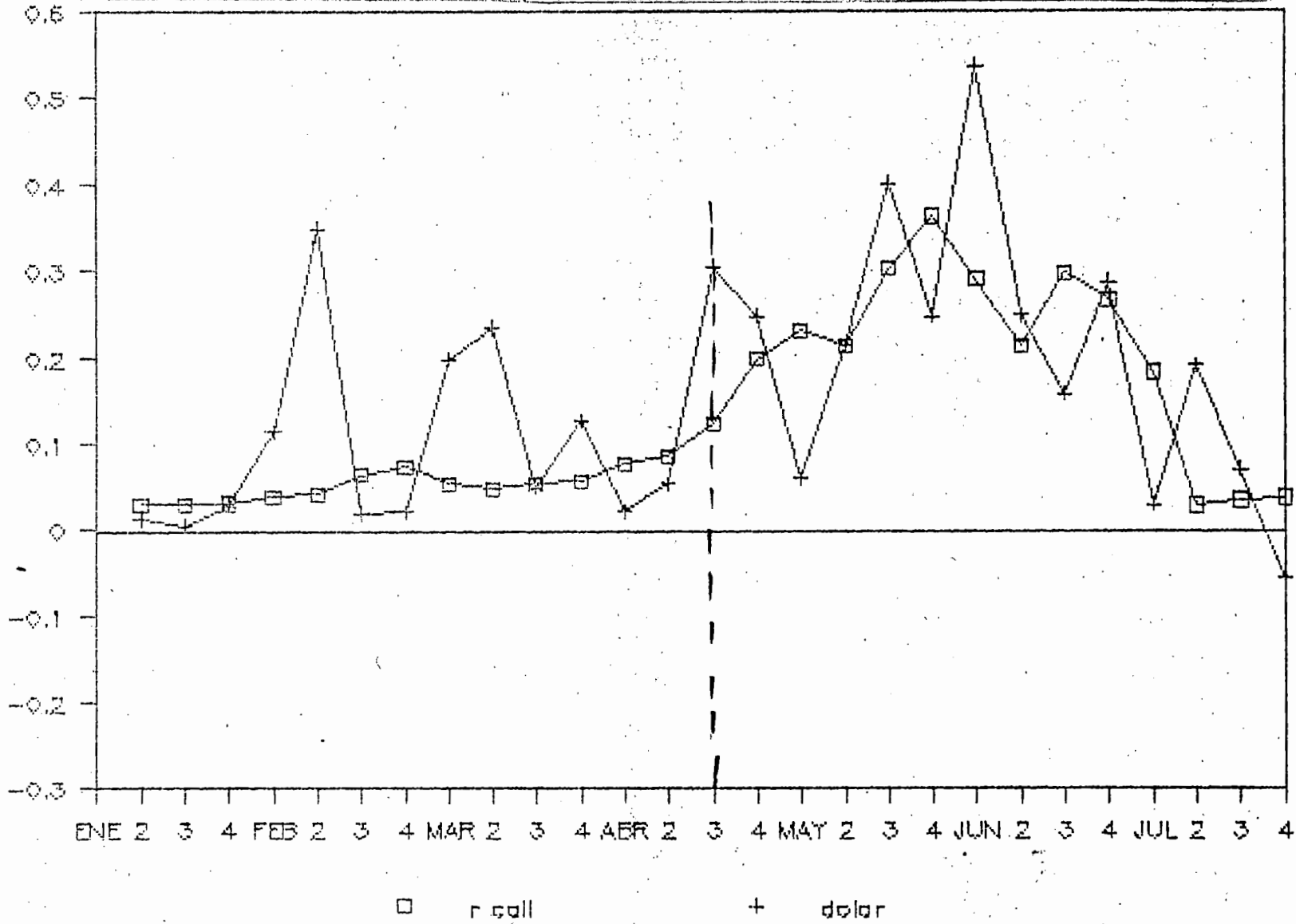
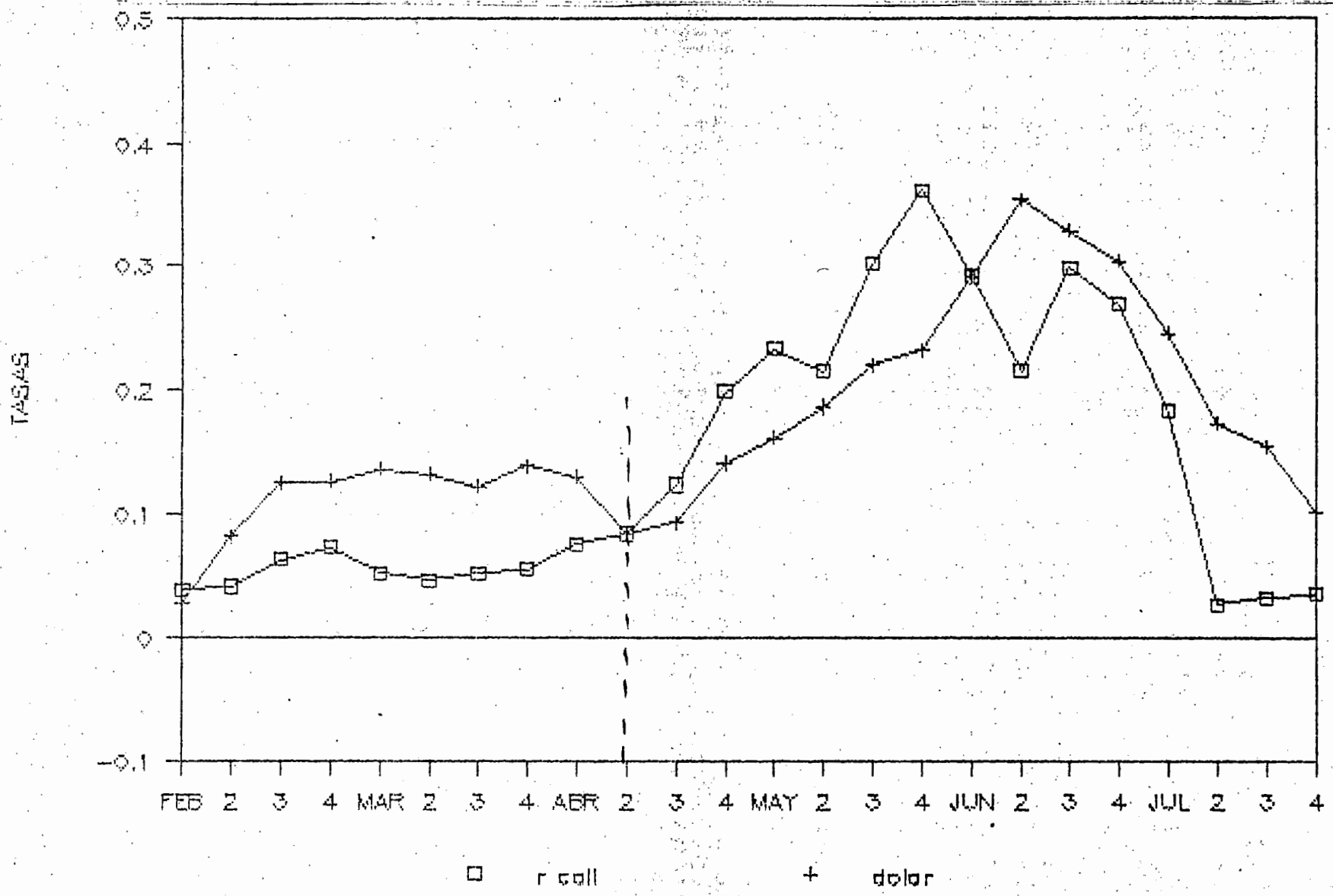


GRAFICO 5

**Media móvil de la tasa semanal de aumento del dólar libre
y tasa semanal de interés.**



CUADRO 3

Estimación del IPC - Cambio Comercial

EQ(1) Modelling ipc by OLS
The Sample is 1983(2) to 1988(9) less 0 Forecasts

VARIABLE	COEFFICIENT	STD ERROR	H.C.S.E.	t-VALUE	PARTIAL r ²
salho	.2299077	.04920	.06192	4.67324	.2605
tccom	.1736884	.06539	.11345	2.65615	.1022
taripc	.2771612	.06593	.09818	4.20402	.2218
fv1	.0986013	.02689	.03641	3.66652	.1782
carne	.1298493	.02662	.04470	4.87801	.2773
CONSTANT	.0109972	.00492	.00443	2.23704	.0747

R² = .9371646 ? = .0205142 F(5, 62) = 184.94 [.0000] DW = 1.418
RSS = .0260916466 for 6 Variables and 68 Observations
Information Criteria: SC = -7.493338; HQ = -7.611580; FPE = .000458
R² Relative to DIFFERENCE+SEASONALS = .82580

CUADRO 4

Estimación IPC. Cambio Libre.

EQ(3) Modelling ipc by OLS
The Sample is 1983(2) to 1988(9) less 0 Forecasts

VARIABLE	COEFFICIENT	STD ERROR	H.C.S.E.	t-VALUE	PARTIAL r ²
salho	.2270432	.04754	.05635	4.77566	.2689
tcpar	.0906815	.02619	.03415	3.46214	.1620
taripc	.3910173	.03793	.05315	10.30786	.6315
fv1	.0998814	.02548	.02949	3.92001	.1986
carne	.1241751	.02585	.04632	4.80357	.2712
CONSTANT	.0076959	.00475	.00385	1.62165	.0407

R² = .9413526 ? = .0198188 F(5, 62) = 199.03 [.0000] DW = 1.449
RSS = .0243526238 for 6 Variables and 68 Observations
Informacion Criteria: SC = -7.562314; HQ = -7.680555; FPE = .000427
R² Relative to DIFFERENCE+SEASONALS = .83741

