

# 17. Una evaluación comparativa de cuatro planes antiinflacionarios recientes

José Antonio Ocampo\*

La inflación y sus correlatos, las políticas antiinflacionarias y las polémicas sobre sus causas y soluciones, son historia antigua en la América Latina. No obstante, la intensidad de los procesos inflacionarios recientes y la naturaleza de las medidas dirigidas a combatirlos tienen muchos elementos novedosos. En este volumen se analizan las características y resultados de los "choques heterodoxos" recientes de la Argentina, el Brasil y el Perú y el fin de la hiperinflación boliviana. Este capítulo introductorio proporciona una visión comparativa de estas cuatro experiencias y resume algunas de las polémicas e interrogantes que han suscitado.

El capítulo se divide en cinco secciones. En la primera se presentan de manera sucinta algunos de los antecedentes de los planes recientes. En las dos secciones siguientes se discuten las bases conceptuales y la naturaleza de las medidas adoptadas. En la cuarta se estudian los resultados de los planes en términos de reducción de las tasas de inflación, comportamiento de los salarios y el empleo, remonetización de la economía, control del déficit fiscal, reactivación de la actividad productiva y evolución de la balanza de pagos. El trabajo termina con una corta sección de conclusiones.

## I. Antecedentes

Los cuatro países que analiza este trabajo tuvieron experiencias inflacionarias muy diversas en las tres décadas anteriores a la crisis de la deuda. Pese a brotes aislados de alta inflación (particularmente en 1959), la economía argentina mantuvo en los años cincuenta y sesenta ritmos de inflación que, para los patrones posteriores, deben considerarse como moderados. A comienzos de los años setenta y, sobre todo, a partir de los planes de estabilización que se iniciaron en 1975 la Argentina entró en la era de la inflación galopante. En efecto, según se aprecia en el cuadro 1, el ritmo de aumento de los precios permaneció a partir de entonces en niveles de tres dígitos, excepto de manera pasajera en 1980, cuando el sistema de preanuncios del tipo de cambio logró reducir temporalmente el ritmo de inflación, aunque a costa de un gigantesco atraso cambiario.<sup>1</sup>

\* Fedesarrollo, Bogotá. El autor agradece el apoyo del CIID en la realización de este trabajo.

Cuadro 1  
*Tasas anuales de inflación, 1950-1986<sup>a</sup>*  
*(precios al consumidor; porcentaje)*

	<i>Argentina</i>	<i>Bolivia</i>	<i>Brasil</i>	<i>Perú</i>
1950-1960	27.2	61.0	20.6	8.7
1960-1970	21.3	5.5	44.0	9.5
1971	39.1	3.3	18.1	7.7
1972	64.2	23.6	14.0	4.3
1973	43.9	34.8	13.7	13.8
1974	40.1	39.0	33.8	19.2
1975	334.9	6.0	31.2	24.2
1976	347.5	5.5	44.8	44.7
1977	150.4	10.5	43.1	32.4
1978	169.8	13.5	38.1	73.7
1979	139.7	45.5	76.0	66.7
1980	87.6	23.9	95.3	59.7
1981	131.2	25.2	91.2	72.7
1982	208.7	296.5	97.9	72.9
1983	433.7	328.5	179.2	125.1
1984	688.0	2 177.2	203.2	111.5
1985 (prestabilización)	1 530.7 <sup>b</sup>	17 411.5 <sup>c</sup>	233.8	247.0 <sup>e</sup>
1986 (prestabilización)			451.8 <sup>d</sup>	

FUENTE: 1950-1976, CEPAL, *Anuario Estadístico para América Latina y el Caribe*, 1985; *Estudio Económico de América Latina*, 1982; 1977-1984, CEPAL (1986), 1985 y 1986, cuadro 2.

<sup>a</sup> 1950-1970: inflación anual promedio en Buenos Aires, La Paz, São Paulo y Lima; 1971-1984: tasas anuales diciembre-diciembre según índices nacionales; 1985 y 1986: tasas anuales equivalentes prestabilización.

<sup>b</sup> Tasa anual equivalente correspondiente a enero-junio.

<sup>c</sup> Tasa anual equivalente correspondiente a enero-agosto.

<sup>d</sup> Tasa anual equivalente correspondiente a enero-febrero.

En el caso boliviano, la revolución nacionalista de 1952, con sus consecuentes transformaciones de la economía (reforma agraria, nacionalización de la gran minería, etcétera) y de la sociedad dieron origen a cinco años continuos en los cuales la inflación se mantuvo por lo general en niveles de tres dígitos. El programa ortodoxo de estabilización adoptado en 1957 frenó abruptamente este proceso e inició un periodo de cerca de quince años de gran estabilidad de precios. Este periodo fue sucedido por dos fases de aceleración brusca del ritmo de inflación a comienzos y fines de los años setenta, desencadenadas en ambos casos por reajustes bruscos del tipo de cambio. Después de estos rebotes inflacionarios, el ritmo de crecimiento de los precios tendió a moderarse, aunque continuaba en los primeros años de la década de los ochenta en niveles que, para los patrones de los años de estabilidad, eran elevados.<sup>2</sup>

En el caso brasileño, los programas de ajuste de mediados de la década de los sesenta dieron origen a una aceleración significativa del ritmo de inflación. Por el contrario, los años del “milagro” que sucedieron a esta fase de ajuste se caracterizaron por una desaceleración continua del ritmo de aumento de los precios. Las políticas de ajuste ante el primer choque petrolero interrumpieron esta tendencia, iniciando una etapa de aceleración escalonada del ritmo de inflación, que se elevó inicialmente a 40% anual. La maxidevaluación de 1979, que se adoptó como respuesta al segundo choque petrolero, y el aumento en la frecuencia de los ajustes salariales, de anuales a semestrales, desencadenaron un nuevo escalonamiento de la inflación, que alcanzó a partir de 1980 niveles cercanos a 100% anual.<sup>3</sup>

En el caso peruano, la relativa estabilidad de precios fue la norma hasta comienzos de los años setenta. A mediados de esa década, las presiones de demanda, primero, y los programas ortodoxos de ajuste, después, elevaron permanentemente el ritmo de crecimiento de los precios, con un patrón no muy diferente al brasileño. En efecto, el ritmo de inflación se estabilizó en 1976 por encima de 30% y dos años más tarde en un nivel que osciló, hasta 1982, entre 60 y 70 por ciento.<sup>4</sup>

Los procesos de ajuste que se iniciaron en 1981 dieron origen a procesos inflacionarios que no tenían antecedentes en ninguna de estas economías. En la Argentina, la sucesión de periodos de ajuste del tipo de cambio sucedidas por fases de fuerte presión salarial—facilitadas a lo largo de 1983 por la debilidad del gobierno militar y desde fines de dicho año por el objetivo del gobierno democrático recién establecido de buscar una recuperación de los ingresos reales de los trabajadores—condujo a un proceso de inflación creciente, que ya en el primer semestre de 1985 había alcanzado ritmos mensuales promedio de 26%.<sup>5</sup> En Bolivia la hiperinflación avanzó plenamente a partir de la crisis cambiaria de marzo de 1982. La interrupción brusca de los flujos de capital, la caída continua de los ingresos de exportación, las catástrofes naturales de 1983, la fragilidad política del primer gobierno democrático que asumió el poder en octubre de 1982 y, en particular, su incapacidad para controlar la presión sindical condujeron al fracaso de seis planes de estabilización adoptados entre noviembre de 1982 y febrero de 1985. El ritmo de aumento de los precios superó por primera vez el 50%

mensual en abril de 1984, dando inicio a la fase de hiperinflación, de acuerdo con la definición de Cagan (1956). Este nivel se superó durante cinco de los primeros ocho meses de 1985.<sup>6</sup>

Por otra parte, en el Brasil, la maxidevaluación y el choque agrícola desfavorable de 1983 elevaron nuevamente el escalón inflacionario a más de 200% anual. Además, la sequía de 1985 desencadenó una nueva ola de aumento de los precios de alimentos, que comenzó a reflejarse a nivel del índice de precios al consumidor en diciembre de dicho año. La tasa de inflación de los primeros dos meses de 1986 (15% mensual) presagiaba no sólo un nuevo ascenso inevitable del escalón inflacionario, sino también la adopción de una escala móvil de salarios (reivindicación que el partido en el gobierno había apoyado cuando se encontraba en la oposición) o el aumento en la frecuencia de los reajustes de los ingresos de los trabajadores, con lo cual la economía se habría situado también a las puertas de la hiperinflación.<sup>7</sup> Por último, los desastres naturales y las políticas de ajuste del tipo de cambio y de los precios públicos elevaron la inflación peruana por encima de 100% anual en 1983. Fuera de ello, durante el primer semestre de 1985, el gobierno saliente de Belaúnde Terry aceleró la devaluación y el ajuste de los precios controlados, elevando nuevamente el ritmo de inflación a cerca de 11% mensual (250% anual).<sup>8</sup>

La aceleración inflacionaria se reprodujo gracias a mecanismos de indización formal o informal cada vez más arraigados. El mayor grado de indización formal se había alcanzado desde tiempo atrás en el Brasil, donde cubría legalmente los contratos salariales y existían títulos de ahorro y de deuda pública denominados en valor constante. En Bolivia, el principio de la escala móvil de salarios se introdujo en noviembre de 1982, poco después de la posesión del gobierno democrático; este sistema fue sustituido por un ajuste cuatrimestral de los ingresos laborales en abril de 1984 y mensuales en mayo del año siguiente. Mucho más importantes que esta indización oficial fueron, sin embargo, las presiones sindicales y la indización creciente de la economía al tipo de cambio *negro* que se generalizó durante la hiperinflación.<sup>9</sup> La indización informal de los salarios estaba, además, ampliamente arraigada en la Argentina desde los años setenta, sujeta en diferentes periodos a lineamientos o congelamientos oficiales. Por último, en el Perú, aunque el proceso de indización salarial estaba menos arraigado, existía una forma particular de indización en el mercado financiero —la dolarización— que se había desarrollado rápidamente desde comienzos de los años ochenta, gracias a la autorización que se concedió a fines de la década de los setenta al sistema financiero nacional para recibir depósitos denominados en moneda extranjera.

La inflación creciente estuvo acompañada en todos los países por una reducción de la demanda de dinero (*M1*) y su sustitución por cuasi dineros denominados en moneda nacional y, aún más, por activos denominados en moneda extranjera. El proceso de desmonetización fue particularmente rápido en los dos países en los cuales el ritmo de aumento de los precios se aceleró de manera espectacular. En Bolivia, la relación de dinero-PIB se redujo de 7.3 en 1982 a sólo 2.3% en 1985. En la Argentina, la misma relación cayó de 8.9 en el primer trimestre de 1981 a 3.4% en el segundo trimestre de 1985; en el mismo periodo, la relación de depósitos de interés-PIB se

redujo de 27.6 a 7.4%. En el Brasil, por su parte, la relación de dinero-PIB se redujo de 12.0 a 6.0% entre 1979 y 1984, pero los cuasi dineros aumentaron como proporción de la producción nacional en esos mismos años de 2.5 a 5.7%. En el Perú, aunque la relación de dinero-PIB se redujo en los años ochenta, el total de activos líquidos denominados en moneda nacional se mantuvo constante en torno de 17% del PIB y la liquidez total aumentó como proporción de la producción nacional, como resultado del crecimiento acelerado de los depósitos denominados en moneda extranjera; de hecho, a mediados de 1985 estos depósitos representaban más de 60% de los activos líquidos internos.<sup>10</sup>

Pese a los enormes esfuerzos de ajuste fiscal en todos los países analizados —en particular los recortes dramáticos de los programas de inversión del Estado—, solamente el Perú tenía en 1985 niveles de desequilibrio nominal de las finanzas públicas que pueden considerarse moderados. En efecto, en ese país el déficit consolidado del sector público se había reducido a 2.9% del PIB en dicho año, que equivalía a un superávit antes del pago de intereses de 3.6% y permitía reducir de manera significativa el financiamiento interno neto.<sup>11</sup> Por el contrario, en la Argentina el desequilibrio fiscal oscilaba en torno del 8% del PIB en 1984 y el primer semestre de 1985. A ello se agregaba un déficit cuasi fiscal en que incurría el Banco Central por sus operaciones de encaje y redescuento; este déficit ascendía a 2.7% del PIB en 1984 y a 5.6% en el segundo trimestre de 1985.<sup>12</sup> En Bolivia, el déficit consolidado del sector público había ascendido a 14% en 1984 y de 11 a 13% en 1985.<sup>13</sup> Por último, en el Brasil, después de un ajuste que terminó en 1984, el déficit operacional del sector público (es decir, ajustado por el componente inflacionario de la deuda interna) se había ampliado a 5.2% del PIB en 1985. Este déficit equivalía a un déficit nominal de 35% y exigía un crecimiento de la deuda interna real de 23% para financiarlo.<sup>14</sup>

En todos los países analizados, la presión sobre las finanzas públicas se acrecentó durante los años de la crisis por tres razones diferentes. En primer término, la devaluación real elevó considerablemente el costo interno del servicio de la deuda pública externa. Este factor fue acrecentado en la Argentina y el Brasil por la nacionalización de gran parte de la deuda privada. Por el contrario, en Bolivia y el Perú, después de un efecto inicial adverso, éste fue atenuado por la suspensión total o parcial del pago de la deuda. En segundo lugar, el aumento en las tasas internas de inflación elevó también de manera considerable el servicio de la deuda interna. Este efecto fue particularmente fuerte en el Brasil, como consecuencia de la estrategia iniciada desde fines de los años setenta de aumentar el financiamiento interno no monetario del presupuesto. Por último, las mayores tasas de inflación afectaron también adversamente los ingresos fiscales, debido a los rezagos del sistema impositivo y, en algunas ocasiones, a la utilización de los precios públicos como instrumentos antiinflacionarios. El deterioro de los ingresos corrientes del sector público fue dramático en Bolivia durante la hiperinflación. En efecto, entre 1981 y 1985 (antes de la estabilización), los impuestos del gobierno nacional disminuyeron de 9.4 a 1.3% del PIB; para el sector público consolidado, los ingresos corrientes se redujeron de 32 a 22% del PIB entre 1982 y 1984.<sup>15</sup>

Los procesos de ajuste que se adoptaron a partir de 1981 condujeron, por otra parte, a la generación de un superávit comercial importante en todos los países considerados. En 1984, el superávit de la balanza comercial y de servicios no financieros representaba el 42% de las exportaciones de bienes en el Brasil y el 40% en la Argentina; aunque la proporción correspondiente era muy inferior en el Perú y Bolivia –25 y 21%–, el origen de esta situación fue el comportamiento mucho más desfavorable de las exportaciones durante los primeros años de la década de los ochenta (véase al respecto el cuadro 9 más adelante). No obstante, como se ha resaltado a menudo en los últimos años, el esfuerzo dramático de generación de excedentes comerciales para pagar la deuda no logró normalizar la situación externa de los países analizados y se realizó casi enteramente por medio del recorte de las importaciones reales (de cerca de 40% en Bolivia, el Brasil y el Perú y de 50% en la Argentina entre 1980 y 1984). Sólo el Brasil experimentó durante los años más severos de la crisis un crecimiento significativo de las exportaciones.

