

UNA LECTURA PERUANA  
DEL PLAN DE CONVERTIBILIDAD ARGENTINO\*

Por: ALAN FAIRLIE REINOSO\*\*

Serie Documentos de Trabajo  
Febrero, 1994

Nº 118

-----

\*Este trabajo forma parte del Programa de Actividades del Consorcio de Investigación Económica (CIUP, DESCo, GRADE, IEP y PUCP) financiado por una donación del Centro Internacional de Investigación para el Desarrollo (CIID), y la Agencia Canadiense para el Desarrollo Internacional (ACDI).

\*\*Profesor del Departamento de Economía de la Pontificia Universidad Católica del Perú y la Facultad de Economía de la Universidad de Lima. Vocal para Sudamérica de la Asociación de Facultades, Institutos y Escuelas de Economía de América Latina (AFEIEAL).

RESUMEN

El documento presenta las principales características y logros del Plan de Convertibilidad Argentino, así como sus riesgos potenciales. Los ejes comparativos con la experiencia peruana se toman en base a los temas centrales de debate en nuestra economía. Se trata de mostrar que siguiendo disímiles políticas, tenemos riesgos similares y ninguna de las virtudes del Plan de Convertibilidad. Se postula que en el Perú se ha producido una desinflación y no una estabilización. Las políticas derivadas del enfoque monetario-fiscal y la apertura importadora están creando graves riesgos potenciales de una crisis de divisas, por lo que es necesario cambiar de política económica. Concluimos que no existen condiciones para la aplicación inmediata de una variante del Plan de Convertibilidad, pero que es indispensable modificar la actual, e implementar una alternativa, sobre la cual se dan algunos lineamientos.

ABSTRACT

This paper presents the main characteristics and achievements of the Argentinian Convertibility Plan, so as its potential risks. Comparative analysis with Peruvian experience are taken based on the central

issues of discussion in our economy. It is tried to show that following different policies, we have similar risks and none of the virtues of the mentioned Plan. It is postulated that in Perú a desinflation has been produced and not an estabilization. Policies that are derived from the monetary-fiscal approaching and the opening import process are creating serious potencial risks of a foreign currency crisis, that is why it is necessary to change the actual economic policy. It is concluded that there are not conditions for the immediate application of a Plan's variant, but the actual policy must be modified for an alternative one. Some guide lines are given about that.

### AGRADECIMIENTOS

El autor expresa su profundo reconocimiento a un conjunto de colegas argentinos que laboran en diferentes instituciones, los que brindaron información y sobre todo evaluaciones cualitativas de la situación de su país. También al gran interés que mostraron por la evolución de nuestra economía. Sería largo enumerar los economistas entrevistados, por lo que se mencionarán instituciones que desde diversas perspectivas teóricas plantean soluciones a su país, en un debate de gran nivel que manifiesta un gran respeto por la realidad. La oficina CEPAL de Buenos Aires, programa de Doctorado de la Universidad de Buenos Aires (UBA), Centro de Estudios Macroeconómicos (CEMA), FIEL, Consejo Académico de la Unión Industrial Argentina, Banco Central de Reserva, prestaron desinteresada colaboración. Mención especial merecen los colegas y amigos de dos instituciones donde cursé estudios de Post-grado: el Instituto Torcuato di Tella y el Area de Economía del CEDES (Centro de Estudios de Estado y Sociedad). Por supuesto ninguna de las personas entrevistadas en las diversas instituciones tiene responsabilidad alguna en los errores o sesgos que este documento contenga. Más bien, ampliaron la perspectiva del análisis para tratar de entender los problemas de nuestra economía, y avanzar en su solución.

INDICE TEMATICO

|  |    |
|--|----|
| Introducción.....  | 6  |
| I. Antecedentes: Los Dos Episodios Hiperinflacionarios en Argentina.....           | 9  |
| 1.La Hiperinflación.....   | 9  |
| 2.Las Medidas Iniciales.....   | 12 |
| 3.Mayor Ortodoxia y la Segunda Hiperinflación...                                   | 14 |
| 4.Leciones de la Experiencia Argentina.....  | 23 |
| 5.A Manera de Balance.....   | 24 |
| II. El Plan de Convertibilidad Argentino.....                                      | 26 |
| 1.Características.....   | 26 |
| 2.Resultados.....  | 29 |
| 3.Precondiciones y Algunos Factores Importantes en la Implementación del Plan..... | 32 |
| 4.Situación de las Brechas Externa y Fiscal.....                                   | 34 |
| 5.Hipótesis de Funcionamiento y Dilemas del Plan.....                              | 37 |
| 5.1.La Desinflación y los Precios Relativos.....                                   | 39 |
| 5.2.Los Flujos de Capital y el Sector Financiero.....                              | 42 |
| 5.3.Las Brechas Externa y Fiscal.....  | 47 |
| III. Notas Comparativas con la Experiencia Peruana.....                            | 54 |
| IV. Conviene Aplicar el Plan de Convertibilidad en el Perú Actual?.....            | 67 |
| 1.Estabilización o Desinflación Transitoria?....                                   | 67 |
| 1.1.Qué ha Ocurrido en el Perú?.....   | 68 |
| 2.La Apertura Importadora.....   | 72 |
| 3.En Busca de los Precios Relativos de Equilibrio?.....                            | 74 |
| Anexo.....   | 82 |

## INTRODUCCION

El presente trabajo busca extraer algunas lecciones de la experiencia del Plan de Convertibilidad Argentino que nos parecen relevantes para nuestro país. Por lo tanto, no se pretende una sistematización de la dinámica inflacionaria y las políticas de estabilización aplicadas en el hermano país. Se reflexiona desde la experiencia peruana y sus principales puntos de controversia, para ver cual es el correlato en una experiencia de desinflación exitosa hasta el momento.

Existen problemas y riesgos potenciales, que son similares a los que tenemos en el Perú, a pesar de haber implementado una política de corto plazo con diferencias importantes. La similitud está en la estrategia de liberalización y apertura que se ha impulsado en ambos países, aunque también existen matices significativos en los resultados. Lamentablemente, no hemos obtenido varios logros positivos en el corto plazo, que en Argentina han sabido capitalizar. En suma, en el Perú se han reproducido los vicios y riesgos del plan argentino, y, prácticamente, ninguna de sus virtudes.

En la primera sección se presentan algunos hechos que caracterizan los episodios hiperinflacionarios argentinos, cualitativamente distintos a los que configuraron nuestro régimen de alta inflación en el período 1988-1990.

En la segunda sección se discute las características principales del Plan de Convertibilidad, sus resultados generales, y algunas hipótesis que pueden explicar esa dinámica. Finalmente se plantean los riesgos potenciales que existen, particularmente en el sector externo.

En la tercera sección se retoman algunos hechos centrales de la política implementada a partir del shock de Fujimori-Hurtado Miller, de Agosto de 1990. El énfasis se plantea en la comparación, el contraste entre una opción tan ineficiente y costosa como la peruana, con una que ha tenido éxito, por lo menos en el corto plazo.

En la cuarta y última sección se discute la posibilidad y/o conveniencia de aplicar una variante del Plan de Convertibilidad en el Perú, ya que sostenemos que la estructura de precios relativos actual vulnera severamente al sector productivo, y que la persistencia

de la actual política económica podría generar un colapso.



## I. ANTECEDENTES: LOS DOS EPISODIOS HIPERINFLACIONARIOS EN ARGENTINA

En los últimos años se aplicaron múltiples políticas de estabilización con diferente concepción teórica y mecanismos operativos. Sobresalen el período de la "tablita cambiaria" en el período 1978-81 aplicada por Martínez de Hoz, el Plan Austral en 1985 y el Plan Primavera en Agosto de 1988, ambos implementados por el ministro Sourrouille.

No es nuestra intención analizar aquí este proceso. Se pretende más bien centrar la atención en el desencadenamiento de la hiperinflación y las políticas que se aplicaron para eliminarla. Finalmente, se hacen algunas comparaciones con el Perú.

### 1. La Hiperinflación

En Argentina, el 6 de Febrero de 1989, ante la incapacidad de mantener el sistema cambiario vigente (diferencial) por falta de reservas del BCR, se decide restituir el control de cambio en el mercado comercial y se anunció la flotación en el mercado financiero. Fue un anuncio inesperado que sorprendió a los agentes económicos de modo que no pudieron alterar su cartera de activos entre moneda doméstica y dólares.

Se generan dos hechos frente a la situación. De un lado, una corrida contra el BCR. De ótro, una colusión de los exportadores para presionar por la unificación cambiaria. Esto hace explotar el doble mercado cambiario, ocasiona la corrida en el mercado controlado y la "burbuja" que se forma en el mercado de cambio libre. La "burbuja" en el tipo de cambio libre, al arrastrar los precios, se convierte en el detonante de la hiperinflación que puede ubicarse en el mes de Abril.

Entre Abril y comienzos de Junio opera un régimen hiperinflacionario (diferente del régimen de alta inflación previo) donde las expectativas inflacionarias y la burbuja del dólar se realimentan entre sí, generando a su vez un cambio en el comportamiento de precios y salarios. Los precios se dolarizan (siguen el comportamiento del dólar libre) sobre todo en los bienes industriales no transables. De otro lado, los salarios dejan de determinarse en función del mes pasado, y sí a partir de predicciones del corriente.

El proceso hiperinflacionario se da en un contexto institucional peculiar. En efecto, un nivel de incertidumbre política desde fines de 1988, el desgaste y profunda debilidad del gobierno de Alfonsín, dado el período electoral que se vivía. Aquí se agudizó la

pugna distributiva, constituyéndose en el escenario donde se desata la hiperinflación.

Algunos indicadores permiten visualizar el proceso. El valor real del dólar libre en Junio de 1990 (promedio), representaba casi cuatro veces el de Enero de 1989 y había más que triplicado el de Setiembre de 1988. Mientras tanto el salario real caía 30% respecto a Enero, el cual ya era bajo respecto a períodos anteriores. Finalmente los precios industriales crecían a tasas superiores a las del índice de precios al consumidor.

Con el nuevo gobierno hay un cambio favorable de expectativas asentado en la reconstitución del nuevo poder político y señales tranquilizadoras enviadas desde el gobierno (nombrar ministro de Economía a un hombre de Bunge y Born, una de las principales empresas con capital de origen argentino y carácter transnacional). No se debe olvidar que el candidato peronista, Menem, prometió un "salariazó", una revolución productiva que eliminaría la especulación, discurso de corte intervencionista y redistribucionista con el que ganó las elecciones.

## 2. Las Medidas Iniciales

Con el cambio de gobierno, el 9 de Julio se anuncia un shock de tipo de cambio y tarifas públicas que altera el patrón de comportamiento hiperinflacionario del período Abril-Junio. Se delineó un acuerdo de precios industriales con el sector privado con el objetivo de anclar el dólar. El plan fracasó luego de un aparente éxito inicial.

Se anunció también un vasto plan de privatizaciones de empresas públicas, reforma del Estado, descentralización y desregularización de la actividad económica. Se consideraba que la ausencia de estos factores explicaba el fracaso de planes anteriores ya que no había existido suficiente confianza, ni expectativas favorables.

Sin embargo, se produce una grave desincronización entre el anuncio de las medidas y la firma del acuerdo de precios con el sector privado que se concreta diez días después. Los precios industriales que habían crecido por encima del IPC durante la hiperinflación, se incrementan fuertemente durante las negociaciones. Así los precios industriales (excluyendo alimentos) se ubicaron en Julio 240% sobre su nivel promedio del mes precedente; generándose así una reacción de "overshooting" de los precios privados.

Entonces el plan combinaba de un lado, medidas de shock (tarifazos se denominan allá a los paquetazos) con anuncios de reforma estructural (reforma del Estado y liberalización de la economía), y de ótro, un elemento "heterodoxo": de acuerdo de precio y congelamiento del dólar. Fue una mala combinación, peor implementada.

Aún así, se dieron por tres meses resultados que alimentaron el triunfalismo en el equipo económico y el gobierno. La inflación del 200% en Julio, bajó a 5.6% en Octubre. Se consiguió un superávit operativo fiscal superior a los US\$ 100 millones mensuales. Para variar, el salario real se retrasaba. Hubo también un incremento importante de reservas (superior a los US\$ 1000 millones en el período Setiembre-Noviembre), y se redujo la tasa de interés.

El panorama se complicó por marchas y contramarchas de la política económica (se eliminaron retenciones a las exportaciones por 15 días y luego se volvieron a reponer, existían posiciones encontradas respecto a la reforma fiscal, etc.). Además, el mal manejo de la política monetaria (respecto al déficit cuasi-fiscal) y el intento de refinanciamiento de la deuda interna, presionaron sobre el tipo de cambio paralelo produciéndose una elevación de la tasa de inflación.