CUADRO 5

Estimación Precios Industriales

EQ(5) Modelling indipc by OLS
The Sample is 1983(2) to 1988(9) less 0 Forecasts

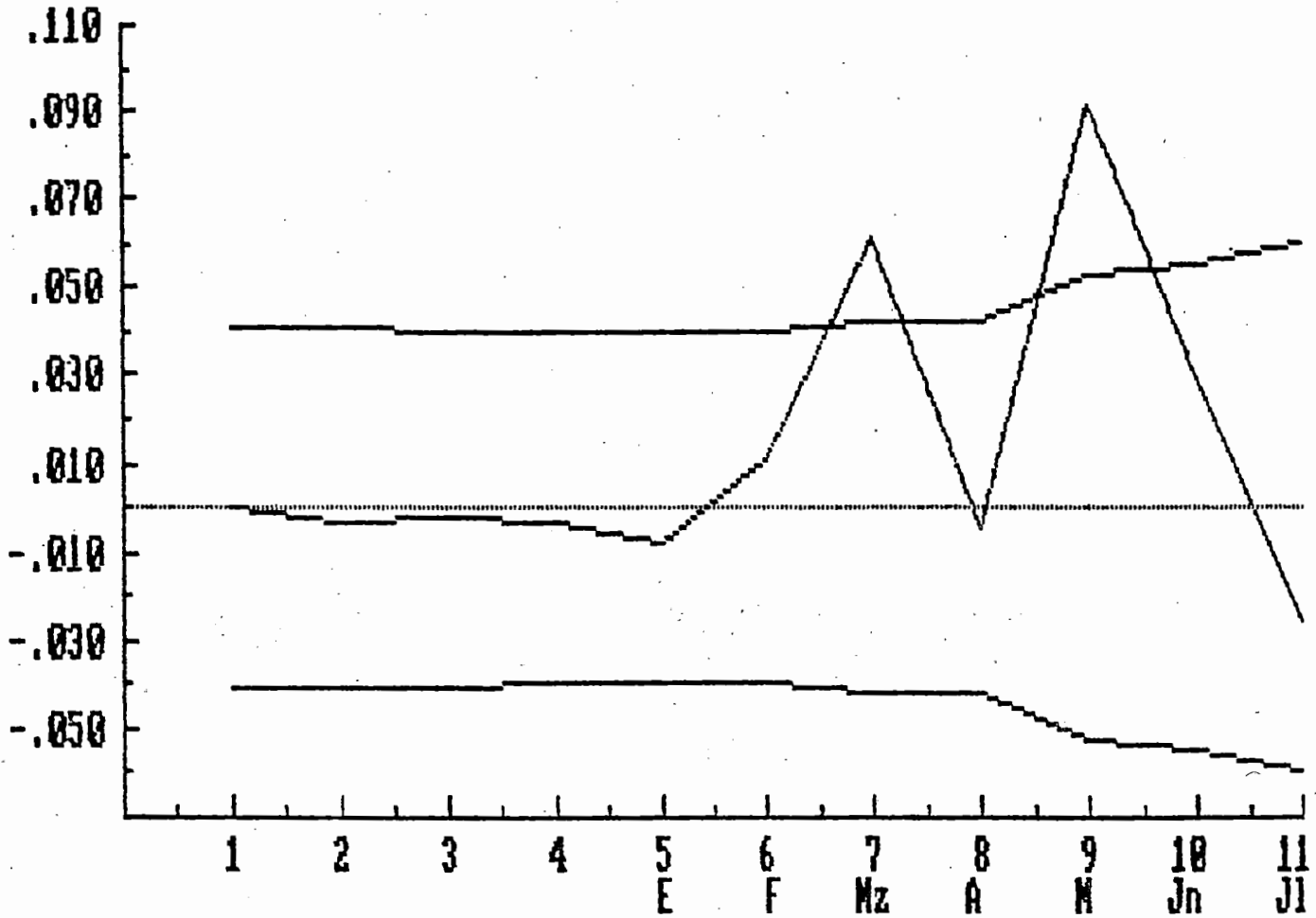
VARIABLE	COEFFICIENT	STD ERROR	H.C.S.E.	t-VALUE	PARTIAL r ²
salho	.3267010	.07205	.10279	4.53446	.2432
tccom	.3457567	.09684	.22947	3.57047	.1661
taripc	.2164574	.09621	.22362	2.24987	.0733
CONSTANT	.0127752	.00717	.00506	1.78149	.0472

R² = .8668641 ? = .0324310 F(3, 64) = 138.90 [.0000] DW = 1.689
RSS = .0673133830 for 4 Variables and 68 Observations
Information Criteria: SC = -6.669698; HQ = -6.748525; FPE = .001114
R² Relative to DIFFERENCE+SEASONALS = .56483

GRAFICO 6

RESID. IPC con Cambio Comercial

IPCNG RESID = _____ ± 2*S.E. = --- --



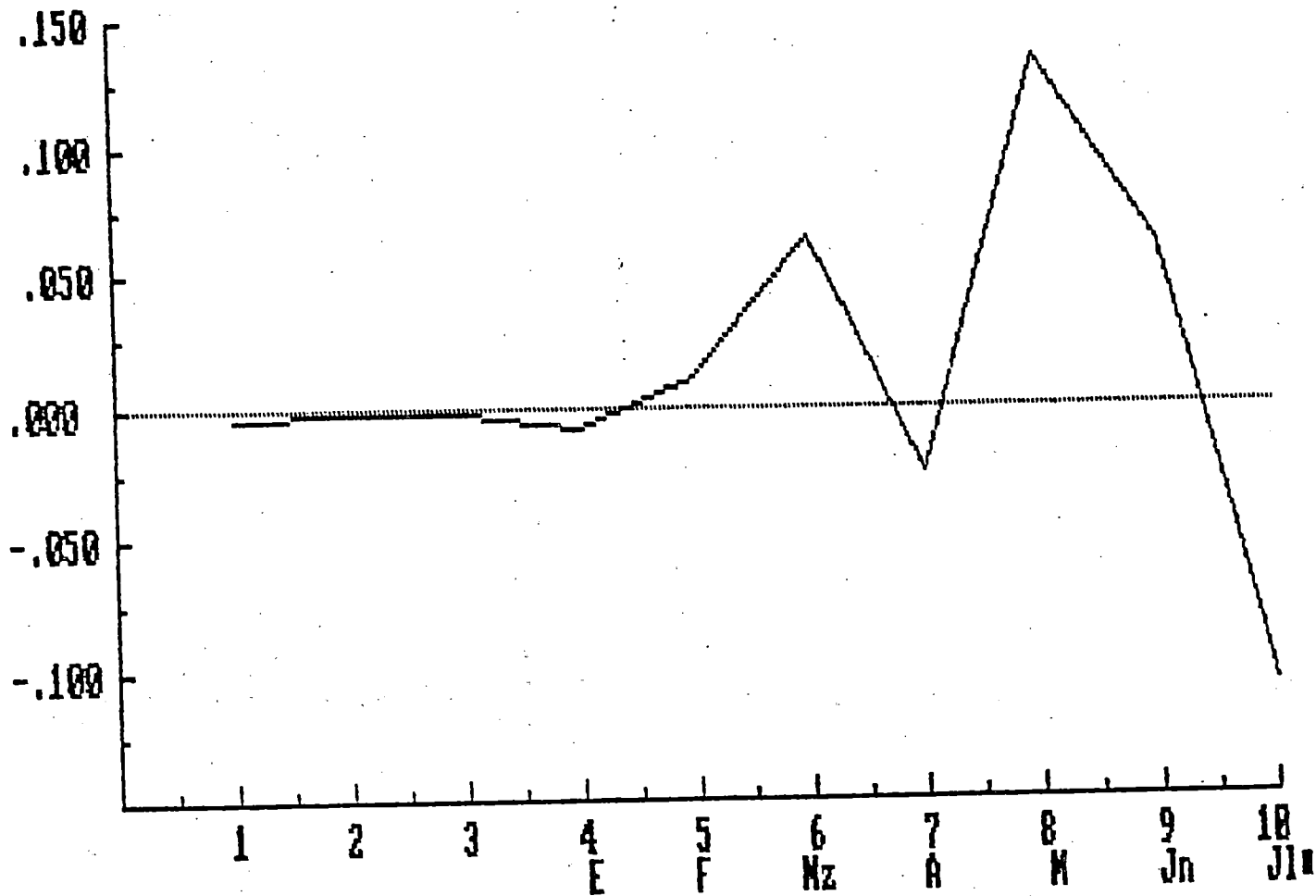
1989

GRAFICO 7

INNOVS. IPC con Cambio Comercial

IPCNG

INNOVS = _____

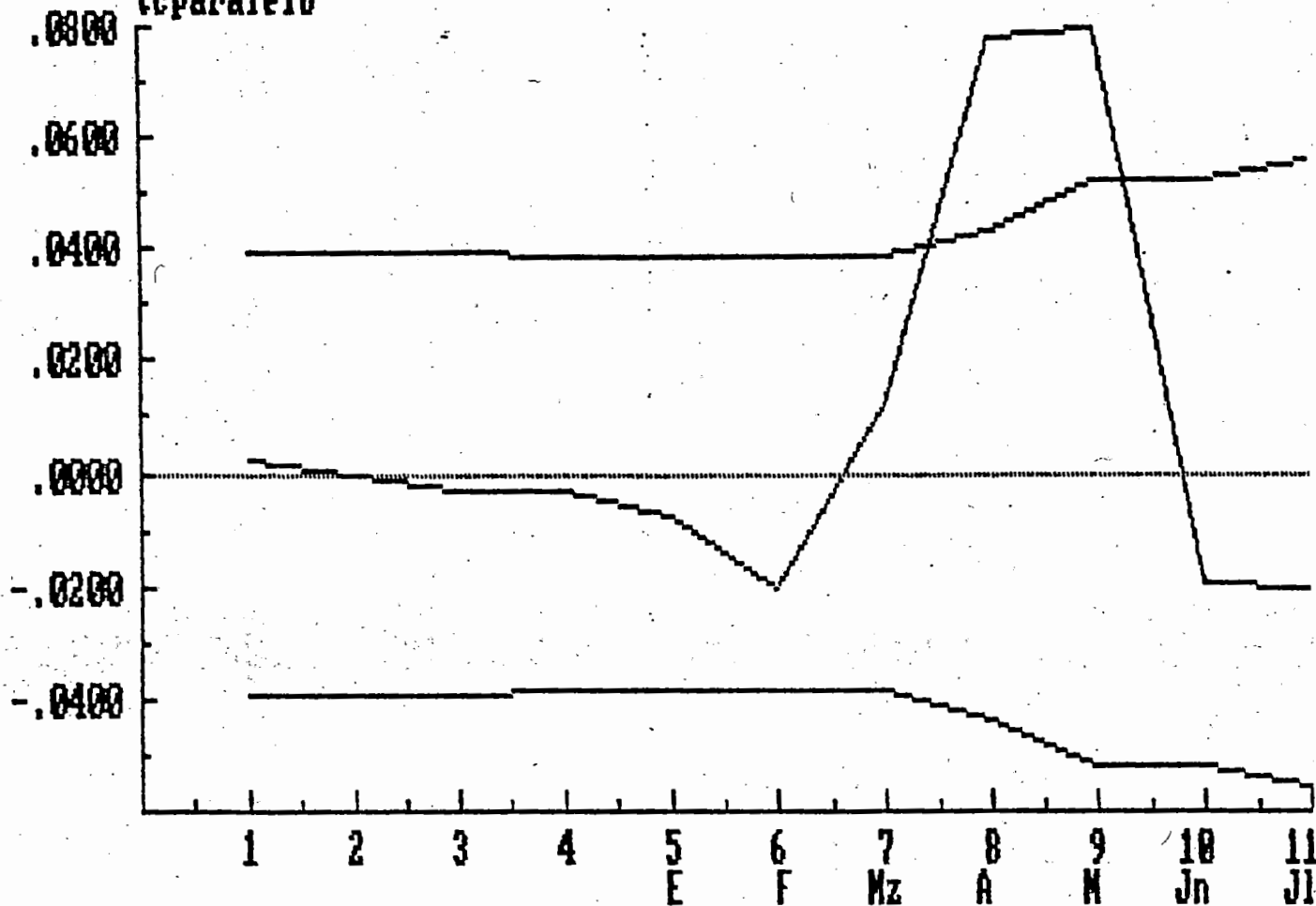


1989

GRAFICO 8

RESID. IPC. Cambio Libre.