La consecuencia de este ajuste de la balanza de pagos fue una severa recesión interna. Tres de los cuatro países analizados permanecían en 1984 con niveles de producción inferiores a los de 1980: en la Argentina el PIB total se había reducido entre estos dos años en 6%, en Bolivia en 10% y en el Perú en 3%. Además, la reactivación leve que habían experimentado las economías argentina y peruana desde 1983 se revirtió desde el último trimestre de 1984 en el primero de estos países y desde el segundo trimestre de 1985 en el Perú, debido a las políticas de ajuste que antecedieron a los planes antiinflacionarios que son objeto de este trabajo. De esta manera, sólo el Brasil, entre los cuatro países analizados, había sobrepasado en 1984 los niveles de producción de 1980 y llegó al choque antiinflacionario en medio de una reactivación vigorosa.

Así las cosas, en todos los países estudiados la inflación desbordada había sido el resultado de los procesos de ajuste adoptados desde 1981, como traumático reflejo de los enormes esfuerzos por generar un superávit comercial. En todos ellos, la inflación se había acelerado en los meses anteriores a la estabilización. La aceleración inflacionaria de los años ochenta estuvo acompañada en la Argentina, Bolivia y el Brasil por una caída drástica de la demanda de dinero y, en el primero de estos casos, por una reducción de la demanda de cuasi dineros en moneda nacional. En estos tres países, los desequilibrios fiscales nominales continuaban siendo altos. Además, con la excepción del Brasil, todas las naciones analizadas estaban experimentando una recesión severa en el momento en el cual se adoptó el plan antiinflacionario.

## II. Bases conceptuales de los planes

Los planes antiinflacionarios que son objeto de este trabajo ofrecen dos contrastes importantes. El primero de ellos es, obviamente, la diferencia marcada entre el plan ultraortodoxo de Bolivia y los “choques heterodoxos” de los otros tres países.

A su vez, existe también una disparidad entre los planes de la Argentina y el Brasil, en los cuales se buscaba ante todo frenar la “inflación inercial”, y el del Perú, en el cual se perseguían simultánea e incluso prioritariamente otros objetivos.

De acuerdo con los gestores del plan boliviano, la causa básica de la hiperinflación fue el crecimiento excesivo de los medios de pago, alimentado a su vez por un desequilibrio fiscal incontrolado. Esta concepción se unía, al menos en la visión de uno de sus principales gestores, con la percepción de que el nivel de precios estaba determinado por el tipo de cambio negro y la especulación en este último mercado cambiario por la divergencia entre el crecimiento de los medios de pago y la devaluación oficial; ideas que, por lo demás, no son necesariamente congruentes con la concepción básica.<sup>16</sup> Aún más importante, el choque ortodoxo boliviano ha sido uno de los intentos más ambiciosos que se haya registrado en país en desarrollo alguno, de combinar un drástico programa macroeconómico de corto plazo con un reajuste estructural en un espacio breve de tiempo; este último incluye la liberación del sector externo, del mercado laboral y del sector financiero y un reajuste a fondo de la estructura y finanzas del sector público.

El objetivo central de los planes argentino y brasileño era frenar la “inflación inercial”. El choque heterodoxo implantado para tal propósito puede entenderse con base en dos distinciones básicas que se derivan, respectivamente, de la tradición estructuralista latinoamericana y de los aportes poskeynesianos al análisis de la inflación. La primera es la diferenciación entre los desequilibrios que dan origen a reajustes en los precios relativos—presiones inflacionarias básicas— y los mecanismos de propagación o de reproducción, mediante los cuales dichas presiones se transmiten a la economía para producir un aumento generalizado y persistente de los precios.<sup>17</sup> Mientras el hincapié de los aportes estructuralistas más antiguos recaía sobre los primeros de estos fenómenos,<sup>18</sup> la bibliografía reciente sobre “inflación inercial” ha destacado el papel que desempeñan los mecanismos de reproducción.<sup>19</sup> Las ideas centrales pueden entenderse con la ayuda del modelo de Modiano (1987). De acuerdo con este trabajo, existe una “inflación de equilibrio” o “inflación inercial” que resulta de la intersección de dos curvas: una que expresa los equilibrios distributivos *reales* en un momento determinado y otra que refleja las reglas de reajuste de los salarios (u otros precios) con la inflación. En este contexto podríamos llamar “presiones básicas” a las fuerzas económicas que desplazan las curvas respectivas y “mecanismos de reproducción” a las reglas de reajuste o indización que determinan la forma que tiene la segunda de ellas. Nótese que la “pugna distributiva” ampliamente resaltada por la bibliografía estructuralista latinoamericana está implícita en uno u otro lado del fenómeno inflacionario—es decir, en los equilibrios distributivos reales y en los mecanismos de indización. Por otra parte, es necesario resaltar que la inflación es, en todo momento, resultado de ambos tipos de factores—es decir, la inflación refleja tanto las presiones sobre los precios relativos como los mecanismos de reproducción que se han arraigado en la economía. Para expresarlo de otra manera, en toda economía, pero particularmente en aquellas con larga tradición inflacionaria, el ritmo de aumento de los precios es, en todo momento, tanto “inflación estructural” como “inflación inercial”.

La segunda distinción que se utiliza ampliamente en la teoría del “choque heterodoxo” es la que han hecho diversos autores poskeynesianos entre mercados de “precios fijos” y de “precios flexibles”.<sup>20</sup> Los primeros incluyen no solamente los que fija directamente el gobierno, sino también un conjunto amplio de precios que se determinan, no con base en las condiciones de oferta y demanda de corto plazo, sino en la evolución de algunos precios “básicos” –el tipo de cambio, el nivel salarial, los precios regulados por el gobierno y algunos precios flexibles (los de bienes agropecuarios, en particular). Esta idea esencial tiene, a su vez, dos variantes importantes. La primera de ellas se deriva de la idea poskeynesiana clásica según la cual en mercados financieros los precios se fijan con base en la adición de un margen de utilidades más o menos constante sobre los costos de producción. La segunda es una extensión de esta idea básica a un contexto de alta inflación. En estas condiciones es fundamental para los agentes económicos reajustar periódicamente sus precios o remuneraciones, para lo cual deben contar con información sobre la evolución probable de otros precios de la economía; sin embargo, debido a los altos costos que implicaría la búsqueda de toda la información pertinente, es racional que las expectativas sobre la inflación futura se basen en este contexto en el comportamiento pasado de algunos precios básicos.<sup>21</sup>

De estos conceptos se deriva la idea esencial del choque heterodoxo: por medio del control de algunos precios clave (el tipo de cambio, los salarios y los precios regulados por el Estado) es posible frenar la inflación en los mercados de precio fijo y erradicar una “inflación inercial” alta. Se trata, así, de coordinar a los agentes económicos para que los mecanismos de reproducción de la inflación sean congruentes con el nuevo equilibrio en el ritmo de aumento de los precios. Obviamente un proceso de este tipo exige corregir al mismo tiempo los fenómenos que genera la alta inflación en el mercado financiero (la indización y las altas tasas de interés) y en otras formas de contratos futuros. De las consideraciones anteriores surge también el principal problema que enfrenta un programa de esta naturaleza: la incapacidad para controlar los precios flexibles y las presiones inflacionarias básicas. A ello se agregan otro cúmulo de dificultades relacionadas con la falta de sincronización de los aumentos de “precios fijos”. En efecto, en todo momento existen precios que han sido recién ajustados con base en costos o en la inflación esperada y otros que han permanecido fijos por algún tiempo; este problema es obviamente mayor cuando la inflación es más baja, ya que en este caso la frecuencia de los reajustes es menor.

Aunque en el caso peruano la idea de reducir la “inflación inercial” quedó explícitamente incorporada en el plan macroeconómico, los objetivos del programa eran más amplios. En efecto, fuera de la reducción de la inflación existía el propósito explícito de reactivar la economía y de redistribuir el ingreso hacia los trabajadores del sector informal urbano y del sector rural andino, creando las bases de un mercado nacional de masas.

Aunque la estrategia global no estaba exenta de contradicciones y vacíos, estas ideas básicas permearon algunas de las medidas del plan. Por lo demás, esto indica que, si se tienen en cuenta los objetivos más generales de la política económica, la meta de inflación no podía ser tan modesta



como en la Argentina o el Brasil, ya que la redistribución del ingreso exigía cambios importantes en los precios relativos.<sup>22</sup>

### III. Las medidas de política

Acorde con su concepción básica, la nueva política económica boliviana que se anunció a fines de agosto de 1985 contenía dos tipos de medidas.<sup>23</sup> Las primeras se dirigían a estabilizar la economía en el muy corto plazo. Las más importantes en términos de equilibrio fiscal y control monetario fueron la elevación del precio de la gasolina a niveles internacionales, el incremento simultáneo de los impuestos que la empresa de petróleos debía pagar al gobierno nacional, la congelación de salarios en el sector público, un recorte adicional en los programas de inversión del Estado y la obligación de las empresas públicas de pagar al gobierno impuestos y regalías en mora y de depositar sus excedentes de caja en el Banco Central. En el frente cambiario se devaluó el tipo de cambio oficial, igualándolo con el del mercado negro (una devaluación de 1 600%) y se estableció un tipo de cambio flexible, controlado mediante intervenciones del Banco Central alimentadas con las divisas provenientes de las exportaciones de las empresas públicas. Finalmente, se eliminaron todos los controles de precios (excepto para transporte y servicios públicos) y se congeló el salario mínimo.

En el frente estructural, se eliminaron inmediatamente los controles de cambio y de importaciones y se disminuyeron los aranceles a un promedio de 23%. Un año más tarde se adoptó un régimen arancelario con una tarifa uniforme de 20%. Desde el punto de vista del mercado laboral, se estipuló la libertad para fijar los salarios, sujetos únicamente a un salario mínimo, y se redujeron de manera significativa las limitaciones legales a los despidos. Se eliminaron todas las restricciones sobre tasas de interés y se autorizó a los bancos efectuar operaciones en moneda extranjera. Por último, se propuso una reforma tributaria exenta de progresividad, que fue aprobada por el Congreso en mayo de 1986, y se iniciaron varias medidas de reestructuración del sector público, que incluyen el cierre de varias minas y el despido de un número considerable de trabajadores estatales.

En la evolución del Plan Austral deben distinguirse tres etapas diferentes.<sup>24</sup> La primera de ellas se inició con la adopción de las medidas de choque en junio de 1985. Estas medidas incluyeron: *i*) una congelación generalizada de salarios, precios, tipo de cambio y tarifas públicas, después de un reajuste inicial de los dos últimos; para evitar, sin embargo, que los salarios entraran atrasados al congelamiento, fueron ajustados en junio en 22.9%, proporción equivalente a 90% de la inflación de mayo; *ii*) a este conjunto de medidas “heterodoxas” se le adjuntó, sin embargo, un paquete fiscal “ortodoxo”, dirigido a reducir el déficit fiscal a 2.5% del PIB; las medidas fiscales incluían el mantenimiento de los niveles modelados de gasto público que se habían alcanzado en el periodo de la alta inflación, el incremento de las tarifas públicas, de los impuestos al comercio exterior y a

los combustibles y un sistema de ahorro forzoso para los sectores de mayores ingresos; por otra parte, se esperaba que la disminución de la inflación aumentaría los ingresos tributarios, al reducirse el efecto erosionante del rezago fiscal, y que la reducción de las tasas de interés nominales y el aumento de los depósitos en cuenta corriente recortarían automáticamente el déficit cuasi fiscal en que incurría el Banco Central por sus operaciones de encaje y redescuento; y *iii*) en el frente monetario se adoptó una nueva moneda, el Austral, se redujo la tasa de interés regulada de 30 a 4% mensual y se estableció una tabla de conversión de los contratos futuros estipulados en pesos argentinos a australes de acuerdo con la inflación que prevalecía antes del Plan.

