

Burotto Ravanal, Nicolás

Estabilizaciones inflacionarias en el contexto latinoamericano: una revisión de los casos de Argentina, Brasil y Bolivia

Ensayos de Política Económica Año X, Vol. II, N° 4, 2016

Este documento está disponible en la Biblioteca Digital de la Universidad Católica Argentina, repositorio institucional desarrollado por la Biblioteca Central “San Benito Abad”. Su objetivo es difundir y preservar la producción intelectual de la Institución.

La Biblioteca posee la autorización del autor para su divulgación en línea.

Cómo citar el documento:

Burotto Ravanal, N. (2016). Estabilizaciones inflacionarias en el contexto latinoamericano: una revisión de los casos de Argentina, Brasil y Bolivia [en línea]. *Ensayos de Política Económica*, 2(4). Disponible en:
<http://bibliotecadigital.uca.edu.ar/repositorio/revistas/estabilizaciones-inflacionarias-contexto-latinoamericano.pdf>
[Fecha de consulta:.....]

ESTABILIZACIONES INFLACIONARIAS EN EL CONTEXTO LATINOAMERICANO: UNA REVISIÓN DE LOS CASOS DE ARGENTINA, BRASIL Y BOLIVIA

*Nicolás Burotto Ravanal*¹

Resumen

En este documento se describen las principales características de los programas de estabilización antiinflacionarios implementados en Argentina, Brasil y Bolivia. En particular, se examinan las distintas experiencias macroeconómicas haciendo hincapié, por un lado, en las políticas de ingresos e indexatorias y, por otra parte, en las políticas monetarias y fiscales. Se encuentran discrepancias en la gradualidad de las correcciones en los distintos programas, así como también en los enfoques adoptados por las autoridades. Estas variables son determinantes a la hora de evaluar el éxito o fracaso en las estabilizaciones.

Códigos JEL: E3, E31, E5, E6

Palabras Clave: estabilización inflacionaria, Latinoamérica, inercia inflacionaria, indexación, política de ingresos, política monetaria.

Abstract

This document describes the main characteristics of the anti-inflationary stabilization programs implemented in Argentina, Brazil and Bolivia. In particular, on the one hand are examined on the different macroeconomic experiences with emphasis on income and indexation policies and, on the other hand, monetary and fiscal policies. There are discrepancies in the gradual nature of the corrections in the different programs, as well as in the approaches taken by the authorities. These variables are decisive when evaluating the success or failure in the stabilizations.

JEL Codes: E3, E31, E5, E6

Keywords: inflation stabilization, Latin America, inflationary inertia, indexation, income policy, monetary policy

¹ Centro de Estudios de la Situación y Perspectivas de la Argentina (CESPA), Facultad de Ciencias Económicas, Universidad de Buenos Aires. Correo electrónico: nburottor@hotmail.com

I. Introducción²

América Latina se caracteriza por haber experimentado fuertes crisis inflacionarias durante muchas décadas. De tales experiencias, las más relevantes ocurrieron durante la década del ochenta donde se observaron éxitos y fracasos. En este documento se hace una revisión de tres casos particulares sobre los cuales se examinan las principales políticas macroeconómicas en el contexto de los programas de estabilización.

A grandes rasgos, los programas de estabilización pueden caracterizarse como ortodoxos y heterodoxos (ver cuadro 1). Por una parte, los programas ortodoxos incluyen la aplicación de un plan fiscal moderado sin tener como instrumento principal la fijación de precios (pero sí el control salarial y las expectativas inflacionarias de los agentes económicos). Según la lógica ortodoxa, la causa última del fenómeno inflacionario es una expansión excesiva de la cantidad de dinero. Por otra parte, los programas heterodoxos llevan a cabo la aplicación de una política de ingresos dado que el componente inercial constituye el centro del problema y, no necesariamente, consideran la necesidad de austeridad fiscal. Por ejemplo, el programa brasileño de la década del sesenta puede clasificarse como heterodoxo gradual. Asimismo, el Plan Cruzado brasileño (1986), el Plan Austral (1985) y el Plan Primavera argentino (1988) pueden considerarse heterodoxos. Por el contrario, el programa boliviano llevado a cabo el año 1985 que hizo frente a una hiperinflación del 11700%, en términos anuales, fue un programa puramente ortodoxo el cual tuvo rápidamente éxito, en parte, porque no existían mecanismos de indexación.

Cuadro 1. Tipos de programas.

	Congela precios y tipo de cambio	Austeridad fiscal	Austeridad monetaria
Ortodoxo	No	Sí	Sí
Heterodoxo	Sí	Sí/No	No

Cuando se habla de estabilizaciones inflacionarias y las posibles estrategias que se presentan, hay que tener en cuenta dos elementos fundamentales a la hora de querer reducir la inflación exitosamente: la política fiscal y monetaria y la política de ingresos. Por una parte, la política fiscal y monetaria es una condición necesaria para cualquier plan antiinflacionario que se implemente. Esto, porque ante un gran impacto inflacionario la economía queda con una latente vulnerabilidad y si esta economía es abierta el riesgo ante una fuga de capitales crece, por lo que una política monetaria y fiscal austera se hace indispensable. Además, la austeridad es importante para transmitir a los agentes que el gobierno ya no necesita del impuesto inflacionario para financiarse, y así provocar una convergencia en las expectativas hacia contextos de baja inflación. Por otra parte, una

²Sección extraída de Burotto Ravanal (2016).

política de ingresos transitoria –la cual consiste en un congelamiento de precios (públicos y privados), salario y tipo de cambio– puede dar un breve respiro y generar una estabilidad de precios desde la cual es conveniente implementar las políticas estabilizadoras necesarias.

En este sentido, el rol jugado por el tipo de cambio en la experiencia latinoamericana es de notable importancia. El ancla nominal ha sido uno de los principales mecanismos en el direccionamiento de las expectativas hacia escenarios de baja inflación. No obstante, la estabilización inflacionaria únicamente a partir de la fijación cambiaria puede generar resultados satisfactorios solo en el corto plazo. Esto hace referencia al cuidadoso manejo que debe tenerse con el tipo de cambio real para evitar la sobre valuación y las consecuencias desfavorables que ello trae. Por lo que, nuevamente, es importante tener presente que en el mediano y largo plazo debe lograrse una corrección fiscal.

Ahora, hay diferencias de opinión en si esta corrección debe implementarse a través de un plan de *shock* o en términos graduales. Por un lado, hay quienes creen que tiene que existir una alineación en la aplicación de una política de ingresos donde el control del tipo de cambio, salarios y precios además de la emisión monetaria sea coordinada, porque si estas variables se manejan de forma poco cuidadosa y drástica el resultado posterior puede generar más incertidumbre y la inflación posterior resultar más elevada que en un programa donde estos instrumentos sean aplicados de manera gradual y en un mayor lapso de tiempo. Por otro lado, hay quienes argumentan que en un panorama de alta inflación solo basta con aplicar una política monetaria contractiva basada en la creencia de que la inflación es consecuencia de un exceso de dinero en manos de los individuos por sobre el crecimiento económico. En este sentido, es interesante el plan antiinflacionario llevado a cabo en Bolivia en 1985. Dicho esto, los programas antiinflacionarios tienen que caracterizarse por ser programas integrales donde las políticas adoptadas pertenezcan a un conjunto de medidas las cuales se comprendan en su totalidad y no sean estudiadas por separado. Frente a esto, es esencial tener claro que el proceso inflacionario se liga al pasado por distintas vías.

En la experiencia latinoamericana, donde las economías han presentado tasas de inflación por sobre el 100% anual, e incluso hiperinflaciones, gran parte de los procesos inflacionarios tienen un componente inercial el cual es casi inevitable. Es decir, que la inflación de hoy es aproximadamente igual a la inflación de ayer más un componente cíclico e institucional de la economía sumado a *shocks* de oferta y demanda estocásticos. Para especificar esta condición, la tasa de inflación sería:

$$p_t = p_{t-1} + f(\mu, z) + \varepsilon, \quad (1)$$

donde p_t es la tasa de inflación de hoy, p_{t-1} es la tasa de inflación del periodo anterior y ε los *shocks* de oferta y demanda, cambiarios o de precios (por ejemplo, depreciación real, aumento de los precios del petróleo, exceso de demanda en bienes cuyos precios se determinan por la interacción entre oferta y demanda, etc.). Respecto al componente cíclico e institucional de la economía, $f(\mu, z)$, este tiene relación con la presión que ejerce a la tasa inflacionaria o deflacionaria el nivel de actividad y la tasa de desempleo (μ) del periodo actual. La estructura institucional de un país, muchas veces, es el determinante de la

volatilidad del proceso inflacionario. Esto depende de cuán elástica sea la respuesta a los impactos aceleradores.

Uno de los elementos centrales en la persistencia inflacionaria es la indexación salarial, la cual puede ser formal o informalmente impuesta. En este contexto, para evitar huelgas y negociaciones agotadoras y costosas, las empresas adjudican ajustes salariales en base a las expectativas inflacionarias de los trabajadores las cuales se construyen con base en la creencia de que la inflación de hoy será igual a la de ayer³. Entonces, si todos los trabajadores actúan de la misma manera la inflación efectiva será, en efecto, similar a esas expectativas inflacionarias. En consecuencia, dado que la inflación salarial está orientada hacia el periodo anterior, esta puede ser representada por:

$$w_t = p_{t-1} + f(\mu, z) \quad (2)$$

Aquí, w_t simboliza la tasa de aumento de los salarios nominales. En el contexto latinoamericano, w_t representa el principal componente inercial del régimen inflacionario trasladando la inflación pasada al presente (vía contratos y expectativas). Según la expresión (2), la inflación salarial se hace cada vez más grande mientras mayor sea el nivel de inflación del pasado o menor sea la tasa de desempleo. Sin embargo, Frenkel (1986) muestra, a partir de un riguroso estudio, que el proceso inflacionario en Latinoamérica es autónomo respecto al ciclo de actividad y la tasa de desempleo. Es decir, en un contexto donde los agentes solo observan la inflación pasada, la reducción de la tasa inflacionaria es costosa, porque si se quiere detener la inflación inercial se tiene que suspender la indexación en los salarios (o indexar a una menor tasa que la suba de precios) lo cual tiene efectos contractivos en la demanda agregada y el nivel de actividad más que efectos deflacionarios en la economía.

De acuerdo con Dornbusch y Fischer (1992), la indexación salarial aumenta la inercia inflacionaria debido a que la indexación conduce a contratos de mayor plazo de duración (en escenarios de inflación moderada) que los existentes en ausencia de indexación. Muestran que la persistencia de la inflación puede ser representada por la expresión (1) pero basada en los costos:

$$p_t = p_{t-1} + \alpha(w_t - p_{t-1}) + (1 - \alpha)(e - p_{t-1}) + \varepsilon, \quad (3)$$

donde $0 < \alpha < 1$. En este caso se incorpora la tasa de inflación de salarios, w_t , y la tasa de devaluación del tipo de cambio, e . Señalan que la inflación de ayer es igual a la inflación de hoy, a menos que, por una parte, se suspenda la indexación salarial (o sea menor a la tasa de inflación pasada) mediante la aplicación de una política de ingresos. La experiencia del Brasil es ejemplificadora en este sentido. La política seguida en 1968 permitió que los

³Las expectativas de los agentes económicos se consideran *Backward-looking*. Otra alternativa en las normas de fijación de salarios puede estar dada por la fijación en función de las expectativas inflacionarias del periodo siguiente (o *Forward-looking*), en vez de la inflación pasada, como el caso brasileño en la década del sesenta.

salarios nominales ajustaran por debajo del nivel de inflación, por lo que los salarios reales se vieron disminuidos en un 28,8%. Además, en 1986 en el marco del Plan Cruzado se suspendió todo tipo de indexación y en 1991 se aplicó una estricta política de ingresos. Por otra parte, una vía distinta (o combinada con la anterior) para la reducción de la inflación puede ser a través de la depreciación del tipo de cambio a una tasa inferior al nivel de inflación pasado y/o que los **shocks de oferta y demanda (ϵ)** favorezcan de alguna manera a reducir la inflación sin que exista la necesidad de tocar el tipo de cambio o el nivel de salarios. En este sentido, es interesante el caso argentino de estabilización en 1988 dado que se recurrió a una estrategia de tipos de cambio diferenciados (comercial y financiero) junto con una caída en el gasto salarial.