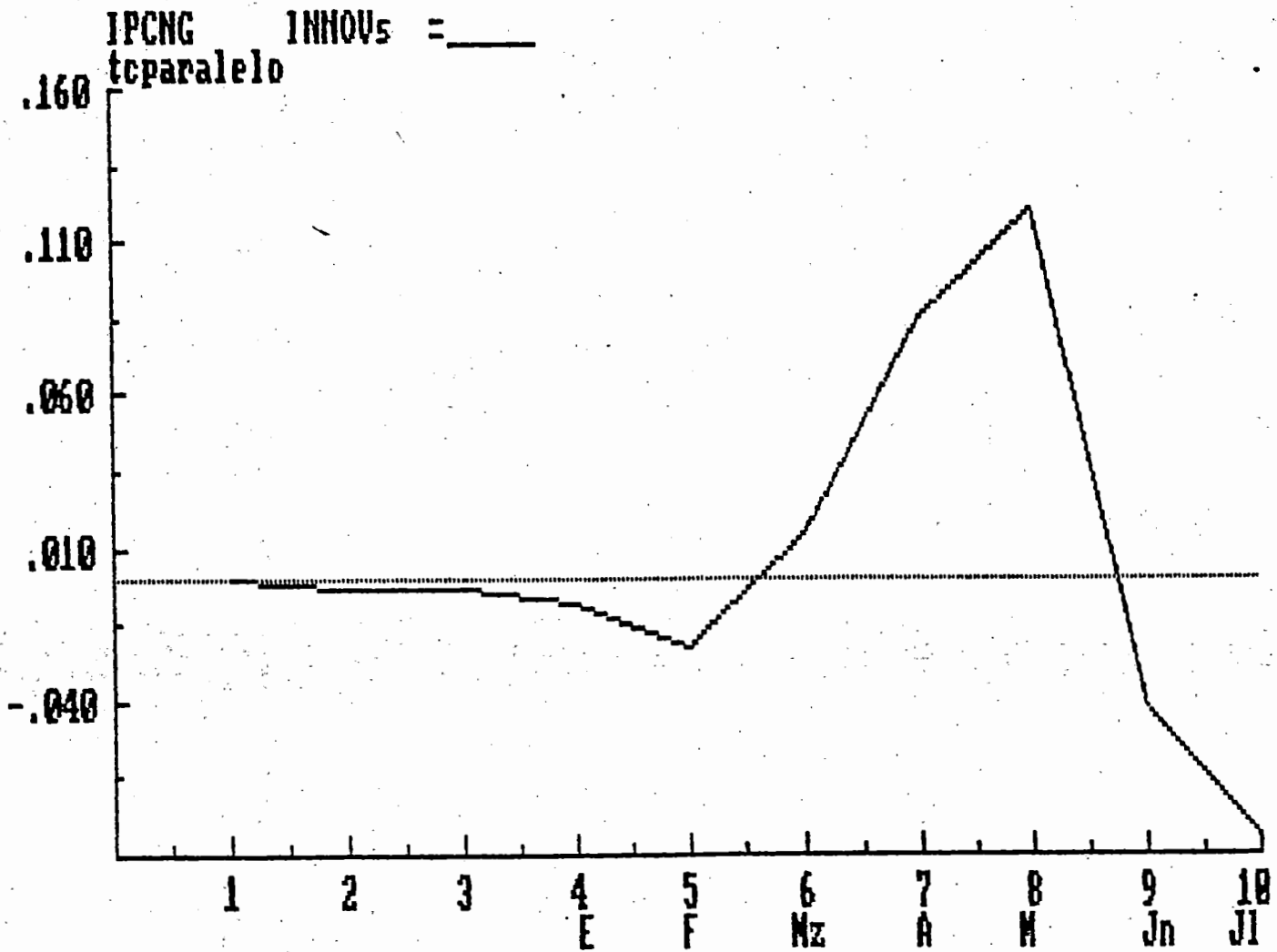
IPCNG RESID = _____ $\pm 2 * S.E.$ = - - - -
tparalelo



1989

GRAFICO 9

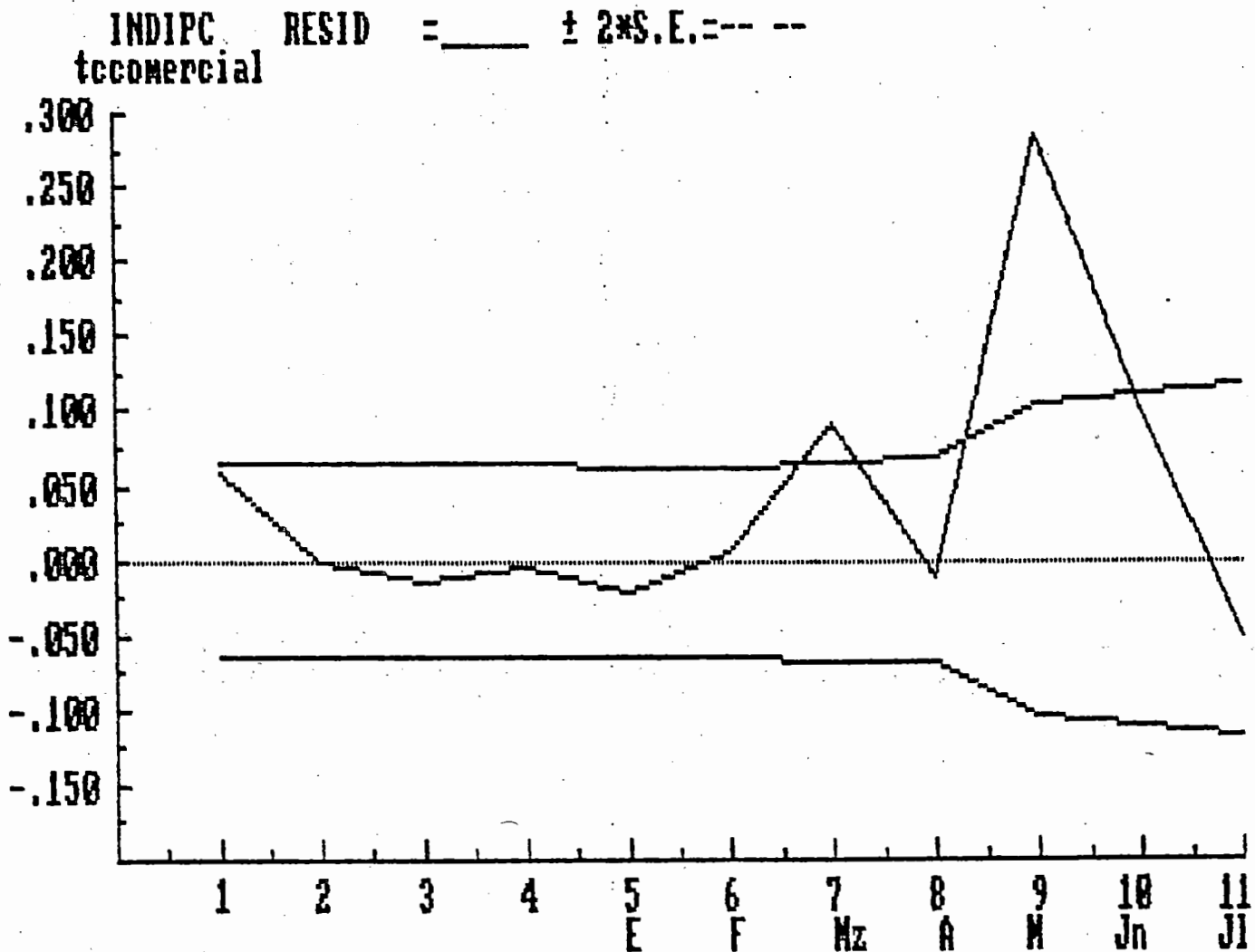
INNOVS. IPC. Cambio Libre.



1989

GRAFICO 10

RESID. Precios Industriales.

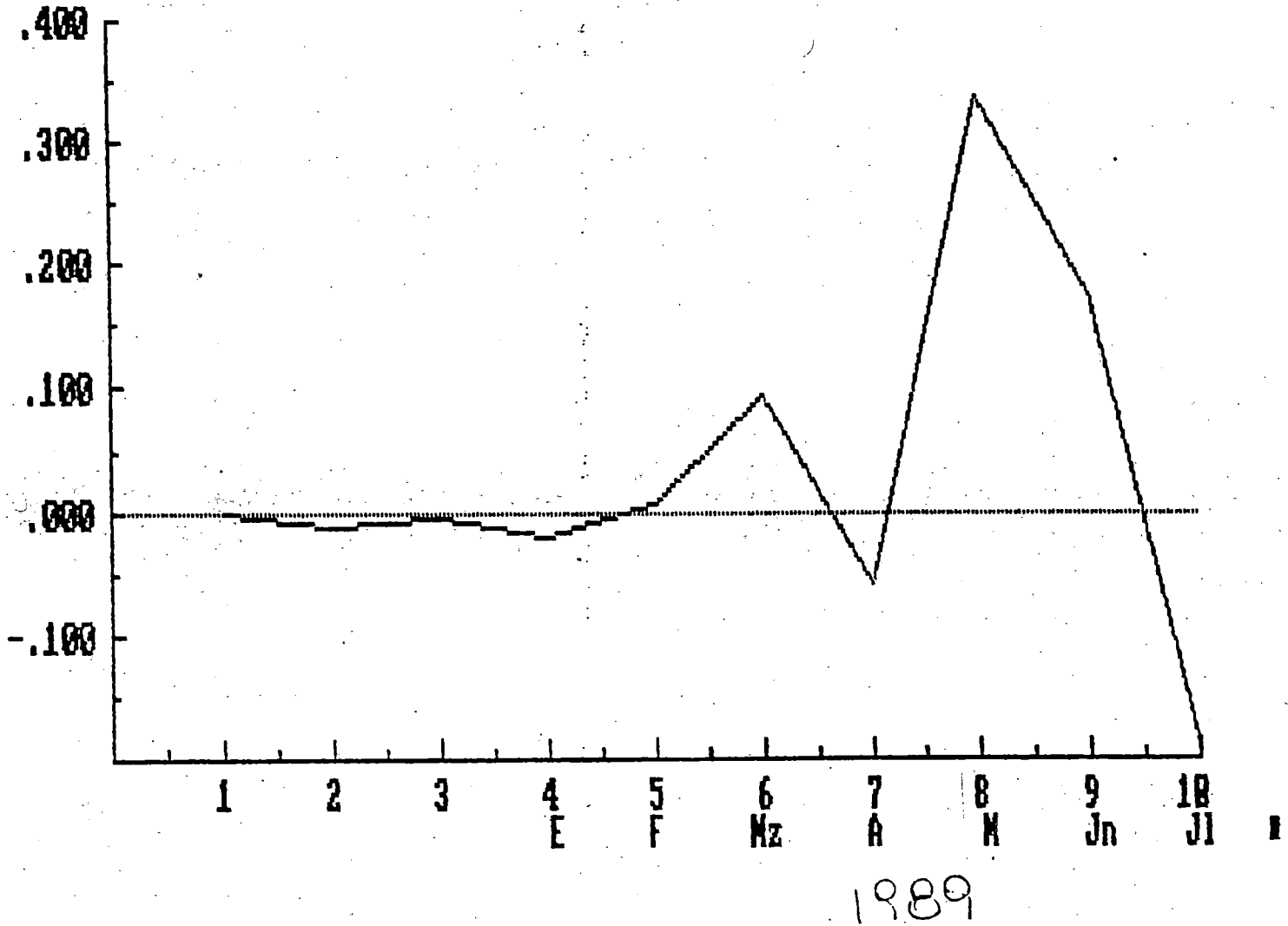


1989.

GRAFICO 11

INNOVS. Precios Industriales.