### 3. Mayor Ortodoxia y la Segunda Hiperinflación

Frente a la situación anterior se define el Plan Rapanelli II, que consistió en un nuevo paquetazo, ahora sin contaminaciones, que debería permitir recuperar la confianza de los agentes económicos en la política económica.

El 10 de Diciembre se decreta una nueva maxidevaluación (53%) y el incremento de tarifas públicas (entre 60 y 70%). Se reprogramó parcialmente la deuda interna a dos años, se anunciaron nuevas medidas de austeridad fiscal y monetaria y se redujeron los aranceles en 10%.

Sin embargo al día siguiente del plan, el dólar libre saltó 20% sobre el nuevo dólar "oficial" y las tasas de interés subieron a niveles del orden de 50% efectiva mensual como indicador de las expectativas de aceleración. Así, la política económica del gobierno lleva a la segunda hiperinflación argentina.

El nuevo ministro Erman González anunció el 18 de Diciembre la eliminación del control de cambios, la flotación y la supresión de todo control de precios. Se reducen los derechos de exportación a niveles previos al shock del 10 de Diciembre, no se modifican tarifas públicas y los salarios se aumentan en un monto

inferior a 20 dólares. Asimismo, se comprometió en respetar los depósitos en moneda doméstica.

Luego de escasos días de tensa calma, se produce una nueva disparada del tipo de cambio y de la tasa de interés, agravando el problema de la deuda interna. Circuló una propuesta de dolarización que deterioró aún más las expectativas y cambio de cartera de particulares. Se plantea así una situación similar a la del 6 de Febrero de 1989, ya mencionada.

Así, el 10 de Enero se anuncia el Plan Bonex (Erman II).

Los depósitos a plazo fijo en el sistema financiero serían restituidos a sus propietarios en títulos de la deuda externa. Se podía retirar un tope equivalente a US\$ 500 y se suspendió temporalmente la operatoria bancaria a corto plazo. Los depósitos indisponibles de las entidades financieras en el BCR serían también cambiados por BONEX. Además se anunció nuevas medidas de austeridad fiscal (básicamente reducción del gasto).

El Plan provocó una importante caída de la liquidez (con la eliminación de los depósitos a plazo M2 cayó en Enero casi 60% en términos reales respecto al mes anterior). El tipo de cambio cayó de 2000 australes a

fines de Diciembre, a 1300 en la segunda semana de Enero. La contrapartida fue una profunda recesión que venía desde el año anterior, creando una situación sin precedentes en relación a los últimos 15 años (PBI industrial del primer trimestre de 1990 registra una caída del 15% respecto al mismo período de 1989). Sin embargo, a pesar de semejante recesión, los precios no acompañaron la caída del tipo de cambio.

A comienzos de Febrero, se decreta un nuevo shock tarifario (un incremento promedio del 100%). Se convierte en el coordinador de expectativas que repercute en una nueva aceleración del tipo de cambio y de la inflación. Contribuyeron a este fenómeno, los errores en el manejo de política monetaria (mucho redescuento y excesiva cancelación de depósito en el corto plazo, cuando estaban a 10 años de plazo), permitiendo una corrida sobre el dólar dada la mayor liquidez.

La aceleración se produce a pesar del superávit fiscal promedio del trimestre Abril-Marzo (aproximadamente US\$ 70 millones), logrado básicamente con una reducción de gastos insostenible en el largo plazo a riesgo de destruir la operatividad mínima del Estado (el primer trimestre de 1990 estuvo 46% debajo del registrado en el primer trimestre 1989).



Se impulsa entonces en Mayo el Plan Erman III para tratar de controlar la situación. Este intento fue básicamente una política monetaria muy dura. Se eliminan los redescuentos, se reduce al mínimo el financiamiento por emisión. El resultado fue una reducción del tipo de cambio y una recomposición de las reservas del BCR. Sin embargo, los niveles de inflación no bajaron en Mayo y Junio de valores del 15%, a pesar de la brutal restricción de liquidez.

Los bancos tuvieron que traer recursos del exterior para no quebrar, produciéndose una reestructuración de las carteras de los mismos.

El corte de la deuda interna y el cierre de la emisión tranquilizó temporalmente el mercado de capitales. Pero no se eliminó el problema de la volatilidad del tipo de cambio libre, cuyos leves movimientos (por el rol de las expectativas), se ven reflejados en aumentos de precios.

Se podía preveer así la necesidad de nuevos ajustes.

Frenkel y Damill (1990) encuentran algunas características muy importantes en ambas hiperinflaciones, utilizando su marco conceptual. Primero, que a igual devaluación real requerida para

ajustar el mercado del dólar, mayor fue la aceleración de la inflación observada. De otro lado que no se encontraron evidencias de un mayor grado de dolarización durante la primera hiperinflación, ni que en la segunda haya sido mayor que en la primera.

Una cuestión fundamental es que la dolarización de precios parece un recurso al que se apela en el contexto de la aceleración de la burbuja cambiaria, pero una vez estabilizado el mercado cambiario, las decisiones de precios vuelven a fundarse en expectativas inflacionarias que incluyen otras variables determinantes de los costos futuros.

De otro lado, luego de la estabilización cambiaria, las demandas salariales tienden a establecerse en términos de objetivos de ingresos real, más que en relación a la inflación vigente. Además, no se produjo sustitución de monedas en la mayoría de las transacciones corrientes, jugando rol importante las transacciones legales que operan sobre los bancos, ya que el control de liquidez llegó a frenar la burbuja a principios de Marzo.

Existen otros enfoques donde se utiliza una lectura más ortodoxa del fenómeno hiperinflacionario en la Argentina. Es el caso por ejemplo, de los economistas del Centro de Estudios Macroeconómicos (CEMA).

Para ellos la hiperinflación argentina empezó en 1989, a causa de los desarreglos fiscales y de la deuda pública que no pudieron solucionar el Plan Austral y Primavera. La mezcla de doctrinas que presentaban los planes impidieron alcanzar la disciplina fiscal y no se pudieron sostener los controles de precios en los que erróneamente se insistió.

En efecto, los controles de precios en mercados oligopólicos eran anticipados por las firmas, de modo que colocaban más altos precios para protegerse de las medidas del gobierno, de fijar precios más bajos que los costos marginales de largo plazo.

Paralelamente, crecían los diversos componentes de la deuda interna. La no indexada (con una tasa de interés nominal), la indexada (ajustada al precio indexado con retrasos), y ajustado (por el dólar norteamericano).

Desarrollan su hipótesis con una ampliación del modelo tradicional de impuesto-inflación, aplicada a la experiencia argentina<sup>1</sup>. El Plan BB fue efectivo para parar la hiperinflación temporalmente, y alcanzar niveles de inflación de un dígito, de Setiembre a

---

<sup>1</sup>FERNANDEZ, Roque...Tasa de Interés Real y la Dinámica de la Hiperinflación.-CEMA, Documento de Trabajo No. 69. Marzo 1990.

Noviembre. En Diciembre nuevamente se encaminó la Argentina hacia la hiperinflación.

La emisión monetaria del período fue mayormente generada por las compras de divisas por parte del Banco Central. Muchos convirtieron sus depósitos a dólares y capitalizaron, promoviendo una corrida en el sistema, conducente a la hiperinflación.

En suma, los intentos populistas (así califican al Plan Austral, Primavera y BB) fueron incapaces de frenar la inflación. Es el resultado de toda política que enfatiza la distribución de la renta vía gasto gubernamental y políticas de ingresos. El fracaso se explica porque la transformación del sector público y del comportamiento de las instituciones (la "reforma estructural"), son prerequisites para la estabilización. Asimismo, debe prestarse mucha atención a la deuda doméstica, que puede frenar los intentos de estabilización<sup>2</sup>.

En un importante trabajo, el Dr. Canavese estudia los planes previos a la experiencia hiperinflacionaria señalando las causas que en su opinión la explican. Los efectos combinados de una elevada devaluación real, los

---

<sup>2</sup>RODRIGUEZ, Carlos...The Macroeconomic Effects of Public Sector Deficit: Argentina.-CEMA, Documento de Trabajo No. 76. Junio 1991.

cambios de precios relativos asociados a la necesidad de reemplazar otras fuentes de financiamiento del gobierno, incrementando el señoriaje, en un sistema altamente indexado, pusieron a la economía en un patrón inflacionario que convergió a la hiperinflación<sup>3</sup>.

De otra parte, es importante considerar un valioso aporte del Dr. Heymann<sup>4</sup>. Allí el autor revisa la experiencia del período 1985-1989: la creciente inestabilidad a pesar de la transitoria desinflación, los desequilibrios fiscales y la explosiva inflación, así como la política aplicada para frenarla.

La larga experiencia inflacionaria argentina, generó un aprendizaje en los agentes económicos que los llevó a reducir sus saldos monetarios en moneda doméstica, a un bajísimo nivel de credibilidad del gobierno (que lo obligaba a colocar deuda forzoza, o con altísimos retornos), a no mantener sus activos en el país y propiciar un proceso de dolarización.

Esa inestabilidad en las decisiones de portafolio se reproduce en los mercados de bienes, donde se ha

---

<sup>3</sup> CANAVESE, Alfredo...Hiperinflation and Convertibility Based Stabilization in Argentina.-Instituto Torcuato di Tella. Buenos Aires 1992.

<sup>4</sup> HEYMAN, Daniel...From Sharp Disinflation to Hiperinflation, Twice: The Argentine Experience 1985-1989.-CEPAL. Buenos Aires 1990.

generado una conducta defensiva que propaga los impulsos inflacionarios.

La confianza en las políticas del gobierno se había deteriorado severamente, lo que afectaba las expectativas de los agentes económicos, por lo que tomaban decisiones de muy corto plazo.

En ese contexto persistió el problema de la crisis en las finanzas del gobierno, lo cual fue un factor central que explica el fracaso de planes sucesivos. La deuda externa contribuyó mucho a la crisis fiscal, no sólo por los pagos que generaba, sino también porque creaba serias dudas sobre la solvencia del gobierno.

Estos problemas no se solucionaron con la aplicación del Plan Austral, ni del Primavera. Los desequilibrios potenciales se mantuvieron con el programa de Julio de 1989, por lo que el colapso del Plan BB se dio fundamentalmente por estos factores, más que por el programa específico.

Esta dinámica generó en los agentes económicos, una evaluación de la estabilidad como un bien público, lo cual llevó a una gran demanda de estabilidad que no ha sido satisfecha sino hasta el Plan de Convertibilidad.

#### 4. Lecciones de la Experiencia Argentina

En primer lugar, debemos destacar que el paquetazo de Rapanelli generó las condiciones para la segunda hiperinflación. Los sucesivos shocks de tipo de cambio y tarifas públicas reeditaron aceleraciones inflacionarias, y la necesidad de nuevos ajustes.

En segundo lugar, que la persistencia del fenómeno se da a pesar del superávit fiscal operativo, recomposición de reservas y restricción monetaria límite (incluyendo la expropiación de la deuda pública interna). Es decir, que la inflación se mantuvo a pesar del equilibrio de las brechas fundamentales de la economía.

En tercer lugar, el gobierno dio todas las señales posibles para generar confianza. Tanto en el discurso y dirección de las medidas, como en los hombres seleccionados para implementarlas. Se avanzó en el llamado ajuste estructural dándose por ejemplo en las privatizaciones y reconversión de la deuda externa, condiciones sin precedentes, superiores incluso a la expectativas de los interesados.

En cuarto lugar, se dan elevadísimos costos con los sucesivos ajustes. La recesión que vivió Argentina en ese período no tuvo precedentes, y hay también una

caída significativa en el salario real que se añade a la convalidada redistribución regresiva del ingreso producida por la hiperinflación. Son costos que a la postre devienen en inútiles, dada la persistencia del fenómeno inflacionario, y la necesidad de nuevos ajustes.

En nuestra opinión persistió el fenómeno inflacionario en Argentina, a pesar de las medidas de shock tomadas, porque no se había eliminado el componente inercial de la misma. Se generó así, un peculiar funcionamiento de los mercados de trabajo, de bienes y financieros, que determinaron la dinámica de corto plazo. La noción de régimen de alta inflación de Frenkel, y de fragilidad financiera de Fanelli, brindan una explicación en el caso argentino, de las restricciones que tuvieron diferentes políticas de estabilización.