Otro de los aspectos primordiales en el análisis de los programas de estabilización está relacionado con la credibilidad de las autoridades. La reputación del gobierno y las instituciones es fundamental a la hora de establecer el éxito en los programas de estabilización. Es más probable que la inflación sea menor en países con gobiernos considerados estables donde las autoridades e instituciones hayan creado un marco de credibilidad no sujetos a comportamientos oportunistas ni ambiguos en términos de política económica. Es decir, en estos contextos se pone a prueba la calidad de los liderazgos políticos y la calidad institucional de los Estados. Un ejemplo de mejora institucional se observa en la experiencia chilena al independizar el Banco Central del gobierno militar en 1989 y los sucesivos gobiernos. Respecto a esto, se ha planteado que una de las vías para lograr credibilidad en los planes antiinflacionarios es el logro de un acuerdo entre el gobierno y el sector privado donde ambos sectores converjan en los mismos objetivos. Es decir, si los objetivos del gobierno son distintos a los del resto de la población existe una alta probabilidad que los anuncios de desinflación confundan y se interpreten como un comportamiento oportunista del gobierno y, por lo tanto, no sean creíbles. El caso argentino en 1988 retrata, en parte, esta situación dado que uno de los puntos centrales del programa de estabilización fue el acuerdo de precios con el sector empresarial.

En otras palabras, hay que tener presente la coordinación que tienen que llevar a cabo los distintos fijadores de precios y salarios. En este punto se vuelve a la importancia de la reputación del gobierno, porque si el público no cree en la retórica antiinflacionaria es muy difícil que el instrumento coordinador pueda reducir la inflación.

Sin embargo, a pesar de lo dicho sobre la caracterización de los distintos tipos de planes, hay que tener en cuenta que el éxito no está asegurado. Primero, hay que considerar la magnitud de las correcciones en las distintas variables y segundo, el modo en cómo se van liberando las diversas fijaciones.

En la siguiente sección se hará una breve revisión de los distintos planes de estabilización llevados a cabo en Argentina, Brasil y Bolivia. En cada caso, se examinan los hechos estilizados de cada experiencia para combatir la aceleración inflacionaria, seguido de un cuadro comparativo a modo de resumen. Unos comentarios finales cierran el trabajo.

II. Estudios de caso

II.1 Argentina, 1988-1991

Debido a la imposibilidad del tesoro de conseguir las divisas necesarias para hacer frente al servicio de la deuda acumulada hasta ese entonces, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) lleva a cabo en la primera mitad del año 1988 una desregulación del sistema financiero, otorgando al sector privado la facultad voluntaria de financiar el déficit público. No obstante, la demanda de títulos públicos no fue suficiente. Por ello, las autoridades tomaron medidas extraordinarias para evitar una mayor expansión monetaria. Se retrasaron vencimientos de deuda y se colocaron nuevos títulos modificando los plazos y condiciones financieras de estos contratos. A este fenómeno se le denominó el *festival de bonos*.

A pesar de todo, el esfuerzo presentó pobres resultados. El aumento nominal de las tasas de interés que acompañaba la tasa inflacionaria tenía como contrapartida el incremento en el déficit cuasifiscal que debía monetizarse mensualmente⁴. Esto provocó un aumento en la base monetaria. Además, el incremento en tarifas públicas que venía dándose desde fines de 1987 contribuyó, junto con la forzosa expansión monetaria, a la aceleración de la tasa inflacionaria. De tal manera, producto de una serie de políticas erráticas por parte de la autoridad económica, la economía argentina a mediados de 1988 se encontraba en recesión, altos niveles de desempleo, creciente deuda externa y salarios reales a la baja.

Esto condujo a que en agosto de 1988 se llevara a cabo un *shock* estabilizador heterodoxo conocido como Plan Primavera. Este tenía como principales medidas la implementación de un estricto ajuste fiscal y acuerdos de precios de bienes industriales con el sector empresario. De esta forma, se puso en funcionamiento un aumento tarifario de los servicios públicos en un 30% para luego congelar esos precios por 60 días. Al mismo tiempo, se estableció un régimen de tipo de cambio diferencial donde, por un lado, regía un tipo de cambio oficial (o comercial y controlado) y por otro lado, un tipo de cambio libre (o financiero y flotante)⁵. Bajo este régimen cambiario se establecieron dos listas de productos de exportación: bienes industriales y bienes de origen agropecuario. El BCRA compraba las divisas al valor del tipo de cambio oficial para el total de bienes agropecuarios y para un 50% de los bienes industriales. Y, por el mercado libre se liquidaba el restante 50% de bienes industriales, el total de importaciones (excepto combustibles y lubricantes) y los intereses de la deuda privada.

⁴El "resultado cuasi fiscal" del Banco Central es un término que recoge la situación patrimonial deficitaria de dicha institución, muy usado en países en desarrollo y particularmente en países de América Latina dada la frecuencia en que algunos bancos centrales incurrir en grandes déficits. Básicamente, el balance entre activos y pasivos del Banco Central (resultado cuasi fiscal, RCF) puede expresarse como:
 $RCF = i_{xa}AX + i_{ga}AG + i_{fa}AF - i_{xp}PX - i_{gp}PG - i_{fp}PF$, la cual es una diferencia entre los activos (A) y pasivos (P) que el Banco Central tiene con el resto del mundo (X), el gobierno (G) y las entidades financieras (F). El término i denota la tasa de interés de cada activo y pasivo según el agente (Machinea, 1991). Entonces, dado el contexto de mucha colocación de deuda con el sector financiero, un aumento en la tasa de interés incrementaba el déficit cuasi fiscal.

⁵La brecha promedio entre el tipo de cambio oficial y paralelo para 1988 fue de 25 %. Sin embargo, a partir de la implementación del plan en agosto la brecha se mantuvo entre 18 % y 22,6 % (BCRA, 1988).

El programa en un principio fue exitoso. La inflación mensual se redujo de un 25% en agosto a un 6,8% en diciembre de 1988. Además, se observó un incremento en la demanda de dinero y activos oficiales. Sin embargo, la expansión monetaria no pudo ser controlada, al menos en parte, por el creciente superávit comercial y la no reducción del déficit público. A partir del año 1989, en medio de un gran desequilibrio en el mercado monetario, el BCRA se ocupa de dos grandes problemas: i) el control del mercado cambiario y ii) la pérdida de reservas internacionales. En cuanto al mercado cambiario, al existir una creciente brecha entre los distintos tipos de cambio, el esquema diferenciado no pudo ser llevado a la práctica de manera plena. Hasta enero de 1989 el esquema cambiario funcionó correctamente, no obstante, la situación se descontroló debido a una serie de razones. En primer lugar, las próximas elecciones presidenciales aumentaron la incertidumbre en los agentes y el riesgo de mantener activos domésticos. En segundo lugar, el Banco Mundial anuncia que no desembolsaría un préstamo por US\$ 350 millones debido al no cumplimiento de las metas establecidas. Debido a esto, entre la última semana de enero y la primera semana de febrero se produce una corrida contra el austral lo cual obliga a la autoridad monetaria a cambiar de estrategia. Por lo que, finalmente, se vuelve a un tipo de cambio único y con acceso restringido. Así, a partir del 6 de febrero de 1989 el régimen cambiario diferenciado fue abandonado provocando un espiral inflacionario que alcanzó niveles hiperinflacionarios nunca antes experimentados en la historia económica argentina (Damill *et. al*, 1992)⁶.

Al mismo tiempo, las expectativas de los agentes presentaron una mayor incertidumbre dada la proximidad en las elecciones, lo que provocó entre fines de enero y principios de febrero una corrida contra el austral. Esto generaba que las crecientes expectativas de una próxima devaluación redujeran la liquidación proveniente del balance comercial, haciendo fuertes presiones sobre el nivel de reservas. En consecuencia, el BCRA tuvo que desembolsar aproximadamente US\$ 450 millones por semana, reflejando una sistemática pérdida de reservas⁷. La economía experimentó, entre enero y agosto, una tasa inflacionaria de 1700%, un tipo de cambio devaluado por cuatro, salarios reales reducidos en un 30% y una creciente desmonetización (producto de la corrida). Es decir, en este contexto la moneda nacional ya no cumplía las tres principales funciones que tiene el dinero: medio de cambio, unidad de cuenta y reserva de valor (Ferrer, 2005). Además tampoco cumplía la función de unidad de pago diferido para la liquidación de deudas.

Este estado de caos económico se traslada al escenario político. En julio de 1989, se produce un anticipado cambio de gobierno con la retirada de Raúl Alfonsín y la entrada del nuevo gobierno peronista encabezado por Carlos Saúl Menem, en medio de una grave crisis social y económica con niveles hiperinflacionarios que impedían cualquier intento de ajuste en la economía. Cabe destacar que esos mismos niveles hiperinflacionarios dificultarían cualquier intento de resistencia ante posteriores ajustes estructurales en la economía.

En principio, con el cambio de autoridades y con el fin de evitar una expansión monetaria aún mayor, el BCRA retrasa los vencimientos de pago de diversos instrumentos de deuda reemplazándolos por un nuevo instrumento con plazo de 27 meses. Además, se incrementan

⁶Para tener una idea, el tipo de cambio nominal pasa de 14,06 a 23 australes entre el 3 y 7 de febrero para llegar a 655 australes el 10 de julio de 1989 (primer día hábil del nuevo gobierno).

⁷Sumado al préstamo fallido por US\$ 350 millones que el Banco Mundial no quiso liquidarle al gobierno radical.

las exigencias de encajes al sector bancario. Con el mismo objetivo, el gobierno elimina todo tipo de subsidios al sector privado y sector exportador logrando temporalmente algunos acuerdos de precios y que la inflación mensual cayera de un 196,6% en julio a un 6,5% en noviembre. Sin embargo, a fines de año se da un giro en la política monetaria y cambiaría luego del cambio en el gabinete económico, quedando a cargo del Ministerio de Economía el contador Antonio Erman González⁸.

El gobierno venía acumulando una creciente deuda interna a través de la colocación de títulos públicos (a tasas exorbitantes) además de otros atrasos en pagos a proveedores y contratistas. Frente a esta situación y con el objetivo de suprimir la conexión entre tasas de interés y la expansión de la oferta monetaria, el gobierno crea un plan donde se canjean los **depósitos a plazo fijo por títulos públicos llamados "Bonex 89" (con fecha de vencimiento en el año 1999)**. Así, el Plan Bonex perseguía postergar el plazo de la deuda que el BCRA tenía con los bancos comerciales: a través de los títulos Bonex 89 se le pagaba a la banca y, a su vez, estos a los ahorristas⁹. Mediante este mecanismo, el BCRA nuevamente podría retomar el control de la oferta monetaria y eliminar el déficit cuasifiscal.