INDIPC
tccomercial INNOVS = _____



CUADRO 6

Estimación Alimentos Comerciables

EQ(1) Modelling Alime(ca by OLS

The Sample is 1983(2) to 1988(9) less 0 Forecasts

VARIABLE	COEFFICIENT	STD ERROR	H.C.S.E.	t-VALUE	PARTIAL r ²
salho	.3398753	.09550	.09118	3.55909	.1652
tcexpo	.3630530	.13724	.15796	2.64542	.0986
taripc	.1943182	.12170	.13100	1.59669	.0383
CONSTANT	.0173703	.00933	.00839	1.86202	.0514

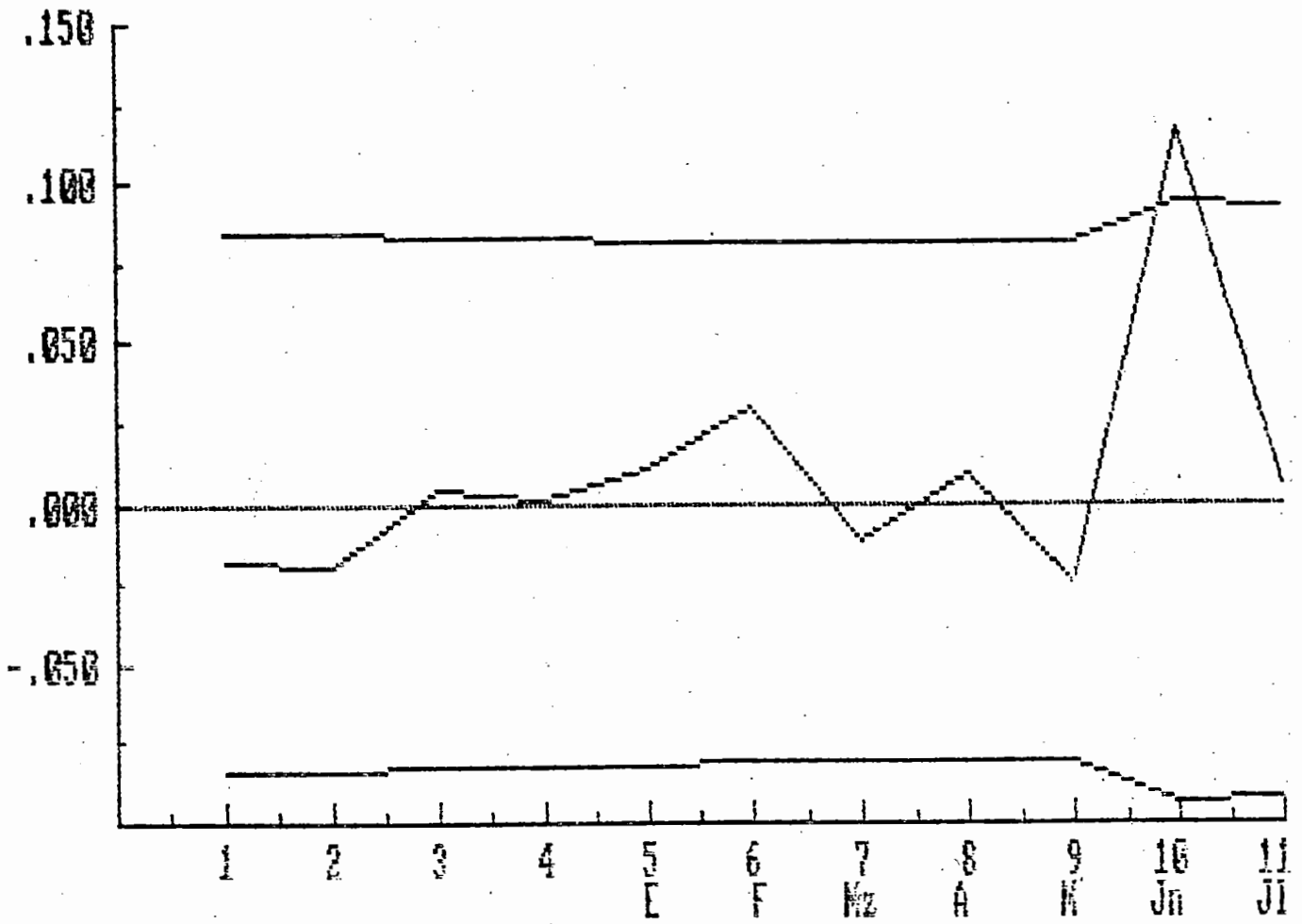
R² = .7868726 ? = .0420743 F(3, 64) = 78.76 [.0000] DW = 1.178
RSS = .1132956042 for 4 Variables and 68 Observations
Information Criteria: SC = -6.149056; HQ = -6.227884; FPE = .001874
R² Relative to DIFFERENCE+SEASONALS = .28303

GRAFICO 12

RESID. Precios Alimentos Comerciables

ALIIPCsflex
tcexpo

RESID = _____ $\pm 2 \times S.E.$ = --- --



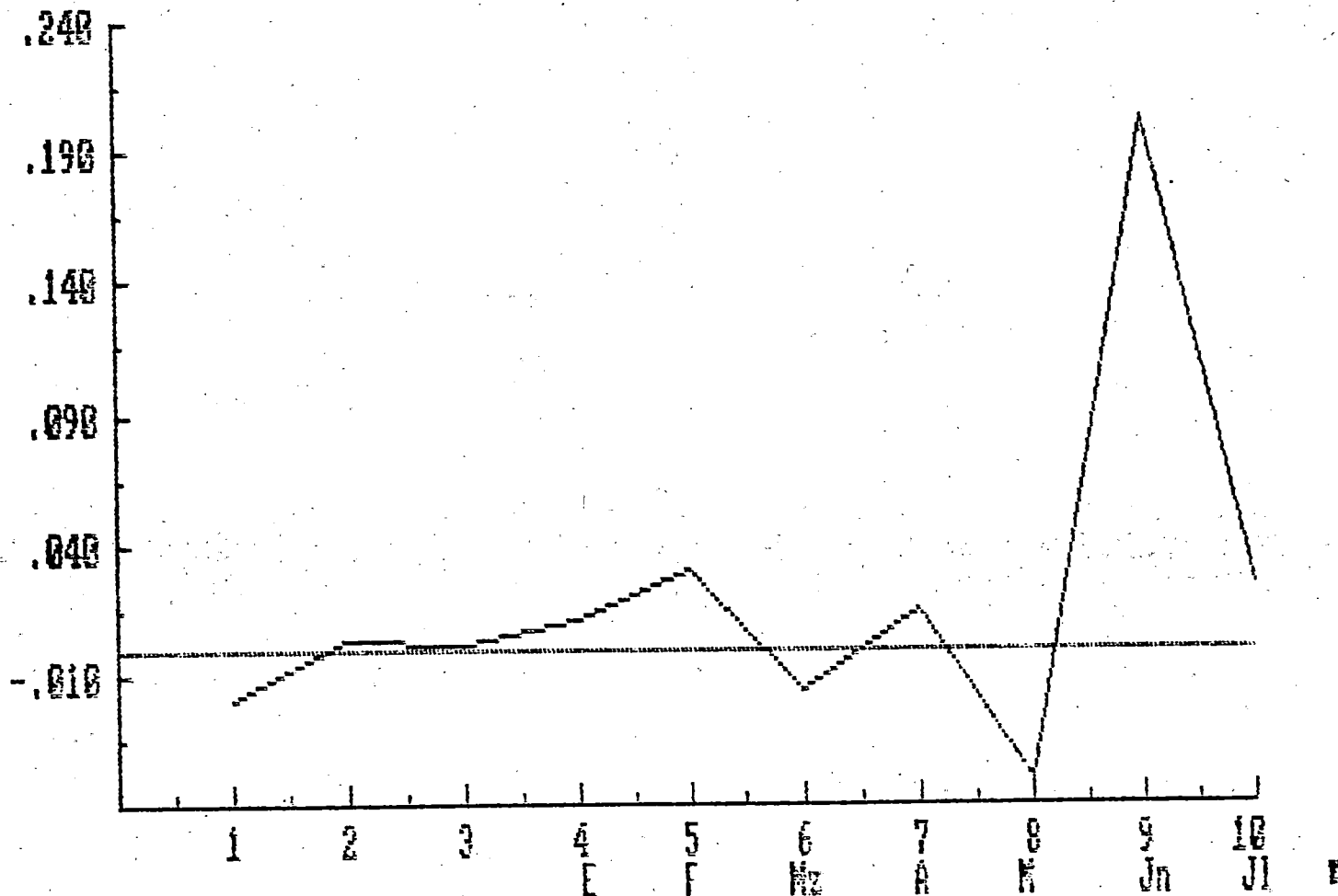
1989

GRAFICO 13

INNOVS. Precios Alimentos Comerciables

ALIIPCsflex
tcexpo

INNOVS = _____



1989

CUADRO 7

Estimación Salarios

EQ(9) Modelling salho by OLS
The Sample is 1983(3) to 1988(9) less 0 Forecasts

VARIABLE	COEFFICIENT	STD ERROR	H.C.S.E.	t-VALUE	PARTIAL r ²
ipc-1	.9646650	.07500	.07666	12.86183	.7338
dum83	.0327678	.01536	.02153	2.13289	.0705
dum85j1	-.3315572	.04672	.01685	-7.09725	.4564
dum87m	-.0520014	.04482	.00585	-1.16011	.0219
dum87n	-.1267422	.04497	.00925	-2.81816	.1169
dum88s	-.1183376	.04612	.01475	-2.56597	.0989
CONSTANT	.0096141	.01093	.00913	.87970	.0127

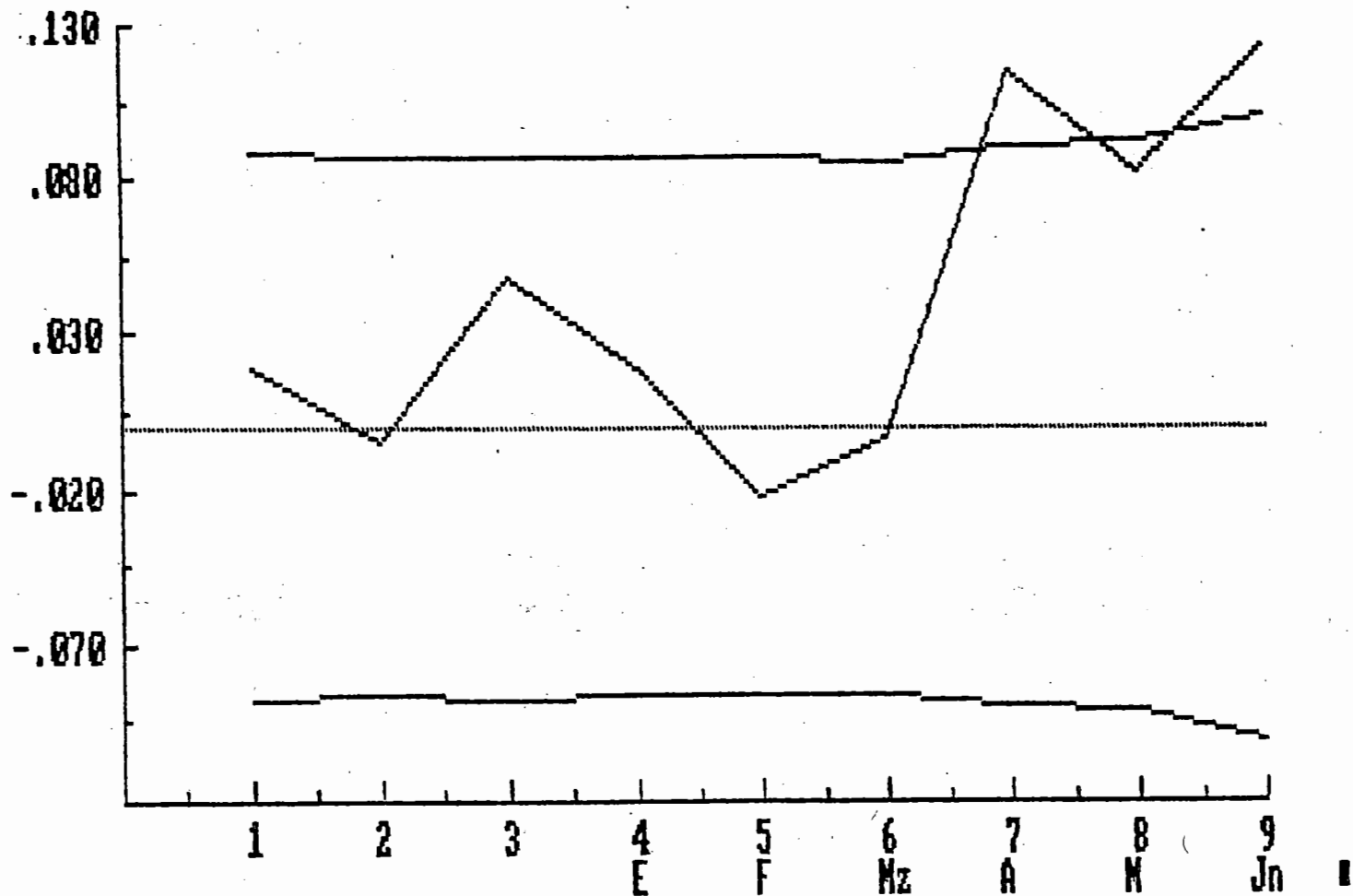
R² = .7706275 ? = .0442115 F(6, 60) = 33.60 [.0000] DW = 2.642
RSS = .1172792609 for 7 Variables and 67 Observations
Information Criteria: SC = -5.908594; HQ = -6.047788; FPE = .002159
R² Relative to DIFFERENCE+SEASONALS = .58075