La segunda etapa se caracterizó por la flexibilización gradual del congelamiento. Esta fase se inició desde los primeros meses de 1986 con algunas autorizaciones de alzas de precios industriales y se acentuó en abril del mismo año, cuando se establecieron incrementos preanunciados de las tarifas públicas, pautas para los reajustes salariales, un régimen de minidevaluaciones del tipo de cambio y un sistema casi automático de reajuste de los precios en función de los costos. Finalmente, en septiembre de 1986 se inició una tercera etapa de acrecentamiento de los controles, que incluyó la eliminación de los ajustes automáticos de precios, la reafirmación de las pautas de ajuste salarial, el anuncio de que el tipo de cambio y las tarifas públicas se corregirían en función de una inflación objetivo de 3% mensual, que se reduciría paulatinamente, y un nuevo congelamiento general en febrero de 1987. Por último, durante esta etapa se adoptó una política monetaria más restrictiva y algunas acciones dirigidas a reducir la presencia del Banco Central en la intermediación financiera.

El Plan Cruzado,<sup>25</sup> adoptado en el Brasil a fines de febrero de 1986, tuvo dos elementos en común con el Plan Austral: la congelación general de precios y la reforma monetaria, que incluía en este caso la eliminación de las cláusulas de indización financiera, excepto para las cuentas de ahorro. Sin embargo, en otros aspectos los dos planes tuvieron elementos diferentes. En primer término, no se realizaron ajustes iniciales del tipo de cambio y de los precios públicos. Este último aspecto fue sin duda problemático, ya que muchos precios públicos se habían rezagado durante el ensayo de congelación parcial de precios de abril a julio de 1985. En segundo lugar, tampoco se estableció una meta de reducción del déficit fiscal. De hecho, se supuso que el sector público, una vez que se tenía en cuenta la reducción en el costo del servicio de la deuda interna producido por la desindización, estaba en equilibrio gracias a la reforma tributaria de diciembre de 1985. Esta última había incluido algunas medidas para combatir los efectos del rezago fiscal en los ingresos tributarios, aumentado la incidencia de los impuestos sobre las ganancias por inflación en el sistema financiero, reducido la retención en la fuente sobre salarios para disminuir las devoluciones de impuestos y establecido declaraciones de renta semestrales para las empresas grandes.

La diferencia más importante entre el Plan Cruzado y el Austral fue, sin embargo, la política salarial. El sistema de conversión de salarios a cruzados fue mucho más complejo que el argentino, ya que en el Brasil el régimen legal de reajuste de las remuneraciones de los trabajadores era semestral, según hemos visto. De esta manera, se adoptó una tabla de conversión que garantizaba que el salario

base (incluyendo bonificaciones, avances y otros beneficios) era igual al ingreso real promedio del semestre anterior; el factor de conversión dependía, así, del mes en el cual se había hecho el último reajuste. Fuera de lo anterior, se otorgó una bonificación extraordinaria de 8% y se elevó el salario mínimo en una proporción aún mayor, que equivalía a un aumento real de 16% respecto al promedio del último semestre antes del Plan. Por otra parte, no se congelaron los salarios, sino que se restableció el sistema de reajustes anuales que había existido antes de 1979. En la primera versión del Plan no se incluyó, además, ningún ajuste automático por costo de vida; no obstante, en las versiones posteriores se incorporó una cláusula de ajuste automático por 60% de la variación del índice de precios al consumidor y una escala móvil según la cual los salarios se reajustarían automáticamente cuando la inflación acumulada alcanzara 20 por ciento.

Poco después de iniciada la estabilización fue evidente que el Plan había generado un exceso de demanda considerable y fijado precios claramente equivocados para algunos bienes, que se reflejaron en un desabastecimiento de ciertos artículos esenciales (carne, leche, etcétera) y en largas esperas para adquirir otros (automóviles). Las medidas de ajuste ante estos problemas se retardaron enormemente, debido al temor del gobierno de afectar desfavorablemente los resultados de las elecciones de noviembre. En julio se adoptaron algunas medidas tímidas para controlar el crecimiento de la demanda agregada, consistentes en la imposición de un esquema de ahorro forzoso atado al impuesto de ventas de combustibles y de algunos bienes para los cuales el exceso de demanda era más obvio (como los automóviles). Ante el deterioro que comenzó a experimentar la balanza comercial, se reintrodujeron las minidevaluaciones en octubre y el gobierno ofreció a los exportadores la posibilidad de depositar sus ingresos en dólares en el Banco Central, como mecanismo de protección contra una eventual maxidevaluación. Las medidas más importantes sólo se adoptaron, sin embargo, la noche de la victoria electoral, el 21 de noviembre, y estuvieron dirigidas a aumentar los ingresos fiscales en 4% del PIB mediante el reajuste de algunos impuestos indirectos y precios públicos. Estos reajustes condujeron de hecho a la ruptura del congelamiento, que se agudizó en enero de 1987, cuando se hizo efectiva por primera vez la escala móvil de salarios. Finalmente, para hacer frente al rápido deterioro de la situación de reservas, en febrero de 1987 el gobierno decretó la suspensión del servicio de la deuda con la banca comercial.

Las medidas adoptadas por el gobierno de Alan García en el Perú, a comienzos de agosto de 1985, tuvieron algunos elementos en común con los planes adoptados en la Argentina y el Brasil, pero también muchas diferencias importantes.<sup>26</sup> Los elementos comunes fueron la congelación de precios y la introducción de una nueva moneda, el inti, a lo cual se agregó la ampliación de la lista de precios fijados directamente por el gobierno. Como golpe de opinión, se redujeron, además, los precios de algunos productos básicos (fideos, aceites, cemento y medicinas). Como en el caso argentino, se reajustó inicialmente el tipo de cambio en 12%; adicionalmente, se creó un tipo de cambio financiero con una prima de 25% sobre el nuevo cambio oficial, con el propósito de motivar la conversión, en moneda nacional, de los activos financieros internos denominados en dólares y de hacer posible la devaluación sucia en los meses siguientes. Para darle un mayor

colchón de divisas al plan, se anunció que los pagos por servicio de la deuda externa se restringirían a 10% de las exportaciones; este límite se aplicó al comienzo únicamente a la deuda pública, pero fue ampliado poco después al total de la deuda externa.

También como en el caso argentino, se reajustaron inicialmente los precios públicos (33.6% los combustibles y de 15 a 30% otras tarifas) para darle un margen fiscal al programa, adicional al que se había logrado en los años anteriores. La política salarial tuvo, por el contrario, un patrón similar aunque más drástico que el brasileño: el salario mínimo se reajustó inicialmente en 50% y otros salarios en un promedio de 12 a 13%. En materia monetaria, se estableció un canje marginal para la banca comercial de 75% y la tasa de interés activa se redujo de manera gradual y a niveles que fueron inicialmente elevados (de 280 a 110 y a 75% a fines de agosto). A ello se agregó la prohibición de nuevas emisiones de activos financieros denominados en moneda extranjera.

Las medidas anteriores se hicieron más radicales en febrero de 1986, cuando se redujo la tasa activa de interés a 40%, se disminuyeron en cinco puntos los impuestos indirectos (de 11 a 6% el impuesto general a las ventas y de 17 a 12% la sobretasa a las importaciones de insumos industriales), se reajustaron nuevamente los salarios, particularmente el mínimo, se redujeron en 10% algunas tarifas públicas, se estableció el Programa de Apoyo al Ingreso Temporal para generar inmediatamente 75 mil empleos y se anunció que el tipo de cambio permanecería fijo hasta diciembre. Para compensar el deterioro de la balanza de pagos a lo largo de 1986 se establecieron controles crecientes a las importaciones y se realizó una devaluación sucia; esta última facilitada con la creación de una tercera tasa de cambio en agosto, que se aplicó en porcentajes variables a las exportaciones no tradicionales. En este último mes se prohibieron, además, las remisiones de utilidades al exterior por dos años. Finalmente, en diciembre de 1986 se inició una fase de "flexibilización" del plan, que incluyó un sistema de minidevaluaciones preanunciadas del tipo de cambio y el reajuste de los precios controlados con los costos.

## IV. Resultados

### 1. Control de la inflación

En todos los casos analizados, la política económica logró una reducción inicial considerable del ritmo de inflación. Sin embargo, también en todos ellos se experimentaron rebotes inflacionarios más o menos severos, que los gobiernos no pudieron controlar siempre adecuadamente, y se experimentaron distorsiones apreciables, aunque de diferente signo, en los precios relativos.

Cuadro 2  
*Tasas mensuales de inflación, 1985 y 1986*  
 (Porcentaje)

		<i>Argentina</i>		<i>Bolivia</i>		<i>Brasil</i>		<i>Perú</i>	
		Precios al consumidor	Precios al mayoreo	Precios al consumidor	Precios al mayoreo*	Precios al consumidor	Precios al mayoreo	Precios al consumidor	Precios al mayoreo
1985	Enero	25.1	21.2	68.9		14.6	12.9	13.9	14.0
	Febrero	20.7	17.8	182.8		8.9	9.2	9.5	9.8
	Marzo	26.5	27.7	24.9	79.2	12.8	13.6	8.1	11.6
	Abril	29.5	31.5	11.8		8.8	7.2	12.2	9.0
	Mayo	25.1	31.2	35.7		6.8	6.5	10.9	14.3
	Junio	30.5	42.4	78.5	46.9	7.7	7.1	11.8	11.9
	Julio	6.2	-0.9	66.3		9.3	7.6	10.3	11.5
	Agosto	3.1	1.5	16.5		12.1	14.5	10.8	11.7
	Septiembre	2.0	0.6	56.5	50.0	12.0	9.1	3.5	2.7
	Octubre	1.9	0.7	-1.9		9.6	9.5	3.0	1.7
	Noviembre	2.4	0.7	3.2		11.1	15.1	2.7	2.7
	Diciembre	3.2	1.0	16.8	9.4	13.4	12.3	2.8	2.6
1986	Enero	3.0	0.0	33.0		16.2	19.0	5.2	2.5
	Febrero	1.7	0.8	8.0		14.4	22.2	4.2	4.4
	Marzo	4.6	1.4	0.1	9.1	-0.1	-1.0	5.3	3.0
	Abril	4.7	3.0	3.6		0.8	-1.5	4.1	1.6
	Mayo	4.0	2.7	1.0		1.4	0.1	3.3	1.9
	Junio	4.5	4.6	4.3	2.4	1.3	0.4	3.6	2.0
	Julio	6.8	5.1	1.8		1.2	0.6	4.6	3.8
	Agosto	8.8	9.4	0.7		1.7	1.3	4.0	1.2
	Septiembre	7.2	6.8	2.3	1.4	1.7	0.7	3.6	3.1
	Octubre	6.1	5.3	0.6		1.9	1.2	4.0	4.7
	Noviembre	5.3	4.9	-0.1		3.3	2.2	3.6	1.8
	Diciembre	4.7		0.5		7.3	7.7	4.6	4.0

FUENTE: Argentina: Frenkel y Fanelli (1987), cuadro 1; Bolivia: Precios al consumidor: Sachs (1986); octubre-diciembre, 1986: BID-INTAL, Servicio Latinoamericano de Cooperación Empresarial. Precios al mayoreo, Banco Central de Bolivia, *Estadísticas monetarias y financieras*; Brasil: Modiano (1987), cuadro 1; Carneiro (1987), cuadros 1 y 2; Fundação Getulio Vargas, *Conjuntura Econômica*; Perú: Schuldt (1987), cuadro 2.

\* Promedio mensual durante el trimestre.

Cuadro 3  
Cambios en precios relativos durante la ejecución del plan (porcentaje)

<i>País</i>	<i>Periodo</i>	<i>Agrupación</i>	<i>Inflación acumulada</i>	<i>Inflación mensual promedio</i>
Argentina	Julio 1985 a diciembre de 1986	Precios al mayoreo agropecuarios	160	5.5
		Precios al mayoreo no agropecuarios	55	2.5
		Precios al consumidor	119	4.4
		- Alimentos frescos	226	6.8
		- Servicios privados	163	5.5
		Tarifas públicas	46*	2.5*
Bolivia	Septiembre 1985 a septiembre 1986	Precios al mayoreo	90.5	5.5
		- Agropecuarios	85.9	5.3
		- Industriales	90.0	5.5
		- Importados	94.1	5.7
		Precios al consumidor	94.1	5.7
		- Alimentos	92.0	5.6
		- Vivienda	79.1	5.0
		- Vestuario	75.1	4.8
- Diversos	135.6	7.4		
Brasil	Marzo 1986 a diciembre 1986	Precios al mayoreo	11.8	1.1
		- Industria	7.8	0.8
		- Agricultura	22.4	2.0
		Precios al consumidor	22.2	2.0
		- Alimentos	5.7	0.6
		- Transportes y comunicaciones	65.1	5.1
		- Vestuario	59.3	4.8
Perú	Agosto 1985 a agosto 1986	Precios al mayoreo	34.7	2.5
		- Agropecuarios nacionales	110.0	6.4
		- Manufacturados nacionales	12.3	1.0
		- Importados	25.1	1.9
	Julio 1985 a julio 1986	Precios al consumidor	72.2	4.6
		- Decretados por el gobierno	35.2	2.5
		- Congelados por el gobierno	45.8	3.2
		- Flexibles	104.2	6.1

FUENTES: Argentina: Gerchunoff y Bozzalla (1978), cuadro 2; Bolivia: Banco Central de Bolivia, *Estadísticas Monetarias y Financieras*; Brasil: Carneiro (1987), cuadros 1 y 2; Perú: Schuldt (1987), cuadros 3 y 4.