A partir de diciembre de 1989 se lleva a cabo el desarrollo del Plan Bonex, el cual ayudó considerablemente a eliminar el déficit cuasifiscal, producto de la refinanciación de la deuda interna. Si bien es cierto, este plan deterioró, en parte, la reputación del Estado como pagador de sus obligaciones, el establecimiento de este sistema monetario facilitó el paso hacia un régimen que pudiera adaptarse a un contexto de inflación moderada (BCRA, 1990). Además, con el objetivo de controlar aún más la oferta monetaria y achicar el aparato administrativo del Estado, el BCRA regula las compras de divisas para asistir al sector público y deja de financiar los déficits operativos de caja del gobierno. A su vez, abandona la política de redescuentos –sin la autorización del Ministerio de Economía– a las entidades bancarias. Como consecuencia de estas medidas la caída en la deuda pública mejora la situación presupuestaria del gobierno, no obstante, tuvieron un efecto contractivo en el nivel de actividad y acelerador en la tasa inflacionaria durante el primer trimestre de 1990 (ver cuadro 2).

Frente a esta situación, el gobierno adopta un conjunto de políticas ortodoxas para normalizar este brote de inestabilidad. Se observa una caída en el gasto corriente, liberalización de precios y caída en los salarios reales (Ferrer, 2005). En cuanto a la política cambiaria, se intervino el mercado de cambios único, flexible y de libre acceso para dar estabilidad a las expectativas del valor de la divisa a través de la fijación de metas poniendo **en marcha un "mercado de divisas a término"**¹⁰. Estas medidas, sumado a una caída en las importaciones y aumento en las exportaciones provocan un aumento de las reservas internacionales que pasan de US\$ 3419 millones a fines de 1989, a US\$ 6170 millones a

⁸Cabe aclarar, que entre julio y diciembre de 1989 se aplicaron dos planes de estabilización transitorios mediante ajustes en tarifas públicas y una devaluación del austral. No obstante, el programa de estabilización denominado **"Plan BB" no tuvo éxito**.

⁹El Plan Bonex representó una gran pérdida para los ahorristas dado que los títulos en el mercado secundario solo se pagaban a un 30 % de su valor nominal.

¹⁰El cual consiste en un compromiso de compra o venta de una cantidad establecida de divisas en una determinada fecha futura a un tipo de cambio definido en el momento del acuerdo. El mercado de divisas a término es una herramienta utilizada para cubrir los riesgos de tipo de cambio en las transacciones comerciales internacionales.

diciembre de 1990, lo cual, permitió una mejora en la capacidad de pago en los servicios de la deuda externa por parte del gobierno. En suma, el año 1990 cierra con bajos niveles de actividad, una tasa inflacionaria anual cerca del 1400% y un proceso masivo de privatizaciones de empresas públicas que, se esperaba, ayudaran a mejorar el balance público y reducirla presión ejercida por los servicios de la deuda (y también como antesala al posterior ingreso al Plan Brady en abril de 1992).

Así, el 27 de marzo de 1991, en medio de una nueva aceleración inflacionaria y luego de la renuncia de Erman González y reemplazado por el Dr. Domingo Cavallo en el ministerio de economía, se lleva adelante el Plan de Convertibilidad.

Cuadro 2. La macroeconomía en el Plan Bonex.

	1989:IV	1990:I	1990:II	1990:III	1990:IV
Inflación ^a	16,4	78,2	12,9	13,9	6,2
Crecimiento del PBI ^b	-5,2	-12,5	-4,1	4,7	2,1
Tipo de cambio real ^c	125,1	129,1	95,7	79,7	60,3

Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC y BCRA (1990).

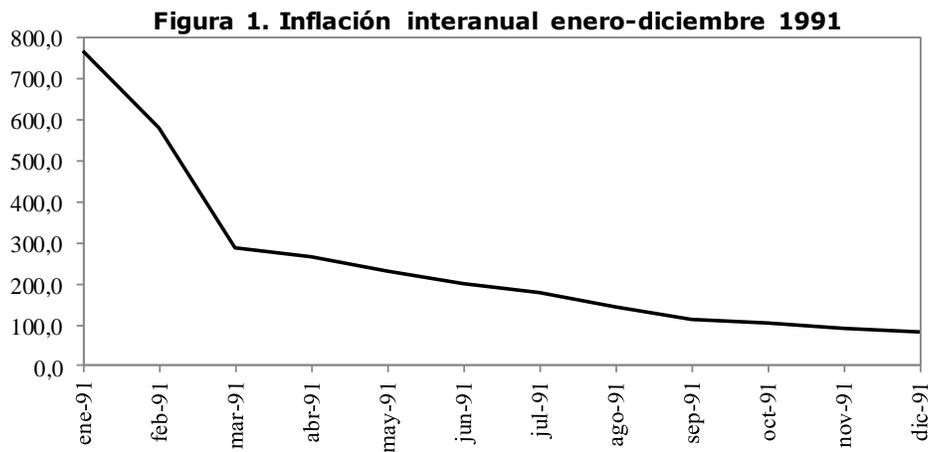
^a Variación % promedio mensual del índice de precios al consumidor. ^b A precios de 1993. ^c Base 1986=100.

El programa monetario de ajuste estructural establecía como medida principal la fijación del tipo de cambio donde el valor de conversión era de 10000 australes por dólar. En dicho plan, se buscaba reducir las expectativas inflacionarias otorgando a los tenedores de pesos la automática conversión a dólares. Además, para eliminar la inflación inercial se prohibió la indexación de los contratos. Esto produjo rápidas consecuencias: i) drástica desaceleración de la tasa de inflación; ii) caída de las tasas de interés nominales; iii) aumento del grado de monetización de la economía en pesos y dólares y iv) subida del nivel de actividad. Esta drástica caída en la tasa de aumento de los precios de los bienes, sin embargo, no se produjo a la velocidad esperada por las autoridades ya que continuó por encima del promedio internacional durante algunos meses después de implementado el programa¹¹.

Cabe destacar que este régimen pudo mantenerse, en parte, gracias a la masiva entrada de capitales de corto plazo en la región latinoamericana (especialmente Argentina y México) producto de las privatizaciones en la primera mitad de la década, la baja tasa de interés en los mercados del resto del mundo (no emergente) y la renegociación de la deuda externa¹².

¹¹Según Rapoport (2000), incluso algunas autoridades especulaban con una deflación inicial del 20 %, cosa que no ocurrió.

¹²Además de la renegociación, producto del régimen de tipo de cambio, el *stock* de deuda respecto al producto disminuyó de un 99 % en 1989 a un 40 % en 1992 (Ferrer, 2005).



Fuente: elaboración propia en base a memorias del BCRA año 1991.

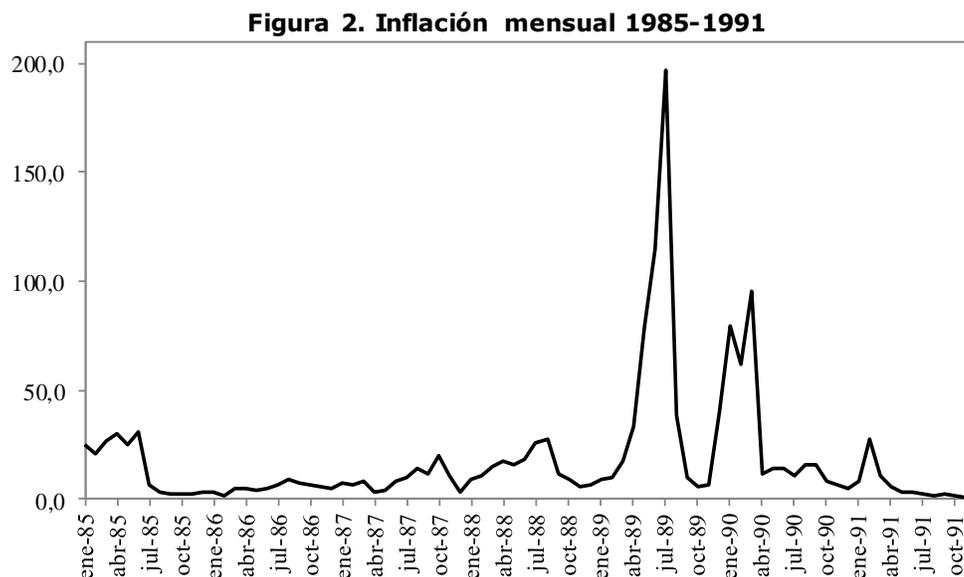
Producto del régimen de convertibilidad, se reduce el margen de maniobra de la autoridad monetaria. Esto implica que el mercado se ajusta a la evolución de la demanda de dinero y el nivel de reservas. No obstante, el BCRA pudo regular el mercado monetario a partir de medidas como, por ejemplo, el manejo de los encajes y/o redescuentos u operaciones de pase¹³.

En un principio, la banda de precios a la que operaría el BCRA fluctuaba entre 9700 australes por dólar la compra y 10000 australes por dólar la venta. Pero debido a que la diferencia era elevada y actuaba como un impuesto potencial a la entrada de capitales, la banda se redujo a 9900/10000 australes por dólar la compra y venta, respectivamente.

Las reformas estructurales estabilizaron los precios de la economía luego de un largo período de desequilibrios y desajustes experimentados en la década del ochenta. El nivel inflacionario anual promedio se redujo de un 3079,5% en 1989 a un 24,9% en 1992 y las tasas de plazos fijos cayeron de 280% en diciembre de 1989 a un 20% en diciembre de 1991, mientras que el nivel de actividad presentó una rápida recuperación. En definitiva, se logró dar una solución al problema hiperinflacionario donde los fundamentos de la economía lograron establecerse sin necesidad de acudir a controles generalizados de precios y salarios.

Es importante tener en cuenta que, hasta que realmente no se estabilizaron los precios en el año 1993, el tipo de cambio real fue apreciándose perjudicando sistemáticamente al sector productor de bienes transables, especialmente a los sectores productores de bienes de capital y tecnológico.

¹³ Respecto a los encajes, el BCRA disminuye la exigencia en el porcentaje de efectivo mínimo en moneda nacional y extranjera en: cuentas corrientes; depósitos a interés; cajas de ahorro y plazos fijos. Al mismo tiempo, se siguió con la política de compra y venta de divisas y títulos públicos a entidades financieras. A su vez, para generar un nivel adecuado de solvencia del mercado financiero, el BCRA fija los capitales mínimos de las entidades en función del nivel de riesgo de sus activos: a entidades con activos más riesgosos se les exige mayor capital.



Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC.

II.2 Brasil

II.2.1 Programa de Ação Econômica do Governo (PAEG), 1964-1968

El PAEG fue el primer plan económico del gobierno después del golpe cívico-militar de 1964 encabezado por Humberto de Alencar Castelo Branco. El objetivo del plan era reducir la inflación en un periodo de tres años, donde el enfoque estaba puesto en la aplicación de una política de ingresos junto a una consolidación fiscal. Particularmente, la solución estaba orientada en aplicar medidas tanto del lado de la oferta como del lado de la demanda, para evitar las consecuencias recesivas que siempre acompañan a las políticas antiinflacionarias.

Según Cardoso y Dornbusch (1987), el proceso inflacionario en el Brasil desde la década del sesenta hasta el ochenta fue mayormente institucional¹⁴ a diferencia de otros procesos donde precios y salarios están fuertemente ligados al tipo de cambio. En aquellos casos donde el tipo de cambio es una poderosa guía, una contención en la creación de dinero y una fijación en el tipo de cambio constituyen la solución al problema. Por lo mismo, dada esta característica institucional del proceso, para lograr la consolidación fiscal el PAEG se basó en seis principales medidas: i) se recurrió a un aumento de los precios del sector público; ii) se redujeron subsidios y aumentaron los impuestos indirectos, lo que llevó a un aumento de las recaudaciones fiscales y a una reducción del déficit público de 4,2% en 1963 a 1% del PBI en 1966; iii) el tipo de cambio se devaluó en un 70%; iv) se realizaron ajustes salariales, pero no en función de la inflación pasada, sino de la inflación esperada (la cual

¹⁴La estructura institucional permite ajustes salariales en determinados períodos de tiempo. Entonces, mientras más reducidos sean los intervalos de ajuste mayores serán los costos y, por tanto, la inflación.

era decreciente)¹⁵; v) el gobierno impulsó una serie de incentivos fiscales y crediticios a aquellas empresas que cumplieran con el compromiso de no subir los precios más allá del porcentaje pactado. Además, en 1966 el gobierno prometió a las empresas reducir en un 20% los impuestos indirectos si estas ajustaban sus aumentos salariales a la **Fórmula Salarial Gubernamental**; vi) indexación de los activos financieros para alentar el ahorro interno y restablecer el mercado hipotecario. En consecuencia, la tasa de interés del mercado paralelo cayó de un 60% en 1963 a un 4% en 1964, llegando a un 1% en 1965 y 1966.