#### 5. A Manera de Balance

Se pueden señalar cuatro ejes de comparación con la hiperinflación argentina. Primero que en ese país, el tipo de cambio libre lidera el proceso de aceleración. No ha sido el caso de nuestro país donde la aceleración es por causa de la política económica, en particular por los precios controlados. Habría un mayor parecido con la segunda hiperinflación argentina. Sin embargo,



aquí no se consolidó el proceso de dolarización, encontrándose evidencia de una inercia significativa.

Los salarios en Argentina aunque aumentaron menos que la inflación del período, fueron mayores a los del período anterior (mes pasado). En nuestro país se indexa en relación al trimestre anterior. La reducción del salario real es dramáticamente mayor.

Los precios industriales fueron mayores a la inflación (con relación a IPC y también el índice mayorista). Aquí también parece encontrarse ese comportamiento.

De otro lado, la trayectoria de las tarifas y precios del sector público fue menor a la de la inflación en Argentina. Aquí se sugiere que en el período 1988-1990 tienden a liderar el proceso de aceleración inflacionaria.

En suma, las características coinciden con los de un régimen de alta inflación peculiar en el Perú, no con una hiperinflación <sup>5</sup>.

---

<sup>5</sup>Para un desarrollo de la hipótesis véase: FAIRLIE, Alan y CANALES, Gloria...Hiperinflación y Cambio de Régimen en el Perú: Un Análisis Comparativo.-CISEPA 95. PUC 1990.

## II. EL PLAN DE CONVERTIBILIDAD ARGENTINO

En la sección anterior se presentaron brevemente algunas características del proceso hiperinflacionario argentino, que se termina de eliminar con el Plan de Convertibilidad. Este último éxito-por lo menos en el corto plazo-amerita una discusión comparativa con la experiencia peruana, para por aproximación o contraste, definir algunos lineamientos de políticas que contribuyan a estabilizar nuestra economía.

### 1. Características

La modificación del tipo de cambio flexible a un régimen de convertibilidad que se basa en un ancla cambiaria, se dio a través de una ley de la República, por lo cual se garantizaba la conversión de 10000 australes (un peso posteriormente) por un dólar. Esto obligó a un consenso en el parlamento, y sólo otra ley podría modificar dicho mecanismo.

El ajuste monetario y fiscal se garantiza ya que sólo se podría emitir en base a un incremento de reservas internacionales. Además, se suscribe plenamente el programa de "reformas estructurales" (liberalización, privatización y desregulación del Estado) que recomienda el Consenso de Washington.

Sin embargo, se pueden identificar algunos rasgos no ortodoxos, tanto en el texto del proyecto, como durante la implementación. Se reconoce la importancia del componente inercial de la dinámica inflacionaria, y se busca eliminarlo. Así, se afirma en el Proyecto de Ley que se presentó al parlamento:

"En épocas más cercanas, la sociedad argentina por distintos mecanismos fue adaptándose a una inflación crónica. Sentencias judiciales primero, contratos luego, y normas legales y reglamentarias, finalmente, incorporan una cantidad anárquica de mecanismos de ajuste, actualización e indexación de las obligaciones dinerarias.

Sin embargo, todos los mecanismos indexatorios se mostraron imperfectos e incompletos. Asincronismos y distorsiones diversas obligaron a vivir más pendientes de los índices de ajuste monetario que de los problemas de la economía real." (subrayado nuestro)

La relevancia de este factor queda puesta de manifiesto cuando más adelante se dice:

"La superposición de coberturas indexatorias contra el flagelo inflacionario, sumada a la falta de resolución de los problemas estructurales que lo originan, fueron acelerando la evolución de los precios, y así pasamos de una inflación crónica relativamente alta, a niveles sumamente elevados, con picos hiperinflacionarios que motivaron la adopción de diversas medidas de emergencia para superarlos."

Esos mecanismos indexatorios que crean inercia deben ser eliminados, ya que la ley de la convertibilidad los hacía prácticamente innecesarios. Si persistían,

amenazaban la viabilidad del programa. En efecto, señalan:

"Para resolver ciertos problemas que podría generar la inercia propia del fenómeno indexatorio, se aclara que nadie puede alegar derechos irrevocablemente adquiridos respecto a una ley, que como pocas, es de orden público. Obvio es que ningún habitante posee un derecho adquirido que lo ampare contra la modificabilidad del orden jurídico, y obvio también es que el nuevo equilibrio monetario se rompería si algunos conservaran la inercia de sus cláusulas indexatorias, mientras los demás los pierden. La nueva moneda que surge de su convertibilidad, posee así el poder cancelatorio expresado nominalmente en ella..."

Para eliminar ese riesgo y garantizar el éxito del plan, se prohíben expresamente dichas prácticas indexatorias, que después se complementarían con negociaciones específicas con sectores empresariales.

Así, el artículo 10 del proyecto de ley, a la letra dice:

"Deróganse, con efecto a partir del 1º del mes de Abril de 1991, todas las normas legales o reglamentarias que establecen o autorizan la indexación por precios, actualización monetaria, variación de costos o cualquier otra forma de repotenciación de las deudas, impuestos, precios o tarifas de los bienes y servicios. Esta derogación se aplicará aún a los efectos de las relaciones y situaciones jurídicas existentes, no pudiendo aplicarse ni esgrimirse ninguna cláusula legal, reglamentaria, contractual o convencional-inclusive convenios colectivos de trabajo- de fecha anterior, como causa de ajuste en las sumas de australes que corresponda pagar, sino hasta el día 1º de Abril de 1991, en que entra en vigencia la convertibilidad del austral."

En suma, el Plan consideraba importante el componente inercial de la inflación y buscó eliminarlo, rompiendo los mecanismos de indexación que los agentes económicos desarrollaron como formas de defensa frente a la inflación.

## 2. Resultados

En esta sección se presentan algunos hechos estilizados que se producen luego de la aplicación del Plan de Convertibilidad. Reiteramos, se rescatan elementos fundamentales que han ocupado buena parte del debate que se ha producido en nuestro país, sobre opciones de política económica. Se está dejando de lado los vaivenes de la coyuntura y su discusión. En el Anexo I se plantea esquemáticamente una breve reseña al respecto, simplemente para ampliar la información.

Hecha esta salvedad, pasamos a presentar los hechos estilizados.

a) Se produjo una drástica y sostenida desinflación que ha llegado a tasas de 10% de inflación anual y proyecciones de un dígito (Cuadro 1). La inflación acumulada en precios al consumidor es sustancialmente mayor a la que se produjo en mayoristas. La desinflación se ha producido con cambios en precios relativos significativos (Cuadro 2).

Cuadro1

EVOLUCION DE LOS INDICES DE PRECIOS  
(tasa de variacion)

| Periodo | IPC  | IPM  |
|---------|------|------|
| 1990*   | 24,9 | 20,1 |
| Ene.    | 79,2 | 61,7 |
| Feb.    | 61,6 | 87,7 |
| Mar.    | 95,5 | 71,3 |
| Abr.    | 11,4 | 7,4  |
| May.    | 13,6 | 7,8  |
| Jun.    | 13,9 | 8,3  |
| Jul.    | 10,8 | 3,9  |
| Ago.    | 15,3 | 17,2 |
| Set.    | 15,7 | 9,1  |
| Oct.    | 7,7  | 2,4  |
| Nov.    | 6,2  | 1,3  |
| Dic.    | 4,7  | 0,1  |
| 1991*   | 5,2  | 3,8  |
| Ene.    | 7,7  | 10,1 |
| Feb.    | 27   | 37,9 |
| Mar.    | 11   | 0,4  |
| Abr.    | 5,5  | 1,4  |
| May.    | 2,8  | 1    |
| Jun.    | 3,1  | 1,1  |
| Jul.    | 2,6  | 0,4  |
| Ago.    | 1,3  | -0,4 |
| Set.    | 1,8  | 0,4  |
| Oct.    | 1,4  | 0,7  |
| Nov.    | 0,4  | -0,9 |
| Dic.    | 0,6  | -1   |
| 1992*   | 1,4  | 0,2  |
| Ene.    | 3    | 0,4  |
| Feb.    | 2,2  | 0,5  |
| Mar.    | 2,1  | 1,5  |
| Abr.    | 1,3  | 0,1  |
| May.    | 0,7  | 0    |
| Jun.    | 0,8  | 0,8  |
| Jul.    | 1,7  | 0,9  |
| Ago.    | 1,5  | 0,6  |
| Set.    | 1    | 0,7  |
| Oct.    | 1,3  | 0,1  |
| Nov.    | 0,5  | -1,9 |
| Dic.    | 0,3  | -0,7 |
| 1993    |      |      |
| Ene.    | 0,8  | 0,8  |
| Feb.    | 0,7  | 0,9  |
| Mar.    | 0,8  | -0,5 |
| Abr.    | 1    | 0,8  |
| May.    | 1,3  | 0,4  |
| Jun.    | 0,7  | -0,1 |
| Jul.    | 0,3  | -0,1 |
| Ago.    | 0    | 0,4  |

\*Media mensual

Elaboracion: PROPIA.

Fuente Primaria: INDEC

Fuente Secundaria: REVISTA SITUACION LATINOAMERICANA.Varios Numeros.

Cuadro 2

INDICADORES DE PRECIOS RELATIVOS  
(Indices base abril-junio 1990=100)

| Periodo     | 1    | 2    | 3     | 4    | 5     |
|-------------|------|------|-------|------|-------|
| Ab.-Ju. 90  | 100  | 100  | 100   | 100  | 100   |
| Dic.90      | 50,4 | 84,1 | 121,6 | 74,9 | 123,4 |
| Ene.-Mar.91 | 82,9 | 88,2 | 113,6 | 79   | 122,2 |
| Abr. 91     | 80,2 | 91   | 112,1 | 71,4 | 126,1 |
| May.91      | 69,1 | 90,5 | 110,8 | 69,2 | 126,7 |
| Jun.91      | 57,8 | 87,9 | 108,1 | 67,2 | 127,2 |
| Jul.91      | 56,2 | 85,7 | 106,7 | 65,3 | 129   |
| Ago.91      | 55,5 | 84,8 | 106   | 64,2 | 129,7 |
| Set.91      | 54,4 | 82,9 | 104,8 | 63   | 131,3 |
| Oct.91      | 54   | 80,9 | 104,5 | 62,5 | 131,5 |
| Nov.91      | 54,1 | 80,2 | 106   | 62,4 | 132,5 |
| Dic.91      | 54,3 | 80,2 | 106,6 | 61,5 | 134,5 |
| Ene.92      | 53,4 | 79,5 | 104,2 | 59,3 | 134,7 |
| Feb.92      | 52,9 | 80,4 | 102,6 | 57,9 | 135,5 |
| Mar.92      | 52   | 80,6 | 102,1 | 57,2 | 134,9 |
| Abr.92      | 51,5 | 81,9 | 102,8 | 56,8 | 134   |
| May.92      | 51,2 | 81,9 | 103,6 | 56,9 | 135,9 |
| Jun.92      | 50,7 | 81,5 | 104,8 | 57,1 | 136   |
| Jul.92      | 50,2 | 81,6 | 104,2 | 56,2 | 136,7 |
| Ago.92      | 49,8 | 80,6 | 103,4 | 55,5 | 136,5 |
| Set.92      | 49,5 | 80,3 | 103,4 | 54,9 | 136,8 |
| Oct.92      | 49,2 | 81,8 | 102,6 | 54,3 | 136,4 |
| Nov.92      | 49,7 | 83,3 | 103,1 | 53,5 | 137,7 |
| Dic.92      | 49,9 | 83   | 103,6 | 53   | 138,6 |
| Ene.93      | 50   | 83,2 | 103,3 | 52,6 | 139,1 |
| Feb.93      | 49,8 | 82,3 | 103,8 | 52,4 | 138,9 |
| Mar.93      | 49,9 | 81,9 | 102,2 | 52   | 139,8 |
| Abr.93      | 49,4 | 81,5 | 101,6 | 51,7 | 139,8 |
| May.93      | 49   | 82,5 | 101,3 | 50,9 | 139,2 |
| Jun.93      | 47,8 | 81,4 | 101   | 50,6 | 138,8 |
| Jul.93      | 47,7 | 81,3 | 101   | 50,3 | 141,1 |
| Ago.93      | 47,8 | 82,5 | ND    | 50,4 | 141,1 |

1 TC real libre.

2 Tarifas en el IPC.

3 Salarios reales.

4 Precios Industriales.

5 Servicios IPC.

Elaboración: CEDES.

Fuente Primaria: INDEC, CEPAL, FIEL.

Fuente Secundaria: REVISTA SITUACION LATINOAMERICANA. Varios Numeros.