\* Hasta septiembre de 1986.

El caso más espectacular de reducción del ritmo de inflación fue, sin duda, el boliviano. Los datos del cuadro 2 indican que después de una aceleración inicial de la inflación en el mes de septiembre de 1985, la economía experimentó una ligera deflación en octubre del mismo año. Los datos más detallados indican que la aceleración de la inflación se concentró en los primeros diez días después de la adopción del plan, a lo cual le siguieron tres semanas consecutivas de deflación.<sup>27</sup> Las causas de esta suspensión repentina de la hiperinflación son objeto de controversia. Sachs (1986) atribuye una gran importancia a las medidas fiscales y monetarias draconianas que tornaron súbitamente al sector público en acreedor neto del Banco Central. No obstante, pese a la importancia de estas medidas en la permanencia de los logros en materia inflacionaria, el factor que desempeñó el papel más destacado en el freno *súbito* a la inflación fue, sin duda, la estabilización del tipo de cambio negro.<sup>28</sup> Esto lo sugieren no sólo los ejercicios empíricos que muestran que la inflación estaba íntimamente ligada al comportamiento del mercado negro en las últimas fases de la hiperinflación,<sup>29</sup> sino también la virulencia del rebrote inflacionario de diciembre de 1985 y enero de 1986, que estuvo antecedido claramente por el derrumbe de los precios del estaño en octubre de 1985 y la consecuente especulación cambiaria, validada por la restricción a la oferta de divisas por parte del Banco Central.<sup>30</sup> De hecho, la depreciación del tipo de cambio fue mucho más rápida que la inflación y la estabilización posterior se logró mediante una reversión de esta devaluación real inicial y la intervención posterior del Banco Central en el mercado de divisas para estabilizar el tipo de cambio.<sup>31</sup> A partir de marzo de 1986 este rebrote fue plenamente controlado, con una inflación promedio en el resto del año de 1.5% mensual.

Como lo indica el cuadro 3, la estabilización boliviana fue compatible con un aumento similar de los distintos componentes de los índices de precios al mayoreo y al consumidor (exceptuando quizá el rubro de diversos de este último índice). No obstante, en la medida en que descansó sobre la estabilidad del tipo de cambio, generó a la postre una revaluación real considerable. En efecto, según lo indica un trabajo reciente, la estabilización se logró a un tipo de cambio real de unos 37 pesos de 1980 (en septiembre-octubre de 1985 y febrero-marzo de 1986), un nivel apenas similar al del segundo semestre de 1981 —es decir, antes de la crisis cambiaria de marzo de 1982— y una fracción del monto en torno del cual fluctuó la tasa de cambio libre entre mediados de 1982 y mediados de 1985 —unos 72 pesos de 1980. Además, a lo largo de 1986 el tipo de cambio real se revaluó continuamente, llegando a menos de 33 pesos de 1986 en los últimos meses del año.<sup>32</sup>

En el caso de los planes heterodoxos, también se logró un éxito inicial en controlar el crecimiento de los precios. La reducción de la tasa de inflación fue más marcada en la Argentina y el Brasil que en el Perú, según lo indica claramente el cuadro 2. Los programas enfrentaron, sin embargo, dos tipos de problemas: los rebrotes inflacionarios y la efectividad muy diversa del congelamiento en distintos mercados.

En el caso argentino, las medidas de flexibilización adoptadas desde comienzos de 1986 generaron una aceleración continua del ritmo de inflación hasta alcanzar 9% en agosto. Las medidas de septiembre

lograron reducir nuevamente el ritmo de aumento de los precios a 5% a fines del año. No obstante, en los primeros meses de 1987 se presentó una nueva aceleración de la inflación a niveles que, aunque muy inferiores a los que prevalecían antes del Plan Austral, se han aproximado nuevamente a los de agosto del año anterior. El problema fue mucho más agudo en el Brasil, donde después de alcanzar ritmos de inflación mucho más bajos que la Argentina en los primeros meses del programa, la inflación se descontroló rápidamente a fines de 1986 y condujo en los primeros meses de 1987 a tasas mensuales de 15%, similares a las de los dos meses anteriores al Plan Cruzado y muy superiores a las típicas entre 1983 y 1985. El Perú es un caso intermedio: la inflación, medida por el índice de precios al consumidor, se redujo inicialmente de 11 a 3% mensual, pero se aceleró desde comienzos de 1986, alcanzando un ritmo mensual promedio de 4.2%. A comienzos de 1987, las medidas de flexibilización condujeron, sin embargo, a ritmos de inflación de 6% mensual que, aunque inferiores aún a los niveles típicos antes del plan antiinflacionario, son apenas un poco inferiores a los que prevalecieron en dicho país en 1983 y 1984.

El congelamiento tuvo además efectos muy diversos en distintos mercados. Como era de esperarse, el control sobre los mercados de precios flexibles resultó limitado. Como regla general, los precios al mayoreo aumentaron a ritmos muy inferiores a los de aquellos al consumidor. A su vez, al interior de ambos índices hubo divergencias importantes en la evolución de los distintos componentes. En la Argentina y el Perú los precios de los bienes agropecuarios aumentaron a ritmos muy superiores a los de origen urbano. En el Brasil este proceso no fue tan marcado en la evolución de los índices al mayoreo y tuvo la dirección contraria en el caso de los precios al consumidor. Éste refleja en parte el hecho de que en este último país los precios relativos de los bienes agrícolas habían aumentado antes del congelamiento, debido a las sequías del año anterior, pero también a la insistencia del gobierno en mantener algunos precios obviamente equivocados, que estaban en proceso de ser reajustados cuando se decretó el congelamiento. Fuera de lo anterior, también hubo algunos componentes de los distintos índices de precios que aumentaron a un ritmo relativamente rápido durante el congelamiento: vestuario y servicios personales en los tres países y transporte en el Brasil. Es posible, sin embargo, que parte del congelamiento de los precios industriales haya resultado en alguna medida ficticio, ya que se pudo evadir parcialmente por medio de cambios en la calidad de los productos, en los modelos (incluyendo simplemente el empaque) o por medio de la utilización en mayor escala de canales informales de comercialización, como lo ilustra Schuldt (1987) para el caso peruano. En el Brasil, el congelamiento de algunos precios industriales a niveles muy bajos generó un racionamiento de muchos bienes, particularmente durables, que se tradujo en largas esperas para adquirir los artículos respectivos.

Los cambios más importantes de precios relativos tuvieron que ver, sin embargo, con los dos instrumentos del congelamiento en los cuales el gobierno tenía el control más directo: los precios públicos y el tipo de cambio. En el caso de las tarifas públicas, la Argentina y el Perú hicieron algunos reajustes iniciales, que resultaron a la postre insuficientes; en el Perú el gobierno redujo,



además, algunos precios públicos en febrero de 1986, según hemos visto. En el Brasil, aunque el atraso acumulado no fue tan significativo durante la ejecución del Plan, los precios públicos se encontraban inicialmente rezagados, debido a su utilización como instrumento antiinflacionario durante 1985. Posteriormente, el intento por corregir algunos de estos precios, como parte de un paquete para reducir el déficit fiscal, condujo al fracaso definitivo del programa.

El tipo de cambio se rezagó igualmente en todos los países, aunque en magnitudes que fueron inferiores a las experimentadas por los precios públicos. En el Brasil, el rezago entre marzo y diciembre de 1986 no fue muy significativo si se mide en relación con el índice de precios al mayoreo (3%), pero fue superior si se compara con la evolución de los precios al consumidor (12%).<sup>33</sup> En la Argentina y el Perú el atraso cambiario fue mayor. En ambos casos se había realizado un esfuerzo importante de reajuste del tipo de cambio real durante los meses anteriores a la adopción de los planes antiinflacionarios, y estos últimos incluyeron como una de sus medidas iniciales una maxidevaluación. No obstante, estas medidas fueron a la postre insuficientes para compensar la revaluación real generada durante la ejecución de los planes respectivos. Así, entre diciembre de 1984 y el mismo mes en 1986 el tipo de cambio se rezagó en la Argentina 6% en relación con la evolución de los precios al mayoreo y 20% si se compara con los precios al consumidor. En igual periodo, el tipo de cambio básico se rezagó en el Perú 34 y 42% en relación con sendos índices de precios. En este último país se desarrolló simultáneamente un régimen de cambio múltiple, según hemos visto. La tasa más alta en diciembre de 1986, correspondiente al llamado "mercado financiero de libre circulación" y aplicada de manera variable a las exportaciones no tradicionales, mostraba en cualquier caso una revaluación real respecto al tipo de cambio único de diciembre de 1984 de 5 y 16%, tomando como referencia la evolución de los índices de precios al mayoreo y al consumidor, respectivamente. Conviene aclarar que todos los países se favorecieron obviamente con la depreciación del dólar en los mercados internacionales. No obstante, aunque esto indica que las monedas locales se devaluaron en términos reales en relación con los países europeos y el Japón, lo mismo no es cierto si la comparación se hace con los países en desarrollo que siguieron más estrechamente la caída del dólar en los mercados internacionales.

## 2. La evolución de los salarios y otros indicadores laborales

Como lo sostienen Frenkel y Fanelli (1987), la definición comúnmente utilizada del salario real ( $s^r$ ), que compara el salario nominal ( $s^n$ ) con los precios al consumidor ( $p$ ) en un momento determinado ( $s^r = s^n/p$ ), contiene un error importante, ya que los trabajadores gastan su ingreso un tiempo después de recibido. El problema no es muy importante cuando existen ritmos de inflación bajos o estables, pero adquiere una gran importancia cuando la tasa de inflación se acelera o frena

bruscamente. Una definición más apropiada en este contexto es la que compara el salario nominal en un momento determinado con los precios un tiempo después. Si  $z$  es el periodo medio de gasto del salario la definición alternativa es:

$$s^r_i' = \frac{s^n t}{P_t + z} = \frac{s^r t}{1 + P_z}$$

donde  $p_z$  es la tasa de inflación durante el periodo medio de gasto del salario. Esta definición indica que el salario real depende no sólo del *nivel* de precios en el momento en que se recibe, sino también de la *tasa* de inflación durante el periodo en el cual se gasta.<sup>34</sup> Este último factor es equivalente al efecto del impuesto inflacionario en los saldos nominales de dinero que recibe el trabajador. Por este motivo  $s^r_i'$  puede considerarse como el salario real ajustado por impuesto inflacionario.

El periodo de gasto del salario no es independiente del ritmo de inflación. De hecho, uno de los mecanismos de que disponen los trabajadores para protegerse contra las alzas continuas del costo de la vida es acelerar el gasto del salario o convertirlo en dólares o en activos rentables en el momento en el cual se recibe. De esta manera, no parece adecuado suponer que  $z$  es invariable ante cambios en el ritmo de inflación. No obstante, puede considerarse que estas formas de protección son costosas para el trabajador y que, por lo tanto, en los cálculos del salario real se debe utilizar un periodo invariable de gasto, que equivale a aquel que prevalecería en condiciones no inflacionarias. Para incorporar este efecto en el análisis, en el cuadro 4 presentamos dos estimativos opcionales del salario real: el usual y un cálculo en el cual se supone que  $z$  es un mes.<sup>35</sup> Por las razones anotadas, la primera de estas medidas sobreestima el aumento y subestima la reducción del salario real cuando se acelera la inflación; por el contrario, la segunda subestima el alza y sobreestima la disminución del salario real en idénticas condiciones. Cuando el ritmo de inflación se desacelera, ocurre obviamente lo contrario.

El cuadro 4 muestra el contraste entre la evolución de los salarios reales de Bolivia, en un extremo, y el Brasil y el Perú, en el otro, con la Argentina en una situación intermedia. En efecto, este cuadro indica que los salarios reales cayeron dramáticamente en Bolivia al inicio del plan de estabilización, aun si se ajustan por impuesto inflacionario. Los salarios reales se recuperaron, sin embargo, desde fines de 1985 y para mediados del año siguiente habían retornado a niveles similares a los de 1984, aunque aún muy inferiores a los de 1982, 1983 y, particularmente, a los que prevalecían en los tres trimestres anteriores a la adopción del plan. A la caída de los salarios reales se agregó, además, un deterioro adicional de otros indicadores laborales. La tasa de desempleo abierto aumentó de 15 a 20% entre 1984 y 1986 y la tasa de subempleo de 57 a 60%.<sup>36</sup> La eliminación de 30 mil empleos estatales (10 mil en la administración pública y 20 mil en el sector minero) tuvo, además, un efecto profundo en un país en el cual el sector público tiene una participación particularmente alta en la generación de puestos de trabajo del sector formal.<sup>37</sup>

Cuadro 4  
*Salarios reales trimestrales, 1984-1986*  
 (Estimativos usuales y ajustados por impuesto inflacionario; 1983=100)

Año y Trimestre	Argentina		Bolivia		Brasil		Perú <sup>d</sup>	
	Estimativo usual	Ajustado	Mes final del trimestre	Durante el trimestre, ajustado	Estimativo usual	Ajustado <sup>c</sup>	Estimativo usual	Ajustado <sup>c</sup>
1984								
I	120.6	120.9	71.9	84.6	88.9	88.5	87	87
II	127.6	122.2	76.3	78.7	103.4	103.2	84	84
III	128.6	122.3	71.9	76.6	102.6	101.2	85	86
IV	131.6	128.7	165.2	95.1	116.9	115.3	82	82
1985								
I	122.0	119.7	133.9	162.7	112.8	109.6	75	72
II	116.2	105.6	110.3	119.8	126.6	127.9	68	66
III	105.0	123.2	37.3	57.6	129.5	127.0	67	66
IV	103.2	117.3	74.4	45.2	137.3	134.4	78	82
1986								
I	105.3	120.0	78.0	69.8	149.3	145.3	81	83
II	105.6	116.7	76.9	84.3	164.3	173.3	89	92
III	104.8	115.4			177.2	178.6	94	96
IV	107.4 <sup>a</sup>	115.3 <sup>b</sup>					98	101

FUENTES: Argentina: Frenkel y Fanelli (1987), cuadro 2; Bolivia: J. A. Morales (1987), cuadro 8; Brasil: Fundação Getulio Vargas, *Conjuntura Econômica*, Salarios FIESP; Perú: Instituto Nacional de Estadística. *Informe Estadístico*, cuarto trimestre, 1986.