A partir de instrumentos tributarios, crediticios y monetarios el programa dio buenos resultados dado que se restableció el equilibrio externo, el déficit presupuestario y el acceso a los mercados de crédito externos. El éxito queda de manifiesto al observar el descenso de la tasa de inflación interanual desde un 91,9% en 1964 a un 38% en 1966. Asimismo, el nivel de producción industrial para 1966 ya estaba en un 6% por encima de los niveles previos a la crisis (Cardoso y Dornbusch, 1987). No obstante, los resultados muestran una débil intención por parte de las autoridades de bajar la inflación por debajo de niveles moderados, lo cual es un temprano antecedente de los futuros programas de estabilización presentados por Bolivia (1985) y México (en el contexto del **pacto** estabilizador en 1988) en la década del ochenta. Estos programas combatieron con éxito las hiperinflaciones pero no pudieron caer por debajo de los niveles considerados como moderados (Dornbusch y Fischer, 1992)¹⁶. Según Singer (1973), esta inflación controlada en niveles moderados (20-25% anual) hasta la crisis **del setenta se "institucionalizó" mediante correcciones monetarias** y estrictos controles del crédito que afectaron desde depósitos de garantía en los bancos hasta obligaciones reajustables del tesoro.

Cuadro 3. Crecimiento monetario e inflación en Brasil, 1962-1968

Año	Crecimiento Monetario	Inflación	Saldos Reales (Índice 1961=100)
1962	63,3	51,3	108
1963	64,0	81,3	98
1964	85,8	91,9	95
1965	75,4	34,5	124
1966	16,8	38,6	104
1967	42,4	24,3	120
1968	43,0	25,4	137

Fuente: Dornbusch y Fischer (1992) extraído de Simonsen (1974).

¹⁵La reducción en los precios fue menor que la indexación anticipada en los salarios. Esto derivó en una caída de 15 % en el salario real promedio entre 1964 y 1967 y una caída de 24,8 % en el salario real de la industria manufacturera entre 1964 y 1968 (Dornbusch y Simonsen, 1987; Singer, 1973). Esta caída puede explicarse, además de la nueva fórmula salarial, por la pérdida de poder negociador de los sindicatos en el régimen militar.

¹⁶Un nivel inflacionario se considera moderado cuando fluctúa en el rango de 15-30 % anual; alto en 30-100 % anual; extrema entre 100-1000 % anual e hiperinflación cuando supera el 1000 % anual (Dornbusch y Fischer, 1992).

Frente a un rebrote en la tasa inflacionaria, en 1968 se lleva a cabo otro plan antiinflacionario encabezado por el mariscal Costa y Silva. Como parte del paquete de medidas de corto plazo, se produce un control del crédito y se liberaliza el comercio. Además, se establece un programa de minidevaluaciones (*crawling peg*) para evitar grandes cambios en el tipo de cambio real. Al mismo tiempo, se establece un control de precios de los principales productos industriales (aplicado por la Comisión Interministerial de Precios) y para neutralizar los efectos del aumento inflacionario en la indización salarial hacia adelante, se crea una nueva fórmula de ajuste salarial. Ahora, nuevamente los salarios se ajustarían cada doce meses con base a la inflación pasada sumado a una ganancia de productividad y **no a la inflación esperada. En suma, en pleno auge del "milagro brasileño" la inflación cayó de 25,4% en 1968 a 16% en 1973.**

II.2.2 Plan Cruzado, 1986

En un contexto de extrema inflación¹⁷, el 28 de febrero de 1986 se anuncia la implementación del Plan Cruzado durante el gobierno de José Sarney, dejando atrás la **política económica de ajuste gradualista de la "Nueva República" (Modiano, 1987)**. El objetivo del programa de estabilización heterodoxo consistía en erradicar la inflación a partir de la eliminación de toda indexación de precios existentes sobre la creencia de que la inflación es fundamentalmente inercial. El enfoque del plan se distingue por el congelamiento de todos los precios de la economía y en la implementación de una reforma monetaria como mecanismo represor de toda memoria inflacionaria del sistema (Meller, 1987).

Las principales medidas de este programa pueden resumirse en seis puntos: i) se congelaron los precios y se introduce una nueva moneda: el **Cruzado**, que permitió facilitar el ajuste. Así, se fijó el tipo de cambio en 13,80 cruzados por dólar; ii) se llevó a cabo una reforma tributaria (en diciembre de 1985); iii) se implementaron devaluaciones prefijadas (*crawling peg* activo) para eliminar las altas expectativas inflacionarias; iv) los salarios se convirtieron a cruzados y se indexaban al 8% general (que era el poder de compra promedio de los salarios), con un bono de 15% para el salario mínimo. Así, la indexación salarial se modifica a partir de una cláusula que especificaba que los salarios nominales serían reajustados luego de una variación acumulada en el IPC de 20%; v) los billetes de cruzeiros y los depósitos a la vista se convirtieron en cruzados, donde la tasa de conversión de los pasivos en cruzeiros era de 1,0045 diarios hasta su vencimiento; vi) aumento de la base monetaria (la cual se duplicó en los tres primeros meses), para no elevar demasiado las tasas de interés real.

En un principio, el plan fue todo un éxito por diversas razones. En primer lugar, el nivel inflacionario cae de un 227% el año 1985 a 60% en 1986 (ver cuadro 4). En segundo lugar, la carga tributaria presenta una mejora sustancial, en parte, por la caída del ritmo inflacionario donde consecuentemente se reduce la pérdida en la recaudación debido al

¹⁷Debido, en parte, a una maxidevaluación del cruzeiro en febrero de 1983 y a un aumento de los precios agrícolas resultante de la sequía que afectó las cosechas en 1986.

efecto de rezago fiscal¹⁸. Además, en 1986 se logra un récord en la relación entre la recaudación bruta y el PBI, siendo superior al 25%. Ese año también se observa un crecimiento de la inversión pública (Damill, Fanelli y Frenkel, 1991).

Cuadro 4. Tasa de inflación y déficit presupuestario Brasil, 1982-1986

Año	Tasa porcentual de inflación ^a	Déficit presupuestario (% PBI)
1982	98	16,7
1983	142	19,9
1984	197	22,2
1985	227	27,1
1986	60	9,9

Fuente: Cardoso y Dornbusch (1987) extraído de Banco Central del Brasil.^a Diciembre a diciembre.

Por otra parte, es preciso resaltar tres factores exógenos que favorecieron la implementación del plan: la caída de las tasas de interés del resto del mundo ayudó a reducir las cargas del servicio de deuda; la caída de los precios mundiales del petróleo ayudó al plan en el mismo sentido y la depreciación del dólar al inicio del plan ayudó a aumentar la competitividad, lo que se reflejó en una muy favorable balanza de pagos. Este programa estabilizador se dio en un contexto favorable donde la economía presentó tasas de crecimiento del PBI entre 8% y 10%.

No obstante, el plan redujo la inflación solo por ocho meses. Sobre la base de que el congelamiento de precios es una herramienta muy efectiva en el corto plazo, la experiencia demuestra, no obstante, que la estabilización solo con políticas de ingreso y sin una consolidación fiscal no es suficiente. Después del levantamiento de controles en 1987 los precios explotaron nuevamente a cifras de dos dígitos mensuales. Una de las hipótesis, en primer lugar, es que las altas tasas de interés experimentadas en 1986 dejaron al gobierno con una proporción deuda/PBI por sobre el 50%, por lo que los agentes formaron sus expectativas en base a que el gobierno intentaría reducir su carga de la deuda a través de más impuesto inflacionario. Esto provocó que las tasas de interés nominales aumentaran drásticamente (duplicándose entre noviembre y diciembre). En segundo lugar, la indexación genera una **inercia inflacionaria mayor, pero también asegura una cierta "estabilidad" en la aceleración de los precios** dado que los salarios y los activos se reajustan con una cierta frecuencia. En este sentido, la política de ingresos establecida en 1986 provocó una **atmósfera más volátil en donde los agentes no tenían este "elemento" que transmitiera estabilidad**. Por lo cual, los tenedores de activos se refugiaron en el mercado de bienes o en el mercado paralelo de divisas. Además, resultaba evidente la existencia de un exceso de demanda (que crecía a un 12% anual) lo cual, en un contexto de control de precios, estaba generando desabastecimiento (Meller, 1987).

¹⁸Para profundizar en el estudio del "efecto Olivera-Tanzi", véase Olivera (1967), Tanzi (1977) y Dornbusch (1985).

Un pequeño paralelo puede hacerse entre el Plan Cruzado y el Plan Austral implementado en la Argentina en 1985, dado que compartieron estrategias similares y el resultado final fue el mismo¹⁹(colapsando antes del año). A grandes rasgos, los programas aplicaron una reducción del déficit presupuestario con controles de precios y salarios además de una fijación en el tipo de cambio. Sin embargo, difieren en pequeños detalles por el hecho de que el Brasil decidió detener la inflación antes de llegar a los niveles de Argentina de 1985. Esto trajo como consecuencia una mayor frecuencia en el ajuste salarial (mensual) en Argentina dada las altas tasas inflacionarias. No así en Brasil, donde los salarios se ajustaban cada tres/seis meses creando serios problemas de sincronización. Además, en el Plan Cruzado los precios se fijaron de manera irregular (al nivel que tenían el 27 de febrero) de modo que la fijación en los precios de productos clave se hizo por debajo del *punto* de equilibrio. Por otra parte, el Plan Austral se llevó a cabo en un contexto de condiciones externas levemente favorables, mientras que el Plan Cruzado que se había anunciado como una política de ingresos pura (bajo el lema *inflação zero*) lo hizo en condiciones externas muy favorables, alcanzando el país en 1984 y 1985 superávits comerciales de 12500 a 13000 millones de dólares por año.

II.2.3 Plan Collor 1990-1991

El Plan Collor I, iniciado el 16 de marzo de 1990 bajo el mandato de Fernando Collor de Melo, se puede clasificar como ortodoxo luego de un primer intento fallido por estabilizar la inflación con medidas heterodoxas. En esta nueva etapa, las autoridades atribuyeron la inflación a un exceso de demanda en la economía de modo que, al buscar disminuir la suba en los precios a partir de una reducción en la demanda agregada, se llevó a cabo una política de contención salarial junto a la adopción de políticas fiscales y monetarias restrictivas (Oliveira, 1993).

El principal objetivo del programa de estabilización era poner el énfasis en la moratoria nacional, lo que representó un intento por controlar la inflación a través de una radical restricción monetaria y una ampliación de los plazos en las aplicaciones financieras en el mercado. Para ello, se anunció un paquete de reformas estructurales donde el estado tenía que disminuir su rol en la economía a través de privatizaciones de empresas estatales, liberalización del comercio y reformas en el mercado laboral. Los principales puntos del programa se pueden resumir como un conjunto de cuatro medidas a corto plazo: i) instauración de una reforma monetaria que incluía el bloqueo del 10% de los activos financieros del sector privado; ii) un ajuste fiscal; iii) una política de ingresos basada en un nuevo congelamiento de precios y iv) la introducción de un tipo de cambio flotante (Bresser Pereira y Nakano, 1990).