El tipo de cambio real y los precios industriales sufren una caída significativa, en aproximadamente 50% respecto al trimestre Abril-Junio 1990. Las tarifas públicas respecto a ese período han mostrado una disminución de 20% en términos reales. Los salarios reales se mantienen prácticamente constantes.

El correlato de esa dinámica de precios relativos, fue un aumento de alimentos y bebidas, así como especialmente de servicios (en particular esparcimiento, salud y vivienda) que muestran un incremento de 40% respecto al período de referencia.

b) Las tasas de interés tuvieron una dramática caída y se produjo una sustancial remonetización de la economía argentina (Cuadro 3), tanto en moneda nacional (M1/PBI pasa de 2.5% en 1990 hasta 8% en 1993), como en moneda extranjera (se incrementaron los depósitos en dólares en el sistema financiero argentino, los "argendólares"). Más que se duplican entre Octubre 1991 y Abril 1993, hasta alcanzar un monto de 12,700' de dólares (Cuadro 4).

Se reinician las operaciones de crédito a plazos, contribuyendo a la reactivación.



c) Hubo un crecimiento significativo del PBI, en particular del sector industrial, que tiene una gran reactivación. El sector construcción tiene un boom, y aumenta sustancialmente la demanda de bienes de consumo duradero (Cuadro 5).

d) Se produce un incremento sustantivo del superávit operativo del gobierno, ya que simultáneamente se impulsaba un progresivo programa de privatizaciones y ventas de activos públicos, y se genera un aumento significativo en la recaudación.

e) Se produce un retraso cambiario por la inflación acumulada (a pesar de ser decreciente) y se genera un desequilibrio de proporciones en la Balanza Comercial. De 8,000' de superávit en 1990 se pasa a 3,000' de déficit en 1993, producto de un estancamiento de las exportaciones, dado un aumento significativo de importaciones (Cuadro 6).

f) El desequilibrio anterior fue financiado por un flujo de capitales sin precedentes que se ha mantenido durante 3 años. Estos flujos de capital y repatriaciones, se han canalizado en montos significativos hacia el proceso de privatizaciones. El fenómeno ha sido de tal magnitud, que el correlato ha sido un incremento de reservas internacionales que se

Cuadro 3.a

TASAS DE INTERES NOMINALES\*  
(% mensual promedio)

| Periodo | Activa | Pasiva | Spread |
|---------|--------|--------|--------|
| 1990    |        |        |        |
| Nov.    | 9,1    | 5,7    | 3,4    |
| Dic.    | 9,5    | 5,2    | 4,3    |
| Ene.    | 24,7   | 10,7   | 14     |
| Feb.    | 25,2   | 15,1   | 10,1   |
| Mar.    | 13,2   | 8,5    | 4,7    |
| Abr.    | 4,1    | 1,4    | 2,7    |
| May.    | 5,5    | 1,6    | 3,9    |
| Jun.    | 4      | 1,4    | 2,6    |
| Jul.    | 4,2    | 1,5    | 2,7    |
| Ago.    | 4,1    | 1      | 3,1    |
| Set.    | 4,7    | 1,1    | 3,6    |
| Oct.    | 4,8    | 1,2    | 3,6    |
| Nov.    | 4,4    | 1,2    | 3,2    |

Elaboracion: PROPIA.

Fuente Primaria: AMBITO FINANCIERO.

Fuente Secundaria: REVISTA SITUACION LATINOAMERICANA. Varios Numeros.

Cuadro 3.b

TASAS DE INTERES REALES\*  
(% mensual promedio)

| Periodo | Activa | Pasiva |
|---------|--------|--------|
| 1990    |        |        |
| Nov.    | 7,7    | -0,47  |
| Dic.    | 9,61   | 0,47   |
| 1991    |        |        |
| Ene.    | 13,26  | 2,79   |
| Feb.    | -9,21  | -9,37  |
| Mar.    | 12,75  | -2,25  |
| Abr.    | 2,97   | -3,89  |
| May.    | 4,35   | -1,17  |
| Jun.    | 2,87   | -1,65  |
| Jul.    | 3,78   | -1,07  |
| Ago.    | 4,52   | -0,3   |
| Set.    | 4,28   | -0,69  |
| Oct.    | 3,97   | -0,2   |
| Nov.    | 5,24   | -0,8   |

\*Son datos reales deflactados por  
el IPM general.

Elaboracion: REVISTA SITUACION LATINOAMERICANA.

Fuente Primaria: AMBITO FINANCIERO.

Fuente Secundaria: REVISTA SITUACION LATINOAMERICANA. Varios Numeros.

Cuadro 3.c

EVOLUCION DE LA BASE MONETARIA Y M1  
(en promedio, base enero 91=100)

| Periodo | Base | M1  |
|---------|------|-----|
| Ene.91  | 100  | 100 |
| Feb.    | 80   | 79  |
| Mar.    | 86   | 83  |
| Abr.    | 96   | 98  |
| May.    | 102  | 108 |
| Jun.    | 107  | 115 |
| Jul.    | 114  | 123 |
| Ago.    | 115  | 124 |
| Set.    | 116  | 130 |
| Oct.    | 123  | 135 |
| Nov.    | 130  | 142 |
| Dic.    | 141  | 165 |
| Ene.92  | 148  | 172 |
| Feb.    | 152  | 166 |
| Mar.    | 150  | 169 |
| Abr.    | 148  | 173 |
| May.    | 160  | 184 |
| Jun.    | 169  | 194 |
| Jul.    | 175  | 209 |
| Ago.    | 175  | 211 |
| Set.    | 172  | 203 |
| Oct.    | 172  | 206 |
| Nov.    | 176  | 206 |
| Dic.    | 186  | 228 |
| Ene.93  | 204  | 235 |
| Feb.    | 205  | 245 |
| Mar.    | 204  | 232 |
| Abr.    | 194  | 240 |
| May.    | 198  | 237 |
| Jun.    | 197  | 241 |
| Jul.    | 206  | 258 |
| Ago.    | 225  | 260 |

Fuente: BANCO CENTRAL, EL CRONISTA COMERCIAL, AMBITO FINANCIERO.

Cuadro 4.a

M1/PBI

| Periodo |     |
|---------|-----|
| 1990    | 2,5 |
| I       | 2   |
| II      | 2,3 |
| III     | 2,5 |
| IV      | 3   |
| 1991    | 4,4 |
| I       | 3,3 |
| II      | 4,3 |
| III     | 4,5 |
| IV      | 5,4 |
| 1992    | 7,6 |
| I       | 7,4 |
| II      | 7,5 |
| III     | 7,6 |
| IV      | 7,8 |

Elaboracion: PROPIA.

Fuente Primaria: SECRETARIA DE HACIENDA, BCRA y CEPAL.

Fuente Secundaria: FANELLI Y DAMILL. LOS CAPITALES EXTRANJEROS  
EN LAS ECONOMIAS LATINOAMERICANAS: ARGENTINA.

Cuadro 4.b

EVOLUCION DE LOS DEPOSITOS EN M/E  
(millones de dolares)

| Periodo | Total |
|---------|-------|
| 1991    |       |
| Oct.    | 6005  |
| Nov.    | 6204  |
| Dic.    | 6533  |
| 1992    |       |
| Ene.    | 6952  |
| Feb.    | 7372  |
| Mar.    | 7898  |
| Abr.    | 8203  |
| May.    | 8744  |
| Jun.    | 9158  |
| Jul.    | 9535  |
| Ago.    | 10101 |
| Set.    | 10466 |
| Oct.    | 10721 |
| Nov.    | 11010 |
| Dic.    | 11024 |
| 1993    |       |
| Ene.    | 11340 |
| Feb.    | 11415 |
| Mar.    | 12181 |
| Abr.    | 12733 |
| May.    | 13397 |
| Jun.    | 14014 |
| Jul.    | 15160 |
| Ago.    | 15208 |

Elaboracion: PROPIA.

Fuente Primaria: AMBITO FINANCIERO.

Fuente Secundaria: REVISTA SITUACION LATINOAMERICANA. Varios Numeros.

## Cuadro 5

## PRODUCCION INDUSTRIAL

(base 1984=100, nivel promedio mensual desestacionalizado)

| Periodo | Indice | Variacion |
|---------|--------|-----------|
| 1990    | 92     | -2,1      |
| 1991    | 97     | 5,4       |
| Ene.    | 94,6   | -13,6     |
| Feb     | 101,9  | 7,7       |
| Mar.    | 83     | -18,5     |
| Abr.    | 87,4   | 5,3       |
| May.    | 96,8   | 10,8      |
| Jun.    | 91,7   | -5,3      |
| Jul     | 101,2  | 10,4      |
| Ago.    | 99,9   | -1,3      |
| Set.    | 101,4  | 1,5       |
| Oct.    | 101,9  | 0,5       |
| Nov.    | 101,5  | -0,4      |
| Dic.    | 99,9   | -1,6      |
| 1992    | 104,5  | 7,5       |
| Ene.    | 100,7  | 0,8       |
| Feb     | 107,5  | 6,8       |
| Mar.    | 107,8  | 0,3       |
| Abr.    | 107,2  | -0,6      |
| May.    | 102,9  | -4        |
| Jun.    | 107,5  | 4,5       |
| Jul     | 108,6  | 1         |
| Ago.    | 101,5  | -6,5      |
| Set.    | 106,6  | 5         |
| Oct.    | 101,6  | -4,7      |
| Nov.    | 100,3  | -1,3      |
| Dic     | 101,2  | 0,9       |
| 1993    |        |           |
| Ene.    | 104,2  | 3,7       |
| Feb.    | 104,5  | 0,3       |
| Mar.    | 111,2  | 6,4       |
| Abr.    | 109    | -2        |
| May.    | 107,2  | -1,7      |
| Jun.*   | 111,9  | 4,4       |
| Jul.*   | 114,1  | 2         |

\*Preliminar.

Elaboracion: PROPIA.

Fuente Primaria: FIEL.

Fuente Secundaria: REVISTA SITUACION LATINOAMERICANA. Varios Numeros.

Cuadro 6

BALANZA DE PAGOS  
(millones de dolares)