<sup>a</sup> Octubre.

<sup>b</sup> Octubre y noviembre.

<sup>c</sup> Ajustado por tasa de inflación mensual promedio durante el año base y el trimestre respectivo.

<sup>d</sup> Lima, promedio general de salarios reales. Las estadísticas del primero y tercer trimestre se refieren en todos los años a febrero y agosto; las del segundo trimestre a mayo, excepto en 1986 cuando se refieren al promedio de abril y junio; las del cuarto trimestre a noviembre, excepto en 1986 cuando se refieren al promedio de octubre y diciembre.

En el Brasil y el Perú los planes antiinflacionarios produjeron, por el contrario, un aumento notorio de los salarios reales. En el caso brasileño, los salarios ya venían recuperándose rápidamente en 1984 y 1985 y habían superado en este último año los niveles pico de 1982 en el caso del índice que sirve de base para la construcción de la serie del cuadro 4. Las medidas adoptadas en materia salarial durante el Plan Cruzado aceleraron esta tendencia. Es posible, sin embargo, que el cuadro 4 exagere el aumento de las remuneraciones reales medias.<sup>38</sup> En cualquier caso, es evidente

que en 1986 los salarios reales se colocaron en niveles superiores a los que habían prevalecido antes de la crisis de la deuda.

En el Perú, la recuperación de los salarios del sector privado fue espectacular desde el último trimestre de 1985. En los tres últimos meses de 1986 los salarios reales en dicho sector superaban en 50% los que prevalecían un año antes. No obstante, al contrario de lo que aconteció en el Brasil, esta recuperación se experimentó después de una caída continua y drástica de los ingresos reales de los trabajadores que se había iniciado en 1983. De esta manera, los salarios reales del sector privado sólo habían alcanzado a fines de 1986 los niveles de 1983 y eran todavía casi 20% inferiores a los de 1982. En el sector público, la situación fue menos favorable, ya que el aumento del 24% en los salarios reales entre diciembre de 1985 y el mismo mes de 1986 simplemente sirvió para revertir el deterioro que se había presentado en 1985; de esta manera, los salarios reales del gobierno general se mantenían a fines de 1986 en la mitad de los niveles típicos a comienzos de los años ochenta.<sup>39</sup>

En la Argentina, El Plan Austral estabilizó los salarios reales en un nivel inferior a aquel que había sido típico en 1984. Esto es particularmente cierto cuando se utiliza el estimativo más común de esta variable. En efecto, de acuerdo con los datos del cuadro 4, la medición usual indica que los salarios reales disminuyeron en 17% entre 1984 y 1986. Al hacer el ajuste por la reducción del impuesto inflacionario, la caída resulta mucho más pequeña (5%). Más aún, el mismo cuadro indica que, de acuerdo con esta definición, el plan revirtió parcialmente el deterioro de los ingresos de los trabajadores experimentado durante el primer semestre de 1985. Conviene anotar, sin embargo, que, cualquiera que sea la definición que se utilice, los salarios reales de 1986 fueron superiores, no sólo a los típicos de 1983, sino también a los que habían prevalecido en 1980, antes de la crisis de la deuda.<sup>40</sup>

El comportamiento más favorable de los salarios coincidió, además, en los países que adoptaron los choques heterodoxos, con una evolución favorable de los indicadores de empleo que refleja, a su vez, el vigoroso crecimiento económico que experimentaron todos ellos (véase al respecto la subsección 4 más adelante). En efecto, en el Brasil la tasa de desempleo urbano disminuyó de un promedio de 5.3% en 1985 a 3.8% en 1986. En la Argentina, la tasa de desocupación en el Gran Buenos Aires disminuyó de 5.3 a 4.8% entre ambos años. Por último, en el Perú, la tasa de desempleo en actividades no agropecuarias disminuyó de 11.7 a 8.1% y el subempleo de 32 a 30.4 por ciento.<sup>41</sup>

### 3. Remonetización de la economía y política fiscal

Todos los países experimentaron un crecimiento significativo del dinero ( $M1$ ) en poder del público durante la fase de estabilización. La magnitud de este crecimiento fue, sin embargo, muy diferente,

Cuadro 5  
*Crecimiento de la base monetaria y de los activos líquidos  
 durante la ejecución del plan  
 (Porcentajes del crecimiento mensual equivalente)*

	Año y trimestre					Primer año del plan <sup>b</sup>
	1985	1986				
	IV	I	II	III	IV <sup>a</sup>	
<b>Argentina</b>						
- Base monetaria	9.6	4.9	1.8	4.5		5.1
- Dinero (M1)	9.7	6.5	3.7	5.9		6.4
- Cuasi dinero	6.6	6.4	7.4	6.0		6.6
- M5	7.7	6.4	6.0	6.0		6.5
<b>Bolivia</b>						
- Base monetaria	21.7	-0.5	7.4	4.9		8.1
- Dinero	24.4	-1.6	8.3	3.7		8.3
- Cuasi dinero en M/N <sup>c</sup>	19.8	14.5	12.3	7.5		13.4
- Cuasi dinero en M/E <sup>d</sup>	148.2	21.0	25.8	18.3		45.4
- M2	27.9	5.0	12.9	8.7		13.3
<b>Brasil</b>						
- Base monetaria			19.8	7.5	7.3	11.9
- Dinero			16.2	4.2	5.4	8.9
- Depósitos de ahorro y a plazo			-1.3	5.6	6.2	3.1
- Deuda pública en poder del sector privado			-1.7	0.3	-5.7	-2.0
- Total cuasi dinero			-1.5	3.5	1.8	1.2
- M4			2.4	3.7	2.8	3.0
<b>Perú</b>						
- Base monetaria	10.5	6.2	0.9	1.4		5.5
- Dinero	15.3	8.8	2.3	5.0		7.7
- Cuasi dinero en M/N <sup>c</sup>	13.6	8.3	4.8	4.8		7.8
- Cuasi dinero en M/E <sup>d</sup>	-5.3	-6.2	-4.0	-4.0		-4.9
- Liquidez total	6.3	4.2	1.6	3.3		3.9

FUENTES: Argentina: Gerchunoff y Bozzala (1987), cuadro 6. Los datos originales se refieren a saldos promedio durante el trimestre; Bolivia: Banco Central de Bolivia, *Estadísticas monetarias y financieras*; Brasil: Fundação Getulio Vargas, *Conjuntura Econômica*; Perú: *Boletín del Banco Central de Reserva del Perú*.

<sup>a</sup> Octubre y noviembre.

<sup>b</sup> Argentina: comparación de saldos promedio entre el tercer trimestre de 1985 y el mismo trimestre de 1986. Bolivia y el Perú: septiembre 1985-septiembre 1986. Brasil: marzo a noviembre 1986.

<sup>c</sup> Moneda nacional.

<sup>d</sup> Moneda extranjera.

reflejando las políticas monetarias divergentes que adoptaron los países objeto del estudio. Además, todos experimentaron cambios significativos, aunque de naturaleza diferente, en la composición de los activos líquidos en poder del público.

La magnitud de estos fenómenos se resume en el cuadro 5. Si se hace un ajuste por la inflación experimentada durante el primer año del plan (ocho meses en el Brasil), medida por el índice de precios al consumidor, resulta evidente que la cantidad real de dinero en poder del público aumentó de manera espectacularmente rápida en el Brasil (7.1% mensual), intermedia en el Perú (3.7%) y más moderada en Bolivia y la Argentina (2.5 y 2.4%, respectivamente). Esta evolución comparativa resultó enteramente diferente de la que habría podido esperarse de acuerdo con la disminución absoluta del ritmo de inflación, que fue mucho más marcada en los dos últimos casos. Este resultado muestra, así, el efecto de las políticas monetarias adoptadas durante los planes antiinflacionarios y el comportamiento de las tasas de interés internas, que reflejó en parte dichas políticas, pero también las medidas específicas sobre la materia y quizá la persistencia de expectativas inflacionarias más firmes en la Argentina y Bolivia. Según lo indica el cuadro 6, las tasas de interés reales *ex post* permanecieron en niveles muy elevados en la Argentina y Bolivia, salvo durante los periodos de aceleración de la inflación, durante los cuales las tasas de interés nominales se rezagaron temporalmente. Por el contrario, la política monetaria laxa que acompañó al Plan Cruzado generó tasas de interés reales mucho más bajas, particularmente entre abril y agosto de 1986. En el Perú, la tasa activa de interés fijada por el gobierno a fines de agosto de 1985 equivalía a una tasa real *ex post* de 1.7% mensual, de acuerdo con las tasas de inflación de los últimos meses de dicho año, y de menos de 1% con los ritmos de crecimiento de los precios típicos en 1986; la tasa que se decretó en febrero de este último año representó un subsidio significativo para los deudores.

Los cambios en la composición de la liquidez global reflejaron estos factores, pero también otro tipo de políticas.<sup>42</sup> El crecimiento más rápido de los cuasi dineros se presentó en Bolivia y la Argentina. En el primero de estos países se produjo, además, un proceso acelerado de dolarización de los activos líquidos internos. En efecto, los cuasi dineros denominados en moneda extranjera pasaron de representar el 6% del total de activos líquidos rentables en septiembre de 1985 a 57% un año más tarde, y de 2 a 32% de la oferta monetaria ampliada en el mismo periodo. En el Brasil y el Perú, por el contrario, los cuasi dineros disminuyeron en términos reales. Además, se experimentaron cambios significativos en su composición. En el Brasil, las operaciones con títulos federales por parte del Banco Central redujeron el acervo de bonos de deuda pública en poder del público; este tipo de activos se redujo como proporción del total de cuasi dineros de 43% en marzo de 1986 a 33% en noviembre del mismo año, y como proporción de la oferta monetaria ampliada (*M4*) de 34 a 23%. En el caso peruano, el hecho más destacado fue la desdolarización acelerada del sistema financiero interno: los activos denominados en moneda extranjera se redujeron de 61% del total de activos líquidos internos en junio de 1985 a sólo 16% en septiembre de 1986. Curiosamente, el comportamiento de los cuasi dineros terminó dominando la evolución de la

Cuadro 6  
*Tasas de interés reales ex post durante la ejecución del plan*  
*(tasas mensuales; porcentaje)*

		<i>Argentina</i>	<i>Bolivia</i>	<i>Brasil</i>
		<i>Tasa libre,</i> <i>30 días</i>	<i>Depósito a</i> <i>plazo fijo en</i> <i>moneda nal.</i>	<i>Depósitos de</i> <i>un día</i>
1985	Julio	0.0		
	Agosto	2.9		
	Septiembre	3.5		
	Octubre	2.4	11.5	
	Noviembre	2.0	5.7	
	Diciembre	0.9	-6.5	
1986	Enero	1.4	-16.6	
	Febrero	2.8	3.3	
	Marzo	0.0	10.7	1.3
	Abril	-0.4	3.6	0.5
	Mayo	0.2	3.6	-0.2
	Junio	-0.3	-0.2	0.1
	Julio	-2.3	1.8	0.7
	Agosto	-2.5	2.7	0.9
	Septiembre	-0.5	1.0	1.4
	Octubre	1.0	2.3	1.2
	Noviembre	2.5		0.4
	Diciembre			-2.0

FUENTES: Argentina: Frenkel y Fanelli (1987), cuadro 11; Bolivia: Banco Central de Bolivia, *Estadísticas Monetarias y Financieras*; Brasil: Morgan Guarantee Trust, *World Financial Markets*, y cuadro 2.

liquidez global. De esta manera, esta variable creció a ritmos reales más altos en Bolivia (7.2% mensual) y la Argentina (2.5%) que en el Brasil (1.3%) y el Perú (donde se mantuvo estancada durante el primer año de ejecución del plan).