GRAFICO 14

RESID. Salarios

SALARIOS

RESID = _____ $\pm 2 \times S.E.$ = --- --

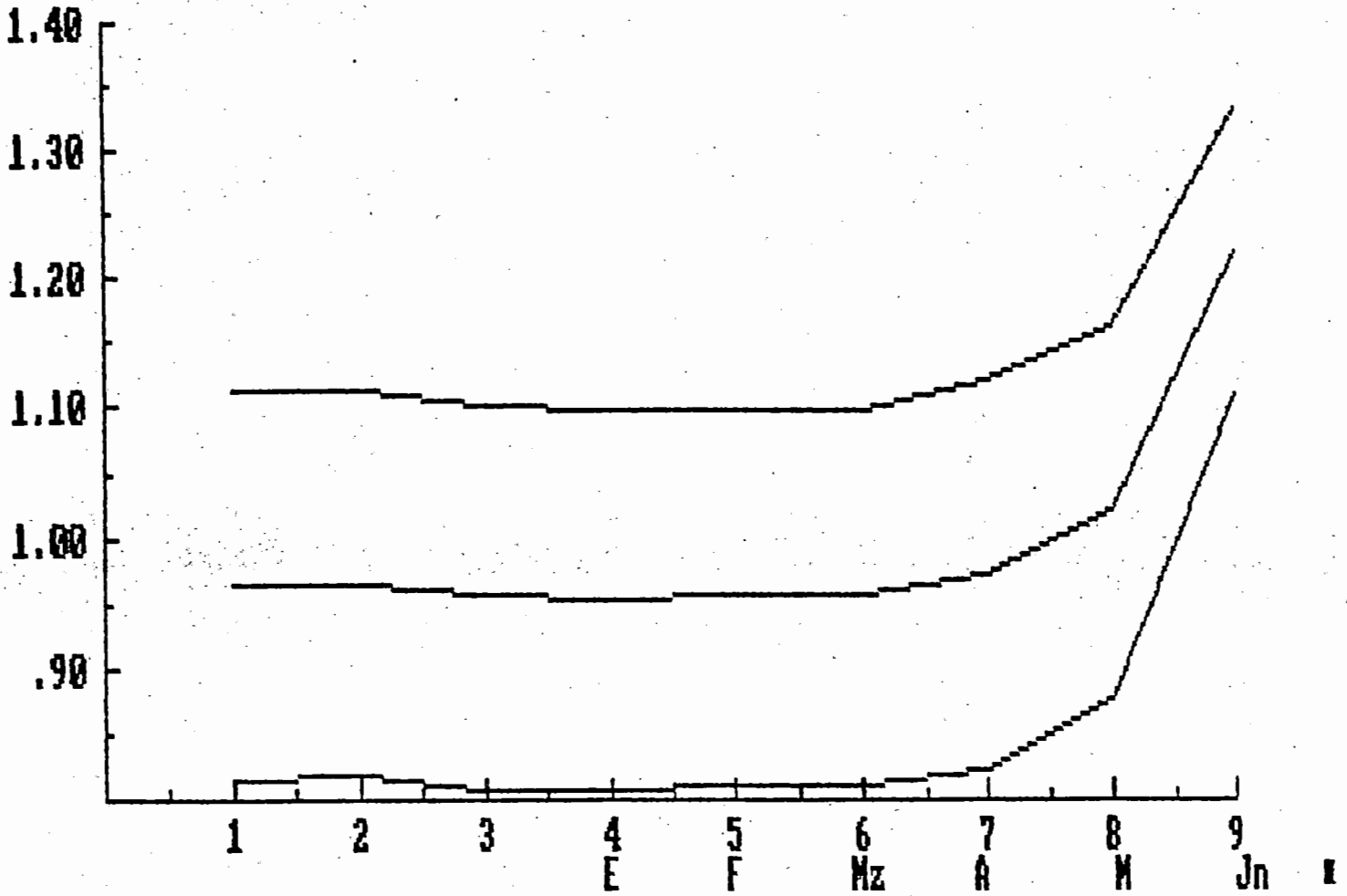


1989

GRAFICO 15

Coefficiente k. Salarios

COEFICIENTE $ipc-1 = \text{---} \pm 2 * S.E. = \text{---} \text{---}$



1989

CUADRO 8

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

Trimestres	PBI	Agrop.	Indust.	Indust. (1) (2)
1987.1	3.0	- 1.0	2.8	6.4
2	3.0	- 1.9	4.9	8.5
3	0.8	0.6	- 3.4	1.7
4	1.9	12.2	- 6.0	- 5.6
1988.1	2.8	9.8	0.6	1.9
2	- 0.7	8.2	- 5.5	- 5.5
3	- 5.6	- 2.1	-11.8	- 8.1
4	- 6.9	-14.1	-10.1	- 5.3
1989.1 (2)	- 4.3	-11.5	- 4.9	- 1.1
2 (2)	-10.0	-19.2	-13.2	- 9.4
3 (2)	- 5.6	3.1	-10.1	-14.5
4 (2)	nd	nd	nd	-12.7
1990.1	nd	nd	nd	-15.2

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

(2) Cifras provisionarias.

FUENTE: BCRA y FIEL.

CUADRO 9

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

Año	PBI	Efecto Términos del Intercambio	Pagos Netos a Factores	Ingreso Bruto Nac.	Consumo	Ahorro Nac.	Ahorro Ext.	Inversión Bruta Interna	Balance Comercial y de Servicios	E X P O R T	I M P O R T
1985	100	-0.3	-9.3	90.4	82.1	8.4	2.0	10.3	7.5	16.7	9.2
1986	100	-2.1	-7.1	90.8	84.0	6.8	4.7	11.4	4.5	14.7	10.2
1987	100	-3.7	-6.1	90.1	83.1	7.0	6.1	13.2	3.7	14.3	10.6
1988	100	-2.6	-7.1	90.3	80.6	9.7	2.8	12.5	6.7	16.4	9.7
1989 (1)	100				80.3			9.7	9.6	19.2	9.6

(1) Primer semestre.

FUENTE: CEPAL.

CUADRO 10

EVOLUCION DE LOS PRINCIPALES RUBROS
DEL BALANCE DE PAGOS

(Mill. de dólares corrientes)

Período	Saldo Comercial y de Servicios Reales	Servicios Financieros	Saldo Cuenta Corriente	Variación de Reservas
1980	-2520	-1531	-4768	-2677
1981	-287	-3670	-4714	-3457
1982	2287	-4719	-2658	-756
1983	3320	-5408	-2438	-77
1984	3523	-5712	-2391	69
1985	4351	-5305	- 953	1871
1986	1555	-4416	-2859	-563
1987	257	-4485	-4236	-1111
1988 Total	3555	-5127	-1572	1785
1. Trim	379	-1216	-838	-149
2. "	929	-1344	-415	418
3. "	1195	-1172	24	1250
4. "	1052	-1395	-343	266
1989	5290 (1)			
1. Trim	548	-1381	-831	-1669
2. "	1592	-1681	-87	-591
3. "	1800	-1597	206	1310
4. "	n/d	n/d	n/d	n/d

(1) Estimado.

FUENTE: CEPAL y BCRA.

CUADRO 11

INGRESOS, GASTOS Y DEFICIT DEL SECTOR PUBLICO NO FINANCIERO
(Base Caja)

(En % del PBI)

Período	Ingresos (1)	Gastos (excluidos intereses) (2)	Déficit Primario (3)=(2)-(1)	Intereses (4)	Gastos Totales (2)+(4)	Déficit Total
1985.1 Trim.	29.66	31.03	1.37	5.97	37.00	7.34
2 "	29.69	30.56	0.87	6.05	36.61	6.92
3 "	40.26	36.70	-3.56	5.32	42.02	1.76
4 "	46.75	41.95	-4.80	6.14	48.09	1.34
Total	38.82	36.42	-2.40	5.84	42.26	3.44
1986.1 Trim.	38.16	36.30	-1.86	4.11	40.41	2.25
2 "	38.75	34.69	-4.06	4.67	39.36	0.61
3 "	37.37	34.62	-2.75	2.77	37.39	0.02
4 "	34.67	35.55	0.88	4.30	39.85	5.18
Total	36.96	35.25	-1.71	3.93	39.18	2.22
1987.1 Trim.	35.91	34.95	-0.96	3.07	38.02	2.11
2 "	36.12	37.67	1.55	3.80	41.47	5.35
3 "	35.58	35.71	0.13	3.14	38.85	3.27
4 "	33.41	36.90	3.49	4.68	41.58	8.17
Total	34.92	36.61	1.69	3.65	40.26	5.35
1988.1 Trim.	33.46	35.55	2.09	4.65	40.20	6.74
2 "	34.75	33.69	-1.06	5.12	38.81	4.06
3 "	31.37	32.54	1.17	1.92	34.46	3.09
4 "	32.63	35.76	3.13	4.52	40.28	7.65
Total	32.68	34.32	1.64	3.80	38.12	5.44

FUENTE: Elaborado en base a datos del Esquema Ahorro-Inversión (Base Caja),
Secretaría de Hacienda.

CUADRO 12

DEFICIT OPERATIVO DE TESORERIA

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

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

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

FUENTE: FIEL.

CUADRO 13

RECURSOS MONETARIOS

Período	Contribuciones al crecimiento de la base monetaria (%)					Tasa de crecimiento en el período (%)			Tasa Pasiva Nominal (%)	Inflación (IPC)
	Sector Externo	Sector Oficial		Sector Financiero	Otras Cuentas	Base Monetaria	M1	M2		
		Total	CRM(*)							
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)			
1988.09	6.6	46.7	22.4	102.1	-133.1	22.2	13.2	16.1	9.1	11.7
10	2.4	28.0	19.1	29.5	-54.4	5.5	14.5	10.5	9.6	9.0
11	-5.0	27.4	20.0	25.6	-30.4	17.5	6.4	9.6	10.2	5.7
12	15.8	39.8	25.4	56.9	-88.9	23.7	18.8	15.1	12.6	6.8
1989.01	-3.1	30.5	23.4	23.6	-52.5	-1.4	10.9	13.0	12.5	8.9
02	-22.7	41.7	27.0	36.3	-49.9	5.4	7.1	7.7	17.3	9.6
03	-8.5	67.8	56.8	30.8	-86.4	3.6	8.6	11.4	22.5	17.0
04	12.4	41.5	19.9	105.9	-132.6	27.2	10.5	16.7	41.2	33.4
05	132.4	138.7	69.2	264.9	-427.7	108.4	33.7	28.5	81.4	78.5
06	11.4	303.6	176.2	297.8	-528.6	84.2	48.2	47.4	135.0	114.5
07	202.6	265.9	189.9	331.3	-655.3	144.6	53.6	52.6	30.3	196.6
08	35.2	36.8	53.3	422.6	-514.9	29.8	47.1	37.3	13.4	37.9
09	30.2	27.4	22.9	122.4	-136.7	43.4	21.6	20.7	7.4	9.4
10	6.4	18.8	8.3	28.9	-24.5	29.6	25.3	18.7	6.5	5.6
11	-12.9	3.2	6.3	11.0	24.2	25.0	16.8	8.9	9.6	6.5
12	1.8	6.2	8.9	36.8	-9.0	35.9	35.8	11.2	23.9	40.1
1990.01	33.8	-3.4	5.1	95.2	-90.1	35.5	30.8	-7.6	27.0	79.2
02	15.7		11.3	154.6		18.9	12.3	18.9	36.3	61.6
03	47.2		2.6	281.6		56.5	38.1	24.1	53.1	95.5

(*) La cuenta de Regulación Monetaria refleja el saldo neto acumulado de los intereses sobre reservas bancarias y redescuentos. Las tasas de variación de los agregados monetarios se calcularon entre promedios mensuales de saldos diarios.