|                                     | 1989  |       |       |       |       | 1990  |       |       |       |       | 1991  |       |       |       |       | 1992  |       |       |        |  |
|-------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--|
|                                     | I     | II    | III   | IV    | TOTAL | I     | II    | III   | IV    | TOTAL | I     | II    | III   | IV    | TOTAL | I     | II    | III   | TOTAL  |  |
| I. CUENTA CORRIENTE                 | -843  | -64   | 266   | -651  | -1292 | 252   | 564   | 926   | 47    | 1789  | -811  | -30   | -132  | -1830 | -2803 | -2142 | -1487 | -2090 | -5719  |  |
| Mercancias                          | 949   | 1512  | 1788  | 1125  | 5374  | 1855  | 2351  | 2479  | 1590  | 8275  | 1047  | 1630  | 1179  | -152  | 3704  | -325  | -240  | -987  | -1552  |  |
| Exportaciones                       | 2117  | 2546  | 2813  | 2097  | 9573  | 2771  | 3197  | 3431  | 2955  | 12354 | 2348  | 3372  | 3455  | 2803  | 11978 | 2562  | 3329  | 3244  | 9135   |  |
| Importaciones                       | -1168 | -1034 | -1025 | -972  | -4199 | -916  | -846  | -952  | -1365 | -4079 | -1301 | -1742 | -2276 | -2955 | -8274 | -2887 | -3569 | -4231 | -10687 |  |
| Servicios reales                    | -413  | 103   | 72    | -14   | -252  | -159  | 20    | -43   | -172  | -354  | -493  | -80   | -157  | -172  | -902  | -639  | -53   | -148  | -840   |  |
| Servicios financieros               | -1381 | -1681 | -1597 | -1763 | -6422 | -1451 | -1824 | -1526 | -1402 | -6203 | -1385 | -1583 | -1160 | -1506 | -5634 | -1169 | -1187 | -946  | -3302  |  |
| Utilidades y dividendos             | -169  | -211  | -139  | -145  | -664  | -134  | -294  | -120  | -168  | -716  | -118  | -251  | -105  | -331  | -805  | -124  | -264  | -111  | -499   |  |
| Intereses pagados                   | -1305 | -1519 | -1510 | -1689 | -6023 | -1380 | -1579 | -1505 | -1303 | -5767 | -1372 | -1433 | -1150 | -1253 | -5208 | -1146 | -1026 | -958  | -3130  |  |
| Intereses cobrados                  | 93    | 49    | 52    | 71    | 265   | 63    | 49    | 99    | 69    | 280   | 105   | 101   | 95    | 78    | 379   | 101   | 103   | 123   | 327    |  |
| Transferencias                      | 2     | 2     | 3     | 1     | 8     | 7     | 17    | 16    | 31    | 71    | 20    | 3     | 6     | 29    | -9    | -7    | -9    | -25   |        |  |
| II. CUENTA CAPITAL                  | -715  | -1525 | 471   | -3824 | -5593 | -195  | -68   | -1276 | 429   | -1110 | -206  | -25   | 616   | -2268 | -1883 | 2991  | 2306  | 2384  | 7681   |  |
| Privatizaciones                     |       |       |       |       |       |       |       | 169   | 1534  | 1703  | 127   | 333   | 906   | 608   | 1974  | 963   | 197   | 133   | 1293   |  |
| Inversion directa                   | 324   | 327   | 192   | 185   | 1028  | 69    | 126   | 48    | 90    | 333   | 53    | 107   | 76    | 229   | 465   | 71    | 148   | 934   | 1153   |  |
| Financiacion de exportaciones       | 68    | -823  | 42    | -4    | -717  | 854   | 589   | -266  | 234   | 1411  | 1100  | 213   | -641  | -602  | 70    | -72   | -409  | -916  | -1397  |  |
| Financiacion de importaciones       | -406  | -397  | -176  | -532  | -1511 | -237  | -375  | -338  | -10   | -960  | -48   | 157   | 656   | 923   | 1688  | 919   | 1227  | 1677  | 3823   |  |
| Trade credit and deposit facility   | -56   | -25   | -28   | -10   | -119  | -12   | -5    | -9    | -5    | -31   | 2     | 4     | -5    | 1     |       |       |       |       |        |  |
| Prestamos organismos internac.      | 165   | 157   | 15    | 77    | 414   | 44    | 62    | 293   | 90    | 489   | -43   | 90    | 30    | 235   | 312   | -95   | -100  | 30    | -165   |  |
| Prestamos y titulos del gobierno    | -185  | -226  | -103  | -172  | -686  | -43   | -82   | -83   | -890  | -1098 | -46   | -100  | 297   | 184   | 335   | -23   | -13   | -477  | -513   |  |
| Prestamos a emp. privadas           | -10   | -9    | 120   | 10    | 111   | 37    | 10    | 16    | 29    | 92    | 32    | 52    | -10   | 271   | 345   | 317   | 56    | 88    | 461    |  |
| Prestamos a emp. publicas           | 84    | -18   | 16    | -42   | 40    | 3     | -16   | 48    | -39   | -4    | 44    | 10    | 58    | -7    | 105   | 12    | -79   | -80   | -147   |  |
| Amortizacion dep. moneda extranjera |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |        |  |
| Baja atrasos sin contrapartida      |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |        |  |
| Otros                               | -699  | -511  | 393   | -3336 | -4153 | -910  | -377  | -1154 | -604  | -3045 | -1427 | -891  | -751  | -4109 | -7178 | 899   | 1279  | 995   | 3173   |  |
| III. VARIAC. DE RESERV. INT. NE     | -1558 | -1589 | 737   | -4475 | -6885 | 57    | 496   | -350  | 476   | 679   | -1017 | -55   | 484   | -4098 | -4686 | 849   | 819   | 294   | 1962   |  |
| IV. FINANC. DEL BAL. DE PAGO        | 1558  | 1589  | -737  | 4475  | 6885  | -57   | -496  | 350   | -476  | -679  | 1017  | 55    | -484  | 4098  | 4686  | -849  | -819  | -294  | -1962  |  |
| Activos de reserva(aumento: -)      | 1669  | 591   | -1357 | 656   | 1559  | 88    | -1351 | -228  | -1260 | -2751 | 974   | -588  | -849  | -1798 | -2261 | -672  | -1472 | -991  | -3135  |  |
| ALADI neto(aumento: -)              | nd    | nd    | nd    | nd    | nd    | nd    | nd    | nd    | nd    | nd    | 332   | 29    | 24    | -4    | 381   | 183   | 359   | 312   | 854    |  |
| Titulos publicos                    |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       | -621  | -109  | -167  | 49    | -848  | -49   | 150   | -3    | 98     |  |
| Colocacion de BONEX                 | 52    | 231   | 16    | 3389  | 3688  | 28    | 49    | 326   | 403   | 585   | 9     |       |       | 594   |       | 14    | 202   | 216   |        |  |
| Amortizacion de BONEX               | -323  | -24   | -4    | -61   | -412  | -335  | -17   | -80   | -84   | -516  | -354  | -16   | -64   | -100  | -534  | -330  | -31   | -64   | -425   |  |
| Prestamos del FMI                   |       |       |       | 233   | 233   | 0     | 243   | 0     | 267   | 510   | -67   |       |       | 261   | 277   | 471   | 496   | 533   | 1029   |  |
| Amortizacion FMI                    | -160  | -165  | -209  | -184  | -718  | -236  | -124  | -162  | -173  | -695  | -277  | -218  | -269  | -223  | -987  | -284  | -426  | -291  | -1001  |  |
| Refinanciacion Club de Paris        |       |       |       | 1646  | 1646  | 279   | 198   | 232   | 199   | 908   | 261   | 181   | 379   | 301   | 1122  | 376   | 167   | 289   | 832    |  |
| Amortizacion Club de Paris          | -108  |       | -108  | -28   | -244  | -188  | 85    | -172  | -91   | -536  | -193  |       | -193  | -39   | -425  | -261  | -50   | -292  | -603   |  |
| Otros BCRA                          | -210  | -763  | -140  | -621  | -1734 | -301  | -172  | -62   | -264  | -799  | -65   |       |       | 5567  | 5484  | -31   | -159  | -230  | -420   |  |
| Ajustes variacion tipo de pase      | -15   | -10   | 1     | 19    | -5    | -6    | 3     | -58   | -36   | -97   | -24   | 108   | 112   | -29   | 167   |       | 4     | 60    | 64     |  |
| Swaps                               |       | -13   |       | -6    | -19   |       |       |       | -17   | -17   |       | -22   | -12   | -81   | -115  |       | -68   |       | -68    |  |
| Financiamiento de bancos            |       |       |       |       |       | -23   | -55   | -36   |       | -114  |       |       |       |       |       |       |       |       |        |  |
| Atrasos                             | 653   | 1742  | 924   | -392  | 2927  | 843   | 847   | 867   | -645  | 1912  | 440   | 825   | 312   | 211   | 1788  | 215   | 222   | 181   | 618    |  |
| Otros                               |       |       | 140   | -176  | -36   | -178  | -11   |       | 1302  | 1113  | 26    | -144  |       | -33   | -151  |       | -25   |       | -25    |  |

Elaboracion: FANELLI Y DAMILL.

Fuente Primaria: BCRA.

Fuente Secundaria: FANELLI Y DAMILL. LOS CAPITALES EXTRANJEROS EN LAS ECONOMIAS LATINOAMERICANAS.  
ARGENTINA.



encuentran alrededor de los 14000' de dólares (Cuadro 6).

g) Se produjo un boom de la bolsa de valores y un incremento del precio de los activos domésticos (Cuadro 7). El índice bursátil pasa de 100 en Marzo de 1991, hasta 449 en Agosto de 1993.

### 3. Precondiciones y Algunos Factores Importantes en la Implementación del Plan

Existe un debate fundamental en la Argentina sobre estos temas, y principalmente sobre las perspectivas del Plan. Sistematizar esa rica y compleja discusión escapa obviamente a los objetivos del presente trabajo. Simplemente se abordan algunos temas que nos parecen importantes para la situación peruana, y que constituyeron factores que contribuyeron decisivamente al éxito-hasta el momento-de la experiencia.

a) Se había solucionado previamente el problema de la deuda interna. El Banco Central debía emitir de manera creciente para atender las obligaciones derivadas de los bonos y activos que se habían colocado en el mercado para financiar al gobierno, y como un mecanismo que impidiera la dolarización y presiones cambiarias e inflacionarias derivadas del mismo. Con el Plan Bonex dichas obligaciones se convierten en bonos en dólares

de largo plazo. Se logra independizar así la sostenibilidad fiscal del programa, de la tasa de interés.

b) Otro factor fundamental lo constituye la modificación del régimen cambiario. Se había tenido un ancla monetaria en 1990, con un tipo de cambio flexible. Esto había generado una gran volatilidad del tipo de cambio y de la tasa de interés. Se pasa a un "anclón" cambiario (como dice el Dr. Heymann), en base al tipo de cambio fijo con convertibilidad, con las características ya señaladas anteriormente. Es un régimen tanto o más estricto que el patrón oro tradicional.

c) La credibilidad y expectativas parecen jugar también un rol decisivo. El nivel de reservas adecuado, que permitía comprar el íntegro de la base monetaria, fue sin duda crucial. Asimismo, que el sistema estaba garantizado por una ley de la República. Otros economistas enfatizan que la credibilidad se basó principalmente en la decisión política del gobierno de impulsar con fuerza las llamadas "reformas estructurales", lo cual eliminaría los desequilibrios centrales de la economía argentina (particularmente el fiscal).

Cuadro 7

EVOLUCION DEL INDICE BURSATIL  
(indice =100 al inicio del plan)

| Periodo | Indice |
|---------|--------|
| 1991    |        |
| Mar.    | 100    |
| Abr.    | 111.2  |
| May.    | 116.8  |
| Jun.    | 108.9  |
| Jul.    | 111.8  |
| Ago.    | 212.9  |
| Set.    | 236.1  |
| Oct.    | 281.6  |
| Nov.    | 240.8  |
| Dic.    | 296.5  |
| 1992    |        |
| Ene.    | 312.3  |
| Feb.    | 304.6  |
| Mar.    | 341    |
| Abr.    | 376.4  |
| May.    | 422.9  |
| Jun.    | 330.2  |
| Jul.    | 290.6  |
| Ago.    | 245    |
| Set.    | 221.2  |
| Oct.    | 205.5  |
| Nov.    | 187.9  |
| Dic.    | 222.9  |
| 1993    |        |
| Ene.    | 428.2  |
| Feb.    | 338.8  |
| Mar.    | 420.7  |
| Abr.    | 397    |
| May.    | 377.6  |
| Jun.    | 412.9  |
| Jul.    | 410.1  |
| Ago.    | 448.8  |

\* Se utiliza el indice Merval.

Elaboracion: PROPIA

Fuente Primaria: AMBITO FINANCIERO.

Fuente Secundaria: REVISTA SITUACION LATINOAMERICANA.

Varios Numeros.

d) Otro cambio sustancial es el incremento en la recaudación impositiva del gobierno. El incremento de la base imponible y la mayor fiscalización produce una modificación que muchos consideran cualitativa. La espectacularidad de los operativos de fiscalización y cierre hizo que a los integrantes del ente estatal recaudador, el periodismo les apodara como "los intocables".

e) Otro factor importante fue la capacidad de liderazgo del equipo (se estima en aproximadamente 200 técnicos) que Cavallo comanda. Esta capacidad le permitió implementar una política de incentivos y castigos que le permitió desarrollar una política de ingresos no promocionada, pero implícita. Particularmente se pueden poner de ejemplo las negociaciones con el sector automotriz y electrónico. Ya señalamos la importancia que le asignaron al objetivo de eliminar la indexación y la inercia.

#### 4. Situación de las Brechas Externa y Fiscal

Se producen cambios importantes en estos sectores, con la implementación del plan de convertibilidad.

En el sector externo se pasa de un superávit récord de balanza comercial a un déficit de alrededor de 3,000' de dólares. Se da una variación de más de 11,000' en un lapso corto de tiempo. La inflación acumulada durante

el período posterior a la implementación del plan, genera una apreciación de la moneda doméstica. Este retraso cambiario explicaría el deterioro en la balanza comercial. Además, el contexto de liberalización que incluye la apertura comercial, contribuyó decisivamente a dicho fenómeno. Se afecta particularmente a los sectores exportadores que habían tenido mayor dinamismo en la década del ochenta.

El manejo de la deuda externa permitió aliviar las presiones del sector externo. En efecto, se priorizó el objetivo de la estabilización y no el de la reinserción. Para conseguirlo, se debía contar con el mayor volumen de reservas internacionales posible, que ya señalamos fue una precondition para el éxito del plan.

Los pagos a la banca acreedora fueron reducidos, ya que estuvieron alrededor de 40' de dólares al mes y ante la presión internacional, se incrementó posteriormente hasta 60' de dólares mensual. Mientras tanto se negoció un acuerdo de largo plazo en el contexto del Plan Brady, donde se consiguieron ventajosas condiciones que se reflejaron en una "quita" de la deuda en un monto cercano al 30%. El adecuado manejo del problema de la deuda permitió un respiro significativo en ese frente.