La estrategia de remonetización de la economía fue también diversa en los distintos países y variable con el tiempo, si se mide por medio de la contribución del sector externo, el crédito interno y el manejo de los pasivos no monetarios al crecimiento de la base monetaria. La acumulación de reservas internacionales fue un factor importante de expansión de la liquidez primaria en las primeras fases de los planes de estabilización, particularmente en la Argentina, Bolivia y el Perú. No obstante, como este proceso se interrumpió pronto e incluso tomó el signo contrario, la creación primaria de

dinero pasó a depender cada vez más de otros factores. El déficit fiscal (o cuasi fiscal) fue una fuente importante de expansión en la Argentina, el Brasil y, desde el segundo semestre de 1986, en el Perú. El crédito interno al sector privado fue muy importante en la Argentina, Bolivia y el Perú. Por último, las operaciones con títulos públicos federales fueron un mecanismo importante de expansión en el Brasil, particularmente en los últimos meses de 1986, cuando el sector externo y el déficit gubernamental dejaron de presionar la creación primaria de dinero.

El efecto del déficit fiscal en la base monetaria sólo refleja en parte la evolución dispar de los desequilibrios fiscales. Los esfuerzos más importantes de ajuste de las finanzas públicas se realizaron en Bolivia y la Argentina. En el primero de estos países, el déficit fiscal se redujo de cerca de 13% del PIB en 1985 a 5.4% en 1986. Prácticamente la totalidad de esta reducción se explica por el reajuste en el precio interno de los combustibles, que generó un aumento de los ingresos del gobierno central equivalente a más de 7% del PIB. Los esfuerzos por reducir el financiamiento primario al sector público fueron particularmente draconianos. De hecho, entre agosto y octubre de 1985 el sector público pasó de ser un gran deudor a una posición de gran acreedor neto del Banco Central. Más aún, salvo durante diciembre de 1985 y enero de 1986, los depósitos netos del sector público en el Banco Central aumentaron de manera continua. Así, entre septiembre de 1985 e igual mes de 1986, las operaciones del sector público con el Banco generaron una contracción equivalente a una vez y media el aumento de la base monetaria.<sup>43</sup>

Según vimos en una sección anterior de este capítulo, al inicio del Plan Austral se introdujeron una serie de medidas dirigidas a reducir considerablemente el déficit fiscal. Además, se esperaba que la reducción del ritmo de inflación aumentaría automáticamente los ingresos públicos, gracias a la reducción del efecto erosionante del rezago fiscal, y que la reducción de las tasas de interés y el mayor incentivo a mantener cuentas corrientes en los bancos permitiría reducir el déficit cuasi fiscal en el cual incurría el Banco Central en sus operaciones de encaje y redescuento. Este conjunto de circunstancias permitió reducir el déficit fiscal y cuasi fiscal consolidado de 11 a 12% del PIB entre 1983 y el primer semestre de 1985 a un promedio de 3.5% durante el primer año de ejecución del plan (segundo semestre de 1985 y primero de 1986). El efecto más importante fue el aumento en los ingresos públicos, de 22.9% del PIB en 1984 y 21.4% en el primer semestre de 1985 a un promedio de 28.6% durante el primer año del programa. No obstante, a diferencia de Bolivia, el sector público siguió siendo una fuente de expansión primaria de dinero durante la ejecución del Plan Austral.<sup>44</sup>

En el Brasil y el Perú, el déficit fiscal evolucionó de manera contrapuesta. En el primero de estos países se partió de un desequilibrio mayor y de una tendencia al aumento del déficit fiscal, al menos desde el punto de vista de las operaciones de caja del Tesoro Nacional. En efecto, entre marzo y noviembre de 1986, la tesorería federal arrojó un déficit de caja de 54 200 millones de cruzados, en comparación con un superávit de 10 400 millones en los mismos meses de 1985. Este déficit—que equivale a 45% de la expansión de la base monetaria durante los primeros ocho meses del Plan Cruzado— fue resultado tanto de una reducción de los ingresos reales como de un aumento en los



gastos. Las medidas adoptadas tímidamente en julio y de manera drástica en noviembre de 1986 tendieron a corregir este desequilibrio. De esta manera, en los últimos meses de 1986, el déficit fiscal había dejado de contribuir de manera significativa a la expansión monetaria.<sup>45</sup>

En el Perú, por el contrario, el déficit fiscal fue inicialmente moderado y las medidas que se adoptaron en agosto de 1985 tendieron a reducirlo aún más. Sin embargo, la disminución del impuesto a las ventas y de algunos precios públicos en febrero de 1986 produjeron una caída de 9% en los ingresos corrientes reales del gobierno nacional. Este hecho, unido a la expansión de la inversión pública, implicó que el gobierno nacional pasara de generar en 1985 un superávit equivalente a 1.3% del PIB, antes del pago de intereses de la deuda externa, a un déficit de 2.9% en 1986. Pese a que los intereses efectivamente pagados se redujeron de 3.8 a 2% del PIB entre estos años, la situación fiscal se deterioró rápidamente. Este hecho se reflejó claramente en el crédito neto del sistema bancario al sector público. Así, mientras en el segundo semestre de 1985 el sector público pasó de deudor a acreedor neto del sistema bancario, disminuyendo los créditos netos en 3 700 millones de intis, y sus acreencias netas aumentaron en el primer semestre de 1986 en cerca de 2 900 millones de intis, en el segundo semestre de este último año se restableció una posición deudora neta considerable, generando necesidades netas de financiamiento por 9 500 millones de intis, equivalentes a 1.7 veces la expansión de la base monetaria durante el semestre.<sup>46</sup>

#### 4. Efecto en la actividad productiva

Las experiencias de los países analizados indican que una caída súbita del ritmo de inflación tiene un efecto expansionista en la actividad económica. No obstante, la magnitud y naturaleza de este efecto depende de las políticas fiscal, monetaria, salarial y de comercio exterior que acompañan el choque antiinflacionario. Siguiendo a Taylor (1987) y Frenkel y Fanelli (1987), es posible distinguir cinco efectos diferentes de una reducción abrupta del ritmo de crecimiento de los precios.

a) El primero de ellos es el efecto directo de la reducción del impuesto inflacionario. Este efecto tiene dos interpretaciones. La primera, y la más tradicional, indica que, como resultado del menor ritmo de inflación, los agentes económicos deben destinar una menor proporción de sus ingresos corrientes a restituir el valor real de sus tenencias de dinero. Los ingresos así liberados se destinan tanto a aumentar los activos líquidos reales en su poder como a la mayor demanda de bienes; en este último caso tienen un efecto expansionista en la actividad económica. Si por su acceso limitado a instrumentos financieros refinados, los trabajadores son los más afectados por el impuesto inflacionario, este efecto equivale a un aumento de los salarios reales (tal como lo sugiere el cálculo del salario real ajustado por impuesto inflacionario) y se traduce en una mayor demanda de bienes de consumo. Esta visión tradicional tiene el problema de que no permite concebir las consecuencias de un freno

súbito a la inflación como *inmediatas*. Por este motivo, se ha sugerido que se debe visualizar alternativamente como un efecto *riqueza*: el rendimiento esperado del dinero en poder del público pasa de ser altamente negativo a cercano a cero (o menos negativo); de esta manera, el valor *real* del dinero en poder del público aumenta, generando un efecto expansionista en la demanda agregada.

b) El segundo efecto, asociado a la bibliografía del “ahorro forzoso” generado por la inflación, indica que los salarios reales deberían aumentar al reducirse súbitamente el ritmo de crecimiento de los precios. Si los trabajadores tienen una mayor propensión marginal a gastar, la redistribución del ingreso que se produce en el proceso tiene también un efecto expansionista en la demanda agregada. La comparación de las cuatro experiencias que son objeto de este trabajo indica, sin embargo, que este efecto no es automático y que depende críticamente de la política salarial incorporada al plan antiinflacionario.

c) La desinflación genera una caída súbita de la tasa de interés nominal. Si los costos de capital de trabajo se trasladan a los precios, esta reducción contribuye a la desinflación y multiplica los efectos anteriores. El efecto en la inversión es, por el contrario, incierto. Por una parte, es probable que la tasa de interés nominal no se ajuste de manera completa a la baja de la inflación, debido a la permanencia de expectativas inflacionarias o una política monetaria restrictiva. Si esto ocurre, la tasa de interés real aumenta, desmotivando la inversión. Al mismo tiempo, la baja de la tasa de interés nominal mejora por sí misma la posición financiera de las empresas, gracias al cambio en la estructura de amortización real de préstamos de una misma duración y a la mayor disponibilidad de créditos de mediano y largo plazos. La mayor liquidez y la menor incertidumbre resultantes tienen un efecto favorable en la demanda de inversión.

d) La reducción de la inflación tiene, por otra parte, un efecto positivo en los ingresos públicos, ya que disminuye el efecto erosionante del rezago fiscal. El gobierno capta, así, automáticamente parte de la disminución del impuesto inflacionario. Si los mayores ingresos no dan lugar a una expansión del gasto público, se reduce el efecto favorable en la actividad económica de la baja en el ritmo de crecimiento de los precios.

e) Por último, el descenso de la inflación reduce el atractivo de mantener activos denominados en moneda extranjera. Se genera, así, un incentivo para sustituir activos legales e ilegales en dólares por aquellos denominados en moneda nacional, lo que refuerza las reservas en poder del banco central. Estos efectos son más fuertes si el plan incluye una congelación indefinida del tipo de cambio. Las mayores reservas pueden servir para apoyar la remonetización de la economía o para apoyar la reactivación, permitiendo una mayor disponibilidad de bienes importados. Nótese, sin embargo, que el efecto en la liquidez internacional es resultado de un cambio en las decisiones de asignación de portafolio de los agentes económicos, es decir, es un efecto *stock*; por este motivo la capacidad de utilizar las divisas correspondientes para satisfacer la demanda *flujo* de importaciones está estrictamente limitada en el tiempo.

El caso argentino es el que mejor ilustra la consecuencia de una reducción en el ritmo de inflación. Según hemos visto, desde su formulación inicial el Plan Austral incluyó una política fiscal austera, la congelación de los salarios reales medidos en su forma tradicional y una política monetaria algo restrictiva, que generó inicialmente altas tasas reales de interés. El efecto expansionista neto de la disminución del impuesto inflacionario terminó, sin embargo, prevaleciendo. Con un trimestre de rezago, la actividad económica experimentó una recuperación vigorosa (véase cuadro 7). Entre el segundo trimestre de 1985 y el tercero de 1986 el PIB creció a una tasa anual equivalente de 6.2%, y la producción industrial a un ritmo de 13.1%. Para el año 1986 se estima que el PIB creció 5.5%. Nótese, sin embargo, que la recuperación sirvió en gran medida para revertir la recesión experimentada desde fines de 1984 y que la producción nacional siguió por debajo de los niveles de 1980 (cuadro 8).

Cuadro 7  
Índices trimestrales de actividad económica, 1985-1986  
(1984-IV=100; cifras desestacionalizadas)

Año y Trimestre	Argentina		Brasil	Perú	
	PIB total	PIB industrial	Producción industrial	PIB total	PIB industrial
1984-IV	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
1985-I	97.2	94.2	102.4	103.9	110.4
II	94.9	90.8	101.9	99.6	100.7
III	92.5	84.6	108.8	98.5	98.8
IV	96.6	95.6	111.8	100.6	101.4
1986-I	98.4	99.6	112.6	102.2	109.0
II	100.0	100.0	117.6	107.8	119.5
III	102.3	105.9	122.5	111.7	124.7
IV			123.0*	116	131

FUENTES: Argentina: Gerchunoff y Bozzalla (1987), cuadro 1; Brasil: Fundação Getulio Vargas. *Conjuntura Econômica*, indicador general de la producción industrial; cifras desestacionalizadas por Fedesarrollo; Perú: Schuldt (1987), cuadro 6; 1986-IV: Thorp (1987), cuadro 3.

\* Excluye diciembre.

Cuadro 8  
*Crecimiento del producto interno bruto, 1980-1986*  
*(Porcentaje)*

	<i>Argentina</i>	<i>Bolivia</i>	<i>Brasil</i>	<i>Perú</i>
1980-1984 (acumulado)	-6.1	-9.7	0.5	-2.6
1985	-4.4	-1.8	8.2	1.6
1986	5.5	-2.9	8.0	8.5

FUENTES: Argentina, Brasil y Perú: CEPAL, *Anuario Estadístico...*, 1986 y CEPAL (1986); Bolivia: J. A. Morales (1987), cuadro 4.

A diferencia de la Argentina, el Brasil implantó el Plan Cruzado en medio de un auge económico e incluyó dentro del paquete una política salarial y monetaria expansionista y una política fiscal cuyos efectos operaron en la misma dirección, al menos durante la primera fase del programa. El resultado fue un crecimiento aún más vigoroso. La producción industrial, que ya había crecido 10% entre el primer trimestre de 1985 y el mismo periodo en 1986, se expandió en el segundo y tercer trimestres a un ritmo anual equivalente de 18.4% (véase cuadro 7) y los sectores productores de consumo duradero y de capital a un ritmo superior.<sup>47</sup> El PIB total aumentó en el año a una tasa estimada de 8%, después de un crecimiento similar en 1985 (cuadro 8). El evidente “recalentamiento” de la economía que resultó de agregar una política expansionista a los efectos igualmente favorables en la actividad económica de la reducción del ritmo de inflación, generó una caída brusca de las exportaciones en el último trimestre de 1986 (véase la subsección 5) y contribuyó al colapso de los esfuerzos antiinflacionarios desde fines del mismo año.