En un principio, se fijó un cronograma de reducción gradual de aranceles a la importación con el fin de reducir la magnitud de los sistemáticos superávits comerciales que tienen efectos desestabilizadores internos²⁰. Los aranceles se redujeron, en promedio, de 32,2% en

¹⁹ Otra interesante interpretación del Plan Cruzado de tipo keynesiano-inercialista se puede encontrar en Marshall y Morandé (1989).

²⁰El efecto desestabilizador era consecuencia de un desajuste entre el sector externo y el sector fiscal. Un sector público sin capacidad de generar un superávit primario equivalente al comercial y sin acceso al financiamiento

1990 a un 14,2% en 1994. En materia fiscal, el gobierno se comprometió en eliminar el déficit presupuestario y generar un superávit en los saldos primarios y operativos. Para ello, se estableció un congelamiento del 70% de los activos financieros durante los primeros dieciocho meses. Como la mayoría de los activos financieros públicos era deuda pública interna, el objetivo del congelamiento fue el de mejorar el balance fiscal dada la postergación del pago de la deuda. Con esta medida, se restableció el equilibrio fiscal alcanzándose un superávit primario de casi 5% del PBI. Esto, sumado a una caída del flujo de intereses permitió obtener un superávit operativo equivalente a un punto del PBI (Damill *et al.*, 1991). No obstante, esto trajo consecuencias en la liquidez interna, que pasó del 30% del PBI a sólo el 9% afectando negativamente a la economía y ejerciendo presiones recesivas en el crecimiento. Por lo mismo, en abril las autoridades consideran pertinente aumentar la liquidez a un 15% del PBI. Aun así, los agregados monetarios se encontraban muy por debajo de los niveles establecidos antes de instaurarse el programa.

En materia cambiaria, el tipo de cambio jugó un papel pasivo dado que no se utilizó un ancla nominal, sino que siguió siendo administrado de acuerdo al programa pasado. Respecto a la política salarial, se limitaron los ajustes a dos veces por año y excluyendo del ajuste a los jubilados y empleados públicos federales lo cual provocó una gran disminución en sus niveles reales (Oliveira, 1993).

A pesar de estas medidas, la tasa de inflación no pudo ser controlada. Después de caer de una tasa mensual de 81% en marzo de 1990 a 9% en mayo de 1990, la inflación volvió a subir a una tasa mensual del 19% en diciembre como muestra el cuadro 5.

externo, necesariamente debía recurrir al mercado monetario doméstico y utilizar la capacidad de señoreaje, por un lado, y captar ahorro privado a través de instrumentos de deuda, por otro lado, para adquirir las divisas provenientes de estos "megasuperávits" (Damill *et al.*, 1991).

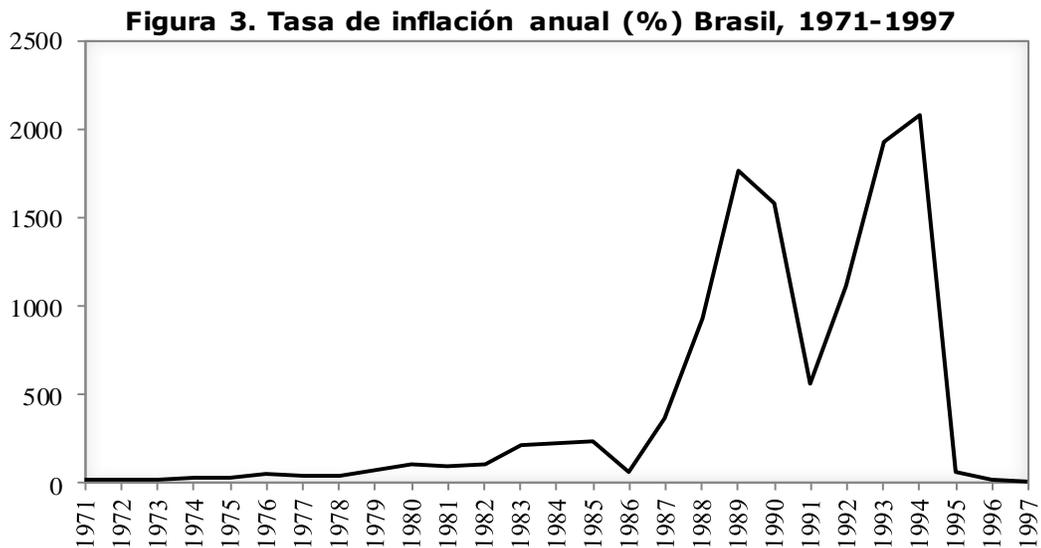
Cuadro 5. Tasa de inflación Brasil, 1988-1992

Año		Porcentaje
1988		682,3
1989		1286,98
1990		2937,82
	Enero	72,84
	Febrero	67,52
	Marzo	80,75
	Abril	17,24
	Mayo	9,63
	Junio	12,75
	Julio	14,71
	Agosto	12,86
	Septiembre	13,12
	Octubre	14,04
	Noviembre	16,74
	Diciembre	18,87
1991		440,84
1992		1119,09

Fuente: Kiguel y Liviatan (1995) y FMI.

Por este motivo, el 31 de enero de 1991 se anuncia el Plan Collor II para hacer frente a este brote inflacionario. En este caso, se intentó profundizar el ajuste fiscal tratando con las finanzas y las deudas de los gobiernos estatales y locales. Dentro de las principales medidas, se pueden destacar: i) el establecimiento de controles en precios y salarios; ii) la eliminación de las *overnight operations* y otros instrumentos reguladores del mercado financiero y iii) un nuevo ajuste fiscal consistente en corregir precios y tarifas del sector público y recortando el gasto en empresas estatales y el presupuesto nacional. No obstante, esta continuación ortodoxa tampoco pudo estabilizar la inflación.

En suma, las políticas de ingreso no desempeñaron un papel protagónico en el programa estabilizador ortodoxo, sino que solo tuvieron un papel temporal al inicio del programa. La preocupación inicial por la reducción de los costos inflacionarios llevó a que, finalmente, las expectativas inflacionarias se vieran afectadas de manera inversa en el corto plazo, ya que se asociaron con un alto incremento en los precios. Esto representa una clara diferenciación con el Plan Cruzado, que básicamente estaba diseñado para combatir la inflación inercial y no necesariamente hacer ajustes en los fundamentales.



Fuente: elaboración propia en base a datos de Damill *et al.* (1991) y FMI.

II.3 Bolivia, 1984-1985

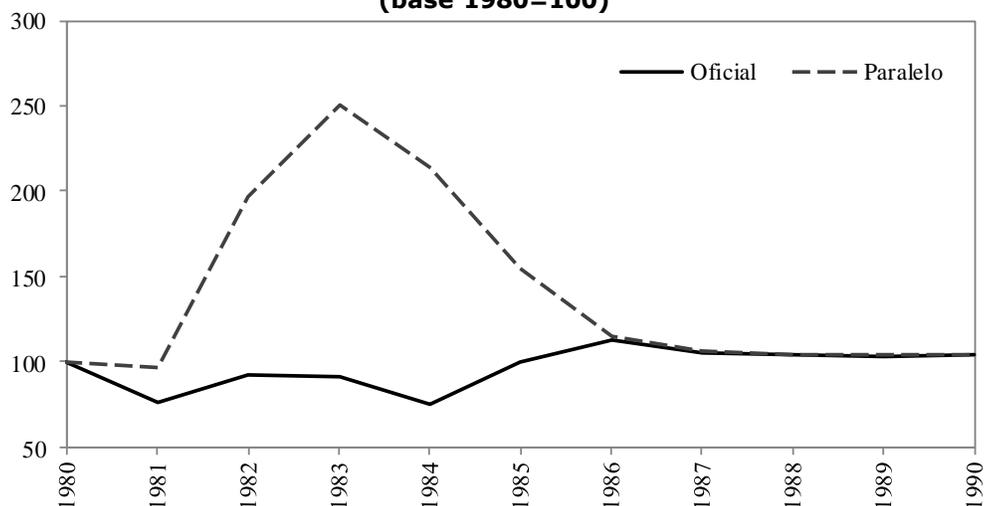
La hiperinflación boliviana comenzó en abril de 1984 luego de un período de intensa inestabilidad política (1979-1985) y terminó en septiembre de 1985 bajo el gobierno de centro derecha encabezado por el presidente Víctor Paz Estenssoro. El programa de estabilización se puso en marcha tres semanas después de haber asumido el nuevo gobierno.

Una de las hipótesis que atribuye la verdadera causa de la hiperinflación boliviana no se encuentra en el rápido crecimiento del déficit público (como porcentaje del PBI) que pasó de un 5,7% a un 22,3% en 1982, sino en la fuerte restricción externa que golpeó al país en 1982 (Lora, 1987). La insuficiencia de divisas y falta de crédito externo generó una presión sobre el tipo de cambio y las tasas de interés internacionales que indujo a recortar y encarecer las importaciones y, en consecuencia, reducir los ingresos tributarios provenientes de los bienes importados lo cual se compensaba con emisión primaria (Sachs, 1986). Es decir, el aumento del déficit público fue una consecuencia de la falta de financiamiento externo y el aumento de los costos del servicio de la deuda. Este aumento en la emisión primaria, además, significó un salto en el señoreaje, quintuplicándose desde un 2% entre 1979 y 1981 a más del 10% del PBI entre 1983 y 1985 (Kiguel y Liviatan, 1995).

Por otra parte, al no existir un mecanismo de indexación en los ingresos tributarios estos caían en términos reales, ocurriendo lo mismo con los ingresos de las empresas públicas que liquidaban sus exportaciones y ventas internas al tipo de cambio oficial, cada vez más alejado del valor observado en el mercado paralelo (ver figura 4). Respecto a esto último, el dólar paralelo pasó a constituir una de las únicas fuentes de reserva de valor imponiéndose, además, como unidad de cuenta lo que llevó a una fuerte aceleración en la tasa inflacionaria

sumado a una caída en los saldos reales del cual el gobierno obtenía el impuesto inflacionario. El ingreso total del gobierno, que bajó de un 9% del PBI en 1981 a un magro 1,3% en 1985, indicaba un evidente desfase en la trayectoria del impuesto inflacionario y la recaudación de impuestos reales combinados con una caída permanente del gasto real. Esta dinámica resultaba en una retroalimentación negativa del sistema.

**Figura 4. Tipo de cambio real y paralelo Bolivia, 1980-1990
(base 1980=100)**



Fuente: elaboración propia en base a datos de Damill *et al.* (1991).

En América Latina, la fragilidad de las finanzas públicas es un tema recurrente. Detrás de toda inflación elevada o crónica siempre hay un déficit fiscal elevado, lo cual no quiere decir que sea producto de un gasto fiscal excesivo. Tan importante es también la escasa recaudación fiscal producto de la baja presión tributaria en muchos países de la región. Ilustres son los casos de Argentina, Bolivia, Perú y Venezuela con los índices más altos de evasión en la década del ochenta. Por lo mismo, muchos países recurren al impuesto inflación como medida alternativa de recaudación, dado que presenta ciertas ventajas en el corto plazo respecto a los tributos legislados (Larraín, 1997).

En este contexto, el gobierno entrante llevó a cabo un programa de estabilización ortodoxo basado en tres grandes pilares: i) llevar a cabo una liberalización macroeconómica y una liberalización del comercio internacional; ii) establecer reformas impositivas y administrativas y iii) establecer un programa de privatización de empresas públicas. El plan, llamado Nueva Política Económica (NPE) se anunció el 29 de agosto de 1985 y estaba llamado a “desmantelar el sistema de capitalismo de estado que había prevalecido por más de treinta años” (Morales y Sachs, 1987). Los principales elementos del programa fueron los siguientes: i) se devalúa la moneda y se implementa el sistema cambiario de flotación administrada, donde se acuerda la plena convertibilidad de la moneda en las cuentas

corrientes y de capital²¹; ii) se reduce el déficit fiscal a través de un fuerte aumento en los precios del sector público combinado con un congelamiento en los salarios del sector público; iii) se elabora una propuesta de reforma tributaria para ampliar la base tributaria y aumentar los ingresos fiscales; iv) se firma un acuerdo con el FMI, seguido por una reprogramación con el Club de París de la deuda pública tomada por acreedores oficiales extranjeros.