Sin embargo no bastaba para lograr el equilibrio de la balanza de pagos.

El desequilibrio de la balanza comercial y de la cuenta corriente, fue compensado por el ingreso de capitales. Finalmente alcanzó un promedio de 3,000' de dólares al año, y se ha incrementado sustancialmente en el último período. Dichos flujos han estado asociados al importante proceso de privatizaciones en marcha. Estos capitales contribuyeron a la remonetización y a mejorar las cuentas fiscales.

Las privatizaciones jugaron un rol fundamental en el financiamiento de corto plazo, además de su función de proveer divisas, reservas internacionales al país. En esa medida fueron un factor decisivo para cerrar el déficit fiscal.

Las cuentas fiscales también mejoraron por el blanqueo de la economía, ya que ampliaron la base tributaria, y la recaudación. Adicionalmente, la reducción de la inflación y la reactivación de la economía permitieron que el proceso se consolide, por lo menos en el corto plazo. Además por las propias características de convertibilidad-ya comentadas-la disciplina fiscal es una obligación.

En suma, tanto el sector externo, como el fiscal mostraron una evolución satisfactoria.

#### 5. Hipótesis de Funcionamiento y Dilemas del Plan

a) El ancla nominal fue el tipo de cambio, con el marco institucional de la convertibilidad aprobado por ley del Congreso. La política monetaria es pasiva y se supuso flexibilidad de precios que finalmente no se produjo, y que generó una variación de precios relativos importante, en la que destaca el retraso cambiario. No se utilizó entonces el ancla monetaria que se había mostrado claramente insuficiente para estabilizar la economía.

b) Para lograr la desinflación con reactivación del mercado interno de la economía, habían confluído varios factores. En el corto plazo el retraso cambiario, la estabilidad de los precios públicos y el virtual congelamiento de precios y salarios (con la política de ingresos implícita), han jugado un rol principal. En efecto, se rompen los mecanismos de indexación y el componente inercial, tal como era el objetivo explícito de la ley de Convertibilidad.

c) Además, la entrada de capitales y la remonetización de la economía contribuyeron a reducir la tasa de interés. Se produce el restablecimiento de los

mecanismos de crédito, lo cual viabiliza la reactivación por el incremento de la demanda agregada. El sector construcción y el sector no transable es dinamizado, así como también el sector de bienes de consumo duradero.

Si bien el costo lo asume el sector exportador, se produce un boom de consumo y de expansión del mercado interno.

d) El problema de la deuda se asume como estrictamente fiscal. No se buscó recesar la economía para obtener el saldo de divisas con el cual atender los servicios de la deuda externa. Se busca obtener un superávit fiscal con el cual lograr divisas para tal fin. La implementación de la reforma tributaria es funcional a dicho objetivo, así como la reactivación del mercado interno, ya que el crecimiento del PBI aumentó significativamente la recaudación.

e) Se dinamizan los mercados financieros, que contribuyeron a la estabilización y a la mayor credibilidad. En efecto se dio un boom en la bolsa de valores con la entrada de capitales y como prueba de confianza se emitieron bonos argentinos en Europa por 200' de dólares durante el primer año de implementación del plan.



Considerando los puntos anteriormente planteados se pueden observar algunas características sobre las que vale la pena reflexionar.

#### 5.1) La Desinflación y los Precios Relativos

En el contexto de desinflación que se genera en el período posterior a la implementación del plan, se observaron algunos rebotes inflacionarios que hicieron temer por la permanencia del programa. En gran medida fueron presiones provenientes del comportamiento de los precios de los productores agropecuarios no transables, así como, particularmente, de los servicios.

Mientras tanto los precios industriales estuvieron prácticamente congelados, (lo cual se refleja nítidamente en el comportamiento del índice de precios al por mayor, que muestra significativa diferencia con el IPC) al igual que las tarifas públicas. La inflación acumulada en el contexto de un tipo de cambio fijo generó una apreciación de la moneda doméstica.

El problema es que la inflación doméstica no converge a la inflación internacional, por la rigidez de precios existente en diversos mercados. Esto genera cambios importantes en precios relativos que los agentes económicos no aceptan y cambian su conducta, buscando mejorar su situación relativa, reanudándose la pugna

distributiva con lo cual el programa tiende a colapsar. Esa dinámica explica para algunos autores el fracaso del plan austral y variaciones del mismo, que buscaron utilizar el ancla cambiaria con resultados finalmente no satisfactorios.

En general, el aumento de los precios de los bienes no transables aumenta la rentabilidad de estos, en detrimento del sector de bienes transables, con la consiguiente caída del tipo de cambio real. La merma en divisas aumenta la vulnerabilidad frente a los ataques especulativos que por diversas razones se produjeron.

Usualmente esta explicación se aplicaba para el análisis de planes heterodoxos, sin embargo parecen operar en todo contexto de desinflación, sin importar centralmente el origen de la misma<sup>6</sup>.

La dinámica de precios relativos generada por el Plan de Convertibilidad, parece reproducir el comportamiento anteriormente señalado<sup>7</sup>.

---

<sup>6</sup>Véase por ejemplo: GERCHUNOFF, P y BOZZALLA, C...Posibilidades y Límites de un Plan de Estabilización Heterodoxo.-Instituto Torcuato di Tella. 1988.

FRANCO...Inflacao, Clientelas e Precios Relativos.-PUC, RJ. Octubre 1990.

GUERBEROFF, S...Flexibilidad de Precios, Variaciones de Stocks e Incertidumbre: La Política Antiinflacionaria Después del Plan Austral.

<sup>7</sup>FRENKEL, R., FANELLI, J. M., DAMILL, M., ROZENWURCELL...Situación Latinoamericana.-Varios Números. CEDEAL. España 1991-1993.

El cambio en precios relativos implica también un cambio en ingresos relativos, de forma tal que tiende a reaparecer la pugna distributiva y los mecanismos de indexación que llevan nuevamente a la dinámica inflacionaria causada por la combinación: shocks/inercia. En el caso argentino esta situación se ha mantenido bajo control, hasta el momento.

La liberalización y las decisiones de los agentes económicos frente al nuevo contexto, han llevado a una reducción de costos y una racionalización empresarial que parece haber tocado fondo. Para el sector transable la situación se torna delicada si no se aumenta el tipo de cambio real, salvo que se produzca un sustancial incremento de productividad. El gobierno ya ha dado algunos dispositivos tributarios que buscan aliviar la situación del sector.

En otros períodos esa estructura de precios relativos no ha sido sostenible. Ahora, existe un nuevo fenómeno que tiene influencia decisiva: los flujos de capital. Estos proveen divisas a la economía para financiar los desequilibrios en balanza comercial y cuenta corriente que esa estructura de precios relativos genera. Pero, también, la entrada de capitales contribuye centralmente al retraso cambiario. En suma, cambiar la estructura de precios relativos puede ahuyentar los

flujos de capital haciendo evidentes y graves los desequilibrios existentes. Mientras que aumentar tipo de cambio real o reducir la tasa de interés puede ahuyentar los capitales, principal fuente de estabilidad de corto plazo del programa.

#### 5.2) Los Flujos de Capital y el Sector Financiero

Los flujos de capital han jugado un rol crucial en la estabilidad de corto plazo (Cuadro 8). Es un fenómeno que se ha producido en el conjunto de países de América Latina y también del Asia. Las causas internas que se mencionan están referidas a las políticas de liberalización que se han aplicado en la región. Estas habrían creado condiciones de credibilidad y habrían reducido riesgos, creando un entorno favorable para la repatriación de capitales que serían un componente importante del total del flujo observado. Sin embargo, hay países que no han seguido estas políticas de manera sistemática y han recibido flujos de capital significativos (Brasil, por ejemplo).

Las causas externas para explicar los flujos de capitales se refieren a la caída de la tasa de interés internacional. Este factor ha sido significativo para

explicar dicho comportamiento en diversos estudios que se han hecho al respecto<sup>8</sup> .

Hay varios efectos comunes de estos flujos de capitales<sup>9</sup> . En primer lugar, se produce una gran acumulación de reservas internacionales evidenciando el rol del capital como proveedor de divisas. En segundo lugar, se producen importantes apreciaciones del tipo de cambio real, con los consiguientes impactos negativos sobre la balanza comercial. Este se constituye en el problema principal de dichos flujos.

Un tercer factor está referido a la expansión de la actividad económica. Aquí existe una diferencia significativa entre los países latinoamericanos y los del Asia. En éstos, la reactivación se produce por un incremento de la inversión, y en particular, de la inversión directa extranjera. En nuestros países se origina fundamentalmente en una expansión del consumo.

---

8SCALVO, G., LEIDERMAN, L. y REINHARDT, C...Capital Inflows to Latin America: The Role of External Factors.-IMF, STAFF PAPERS 40. 1993.

CALVO, G., LEIDERMAN, L. y REINHARDT, C...The Capital Inflows Problem: Concept and Issues.-IMF. Junio 1993.

FRANKEL, J...Sterilization of Money Inflows: Difficult or Easy?.-Universidad de California. Berkeley. Julio 1993.

9DIAMAND, M...Ingreso de Capitales, Equilibrio Externo y Expansión.-Consejo Académico Unión Industria Argentina. Setiembre 1992.

Otro efecto importante está referido a los boom de las bolsas de valores. En efecto, ése es un rasgo central en todos los países que se han convertido en receptores de capital, en los últimos años.

En suma, el factor decisivo para precisar los efectos de los flujos de capital, es el destino de los mismos. Si se destina al financiamiento del consumo, tanto de manera directa, como en la compra de activos, se dará una reactivación transitoria que desaparece cuando dicho flujo se revierte. Si el consumo es de productos importados, se genera una presión adicional sobre balanza de pagos.

Otra posibilidad es que dichos flujos se orienten a la producción de bienes y servicios no transables internacionalmente (construcción, por ejemplo). El problema es el componente importado de dicha producción, y el incremento de deuda para actividades que no tienen capacidad de repago en dólares.

La opción sostenible en el largo plazo sería aquélla que aprovechando el respiro que permite la entrada de capitales, aumente la producción de bienes transables o de aquéllos servicios que generen un aumento de productividad en dicho sector. Por lo tanto, la inversión en bienes transables es la opción que

permitirá tener divisas de manera permanente, aún cuando los capitales se retiren.

En la Argentina los flujos de capital se han destinado principalmente a financiar el consumo y la producción de bienes no transables internacionalmente, por lo que existen riesgos no desdeñables, si se continúa aplicando dicha estrategia.

También se ha producido un aumento en los agregados monetarios y de crédito, que contribuyeron a la reactivación y remonetización de la economía, lo cual es importante considerando la fragilidad financiera existente. No existe suficiente supervisión, dada la liberalización del mercado financiero, lo cual puede estar incrementando el riesgo cambiario.

Existen ciertas distorsiones, ya que los bancos actúan como si tuviesen un seguro implícito, con el consiguiente deterioro de la calidad de la cartera. Considerando que no existen garantías para las operaciones, existe un potencial riesgo bancario. La importancia de este factor se está subestimando, más aún si se toma en cuenta el hecho que la economía sigue dolarizada a pesar de la desinflación.

Cuadro 8.a

**BALANZA DE PAGOS Y MOVIMIENTO DE CAPITALES**  
(millones de dolares corrientes)

| Periodo | Def. Cuenta<br>Corriente<br>1 | Variacion de<br>Reservas<br>2 | 1+2=3+4 | Mov. de Capitales<br>Compensatorios<br>3 | Mov. de Capitales<br>Autonomos<br>4 |
|---------|-------------------------------|-------------------------------|---------|--|-------------------------------------|
| 1989    | 1292                          | -1559                         | -267    | 5326                                     | -5593                               |
| 1990    | -1789                         | 2751                          | 962     | 2072                                     | -1110                               |
| 1991    | 2803                          | 1880                          | 4683    | 6566                                     | -1883                               |
| 1992*   | 5719                          | 2281                          | 8000    | 319                                      | 7681                                |

\*Primeros nueve meses.

Elaboracion: PROPIA

Fuente Primaria: BCRA

Fuente Secundaria: FANELLI Y DAMILL.

LOS CAPITALES EXTRANJEROS EN LAS ECONOMIAS LATINOAMERICANAS: ARGENTINA.