El caso peruano es un híbrido de los anteriores. La política salarial y fiscal fue más expansionista que en el Brasil pero, a semejanza de la Argentina, el plan se adoptó cuando la economía experimentaba una recesión severa. Además, el recorte de los salarios reales y del déficit fiscal en los años anteriores había sido mucho más fuerte que en los otros dos países donde se adoptaron planes heterodoxos. El resultado de la política económica peruana fue una recuperación aún más vigorosa que la brasileña, aunque sin enfrentar grandes limitaciones de capacidad productiva aún a fines de 1986. Es posible, además, que la transferencia de ingresos hacia los sectores informal urbano y agrícola que se generó durante la reactivación, haya multiplicado los efectos expansionistas de la política.<sup>48</sup> En cualquier caso, el PIB total aumentó 8.5% en 1986. Si se comparan los cuatro trimestres de 1985 y 1986 se aprecia con mayor nitidez la magnitud de la recuperación: un crecimiento del PIB de 15% y de la producción industrial de cerca de 30 por ciento.

A diferencia de los tres países donde se adoptaron planes heterodoxos, Bolivia experimentó una nueva contracción del producto, tanto en 1985 como en 1986. Como los efectos expansionistas de la reducción del impuesto inflacionario fueron obviamente importantes en ese país, la explicación de esta situación debe encontrarse en otras circunstancias. Sachs (1986) considera que la política económica boliviana fue neutra, ya que el efecto positivo de la reducción del impuesto inflacionario fue captado para el Estado mediante un aumento de los ingresos tributarios; la gran recesión estaría explicada, de acuerdo con este autor, por la caída de los términos de intercambio. Esta explicación no es muy convincente, no sólo porque la Argentina y el Perú experimentaron procesos similares, sin los mismos resultados, sino, ante todo, porque Bolivia no experimentó en 1986 una verdadera restricción de divisas y, por el contrario, pudo financiar un aumento considerable de sus compras externas (véase la subsección siguiente). Por otra parte, el análisis de Sachs deja de lado el efecto igualmente recesivo de políticas diferentes a la fiscal que hicieron parte del plan de estabilización: una política monetaria restrictiva, unida a una política salarial draconiana en las primeras fases del plan y el efecto, también recesivo, de la apertura indiscriminada de la economía al exterior.<sup>49</sup> Este conjunto de medidas, unido a la gran austeridad fiscal, terminó anulando enteramente el efecto expansionista de la reducción del impuesto inflacionario.

## 5. La balanza de pagos

Un elemento sorprendentemente común de todos los países analizados fue el deterioro de la balanza de pagos de 1986. En efecto, según se aprecia en el cuadro 9, el déficit en cuenta corriente aumentó en todos los países analizados y tres de ellos (Bolivia, Brasil y Perú) tuvieron una balanza global negativa.

Las causas de esta situación fueron, sin embargo, diversas. Un patrón común a todos los países que adoptaron planes heterodoxos fue una caída notoria del cuántum de exportaciones y un aumento muy rápido de las importaciones reales (véase cuadro 10). El rezago cambiario y la menor disponibilidad de artículos para la exportación, debido al auge de la demanda interna, explican el primero de estos resultados. El segundo fue un reflejo directo del aumento de la actividad económica interna. El efecto en la balanza comercial fue mucho más notorio en las cifras anuales en la Argentina y el Perú, debido a la caída de la relación de precios de intercambio. El cuadro 11 muestra con mayor detalle el deterioro continuo de la balanza comercial en estos dos países durante la implantación del plan. En la Argentina, el superávit comercial se redujo de 1 641 millones de dólares en el segundo trimestre de 1985 a 544 millones en el tercero de 1986. En el Perú, después de disponer de superávits comerciales del orden de 300 millones de dólares trimestrales durante la mayor parte de 1985, la economía pasó a tener saldos negativos desde el segundo trimestre de 1986, que alcanzaron cerca de 200 millones de dólares en los tres últimos meses del

Cuadro 9  
Balanza de pagos, 1979-1981 y 1984-1986  
(millones de dólares)

	Exportaciones	Importaciones	Balanza de bienes	Balanza de bienes y servicios no financieros	Balanza en cuenta corriente <sup>a</sup>	Movimiento neto de capitales <sup>b</sup>	Balanza global
Argentina							
(1979-1981)							
(promedio)	8 325	7 951	373	-1 181	-3 340	2 819	-522
1984	8 101	4 119	3 982	3 213	-2 495	2 660	165
1985	8 397	3 520	4 877	4 350	-955	1 992	1 037
1986 <sup>c</sup>	7 000	4 100	2 900	2 100	-2 400	2 400	0
Bolivia							
1979-1981							
(promedio)	871	725	146	-40	-292	252	-41
1984	724	412	312	152	-241	357	116
1985	623	463	160	11	-342	299	-43
1986 <sup>c</sup>	500	570	-70	-110	-390	150	-240
Brasil							
1979-1981							
(promedio)	19 550	21 002	-1 452	-4 210	-11 697	9 781	-1 916
1984	27 001	13 915	13 086	11 343	33	5 342	5 375
1985	25 634	13 168	12 466	10 763	-289	-222	-511
1986 <sup>c</sup>	24 500	14 000	10 500	8 800	-1 200	-1 020	-2 200
Perú							
1979-1981							
(promedio)	3 546	2 939	608	489	-443	815	372
1984	3 147	2 141	1 006	787	-379	628	249
1985	2 965	1 869	1 096	949	-73	427	354
1986 <sup>c</sup>	2 490	2 490	0	-170	-990	620	-370

FUENTE: CEPAL, *Anuario Estadístico...*, 1985, y CEPAL, (1986).

<sup>a</sup> Incluye transferencias privadas.

<sup>b</sup> Incluye transferencias oficiales y errores y omisiones.

<sup>c</sup> Cifras provisionales aproximadas.

Cuadro 10  
Evolución de los indicadores de comercio exterior, 1980-1986  
(Porcentaje)

		<i>Quántum</i>		<i>Términos de intercambio</i>
		<i>Exportaciones</i>	<i>Importaciones</i>	
Argentina:	1985	15.3	-16.4	-12.1
	1986	-5.9	14.3	-13.3
Bolivia:	1985	-9.8	15.0	-2.2
	1986	1.0	20.8	-21.5
Brasil:	1985	1.1	-2.7	-3.4
	1986	-7.6	26.0	22.6
Perú:	1985	3.0	-9.5	-5.1
	1986	-5.3	30.7	-12.8

FUENTE: CEPAL (1986).

año. En el Brasil la balanza comercial sólo experimentó un deterioro pequeño en el año, gracias a la caída pronunciada de los precios internacionales de los combustibles. Sin embargo, las cifras anuales no reflejan plenamente el deterioro de la balanza comercial que se produjo en el cuarto trimestre de 1986. En efecto, según lo indica el cuadro 11, las ventas externas experimentaron un verdadero colapso en los tres últimos meses del año y el superávit comercial, que se había mantenido en torno de los 3 mil millones trimestrales desde el segundo trimestre de 1985, se redujo súbitamente a sólo 440 millones de dólares.

Como resultado de la situación anterior y de los movimientos de capitales, la capacidad de maniobra frente al sector externo era muy diferente en estos tres países a comienzos de 1987. El rápido deterioro de la posición de reservas del Brasil que se inició en el tercer trimestre de 1986 condujo en febrero del presente año a la suspensión del servicio de la deuda externa con la banca comercial. En el Perú a fines de 1986 el gobierno ya había agotado plenamente el margen que le proporcionó el aumento de las reservas en poder del Banco Central durante la primera fase del plan. La capacidad de mantener la recuperación ante la escasez de divisas parecía estarse erosionando rápidamente, pese a las medidas de fomento a las exportaciones no tradicionales, a los controles cada vez más severos sobre las importaciones y a la dura posición frente al problema de la deuda. Las expectativas del gobierno estaban centradas a comienzos del nuevo año en un

Cuadro 11  
*Evolución trimestral de la balanza comercial y de las  
 reservas internacionales, 1985-1986*  
 (Millones de dólares)

<i>País</i>	<i>Año y trimestre</i>	<i>Exportaciones</i>	<i>Importaciones</i>	<i>Balanza comercial</i>	<i>Reservas internacionales*</i>	
Argentina	1985- I	1 803	977	826	3 192	
	II	2 569	928	1 641	4 028	
	III	2 311	980	1 331	5 128	
	IV	1 712	927	785	6 005	
	1986-I	1 513	921	592	5 563	
	II	1 968	1 104	864	7 017	
	III	1 896	1 352	544	6 583	
	IV				5 800	
	Bolivia	1985-I	185	152	32	11
		II	152	122	30	25
III		159	122	37	164	
IV		172	116	57	168	
1986-I		164	143	21	166	
II		161	143	18	249	
III		162	143	19	252	
IV						
Brasil		1985-I	5 073	3 109	1 964	11 454
		II	6 501	3 017	3 484	11 647
	III	6 760	3 104	3 656	11 861	
	IV	7 262	3 974	3 288	11 608	
	1986-I	5 813	3 250	2 563	10 073	
	II	6 469	2 872	3 597	10 391	
	III	6 165	3 260	2 905	9 025	
	IV	3 953	3 513	440		
	Perú	1985-I	677	476	201	1 105
		II	775	476	299	971
III		769	456	313	1 100	
IV		745	461	284	1 493	
1986-I		610	462	148	1 541	
II		593	630	-37	1 278	
III		669	722	-53	1 239	
IV		629	822	-193	958	

FUENTE: Argentina, Bolivia y Brasil: BID-INTAL, Servicio Latinoamericano de Cooperación Empresarial; Perú: Schuldt (1987), cuadro 11; Reservas internacionales: BID-INTAL y Banco Central de Reserva del Perú.

\* Para Perú únicamente reservas en poder del Banco Central de Reserva.



plan de inversiones orientado a sustituir importaciones y aumentar la oferta exportable, pero la implantación misma de un programa de esta naturaleza depende de la capacidad de maniobra en el frente externo, ya que, por su propia naturaleza, genera un aumento en la demanda de divisas en el corto plazo. Así las cosas, sólo la Argentina parecía disponer de un colchón de reservas más o menos apreciable, que era, en alguna medida, resultado de la acumulación de los activos internacionales del Banco Central durante la primera fase del Plan Austral. Aun en este caso, la posición de reservas había mostrado un deterioro continuo desde mediados de 1986.

En el caso boliviano, el deterioro de la balanza comercial también fue notable reflejando una caída notoria de los términos de intercambio y un aumento acelerado de las importaciones. A diferencia de los otros tres países, esta última situación no fue producto de la recuperación de la actividad económica nacional, sino la apertura externa en un contexto de abaratamiento relativo del tipo de cambio. La aparente solidez de las reservas internacionales es, además, en gran medida ficticia, ya que refleja la acumulación de saldos sin utilizar provenientes de las exportaciones de gas a la Argentina por 165 millones de dólares y la contratación de un crédito de contingencia con el FMI por 96 millones de dólares.<sup>50</sup> La posibilidad de sostener los desequilibrios de la balanza de pagos era, así, debatible al iniciarse el nuevo año.

## V. Conclusiones

La comparación de los planes antiinflacionarios recientes adoptados en la América Latina ofrece lecciones importantes del efecto de las políticas macroeconómicas en economías en vía de desarrollo. El plan de estabilización boliviana muestra la capacidad de una política ultraortodoxa de combatir la inflación, aunque a costa de una severa recesión interna y de un deterioro de los ingresos e indicadores laborales. Además, el modelo de estabilización boliviano no está exento de dificultades propias, en la medida en que se ha apoyado en una revaluación del tipo de cambio real, ha generado una dolarización creciente del sistema financiero interno —que lo hace muy susceptible a cualquier ajuste futuro del tipo de cambio— y ha comenzado a enfrentar dificultades para financiar los desequilibrios crecientes de la balanza de pagos.

Los planes heterodoxos muestran ciertamente la posibilidad de elaborar políticas económicas que combinen una reducción significativa del ritmo de inflación con una reactivación del aparato productivo nacional. La experiencia reciente con este tipo de programas permite derivar cuatro conclusiones importantes. En primer lugar, resulta evidente, particularmente de la experiencia brasileña, que las políticas de demanda no son irrelevantes, sobre todo cuando el plan se adopta en medio de una reactivación. En segundo término, también es claro que la situación del sector externo no puede desconocerse tajantemente, ya que la restricción de divisas puede convertirse en

un obstáculo insalvable para la permanencia de los logros en materia de inflación y reactivación. En tercer lugar, debe resaltarse la gran dificultad que enfrentan estos programas para evitar el deterioro relativo de los precios en los cuales el congelamiento es más efectivo y, en especial, de aquellos en los cuales el gobierno ejerce un control directo: los precios públicos y el tipo de cambio. Por último, la meta de “inflación cero” es ciertamente ilusoria, no sólo porque resulta imposible controlar todos los precios, sino también por la necesidad de reajustar eventualmente los precios controlados, por el aprendizaje que ha tenido toda la población en el pasado acerca de cómo defenderse contra la inflación y porque este tipo de programas descarta por completo la posibilidad de descargar todo el peso del ajuste en los salarios de los trabajadores. Así las cosas, parece inevitable convivir con un grado de inflación y conflicto distributivo, particularmente en el contexto de un retorno reciente a la democracia.