En lo que respecta a la reforma tributaria, se observa el cobro de impuestos devengados a Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos (YPFB)²² y se crea un Impuesto al Valor Agregado (IVA) a una tasa del 10%. Respecto al mercado de trabajo, aumenta considerablemente la cantidad de despidos. La Comisión Minera de Bolivia (COMIBOL) reduce sus empleados de 30000 en 1985 a aproximadamente 7000 trabajadores en 1987. No obstante, a pesar del alto costo social asociado a las reformas, en términos del paquete de políticas la reforma fue un éxito. Para las autoridades no fue necesario pedir un crédito fiscal al Banco Central de Bolivia, dado que las medidas fiscales y la acumulación de deudores pudieron sostener el déficit. Además, con el tipo de cambio estable y unificado los precios se estabilizaron una semana después de comenzado el plan, lo que elevó de inmediato los ingresos del gobierno en varios puntos porcentuales del PBI (Sachs, 1986)²³. Pero el principal objetivo se refleja en la transición de una tasa de inflación anual aproximada del 8000% al principio del plan a una tasa de inflación de 10-15% en julio de 1987 (ver cuadro 6).

Cuadro 6. Tasa de inflación anual y emisión monetaria Bolivia, 1980-1988

Año	Tasa porcentual de inflación ^a	Tasa porcentual de emisión monetaria (M1) ^b
1980	23,9	41,2
1981	25,1	20,5
1982	296,5	229,7
1983	328,6	209,6
1984	2175,5	1781,8
1985	8168,6	5928,7
1986	66,0	82,9
1987	10,7	38,3
1988	18,0	31,5

Fuente: Pastor (1991). ^aDiciembre a diciembre. ^bEn términos nominales.

Respecto al carácter del programa, se pasó por alto todo lo relacionado con indexaciones contractuales y controles de precios para evitar la inercia inflacionaria. Sin embargo, según Morales y Sachs (1987), el plan de estabilización boliviano tuvo un carácter dual: fue

²¹Desde febrero de 1986, el Banco Central interviene en las transacciones de manera que el régimen cambiario es de tipo regulado. De todas maneras, conserva la forma de flotación sucia (Damill *et al.*, 1991).

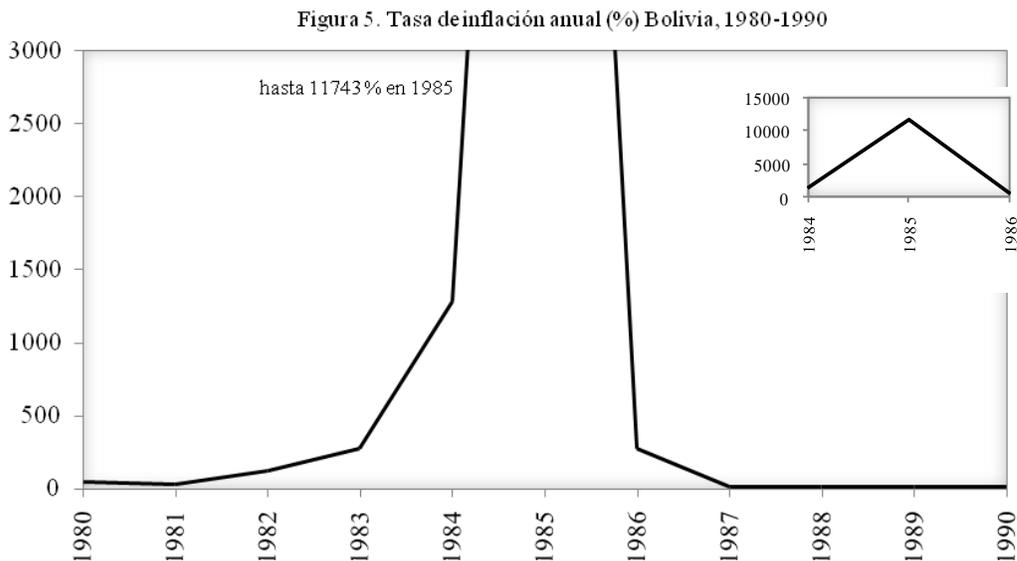
²²El aumento del ingreso fiscal por la recaudación de impuestos específicos a los combustibles fue de un 6% del PBI, estableciéndose como el principal mecanismo recaudador del gobierno boliviano, (Larraín, 1997).

²³Los ingresos del sistema público no financiero se incrementaron de 25 % en 1985 a 30 % en 1986. Además, con motivo de las ventas de bienes y servicios públicos los ingresos representaron, en promedio, un 65 % del sistema público no financiero y un 18 % del PBI entre 1986-1989.

ortodoxo en el funcionamiento de las políticas monetarias, fiscales y de precios y heterodoxo en cuanto a la renegociación de la deuda (referida a la reprogramación con el Club de París).

Más allá del *shock* ortodoxo, es preciso resaltar que la estabilización no fue instantánea, sino que se hace efectiva recién en febrero de 1986 cuando el gobierno decide fijar el dólar a un precio determinado y congelarlo por los próximos doce meses. La economía que venía experimentado un crecimiento negativo desde 1982 recién en 1987 pudo presentar un crecimiento positivo del producto que llegó a 2,5%. Por otro lado, la reestructuración de la deuda permitió que el país accediera nuevamente a fuentes externas de financiamiento lo que permitió mantener un nivel adecuado de reservas (Damill *et al.*, 1991). Sin embargo, como se mencionaba anteriormente, también hay que tener en cuenta los costos del ajuste. Los salarios reales cayeron en un 21,5% inmediatamente después del ajuste y las tasas de desempleo permanecieron altas. En relación con el gasto social, este alcanzó su nivel mínimo en 1986 respecto a toda la década llegando a representar un 2,5% del PBI. Entre 1980 y 1989 la inversión en infraestructura social fue de un magro 0,03% respecto al PBI y el gasto social durante el período fue de 4,3%.

En síntesis, la evidencia indica que la estabilización del tipo de cambio nominal fue la variable preeminente en la desinflación inmediata, donde la unificación con el tipo de cambio paralelo fue resultado de la completa convertibilidad de la moneda (eliminando cualquier restricción cambiaria) sumado a un *stock* real de dinero muy bajo en la economía (reducido aún más por el ajuste de precios y los cambios fundamentales en la política fiscal). Esto provocó una devaluación *de facto* que sentó las bases para la estabilización *de facto* (Morales, 1987).



Fuente: elaboración propia en base a datos del FMI.

II.4 Cuadro comparativo

País	Año	Tipo de Programa	Tipo de Ancla	Inflación en t	Inflación en $t+12$	Éxito o Fracaso
Argentina	1988	Heterodoxo	Cambiaria (diferenciada)	764,7 %	10724 %	Fracaso
	1989	Ortodoxo	Monetaria	1800,6 %	115 %	Éxito (en parte)
	1991	Heterodoxo	Cambiaria	84 %	38,79 %	Éxito
Brasil	1964	Ortodoxo gradual	Salarial	91,9 %	34,5 %	Éxito
	1986	Heterodoxo	Cambiaria	227,0 %	60,0 %	Fracaso
	1990	Ortodoxo	Monetaria	2937,82 %	440,84 %	Fracaso
Bolivia	1985	Ortodoxo	Monetaria	8168,6 %	66,0 %	Éxito

III. Comentarios finales

De los programas de estabilización revisados en la experiencia latinoamericana se pueden extraer muchas lecciones. Un primer elemento crucial en la estabilización y común a todas las experiencias es la corrección fiscal y la restricción monetaria en el corto plazo para financiar el déficit fiscal. El establecimiento de un límite al crédito es esencial para enviar la señal a los agentes de que el gobierno no necesita del impuesto inflación para financiarse. En el corto plazo, la estabilización de la inflación puede ser posible llevándose a cabo una política de ingresos. Sin embargo, en el mediano y largo plazo necesariamente tiene que cerrarse la brecha fiscal. Esto explica, en parte, por qué el Plan Cruzado en el Brasil no tuvo éxito. Las políticas de ingreso lograron una cierta estabilidad en el corto plazo, no obstante, **generaron una especie de "espejismo" en las autoridades lo cual hizo que el gobierno descuidara el efecto inflacionario de las expansiones en el gasto agregado.** En el otro extremo se observan los casos exitosos de Bolivia (1985) y Argentina (1991) en donde la reducción de la inflación estuvo acompañada de un fuerte ajuste fiscal.

Otro punto central en la mayoría de los casos estudiados fue lograr la estabilidad cambiaria a través de la fijación del tipo de cambio. Tanto en las estabilizaciones exitosas como en los fracasos se observa un uso –estratégico– de la tasa de cambio como ancla nominal y no, precisamente, como una herramienta para aumentar la competitividad de la economía, sino como una guía para frenar las expectativas inflacionarias en los agentes²⁴. A pesar de los diversos resultados, sin embargo, la evidencia muestra que un ancla nominal del tipo de cambio no es un requerimiento *sine qua non* para la estabilización de precios. El caso del Brasil en 1964 es ilustrativo dado que el programa logró disminuir la inflación en el corto/mediano plazo sin necesidad de fijar el tipo de cambio, sino que aplicando una devaluación del tipo de cambio en un 70%.

Con excepción de este último caso (y el del Perú en 1990), parece ser que a mayor nivel de inflación a la hora de establecer un programa de estabilización, mayor es la necesidad de emplear un ancla cambiaria. Es decir, países con niveles de inflación moderada podrían permitir con mayor facilidad tasas de cambio flexibles. A su vez, la velocidad en la reducción de los precios tiene directa relación con la intensidad que se aplica la fijación en el tipo de cambio. Por ejemplo, el caso brasileño en 1986 y argentino en 1991 (en el marco del plan de convertibilidad) muestran una caída abrupta en el proceso inflacionario luego de congelar el tipo de cambio en sus estrategias de reducción de la inflación.

Por otra parte, otra característica común a las distintas experiencias se encuentra en que las estabilizaciones de precios solo pudieron ser logradas luego de estabilizaciones políticas, ya sea por la consolidación política de algún grupo en particular o por la instauración de regímenes *de facto*, entre otras razones. Por ejemplo, en Bolivia, la Nueva Política Económica vino a poner fin a los conflictos sociales y al caos político encabezado por Siles Zuazo. Asimismo, la estabilización en Brasil en la década del sesenta fue lograda por un **gobierno militar en lo que es conocido como la "Revolución de 1964", al igual que en Argentina con llegada del peronismo en 1989.**

En lo que respecta a la inercia inflacionaria, la indexación en los contratos fue uno de los principales problemas en la persistencia en el alza de precios en América Latina, por lo que la desindexación también jugó un papel fundamental en los distintos programas. En Brasil, en el contexto del Plan Cruzado, el alejamiento de las políticas indexatorias en salarios y precios respecto a la inflación pasada fue determinante en el freno inmediato a la inflación. Asimismo, en Argentina en 1991 la desindexación del tipo de cambio fue fundamental para llevar el nivel de inflación a un dígito.

En suma, si se miran en perspectiva estas experiencias de estabilización parece ser que los programas que resultaron exitosos fueron los que desde un principio ajustaron los precios y tarifas a su valor real en la economía. Por el contrario, se encuentra que los programas que fracasaron fueron los que, justamente, usaron los precios y tarifas de la economía para contener la inflación.