Cuadro 8 b

**MOVIMIENTO DE CAPITALES COMPENSATORIOS**  
(millones de dolares corrientes)

| Periodo | Mov. de cap.<br>compensatorios:<br>1+2+3+4+5 | Prestamos netos<br>del FMI<br>1 | Colocacion neta<br>de BONEX<br>2 | Prestamos netos<br>del C. de Paris<br>3 | Incremento de<br>atrasos<br>4 |
|---------|--|---------------------------------|----------------------------------|---|-------------------------------|
| 1985    | 2573   | 1007                            | -217                             | 1617                                    | -2445                         |
| 1986    | 1561   | 145                             | -132                             | 897                                     | -1174                         |
| 1987    | 2826   | 614                             | 99                               | 384                                     | 39                            |
| 1988    | 3342   | 18                              | -300                             | 151                                     | 2344                          |
| 1989    | 5326   | -485                            | 3276                             | 1402                                    | 2927                          |
| 1990    | 2072   | -185                            | -113                             | 372                                     | 1912                          |
| 1991    | 6566   | -516                            | 60                               | 697                                     | 1788                          |
| 1992*   | 319  | 28                              | -209                             | 229                                     | 618                           |

\* Primeros nueve meses

Elaboracion: FANELLI Y DAMILL.

Fuente Primaria: BCRA

Fuente Secundaria: FANELLI Y DAMILL.

LOS CAPITALES EXTRANJEROS EN LAS ECONOMIAS LATINOAMERICANAS: ARGENTINA.



Tal como se mostró en una sección anterior, la economía argentina experimentó un boom del mercado interno, de la bolsa, una acumulación significativa de reservas, y un retraso cambiario considerable. Hemos mencionado también que estos rasgos son comunes a todos los países donde se han producido flujos de capitales. Cuánto de los efectos se deben al Plan de Convertibilidad? Cuánto son causados por el flujo de capitales? La pregunta parece relevante, sobretodo si se destacan las bondades de dicho plan, y la posibilidad de implementarlo en otros países.

En un importante trabajo sobre los capitales extranjeros en la economía argentina, Fanelli y Damill sostienen que los signos más tempranos de reversión de capitales se producen antes de la implementación de la convertibilidad <sup>10</sup>.

Además, como ha sido mencionado, los flujos de capitales todavía no se han convertido en inversión. No existe aún un comportamiento sistemático y masivo en esa dirección. Particularmente nos referimos al sector de bienes transables. Así, los efectos positivos de los flujos de capitales podrían ser tan sólo transitorios y

---

<sup>10</sup>FANELLI, J. M. y DAMILL, M...Los Capitales Extranjeros en las Economías Latinoamericanas: Argentina.-BID. Mayo 1993.

si esta tendencia se revierte los efectos serían graves.

Esto traería complicaciones con las reservas internacionales, que constituyen una de las vigas maestras del Plan de Convertibilidad.

### 5.3) Las Brechas Externa y Fiscal

Anteriormente señalamos que el buen manejo- por lo menos en el corto plazo- de estas brechas, había permitido en gran medida el éxito del Plan. La cuestión es si este manejo es sostenible, o si se presentan problemas en perspectiva.

En cuanto al sector externo, se ha producido un creciente y sostenido déficit en balanza comercial. Asimismo, los pagos por servicio de la deuda externa han aumentado. Por lo tanto, el déficit en cuenta corriente es significativo y ha venido aumentando sistemáticamente. Este déficit ha sido financiado por los flujos de capitales que de manera creciente llegaron a la Argentina, y sobre cuyas características hemos discutido en la sección anterior. Esa estructura de precios relativos sólo haría viable un aumento de exportaciones, si se produce un significativo incremento de productividad. Este fenómeno se ha dado

pero es difícil sostener en una magnitud como la que sería necesaria.

Políticas de tipo fiscal, tributario, que inciden en la reducción de costos se han implementado y no parecen tener un margen adicional significativo. También mucho depende de lo que ocurra con el comercio con Mercosur, particularmente con Brasil.

De otro lado, la "quita" de deuda con la implementación del Plan Brady significó un alivio importante para la balanza de pagos argentina, en términos de mediano y largo plazo. Sin embargo los pagos de servicio de la deuda han ido aumentando y no son desdeñables. Con las exportaciones estancadas, aún cuando a un nivel alto (alrededor de 12,000' de dólares) las presiones de divisas serán crecientes.

El panorama se complica si se consideran los flujos de capitales. En efecto, buena parte de los mismos se orientó al proceso de privatizaciones que agresivamente implementó el gobierno. Esto constituye un cambio de propiedad que incrementará peligrosamente los pasivos argentinos con el exterior. Dados los volúmenes en que se han producido dichas privatizaciones, significa una pérdida de activos netos equivalente a lo que se ganó con el Plan Brady. La diferencia es que éste no se

volverá a producir nunca más, mientras que los flujos y los pasivos continúan. Este desequilibrio es explosivo en el mediano plazo, salvo que se genere un boom exportador.

En cuanto al sector fiscal, la situación tampoco parece muy holgada. En efecto, los acuerdos con el FMI y la entrada al Plan Brady condicionan la obtención de un significativo superávit operativo (Cuadro 9), con el cual obtener los recursos necesarios para atender el servicio de la deuda externa.

Ya se mencionó, que los saldos positivos en las cuentas fiscales se obtuvieron en gran medida gracias al proceso de privatizaciones. Dicho proceso ha llegado prácticamente a su fin. En todo caso, los recursos provenientes de esta fuente, disminuirán significativamente. El problema es cuál es el margen de acción de políticas impositivas, y las complicaciones que puede traer a la propia estabilización.

El aumento de las tarifas o de los impuestos puede revivir presiones inflacionarias que cuestionarían no sólo la viabilidad del Plan sino los réditos electorales del gobierno, que han mostrado una clara correlación con la evolución de dicho indicador.

Cuadro 9

RESULTADO OPERATIVO  
(millones de pesos)

|          | 1992 |         | 1993     |        |
|----------|------|---------|----------|--------|
|          |      | I Trim. | II Trim. | I Sem. |
| Efectivo | 3026 | 1100    | 1079     | 2179   |
| Meta     | 2884 | 945     | 1371     | 2316   |

Elaboración: PROPIA.

Fuente Primaria: MINISTERIO DE ECONOMIA.

Fuente Secundaria: REVISTA SITUACION LATINOAMERICANA.  
1993.

Una muestra de que la tolerancia de los agentes económicos a mayores presiones impositivas, está llegando al límite, se tuvo con la aplicación de un impuesto al excedente primario de las empresas, el cual tuvo un rechazo unánime.

En suma, la situación respecto a las brechas externa y fiscal es preocupante. Si no se incrementan sustantivamente las exportaciones, la estabilidad estaría dependiendo demasiado de factores exógenos, como los flujos de capitales.

En efecto, la expansión del consumo y la inversión que se ha producido en la economía argentina, ha sido financiada principalmente por ahorro externo (el ahorro interno muestra una clara disminución). Si bien es cierto se pasó de un régimen hiperinflacionario a uno de 10% al año, esto no se puede explicar sin tener en cuenta los flujos de capitales.

Como señalan Fanelli y Damill<sup>11</sup>, estudiando las experiencias previas de estabilización en Argentina, se encuentran dos "factores de riesgo" fundamentales. De un lado, la generación de déficits comerciales que tornan insostenible el equilibrio futuro de la cuenta corriente (se pierde credibilidad en regla cambiaria y el mayor riesgo induce un reflujo de capitales). De

---

<sup>11</sup>FANELLI y DAMILL (1993), Op. Cit.

otro lado, la pérdida de control de las fuentes de generación monetaria (sea por crisis financieras o por descontrol fiscal) que genera inestabilidad, y los recursos de liquidez que propician una corrida contra la moneda doméstica.

Considerando esos factores el Plan de Convertibilidad muestra debilidades, ya que se ha generado una sobrevaluación creciente de la moneda, un incremento de la absorción doméstica, y un crecimiento acelerado del déficit comercial. En ese contexto, los cumplimientos con el Fondo y el Plan Brady dependen crucialmente de la repatriación de capitales y de la disponibilidad de crédito externo. Si esto no se produce, la única forma de conseguir divisas será la de inducir una fuerte recesión.

Los términos del debate se han modificado como consecuencia del nuevo entorno macroeconómico. La asignación de los recursos, del gasto de gobierno, el volumen y dirección de la inversión, aumentar la productividad, son aspectos que no eran de interés central hace un par de años. Sin embargo, los riesgos persisten y se tiene clara conciencia de la necesidad de modificar la estructura de precios relativos, en busca de favorecer al sector exportador. Existen

diversas opciones, en las cuales habría que evaluar los costos recesivos y distributivos.

Una alternativa sería reducir los precios de los bienes no transables, se incrementaría así el tipo de cambio real. El mecanismo utilizado consistiría en crear una recesión, particularmente vía la reducción del gasto público destinado a las provincias. El supuesto, discutible, es que habría flexibilidad a la baja de los precios. Sus mentores, señalan que se garantizaría así la neutralidad del esquema macroeconómico, permitiendo al mercado jugar su rol de asegurador de recursos más eficiente en el largo plazo.

La otra opción sería actuar sobre el tipo de cambio, a través de una minidevaluación o una devaluación compensada. A diferencia de la alternativa anterior, se estaría actuando directamente sobre el precio de los transables.

Los diversos economistas partidarios de esta propuesta señalan que se preservaría la capacidad productiva, ya que lo que se debe priorizar es el nivel de actividad.

El Dr. Canavese advierte dos riesgos en esta alternativa. Puede que no se traduzca en una devaluación real si la credibilidad se pierde



totalmente ante una ruptura del régimen de convertibilidad. Asimismo la economía podría dolarizarse completamente y el proceso podría culminar en una nueva crisis financiera.

El Plan de Convertibilidad tiene en el corto plazo las mismas virtudes que el Plan Austral, con una mejor situación fiscal y un punto de partida monetario más débil. En el largo plazo, promueve los cambios estructurales que pueden abatir la inflación ya que incrementarán la productividad. En el corto plazo ciertas guías de precios pueden evitar devaluaciones y recesiones que tendrían efectos negativos.

### III. NOTAS COMPARATIVAS CON LA EXPERIENCIA PERUANA

En esta sección queremos presentar algunos elementos que en nuestra opinión, muestran que las similitudes con la experiencia argentina se dan en cuanto los riesgos y los problemas, más no en los aspectos positivos de corto plazo, rescatables del Plan de Convertibilidad. En efecto, los instrumentos y las políticas implementadas han sido muy diferentes y los costos, también.

a) En Argentina no se aplicó un brutal shock como en nuestro país, lo cual tuvo decisiva influencia en la evolución posterior de los precios relativos. Aquí se introdujo de partida una grave distorsión de precios relativos, donde los precios públicos alcanzan un pico histórico, a costa del tipo de cambio real y, principalmente, del salario real. Este gravísimo desequilibrio inducido desde la política económica, todavía no ha podido ser corregido, vulnerando severamente a los agentes económicos del país, a excepción del sector banquero dada la persistencia de elevadas tasas de interés y spreads.

El brutal shock de Agosto de 1990 implementado por Hurtado Miller, de un sólo golpe subió costos indiscriminadamente a todas las actividades

productivas, generando simultáneamente una considerable merma en los ingresos reales, y por lo tanto en la demanda interna; así como en el tipo de cambio real y por lo tanto impidiendo todo rol contracíclico que hubiera podido jugar el sector exportador.

En la Argentina el no implementar un shock y no utilizar la política monetaria activa, les permitió una reactivación del aparato productivo principalmente de las actividades de bienes no transables. El retraso cambiario se dio por la inflación remanente, que en buena medida fue causada por el incremento de precios de productos agrícolas y servicios, producto de la misma reactivación. Los precios industriales estuvieron también prácticamente "planchados" pero varios sectores compensaron esta situación con un incremento sustantivo de sus ventas.

En suma, mientras en el Perú el brutal shock de Fujimori creó una estructura de precios relativos que afectó severamente a prácticamente el conjunto de agentes económicos (salvo los banqueros), en la Argentina la distorsión de precios relativos estaría básicamente explicada por la reactivación inducida por el propio Plan de Convertibilidad. Esto les permite mayores ingresos fiscales con los que han tratado de compensar-aunque de manera limitada-a los exportadores,

vía una reducción de costos a través de mecanismos tributarios.

b) Cavallo comprometió a los diversos sectores políticos con el programa económico, ya que éste se aprobó a través de una ley del Congreso. Este soporte institucional y político fue importante para la credibilidad del plan, en un país con una población sumamente escéptica por los fracasos de sucesivos, y diversos planes de estabilización que diferentes administraciones aplicaron en el país. En nuestro caso, se perdió la brillante oportunidad que ofreció el cambio de gobierno para aplicar una política económica con mayor participación y consenso de los agentes económicos y sociales del país. Ciertamente, para aplicar un shock no se necesita concertar, resulta contraproducente.