Conviene resaltar, finalmente, la importancia de la disponibilidad de divisas en la “fase II” de un plan antiinflacionario, para utilizar la terminología de Taylor (1987). Esta afirmación se aplica no sólo a los choques heterodoxos sino también al plan boliviano. Este hecho no es sorprendente, ya que la abrupta aceleración de la inflación en todos los países analizados fue una de las consecuencias más dramáticas de la crisis de la deuda latinoamericana. Por lo demás, la propia experiencia de las grandes inflaciones del siglo XX enseña que uno de los requisitos fundamentales para estabilizar el ritmo de inflación a niveles moderados es el acceso a una oferta adecuada de divisas.<sup>51</sup>

## Referencias bibliográficas

- Arida, Persio, y André Lara-Resende (1986), "Inflación inercial y reforma monetaria: Brasil", en Persio Arida (comp.), *Inflación cero*, Bogotá, Oveja Negra.
- Bacha, Edmar (1982), *Introdução à Macroeconomia: Uma Perspectiva Brasileira*, Río de Janeiro, Editora Campus.
- (1986), "A inercia e o conflito: O Plano Cruzado e seus Desafios", *Texto para Discussão* núm. 131, PUC-Río de Janeiro, julio.
- Cagan (1956), "The Monetary Dynamics of Hyperinflation", Milton Friedman (comp.), *Studies in the Quantity Theory of Money*, Chicago, Chicago University Press.
- Carneiro, Dionisio Dias (1986a), "El ajuste a largo plazo, la crisis de la deuda y el papel cambiante de las políticas de estabilización en la reciente experiencia brasileña", Rosemary Thorp y Laurence Whitehead (comps.), *La crisis de la deuda en América Latina*, Bogotá, Siglo XXI-Fedesarrollo.
- (1986b), "Stabilization Policies and Long-Run Adjustment: the Brazilian Experience in the Eighties", mimeografiado, Helsinki, Wider, julio.
- (1987), "El Plan Cruzado: una evaluación prematura después de diez meses", en este volumen.
- CEPAL (1986), "Balance preliminar de la economía latinoamericana, 1986", *Notas sobre la economía y el desarrollo*, núm. 438/439, diciembre.
- Di Tella, Guido (1979), "The Economic Policies of Argentina's Labour-based Government", Rosemary Thorp y Laurence Whitehead (comps.), *Inflation and Stabilization in Latin America*, Londres, Macmillan.
- (1986), "El último ciclo inflacionario argentino, 1979-1985", Rosemary Thorp y Laurence Whitehead (comps.), *La crisis de la deuda en América Latina*, Bogotá, Siglo XXI-Fedesarrollo.
- Echeverría, Rafael (1985), *Empleo Público en América Latina*, Santiago, PREALC.
- Franco, Gustavo H. B. (1986), "O Plano Cruzado: Diagnóstico, performance e perspectivas a 15 de novembro", *Texto para Discussão*, núm. 144, PUC-Río de Janeiro, noviembre.
- Frenkel, Roberto (1979), *Decisiones de precios en alta inflación*, Buenos Aires, CEDES.
- (1983), "La apertura financiera externa: el caso argentino", Ricardo French-Davis (comp.), *Las relaciones financieras externas: su efecto en la economía latinoamericana*, México, CIEPLAN-Fondo de Cultura Económica.

- Frenkel, Roberto, y José María Fanelli (1987), "El Plan Austral: un año y medio después", en este volumen.
- , José María Fanelli y Carlos Winograd (1986), "Stabilization and Adjustment Programs and Policies in Argentina", mimeografiado, Helsinki, Wider, agosto.
- Gerchunoff, Pablo, y Carlos Bozalla (1987), "Posibilidades y límites de un programa de estabilización heterodoxo: el caso argentino", en este volumen.
- Hicks, John (1965), *Capital and Growth*, Londres, Oxford University Press.
- Kalecki, Michal (1968), *Theory of Economic Dynamics*, Nueva York, Monthly Review Press [traducción al español en edición del FCE].
- Lopes, Francisco (1986), *O Choque Heterodoxo*, Río de Janeiro, Editora Campus.
- Lora, Eduardo (1987), "Una nota sobre la hiperinflación boliviana", en este volumen.
- Meller, Patricio (1987), "Apreciaciones globales y específicas en torno al Plan Cruzado", en este volumen.
- Modiano, Eduardo Marco (1986), "Mitos e fatos sobre o sector público brasileiro", *Texto para Discussão*, núm. 134, PUC-Río de Janeiro, agosto.
- (1987), "El Plan Cruzado: bases teóricas y limitaciones prácticas", en este volumen.
- Morales, Juan Antonio (1987), "Estabilización y nueva política económica en Bolivia", en este volumen.
- Morales, Rolando (1987), "Bolivia", *Coyuntura Económica Andina*, núm. 8, Bogotá, Fedesarrollo.
- , Samuel Doria Medina y Juan Antonio Morales (1986), "Bolivia", *Coyuntura Económica Andina*, núm. 7, Bogotá, Fedesarrollo.
- Núñez del Prado, Arturo (1986), "Bolivia: Inflación y democracia", *Pensamiento Iberoamericano*, núm. 9, enero-junio.
- Ocampo, José Antonio (1983), "Precios internacionales, tipo de cambio e inflación: un enfoque estructuralista", *El Trimestre Económico*, vol. L, núm. 199, julio-septiembre.
- Okun, Arthur M. (1981), *Prices and Quantities: A Macroeconomic Analysis*, Oxford, Basic Blackwell.
- Olivera, Julio H. G. (1973), "La inflación estructural y el estructuralismo latinoamericano", *Inflación y estructura económica*, Buenos Aires, Paidós.
- Sachs, Jeffrey (1986), "The Bolivian Hyperinflation and Stabilization", mimeografiado, Universidad de Harvard, octubre.

- Santa María, Hugo (1987), "Perú", *Coyuntura Económica Andina*, núm. 8, Bogotá, Fedesarrollo.
- Schuldt, Jurgen (1986), "Desinflación y reestructuración económica en Perú, 1985-1986: modelo para armar", Persio Arida (comp.), *Inflación cero*, Bogotá, Oveja Negra.
- (1987), "Desinflación selectiva y reactivación generalizada en el Perú, 1985-1986", en este volumen.
- Sunkel, Osvaldo (1958), "La inflación chilena: un enfoque heterodoxo", *El Trimestre Económico*, vol. XXV, núm. 100, México, FCE.
- Taylor, Lance (1983), *Structuralist Macroeconomic*, Nueva York, Basic Books.
- Taylor, Lance (1987), "El Plan Austral (y otros choques heterodoxos): Fase II", en este volumen.
- Thorp, Rosemary (1979), "The Stabilization crisis in Perú 1975-1978", Rosemary Thorp y Laurence Whitehead (comps.), *Inflation and Stabilization in Latin America*, Londres, Macmillan [versión en español del FCE].
- (1986), "Políticas de ajuste en el Perú: efectos de una crisis prolongada", Rosemary Thorp y Laurence Whitehead (comps.), *La crisis de la deuda en América Latina*, Bogotá, Siglo XXI-Fedesarrollo.
- (1987), "La opción del APRA en el Perú", en este volumen.
- Webb, Richard (1987), "La gestación del plan antiinflacionario del Perú", en este volumen.
- Wells, John R. (1979), "Brazil and the post-1973 Crisis in the International Economy", Rosemary Thorp y Laurence Whitehead (comps.), *Inflation and Stabilization in Latin America*, Londres, Macmillan [versión en español del FCE].

## NOTAS

- <sup>1</sup> Frenkel (1983) y Di Tella (1979 y 1986).
- <sup>2</sup> Sachs (1986).
- <sup>3</sup> Wells (1979) y Carneiro (1986a y 1986b).
- <sup>4</sup> Thorp (1979 y 1986) y Webb (1987).
- <sup>5</sup> Frenkel *et al.* (1986), Frenkel y Fanelli (1987) y Di Tella (1986).
- <sup>6</sup> J. A. Morales (1987), Núñez del Prado (1986) y Sachs (1986).
- <sup>7</sup> Modiano (1987).
- <sup>8</sup> Thorp (1986) y Webb (1987).
- <sup>9</sup> Sobre los mecanismos de indización salarial, véanse J. A. Morales (1987) y Núñez del Prado (1986). Sobre la relación entre la inflación y el tipo de cambio negro, véase Sachs (1986).
- <sup>10</sup> *Boletín del Banco Central de Reserva del Perú*, septiembre-diciembre 1985, p. 15.
- <sup>11</sup> Banco Central de Reserva del Perú, *Memoria*, 1985, Anexo LII, p. 157.
- <sup>12</sup> Gerchunoff y Bozzalla (1987), cuadro 7. Sobre la naturaleza del déficit cuasi fiscal, véase Frenkel y Fanelli (1987).
- <sup>13</sup> J. A. Morales (1987) y R. Morales *et al.* (1986).
- <sup>14</sup> Franco (1986). Véase también Modiano (1986).
- <sup>15</sup> Sachs (1986) y J. A. Morales (1987).
- <sup>16</sup> En efecto, Sachs (1986) tiene dos teorías de los determinantes de los precios: una estrictamente monetarista, derivada de Cagan (1956), y otra en la cual los precios dependen de los tipos de cambio oficial y negro. Esta última, que coincide con una versión del enfoque monetario de la balanza de pagos, es la que permite derivar una ecuación sobre el comportamiento del mercado negro de divisas.

- <sup>17</sup> Véase Sunkel (1983) y Ocampo (1983).
- <sup>18</sup> Olivera (1973) y Sunkel (1973).
- <sup>19</sup> Véase, por ejemplo, Arida y Lara-Resende (1986), Bacha (1982), Lopes (1986) y Modiano (1987).
- <sup>20</sup> Kalecki (1968), Hicks (1965), Okun (1981) y Taylor (1983).
- <sup>21</sup> Frenkel (1979).
- <sup>22</sup> Schuldt (1986 y 1987).
- <sup>23</sup> J. A. Morales (1987) y Sachs (1986).
- <sup>24</sup> Frenkel y Fanelli (1987); Gerchunoff y Bozzalla (1987).
- <sup>25</sup> Bacha (1986), Carneiro (1987), Franco (1986) y Modiano (1987). Véase también las consideraciones analíticas de Meller (1987).
- <sup>26</sup> Webb (1987), Schuldt (1986 y 1987) y Thorp (1987).
- <sup>27</sup> Sachs (1986).
- <sup>28</sup> Lora (1987).
- <sup>29</sup> Sachs (1986).
- <sup>30</sup> J. A. Morales (1987) asocia también el rebrote inflacionario a algunas operaciones fiscales, en particular el pago del aguinaldo de Navidad. Algunos autores—incluyendo la CEPAL (1986)—asocian este fenómeno exclusivamente a los factores monetarios y fiscales, dejando de paso totalmente los acontecimientos en el mercado cambiario.
- <sup>31</sup> R. Morales (1987).
- <sup>32</sup> *Ibid.*
- <sup>33</sup> Las consideraciones que siguen se basan en una comparación simple del tipo de cambio y los índices de precios al mayoreo y al consumidor. No tienen en consideración, así, la evolución

de los precios externos ni las fluctuaciones de los tipos de cambio de los socios comerciales en relación con el dólar.

- <sup>34</sup> Existen problemas adicionales si el momento en el cual se mide la inflación no coincide con los periodos típicos de pago de los salarios.
- <sup>35</sup> El periodo z supuesto es quizá excesivamente largo, incluso en condiciones no inflacionarias. Esto corrobora las apreciaciones de posibles sobre o subestimaciones del cambio en los salarios reales cuando se hace un ajuste por impuesto inflacionario, suponiendo un periodo de gasto del salario de esta duración.
- <sup>36</sup> J. A. Morales (1987).
- <sup>37</sup> R. Morales (1987). Según Echeverría (1985), en 1980 el 25.5% del empleo no agrícola y el 62.3% del empleo formal en Bolivia fue generado por el sector público.
- <sup>38</sup> Véase, por ejemplo, otro índice en la CEPAL (1986), cuadro 6.
- <sup>39</sup> Instituto Nacional de Estadística (Perú), *Informe Estadístico*, cuarto trimestre de 1986, pp. 27-29 y 81.
- <sup>40</sup> CEPAL (1986), cuadro 6.
- <sup>41</sup> *Ibid.*, cuadro 4, e Instituto Nacional de Estadística, *op. cit.*, p. 20.
- <sup>42</sup> La discusión en este párrafo y el siguiente se basa en las fuentes que se indican en el cuadro 5. Para la Argentina, véase también Frenkel y Fanelli (1987), y para el Brasil Fundação Getulio Vargas, *Conjuntura Económica*, varios números.
- <sup>43</sup> Sobre la magnitud del déficit consolidado en 1985 y 1986, véase R. Morales *et al.* (1986) y R. Morales (1987). El efecto del impuesto a la gasolina lo analiza Sachs (1986). Sobre la relación entre las cuentas fiscales y monetarias, véanse los datos del Banco Central de Bolivia, *Estadísticas Monetarias y Financieras*.
- <sup>44</sup> Gerchunoff y Bozzalla (1987); Frenkel y Fanelli (1987).
- <sup>45</sup> Véase Fundação Getulio Vargas, *op. cit.*, varios números.
- <sup>46</sup> Thorp (1987), Santa María (1987) e Instituto Nacional de Estadística, *op. cit.*, p. 94.



<sup>47</sup> Carneiro (1987).

<sup>48</sup> Schuldt (1987) y Thorp (1987).

<sup>49</sup> J. A. Morales (1987).

<sup>50</sup> R. Morales (1987).

<sup>51</sup> Taylor (1987).