²⁴Uno de los riesgos que presenta fijar el tipo de cambio en contextos de alta inflación es socavar la competitividad de las economías ya que el tipo de cambio real sigue una tendencia a la apreciación. Sin embargo, no necesariamente se necesita de un ancla cambiaria para apreciar el tipo de cambio real en un contexto inflacionario. Por ejemplo, la revaluación peruana en 1992 es conocida porque el Banco Central tuvo que modificar su política monetaria frente a la masiva entrada de capitales.

IV. Referencias

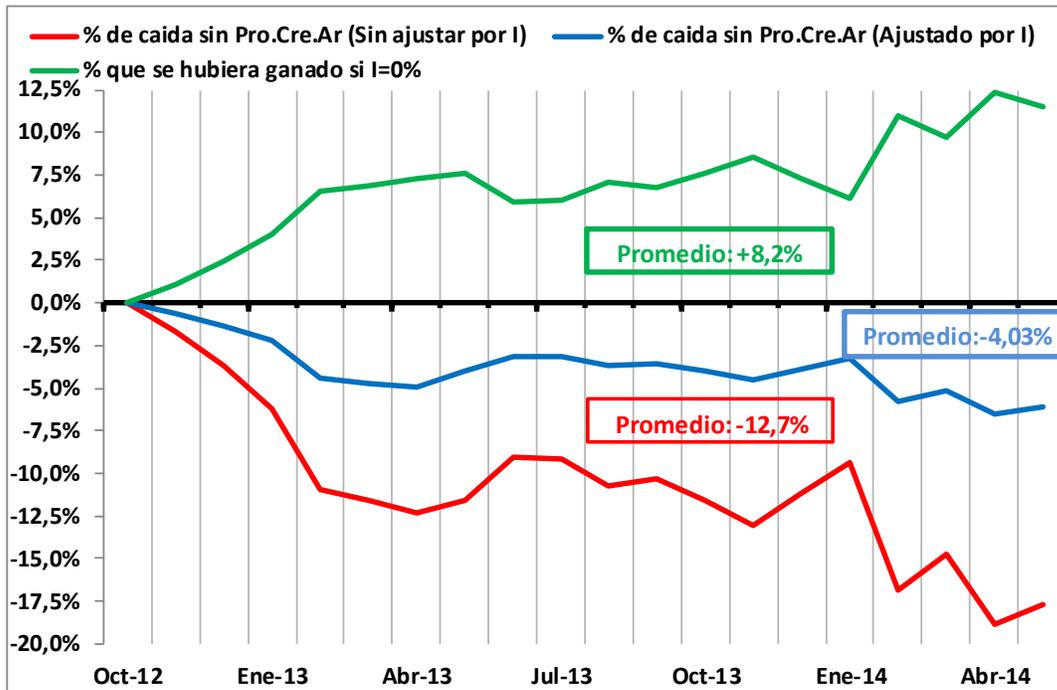
- Banco Central de la República Argentina, *Memoria Anual*, varios números.
- Bresser Pereira, L. C. y Nakano, Y. (1991), Hyperinflation and stabilization in Brazil: the first Collor Plan in Paul Davidson & Jan Kregel *Economic Problems of the 1990s*, London: Edward Elgar.
- Burotto Ravanal, N. (2016), *Estabilizaciones inflacionarias en el contexto latinoamericano: una revisión de los casos de Chile, Perú y México*, mimeo.
- Cardoso, E y Dornbusch, R. (1987). El Plan Tropical del Brasil. *El Trimestre Económico*, 54(215(3)).
- Damill, M., Fanelli, J. M. y Frenkel, R. (1991). La macroeconomía de América Latina en los ochenta: Chile, Brasil y Bolivia. En el *Seminario regional sobre Reformas de Política Pública*, CEPAL, Santiago de Chile, 3-5 de Agosto de 1992.
- Damill, M., Fanelli, J. M. y Frenkel, R. (1992). La macroeconomía de América Latina en los ochenta: Argentina, Colombia y México. Presentado en el *Seminario regional sobre Reformas de Política Pública*, CEPAL, Santiago de Chile, 3-5 de Agosto de 1992.
- Dornbusch, R. (1985). Stopping Hyperinflation: Lessons from the German Experience in the 1920's. S. Fischer (comp.), *Essays in honor of Franco Modigliani*, MIT Press.
- Dornbusch, R. y Fischer, S. (1992). Inflación moderada. *Revista ESPE*, 21(1), pp. 7-68.
- Dornbusch, R. y Simonsen, M. H. (1987). Inflation stabilization with incomes policy support: a review of the experience in Argentina, Brazil and Israel. *National Bureau of Economic Research working paper series*, 2153.
- Ferrer, A. (2005), *La economía argentina*, Fondo de Cultura Económica, Buenos Aires.
- Frenkel, R. (1986). Salarios e inflación en América Latina. Resultados de investigaciones recientes en la Argentina, Brasil, Colombia, Costa Rica y Chile. *Desarrollo Económico*, 25(100), 25th Aniversario de "Desarrollo Económico", pp. 587-622.
- Kiguel, M. A. y Liviatan, N. (1995). Stopping Three Big Inflations: Argentina, Brazil and Peru in Dornbusch, R. y Edwards, S. (Eds.), *Reform, Recovery and Growth: Latin America and the Middle East*. University of Chicago Press.
- Larraín, F. (1997). Estabilización, Tipo de Cambio e Ingresos Fiscales: el contexto latinoamericano. *Cuadernos de Economía*, 102, pp. 161-188.
- Lora, E. (1987). Una nota sobre la hiperinflación boliviana. *El Trimestre Económico*, 54, pp. 213-220.
- Marshall, J. y Morandé, F. (1989). Una interpretación keynesiana-inercialista de la inflación brasileña en los años ochenta. *Cuadernos de Economía*, 79, pp. 353-366.
- Meller, P. (1987). Apreciaciones globales y específicas en torno al Plan cruzado. *El Trimestre Económico*, 54, pp. 275-292.

- Machinea, J. L. (1991). El papel del Banco Central en los países de América Latina. *Serie docente*, CIEPLAN, 8.
- Modiano, E. (1987). El plan cruzado: bases teóricas y limitaciones prácticas. *El Trimestre Económico*, 54, pp. 223-250.
- Morales, J. A. (1987). Estabilización y nueva política económica en Bolivia. *El Trimestre Económico*, 54, pp. 179-211.
- Morales, J. A. y Sachs, J. (1987). La crisis económica en Bolivia. *Instituto de Investigaciones Socio Económicas Universidad Católica Boliviana, documento de trabajo Nro. 08/87*.
- Oliveira, F. A. de (1993). La política económica en el gobierno de Collor: estrategias y fracasos en la lucha antiinflacionaria. *Investigación Económica*, 52(203), pp. 141-160.
- Olivera, J. (1967). Money, Prices and Fiscal Lags: A note on the Dynamics of Inflation. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, 26.
- Pastor, M. (1991). Bolivia: Hyperinflation, Stabilization and Beyond. *Journal of Development Studies*, 27(2), pp. 211-237.
- Rapoport, M. (2000). El Plan de Convertibilidad y la economía argentina. *Economía e Sociedade*, 15, pp. 15-47.
- Sachs, J. (1986). The Bolivian Hyperinflation and stabilization. *National Bureau of Economic Research working paper series*, 2073.
- Simonsen, M. (1974). *A nova economia brasileira*. Rio de Janeiro, José Olympio.
- Singer, P. (1973). El milagro brasileño. *El Trimestre Económico*, 40(160(4)), pp. 753-819.
- Tanzi, V. (1977), "Inflation, Lags in Collection and the Real Value of Tax Revenue", *FMI Staff Papers*, 1.

Anexo A: Matriz con distribución "cuadrática"

Sorteo	20/7/12	24/8/12	21/9/12	26/10/12	25/1/12	22/3/13	26/4/13	26/4/13	19/7/13	19/7/13	22/10/13	22/10/13	22/10/13	22/10/13	Total
Otorgados	11.659	13.813	9.463	24.251	9.358	19.001	20.770	7.302	20.062	15.771	41.979	36.196	20.000	60.001	309.626
Confirmadas	6.234	7.386	5.060	12.968	5.004	10.160	11.106	3.905	4.864	3.824	10.178	8.776	4.849	14.548	108.864
Inversión	1.683.295.919	1.994.284.804	1.366.243.184	3.501.295.938	1.351.083.559	2.743.314.672	2.998.718.265	1.054.243.658	1.313.358.914	1.032.448.581	2.748.155.411	2.369.571.292	1.309.300.084	3.927.965.717	29.393.280.000
jun-12															
jul-12															
ago-12															
sep-12															
oct-12	5.916														5.916
nov-12	8.428	7.009													15.437
dic-12	9.806	9.986	4.802												24.593
ene-13	10.049	11.618	6.841	12.306											40.814
feb-13	9.158	11.906	7.959	17.531											46.554
mar-13	7.132	10.850	8.156	20.397											46.535
abr-13	3.971	8.449	7.433	20.903	4.749										45.504
may-13		4.705	5.788	19.048	6.765										36.307
jun-13			3.223	14.834	7.871	9.642									35.570
jul-13				8.260	8.066	13.736	10.539	3.705							44.306
ago-13					7.350	15.981	15.015	5.279							43.625
sep-13					5.724	16.378	17.469	6.142							45.712
oct-13					3.187	14.925	17.902	6.294	4.616	3.629					50.553
nov-13						11.623	16.314	5.735	6.576	5.170					45.418
dic-13						6.472	12.705	4.467	7.651	6.015					37.309
ene-14							7.074	2.487	7.841	6.164	9.659	8.328	4.602	13.805	59.959
feb-14									7.145	5.617	13.760	11.865	6.556	19.668	64.610
mar-14									5.564	4.374	16.010	13.804	7.627	22.883	70.262
abr-14									3.098	2.436	16.406	14.146	7.817	23.450	67.353
may-14											14.951	12.891	7.123	21.370	56.335
jun-14											11.643	10.039	5.547	16.642	43.872
jul-14											6.483	5.590	3.089	9.267	24.429
Total	54.460	64.522	44.203	113.279	43.712	88.756	97.019	34.108	42.492	33.403	88.912	76.664	42.360	127.083	950.975

Gráfico A.2: Pérdida y distintos escenarios.



Anexo B: Replicas con distribución Uniforme.