(5) = (1) + (2) + (3) + (4)

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

(7) : M1 + Depósitos en Cajas de Ahorro, a Plazo Fijo y Ajustables.

(8) : Tasa testigo sobre depósitos a plazo fijo (a partir de Enero/90, sobre depósitos en Caja de Ahorro), tasa efectiva mensual

FUENTE: CEPAL y BCRA.

CUADRO 14

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

Periodo	M1	M2
1985.1 Trim.	83.2	87.6
2. "	69.6	74.9
3. "	108.9	105.5
4. "	138.2	132.1
Prom.	100.0	100.0
1986.1 Trim.	156.8	149.8
2. "	154.0	164.7
3. "	140.5	163.0
4. "	136.3	164.5
Prom.	146.9	160.5
1987.1 Trim.	140.0	165.6
2. "	138.5	165.0
3. "	120.0	153.4
4. "	104.6	133.9
Prom.	125.8	154.5
1988.1 Trim.	102.5	140.2
2. "	83.5	130.9
3. "	72.8	121.0
4. "	85.5	142.1
Prom.	86.1	133.6
1989. Ene	98.3	164.4
Feb	97.0	163.4
Mar	90.1	156.4
Abr	69.7	129.6
May	54.9	94.9
Jun	47.2	80.4
Jul	33.5	55.9
Ago	52.1	73.5
Set	62.7	87.4
Oct	81.0	103.8
Nov	93.4	109.3
Dic	101.2	85.4
Prom.	73.4	108.7
1990. Ene	85.5	46.5
Feb	56.2	33.1
Mar	49.5	23.7
Abr	64.1	32.8

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

FUENTE: BCRA.

CUADRO 15

DEUDA INTERNA REMUNERADA DEL SECTOR PUBLICO CONSOLIDADO

Período	Deuda del Tesoro (1)	Deuda Remunerada del Banco Central (1)	Deuda Total (1)	Deuda Total en Millones de Dólares Corrientes (saldo promedio) (2)	Deuda Total/M2 (%) (3)	Deuda Total sobre (M2-M1) (%) (4)
1986.1 Trim.	15.4	92.8	108.1	5025.2	51.7	86.2
2 "	16.7	101.6	118.3	5960.9	51.6	80.2
3 "	16.9	105.9	123.0	6277.9	54.3	80.9
4 "	22.3	99.7	122.0	5772.0	53.2	77.9
1987.1 Trim.	36.9	97.5	141.4	6166.7	61.3	90.5
2 "	45.2	104.7	150.0	6528.4	65.3	96.2
3 "	51.6	95.5	147.1	6097.8	68.9	98.3
4 "	56.1	83.3	137.0	5891.9	73.5	104.9
1988.1 Trim.	60.9	90.7	151.6	6121.9	77.6	107.6
2 "	54.9	101.9	156.7	7239.8	86.0	113.8
3 "	45.8	111.5	157.4	8213.0	93.4	121.3
Oct.	38.5	124.1	162.6	9400.4	88.3	113.4
Nov.	37.7	130.9	168.6	9904.3	82.8	107.4
Dic.	39.6	135.9	175.6	10696.4	81.6	104.9
1989.Ene.	42.5	147.6	190.0	11708.4	82.9	107.5
Feb.	56.4	151.2	207.0	9508.2	91.3	118.1
Mar.	75.2	152.4	227.7	7477.7	104.6	134.1
Abr.	88.5	157.5	246.1	7725.1	136.1	171.4
May.	65.5	186.2	251.7	7169.4	190.4	244.4
Jun.	66.8	182.3	249.1	5230.7	222.6	286.9
Jul.	36.7	93.0	129.8	5234.1	166.7	216.2
Ago.	34.5	106.9	141.1	6582.2	137.9	189.2
Set.	35.4	115.5	150.9	7563.8	123.9	170.7
Oct.	36.4	121.6	158.1	7591.4	109.4	155.8
Nov.	41.7	118.5	158.4	6344.1	104.1	154.7
Dic.	42.1	89.7	132.5	5811.6	111.4	203.7
1990.Ene.	3.5	1.5	5.0	249.2	7.7	26.0

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

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

(3) Cociente entre saldos de fin de mes de la deuda interna pública y promedios mensuales de saldos diarios de M2 total (no se incluye en la deuda el crédito bancario a organismos oficiales, excepto cuando se trata de títulos).

(4) Cociente entre saldos de fin de mes de la deuda interna pública y promedios mensuales de saldos diarios de depósitos remunerados en el sistema financiero (M2-M1).

FUENTE: BANCO CENTRAL.

CUADRO 16

TASAS MENSUALES DE CRECIMIENTO DE LA DEUDA INTERNA
REMUNERADA NOMINAL DEL SECTOR PUBLICO CONSOLIDADO (%)

	Deuda Remunerada del Banco Central	Deuda Total
1988.Ene.	11.0	10.4
Feb.	15.4	16.1
Mar.	35.4	18.1
Abr.	14.8	17.1
May.	21.9	19.4
Jun.	25.5	24.4
Jul.	27.0	25.7
Ago.	32.1	24.7
Set.	21.5	13.0
Oct.	9.6	8.8
Nov.	10.5	8.5
Dic.	10.3	10.6
1989.Ene.	17.0	16.7
Feb.	11.6	19.0
Mar.	19.0	29.5
Abr.	51.5	58.5
May.	128.8	98.0
Jun.	121.5	123.9
Jul.	55.5	58.7
Ago.	36.7	29.6
Set.	13.7	12.4
Oct.	8.8	8.2
Nov.	1.2	5.3
Dic.	9.5	39.9
1990.Ene.	-97.2	-94.6

FUENTE: BCRA.

CUADRO 17
IMPUESTO INFLACIONARIO (%)

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

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

GRAFICO 16

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

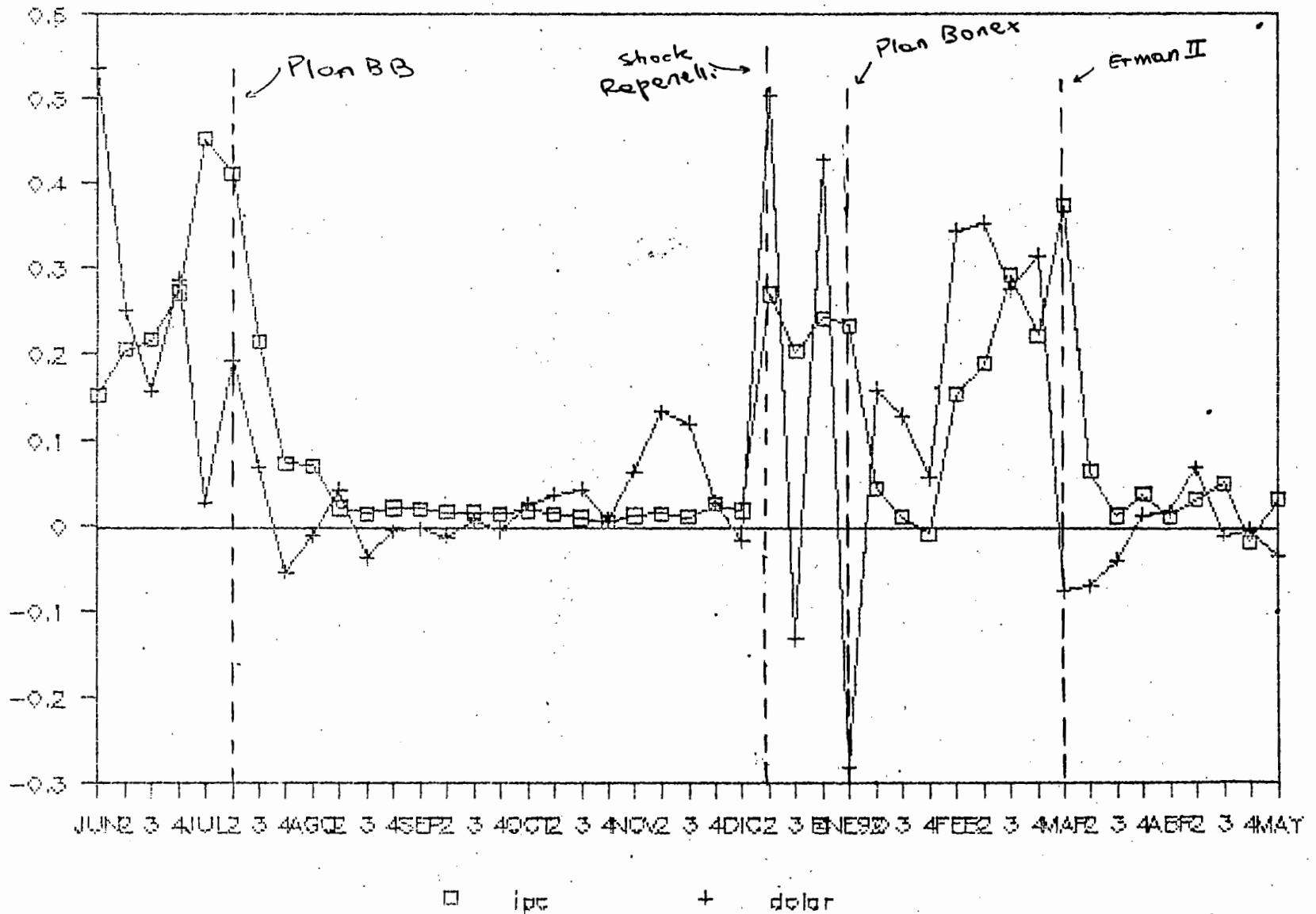


GRAFICO 17

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

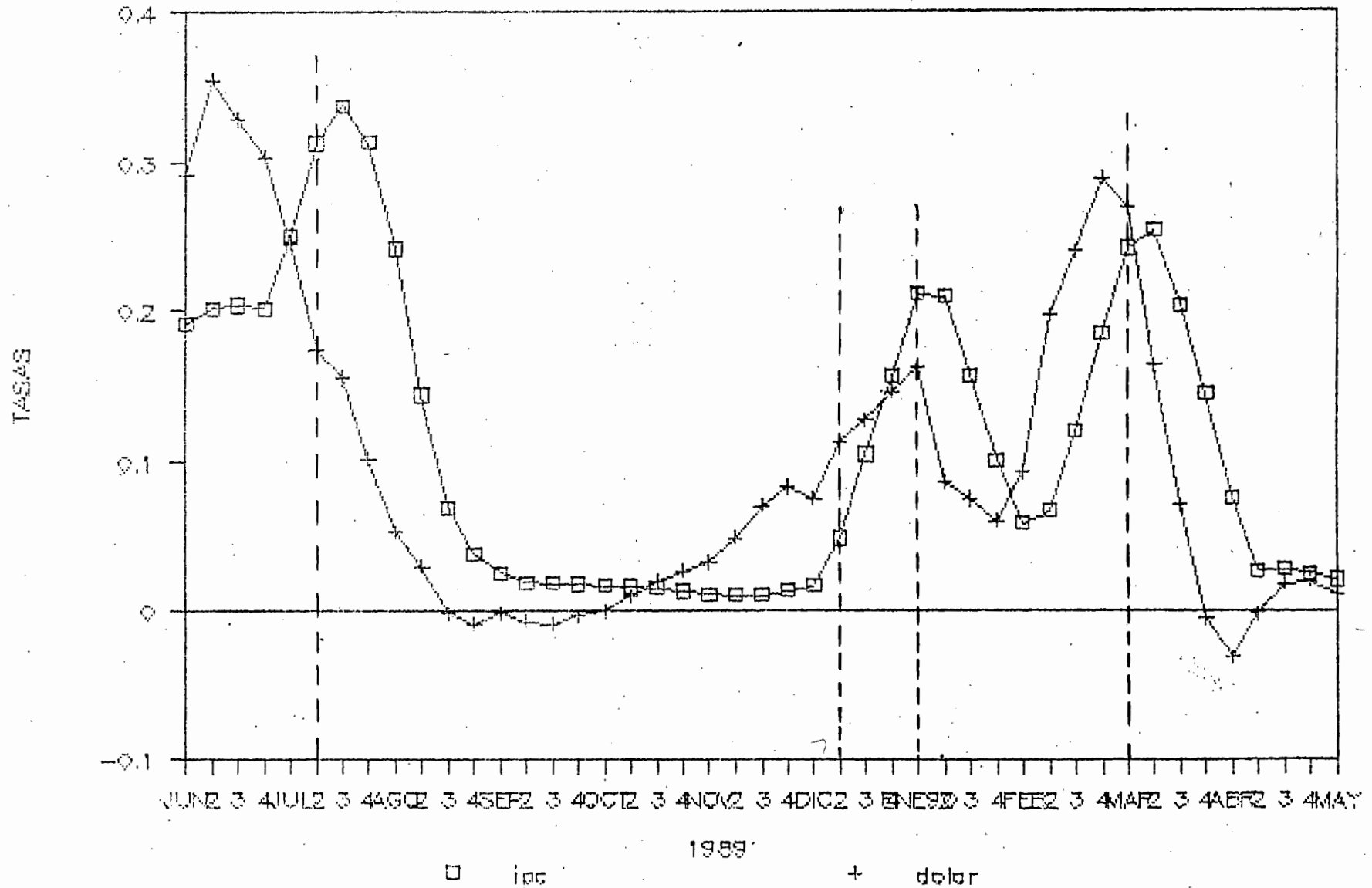


GRAFICO 18

Precio dólar libre y tasa de interés.
Tasas semanales

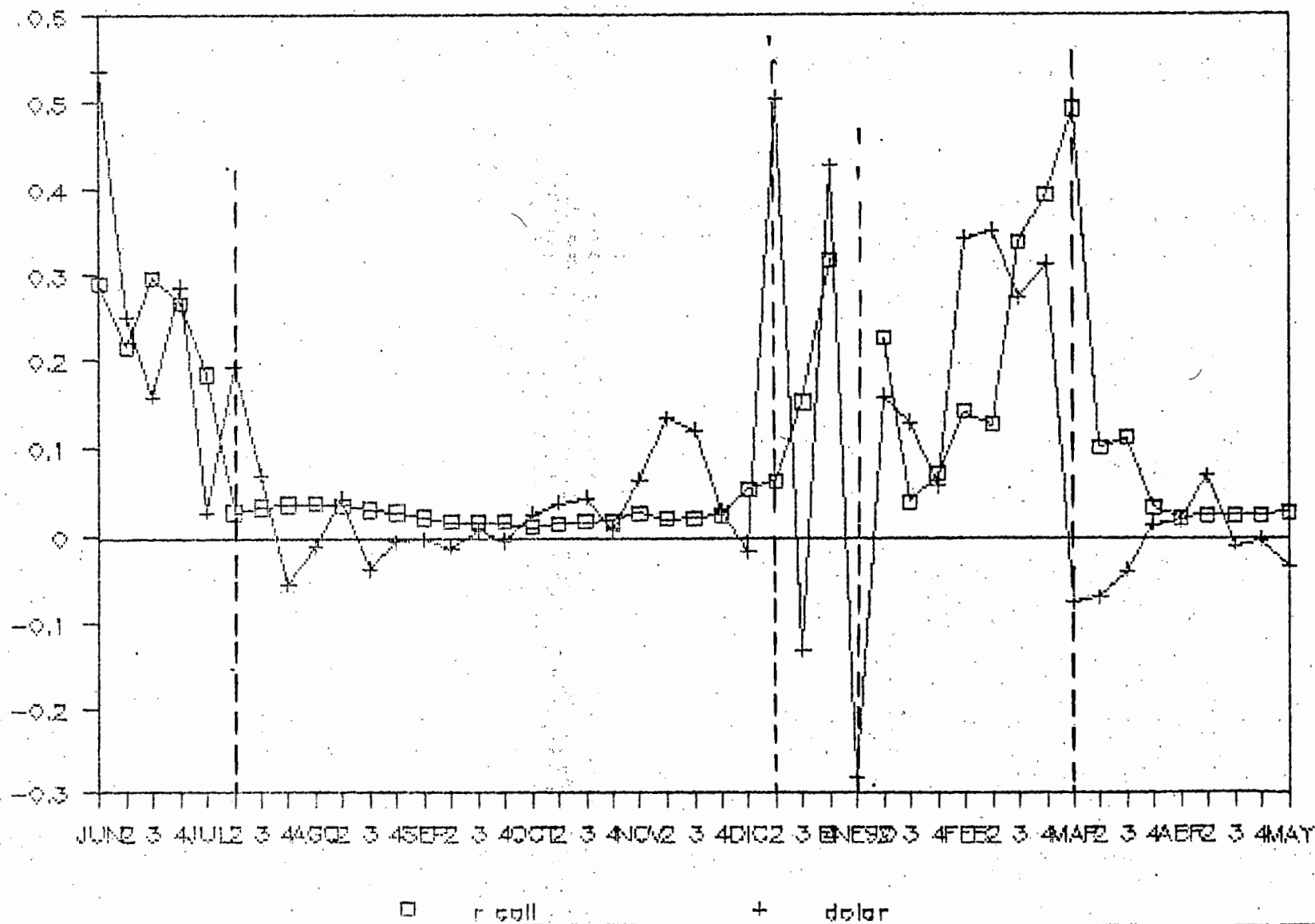


GRAFICO 19

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

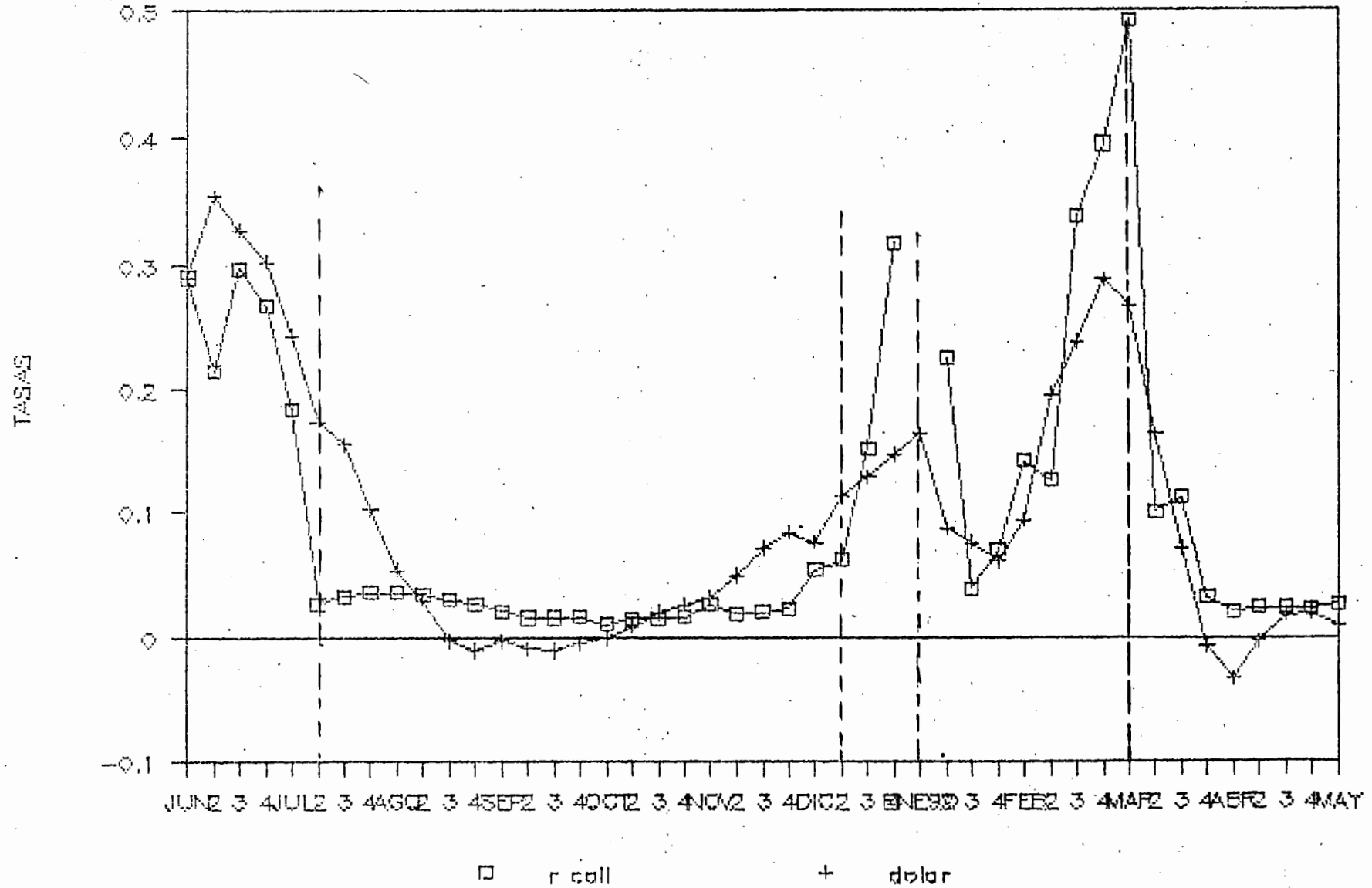


GRAFICO 20

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

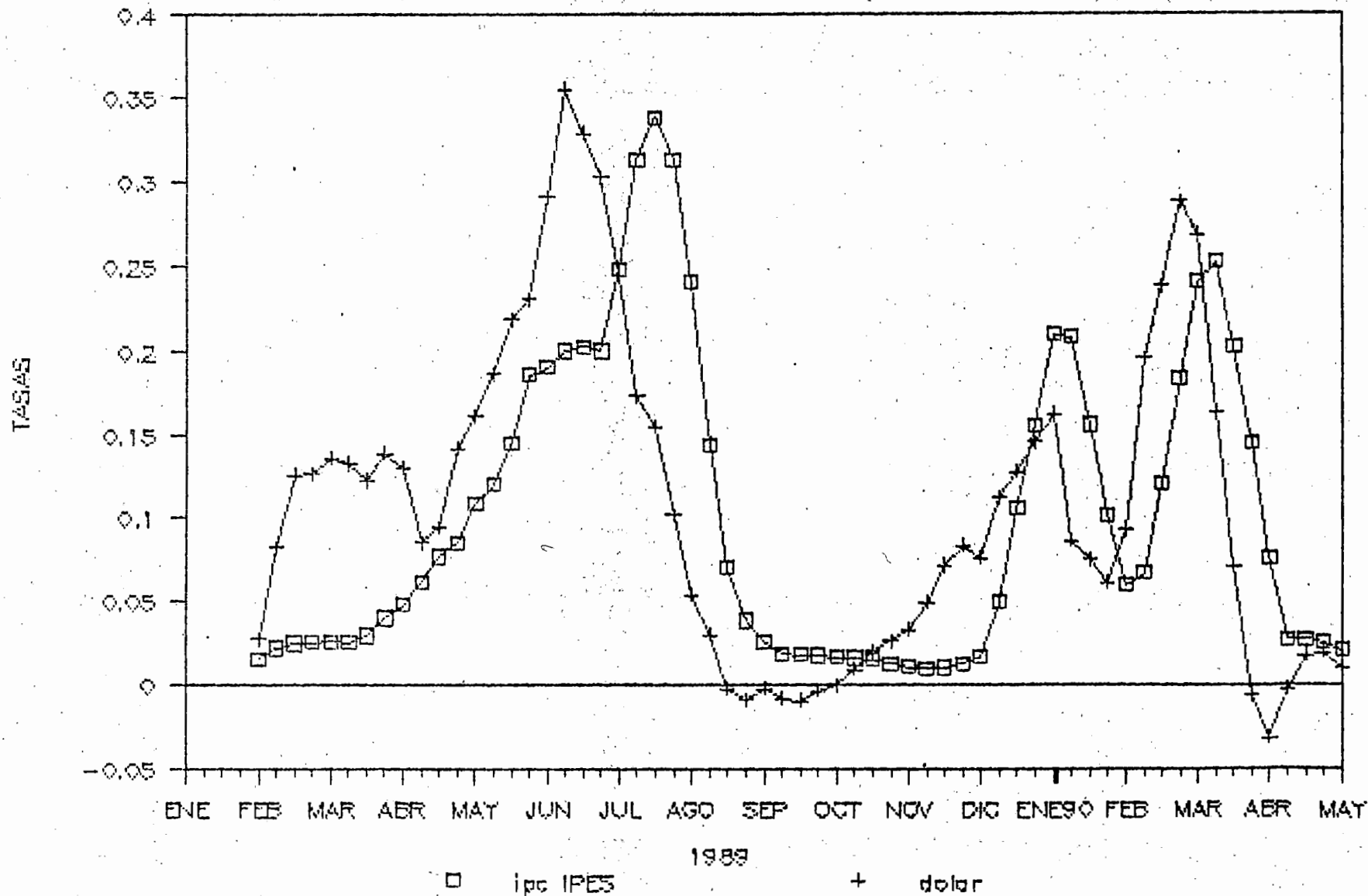
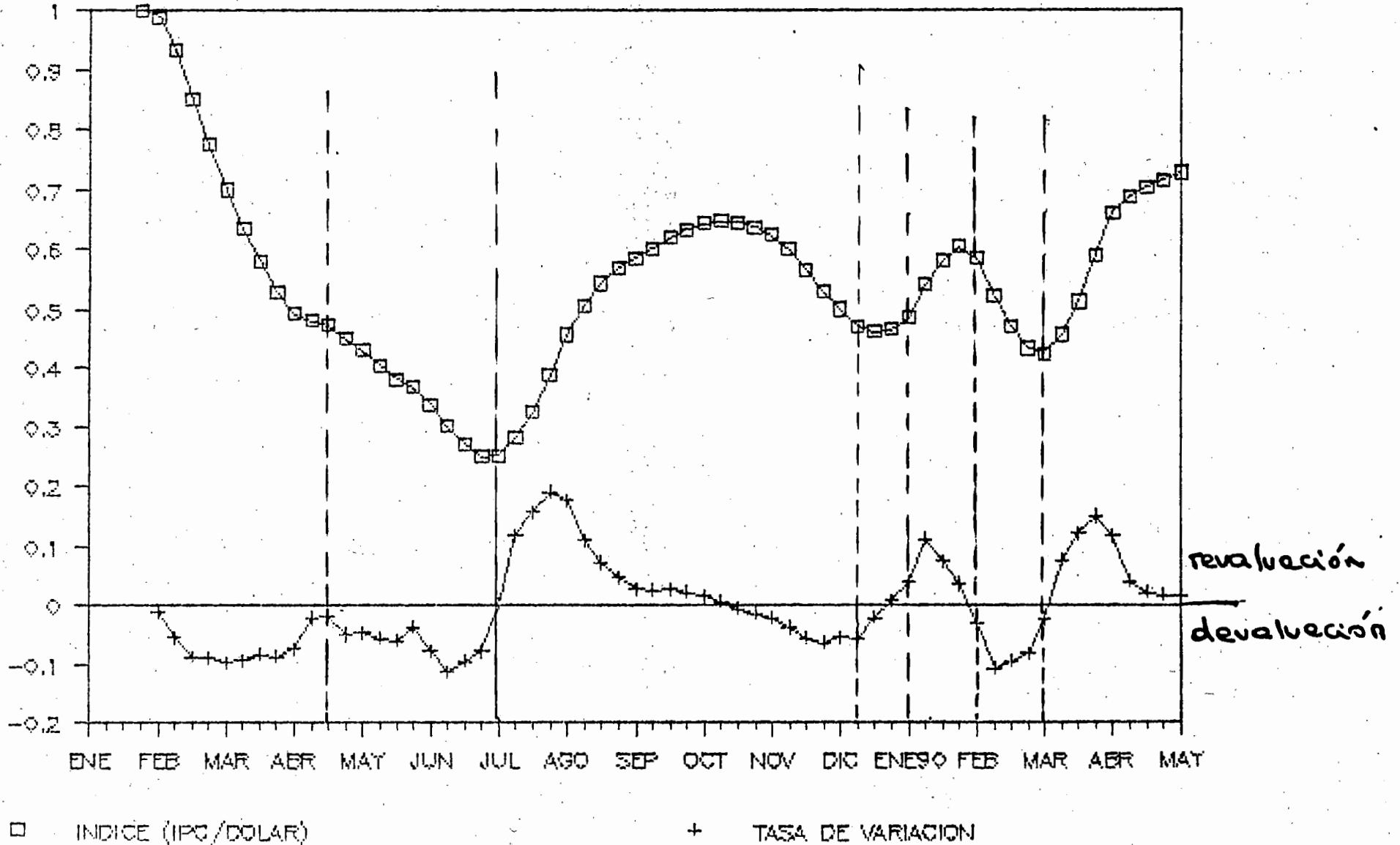


GRAFICO 21

IPC/Precio del dólar libre. Índice base primera semana de febrero=1.
Tasa de variación semanal



ANEXO

Tasas semanales de variación de las principales variables.

	IPC INDEC	IPC IPES	IPC DOL IPES	PAR	DOL IMP	DOL EXP	T.I.	CALL
	Mensuales							
ENE	8.9%	-7.7%						
2			1.0%	1.2%	1.2%	1.0%		3.0%
3			1.3%	0.5%	0.5%	0.9%		2.9%
4			1.4%	2.9%	2.9%	1.1%		3.1%
FEB	9.6%	10.2%	4.4%	11.5%	2.8%	1.7%		3.9%
2			3.1%	34.9%	1.9%	2.5%		4.2%
3			1.3%	1.9%	0.9%	4.0%		6.4%
4			2.0%	2.1%	0.9%	14.2%		7.4%
MAR	17.0%	14.1%	4.2%	19.9%	1.1%	7.0%		5.3%
2			2.9%	23.7%	1.9%	9.6%		4.8%
3			4.6%	4.9%	1.9%	3.1%		5.4%
4			6.9%	12.7%	1.5%	6.0%		5.6%
ABR	33.4%	33.3%	5.5%	2.1%	74.7%	55.6%		7.7%
2			12.6%	5.3%	12.5%	4.1%		8.5%
3			7.2%	30.5%	72.6%	0.9%		12.4%
4			11.1%	24.9%	24.9%	0.0%		20.0%
MAY	78.5%	78.5%	19.5%	5.9%	5.9%	83.6%		23.3%
2			8.1%	21.6%	21.6%	31.3%		21.5%
3			32.2%	40.2%	40.2%	40.0%		30.2%
4			18.6%	24.9%	16.9%	8.9%		36.4%