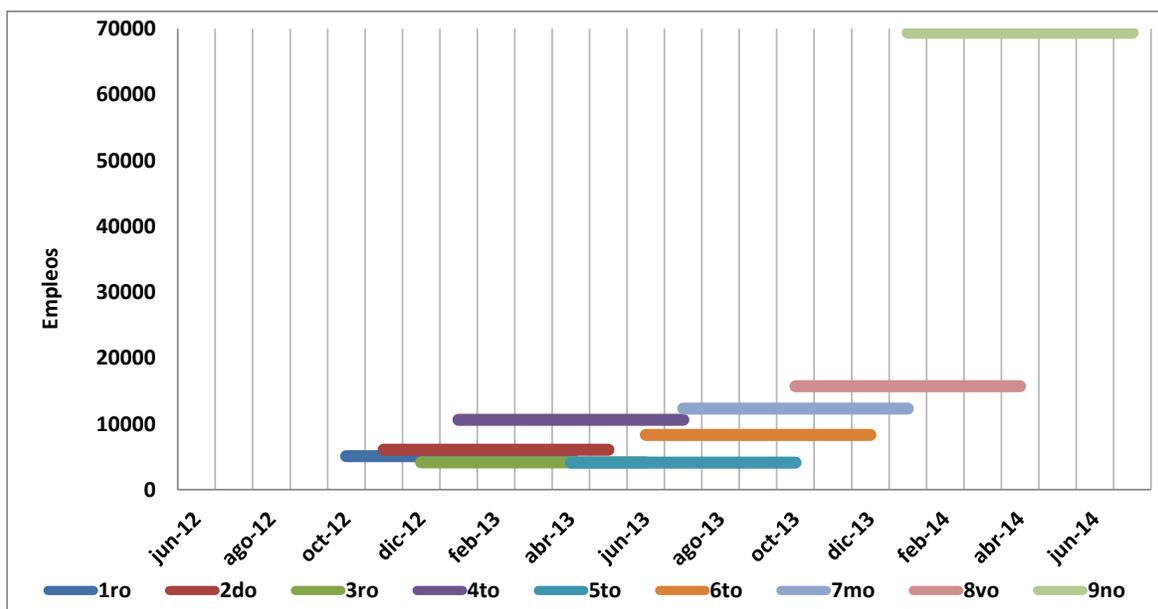
Sorteo	20/7/12	24/8/12	21/9/12	26/10/12	25/1/12	22/3/13	26/4/13	26/4/13	19/7/13	19/7/13	22/10/13	22/10/13	22/10/13	22/10/13	Total
Otorgadas	11.659	13.813	9.463	24.251	9.358	19.001	20.770	7.302	20.062	15.771	41.979	36.196	20.000	60.001	309.626
Confirmadas	4.099	4.857	3.327	8.527	3.290	6.681	7.303	2.567	7.054	5.545	14.760	12.726	7.032	21.096	108.864
Inversión (\$)	1.106.807.088	1.311.289.674	898.337.377	2.302.185.324	888.369.563	1.803.794.621	1.971.728.555	693.190.270	1.904.517.009	1.497.165.674	3.985.132.066	3.436.142.840	1.898.631.252	5.695.988.687	29.393.280.000
jun-12															
jul-12															
ago-12															
sep-12															
oct-12	5.116														5.116
nov-12	5.116	6.061													11.176
dic-12	5.116	6.061	4.152												15.328
ene-13	5.116	6.061	4.152	10.641											25.969
feb-13	5.116	6.061	4.152	10.641											25.969
mar-13	5.116	6.061	4.152	10.641											25.969
abr-13	5.116	6.061	4.152	10.641	4.106										30.075
may-13		6.061	4.152	10.641	4.106										24.959
jun-13			4.152	10.641	4.106	8.337									27.236
jul-13				10.641	4.106	8.337	9.113	3.204							35.401
ago-13					4.106	8.337	9.113	3.204							24.760
sep-13					4.106	8.337	9.113	3.204							24.760
oct-13					4.106	8.337	9.113	3.204	8.803	6.920					40.482
nov-13						8.337	9.113	3.204	8.803	6.920					36.376
dic-13						8.337	9.113	3.204	8.803	6.920					36.376
ene-14							9.113	3.204	8.803	6.920	18.419	15.882	8.775	26.326	97.442
feb-14									8.803	6.920	18.419	15.882	8.775	26.326	85.125
mar-14									8.803	6.920	18.419	15.882	8.775	26.326	85.125
abr-14									8.803	6.920	18.419	15.882	8.775	26.326	85.125
may-14											18.419	15.882	8.775	26.326	69.402
jun-14											18.419	15.882	8.775	26.326	69.402
jul-14											18.419	15.882	8.775	26.326	69.402
Total	35.809	42.425	29.064	74.484	28.742	58.359	63.792	22.427	61.618	48.439	128.933	111.171	61.427	184.285	950.975

Cuadro B.1: Empleo Directo Generado Por Sorteo.

Sorteos	Préstamos Otorgados	Préstamos Ejecutados	Inversión en Construcción		Empleo Generado			
			Crédito Mínimo \$150.000	Crédito Promedio \$270.000	Crédito Mínimo \$150.000	Crédito Promedio \$270.000	Por etapas con Credito Promedio	
1er etapa	20/07/2012	11.659	4.099	614.892.827	1.106.807.088	19.894	35.809	355.102
	24/08/2012	13.813	4.857	728.494.263	1.311.289.674	23.569	42.425	
	21/09/2012	9.463	3.327	499.076.320	898.337.377	16.147	29.064	
	26/10/2012	24.251	8.527	1.278.991.847	2.302.185.324	41.380	74.484	
	25/01/2012	9.358	3.290	493.538.646	888.369.563	15.968	28.742	
	22/03/2013	19.001	6.681	1.002.108.123	1.803.794.621	32.422	58.359	
2da etapa	26/04/2013	28.072	9.870	1.480.510.458	2.664.918.825	47.900	86.219	595.873
	19/07/2013	35.833	12.599	1.889.823.712	3.401.682.682	61.142	110.056	
	22/10/2013	158.176	55.614	8.342.163.803	15.015.894.845	269.898	485.816	
Total						528.319	950.975	

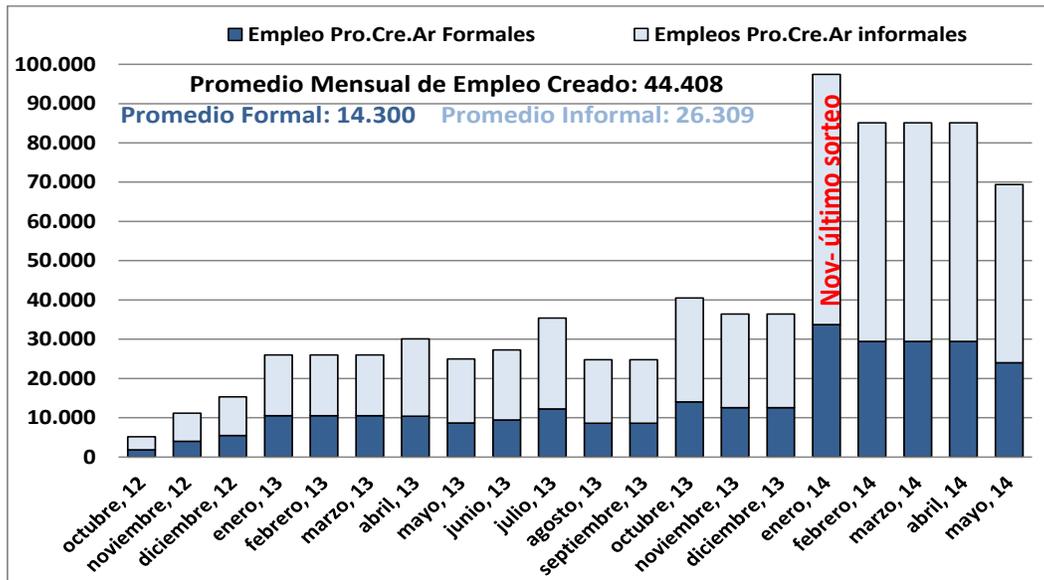
Fuente: Elaboración propia.

Gráfico B.1: Empleo Total Generado en cada sorteo por mes.



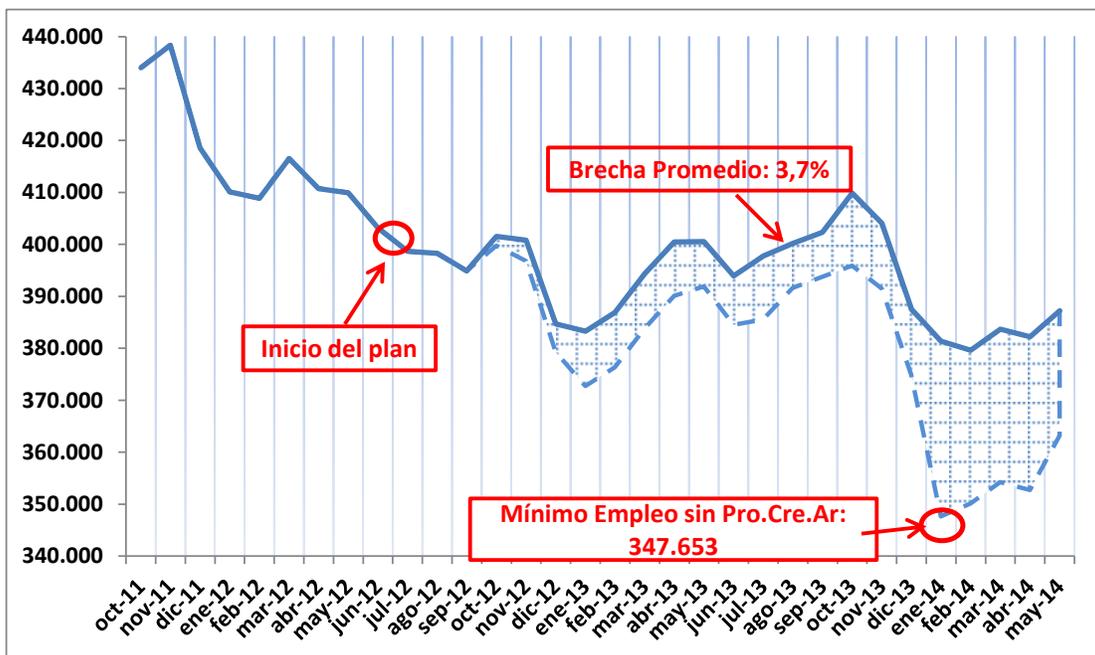
Fuente: Elaboración propia.

Gráfico B.2: Empleo directo generado por Pro.Cre.Ar. formal e informal.



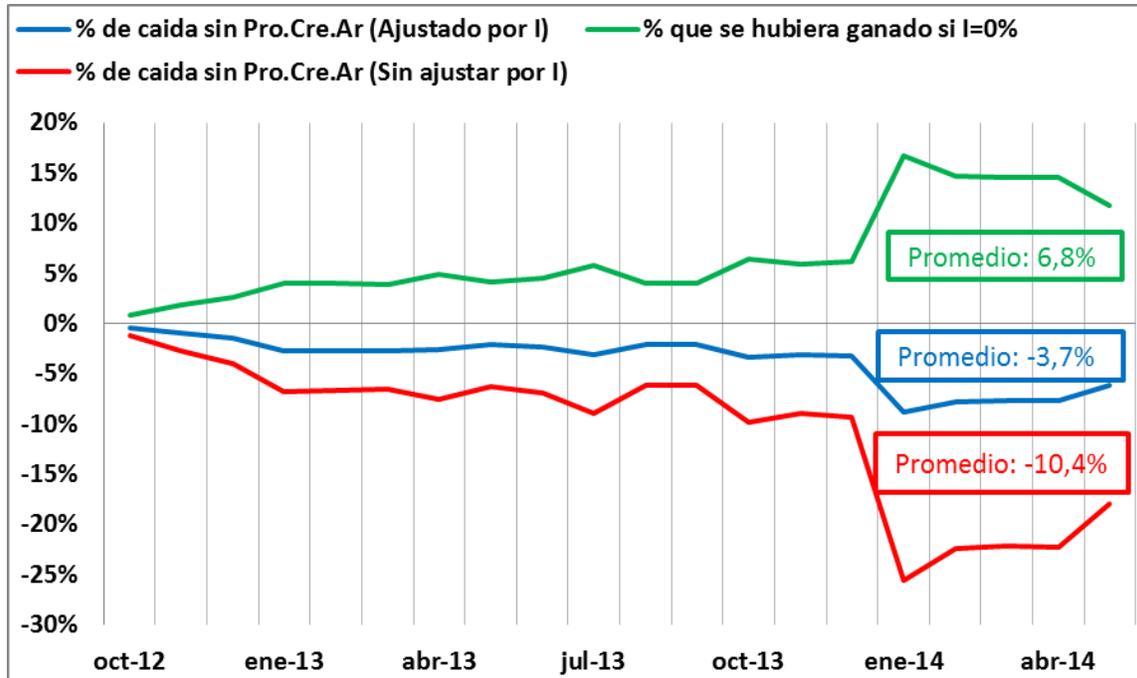
Fuente: Elaboración propia.

Gráfico B.3: Situación con y sin el aporte del Plan Pro.Cre.Ar.



Fuente: Elaboración propia.

Gráfico B.4: Pérdida y distintos escenarios.



Fuente: Elaboración propia