JUN	114.5%	107.7%	15.2%	53.7%	1.7%	-6.6%		29.1%
2			20.5%	25.0%	7.4%	7.4%		21.5%
3			21.7%	15.7%	13.3%	13.3%		29.8%
4			27.2%	28.8%	13.4%	13.8%		26.8%
JUL	196.6%	192.3%	45.3%	2.9%	17.0%	16.7%		18.4%
2			41.3%	19.2%	127.3%	127.9%		2.8%
3			21.4%	7.0%	0.0%	0.0%		3.4%
4			7.4%	-5.4%	0.0%	0.0%		3.7%
AGO	37.9%	36.1%	7.1%	-1.2%	0.0%	0.0%		3.7%
2			2.2%	4.3%	0.0%	0.0%		3.5%
3			1.5%	-3.7%	0.0%	0.0%		3.0%
4			2.2%	-0.6%	0.0%	0.0%		2.8%
SEP	9.4%	7.8%	2.1%	-0.2%	0.0%	0.0%		2.2%
2			1.7%	-1.2%	0.0%	0.0%		1.7%
3			1.7%	0.6%	0.0%	0.0%		1.7%
4			1.5%	-0.5%	0.0%	0.0%		1.7%
OCT	5.6%	6.2%	1.9%	2.5%	0.0%	0.0%		1.1%
2			1.5%	3.7%	0.0%	7.9%		1.6%
3			1.0%	4.3%	0.0%	1.8%		1.6%
4			0.5%	0.7%	0.0%	0.0%		1.7%
NOV	6.5%	5.0%	1.3%	6.4%	0.0%	0.0%		2.7%
2			1.5%	13.2%	0.0%	0.0%		2.0%
3			1.1%	12.0%	0.0%	0.0%		2.1%
4			2.6%	2.8%	0.0%	0.0%		2.4%
DIC	40.1%	49.1%	1.9%	-1.7%	0.0%	0.0%		5.4%
2			26.9%	50.5%	54.2%	40.0%		6.2%
3			20.2%	-13.1%	27.6%	39.7%		15.1%
4			24.2%	42.7%	46.8%	49.2%		31.8%
ENE90	79.2%	70.3%	23.3%	-28.1%	-32.2%	-32.3%		NA

ANEXO
(continuación)

Tasas semanales de variación de las principales variables.

	IPC INDEC	IPC IPES	IPC DOL PAR IPES	DOL IMP	DOL EXP	T.I. CALL
	Mensuales					
			4.5%	15.8%	18.0%	22.5%
			1.1%	12.8%	11.7%	3.9%
			-0.9%	5.7%	7.2%	7.0%
FEB	61.6%	62.7%	15.2%	34.4%	35.8%	14.1%
			18.8%	35.1%	35.0%	12.5%
			29.1%	27.4%	34.2%	33.9%
			22.1%	31.4%	25.3%	39.5%
MAR	95.5%	95.8%	37.3%	-7.6%	-11.8%	49.3%
			6.4%	-7.0%	-4.6%	10.1%
			1.3%	-3.9%	-2.6%	11.1%
			3.8%	1.4%	0.4%	3.3%
ABR	11.4%	10.2%	1.2%	1.8%	1.9%	2.2%
			3.2%	6.8%	6.5%	2.5%
			5.0%	-1.0%	-0.2%	2.5%
			-1.7%	-0.4%	-0.8%	2.4%
MAY			3.1%	-3.4%	-3.5%	2.7%