Lo lamentable es que existía una propuesta de no-shock, la reforma monetaria, con la que el candidato Fujimori ganó las elecciones y en torno a la cual se habían dado significativos avances en la búsqueda de un consenso mínimo para su implementación.

Esta propuesta creada varios meses antes del Plan de Convertibilidad, comparte criterios centrales del mismo, lo cual permite suponer que su implementación

habría significado resultados algo más halagueños que los que la actual política económica generó.

c) En Argentina el objetivo central fue la estabilización, no el pago de la deuda externa, llamado aquí eufemísticamente por los voceros oficialistas como "reinserción". En efecto, pagaron cantidades muy limitadas hasta que lograron estabilizar, y después NEGOCIARON el pago de su deuda, ingresando ventajosamente al Plan Brady.

En los últimos años cambió mucho la política económica argentina, pero su equipo negociador de la deuda externa se ha mantenido prácticamente invariable, y la capacidad técnica de los mismos permitió implementar la directiva política de obtener las mejores condiciones posibles.

En el Perú la prioridad ha sido y es, el pago de la deuda externa. La consigna parece haber sido pagar lo máximo posible con la esperanza-se supone- de que en premio a nuestra "buena conducta", los recursos externos iban a llegar masivamente. Craso error. Se pudo obtener muchos mejores resultados ya que la "oveja negra" volvía al redil.

Los objetivos y mecanismos de los equipos "negociadores" que hemos tenido no están muy claros. Lo evidente son los resultados. Bajar la cerviz y pagar urgentes recursos ha sido y es sumamente perjudicial para el país. Y como se ha observado, quieren más, y parece que se lo van a dar, ya que con el presupuesto de 1994 se ha programado destinar aproximadamente la mitad de nuestras exportaciones al servicio de la deuda externa.

En nuestra opinión, eso explica el cambio del candidato Fujimori, al Presidente Fujimori. El primero optó por la reforma monetaria, que tenía como objetivo la estabilización de la economía. El segundo optó por el shock, que tenía como objetivo pagar la deuda externa. Ese sigue siendo el objetivo, con los gravísimos prejuicios que el país ha sufrido y sufre.

d) Un aspecto central es que la desinflación no se consiguió con un ancla monetaria, se utilizó un ancla cambiaria con el soporte institucional de la convertibilidad por ley del Congreso. En el Perú se ensayó fundamentalmente un ancla monetaria por lo que la recesión resultó sumamente pronunciada y prolongada. En Argentina, se abandonó la combinación tipo de cambio flexible-ancla monetaria, porque no fue una solución a la volatilidad existente en la economía. En suma, la

efectividad del ancla cambiaria parece ser mayor, y los costos mucho menores.

e) Con el Plan de Convertibilidad, explícitamente se buscó combatir el componente inercial de la inflación al cual se le dio la debida importancia. Esto significó la aplicación de una política de ingresos, que no se propagandizó como tal. Esta política parece haber jugado un rol crucial, por lo menos en los primeros meses de la implementación del programa. Con una rápida desinflación, la probabilidad de una reanudación de la pugna distributiva se reduce sustancialmente (aún cuando existen riesgos potenciales que fueron explicitados en una sección anterior).

En nuestro país la gran mayoría de economistas decía que el componente inercial de la inflación no era significativo, ya que prácticamente se había completado el proceso de dolarización de la economía. En consecuencia el shock era la única alternativa para corregir la distorsión de precios relativos, y solucionar de una vez por todas el problema de la inflación<sup>12</sup> .

---

<sup>12</sup>Para una revisión de esa literatura y una crítica puede verse CANALES y FAIRLIE, A...Hiperinflación y Cambio de Régimen, Un Análisis Comparativo.-Primera parte. CISEPA 95. PUC 1990.

Esa omisión explica en nuestra opinión, el fracaso del shock. En realidad en el período 1988-1990 no se produjo una hiperinflación en el Perú, sino un régimen de alta inflación. En consecuencia había un componente inercial que no se iba a eliminar ni con el shock de precios relativos, ni con sólo un control del tipo de cambio. La evidencia empírica parece validar estas hipótesis. En todo caso, descalifica la visión monetario-fiscal que se tenía del fenómeno.

f) Los flujos de capitales han jugado un rol crucial en ambos países. En Argentina han estado asociados al masivo proceso de privatizaciones implementado. Por lo tanto, en buena medida se han dedicado a comprar activos ya existentes y no a la creación de nuevos, a través de un proceso de acumulación de capital sostenido.

Sin embargo, dichos recursos permitieron manejar con comodidad las cuentas fiscales, así como compensar en buena medida los desequilibrios de la balanza comercial inducidos por el retraso cambiario y la liberalización.

En el Perú los recursos también han sido cuantiosos, sin embargo se pueden anotar varias diferencias. En primer lugar, los flujos de capitales no estuvieron asociados a las privatizaciones de activos estatales,



ya que dicho proceso es aún incipiente. Los flujos y repatriación de capitales han adoptado principalmente la modalidad de depósitos de moneda extranjera en el sistema bancario, aprovechando el diferencial existente con la tasa de interés internacional. Son fundamentalmente especulativos, ya que hasta el momento no se han traducido en inversión.

A diferencia de Argentina, los flujos de capital no han contribuido a la remonetización de la economía, ni a una sustancial reducción de las tasas de interés. En consecuencia, tampoco han estado asociados a un crecimiento del mercado interno, sino sólo a un transitorio boom en el mercado bursátil. Las políticas fiscal y monetaria recesivas que se han aplicado en el país, han impedido que opere uno de los efectos positivos temporales que traen los flujos de capitales. Es más, se está desaprovechando el respiro que nos están dando en el sector externo, y no se han generado nuevas actividades que provean divisas, cuando dichos capitales no estén.

En teoría, la estrategia peruana todavía tendría oxígeno, si se implementa un proceso masivo de privatizaciones. Como en Argentina, debería contribuir a la estabilidad de las brechas fiscal y externa. Sin embargo existen algunas complicaciones potenciales. Una

posibilidad es que buena parte de los capitales que ya están en el país se destinen a la compra de activos estatales, de forma tal que las reservas que se ganan por esa vía, se pierden en buena proporción por la disminución de los depósitos en moneda extranjera en el sistema bancario.

Otro problema es que se han aceptado oficialmente papeles de la deuda externa para el proceso de privatizaciones, hasta un 90% del monto total!. Ese anuncio por sí sólo ya elevó las alicaídas cotizaciones del mercado secundario, hasta un 50% aproximadamente de su valor, con lo cual los tenedores de papeles ya han hecho millonarias ganancias de capital. Si se concreta ese escandaloso mecanismo, los recursos frescos que ingresen al país por privatizaciones, serán totalmente exigüos. Podría ser una triste reedición del Contrato Grace.

g) La brecha externa muestra desequilibrios potenciales similares en Argentina y Perú. La diferencia está en la magnitud, y principalmente en el margen de maniobra existente. En efecto, en Argentina existe un desequilibrio en balanza comercial persistente, pero el nivel de exportaciones se ha estancado a un nivel relativamente alto. Además, desde la política económica, se ha tratado de compensar al sector-por lo

menos parcialmente-con mecanismos tributarios y crediticios que reduzcan en algo sus costos, dándoles un alivio a sus condiciones de competitividad.

En todo caso es una preocupación del régimen argentino, aún cuando en su propaganda afirma que no hay mayor problema dados los flujos de capitales. La administración también se está concentrando en buscar aumentos de productividad, y según la versión oficial, en el diseño que políticas sectoriales (en particular industrial) que coadyuvan al proceso.

En el Perú, desde el gobierno se minimiza el problema. En 1993 se tuvo un déficit de 500' en la balanza comercial y aproximadamente US\$ 2,500' en la balanza de cuenta corriente, y eso no debe preocupar a nadie. Son desequilibrios inclusive mayores a los que generaron el colapso económico durante la gestión de García (en 1987-88), pero no hay nada de que preocuparse. Tenemos una política monetaria restrictiva, tipo de cambio flexible y reservas internacionales, de que preocuparse entonces?

El gobierno actúa en consecuencia. El sector exportador enfrenta una grave crisis (particularmente las actividades de mayor valor agregado), pero la meta será monetaria y el tipo de cambio se tendrá que ajustar y

no se le devolverán impuestos (draw-back) porque no hay recursos fiscales. Debe seguir imperando la ley de la selva, nada de subsidios, deben sobrevivir los más eficientes. El pequeño problema es que las divisas que generen los agentes económicos que queden, no serán suficientes.

De otro lado, está el problema de la deuda externa. Se ha programado el 50% de las exportaciones para atender su servicio, los que deben ser comprados por el BCR con el superávit fiscal que se proyecta. No se necesita ser brujo para avisar las severas restricciones que el ajuste adicional requerido, traerá a los distintos segmentos de la población.

En suma, los desequilibrios que presenta el sector externo en el Perú son muy agudos, y las posibles consecuencias, también.

h) Los desequilibrios externos, se reflejaron en graves dificultades para obtener las metas fiscales. Los recursos fiscales tendrán que ser sustancialmente mayores a los de años previos, en los cuales incluso economistas, afines al gobierno reconocieran que se había producido un "sobreajuste". De allí la desesperación de la SUNAT (ente estatal recaudador) para ampliar la base

tributaria, simplificar tasas y eliminar recursos a los agentes económicos y los gobiernos locales.

La profunda recesión que durante la Administración Fujimori hizo perder 30% del PBI, dificulta severamente ese esfuerzo, por lo que las tasas y los ajustes deberán ser mayores aún. El 93 se ha producido una reactivación asociada a los sectores primarios y construcción, pero será difícil que se mantenga como dice la prédica oficial, si se piensa cumplir con los compromisos externos, en las magnitudes señaladas. Esas dos metas son incompatibles, y con toda seguridad la prioridad la tendrá el servicio de la deuda.

Además, para hacer más "atractivo" el proceso de privatizaciones, se está aplicando una irracional política de tarifas públicas que buscan convertir las empresas de servicios en rentables, para dárselas a precios muy castigados al sector privado. Para qué se privatizan entonces?

El problema es que los esfuerzos por obtener el superávit fiscal que se requiere, puede contribuir a revertir el precario proceso de desinflación que el gobierno ha conseguido.

En suma, los desequilibrios externos y el servicio de la deuda requieren urgentes recursos fiscales, que

serán difíciles de obtener por los resultados recesivos de las políticas monetaria y fiscal restrictiva que se aplicarán para obtener las divisas necesarias para alcanzar el objetivo principal.

Reitero, si los flujos de capitales se mantienen, y un proceso de privatizaciones exitoso se produce, podría traer los efectos positivos transitorios que generó en el caso argentino. Para ello sin embargo habría que eliminar o restringir drásticamente la posibilidad de utilizar papeles de deuda en dicho proceso.

#### IV. CONVIENE APLICAR EL PLAN DE CONVERTIBILIDAD EN EL PERU ACTUAL?

En la sección anterior se han presentado las principales diferencias en las trayectorias que siguieron los precios relativos, la inflación y las políticas de estabilización del Perú, respecto al Plan de Convertibilidad argentino. Nuestras políticas han sido terriblemente ineficientes y mucho más costosas, cualesquiera sean los indicadores macroeconómicos que se tomen de referencia.

En el Perú se ha producido una sensible reducción de las tasas mensuales de inflación, que de continuar la tendencia del último semestre del 93 son compatibles con metas de 20% anual. Las cosas aparentemente van bien, a pesar de los costos. Entonces, qué sentido tiene variar la política si los objetivos se están logrando? Esta pregunta obliga a discutir las características de tal fenómeno en el Perú.

##### 1. Estabilización o Desinflación Transitoria?

No es la primera vez que se produce una desinflación en el Perú. Debemos recordar que también se logró en la primera fase de la Administración García. La cuestión central es si la estructura de precios relativos que permite la desinflación, es sostenible en el tiempo. Si

este fenómeno se produce y genera un cambio en el comportamiento de los agentes económicos, que signifique un abandono de los mecanismos indexatorios u otros defensivos, entonces se habrá logrado la estabilización. Un entorno estable debe propiciar comportamientos de los agentes económicos que permitan impulsar las actividades productivas, y no las especulativas de corto plazo.

#### 1.1) Qué ha Ocurrido en el Perú?<sup>13</sup>

En el período 1988-90 se consolidó en el Perú un régimen de alta inflación, no hiperinflacionario. El proceso de dolarización no se completó y persistía un significativo componente inercial. Por eso, el shock de Agosto de 1990 fracasó, ya que no se diseñó una política de ingresos que eliminara dicho comportamiento.

Aplicando econometría recursiva se puede detectar dicho cambio de régimen en 1988. Uno segundo se produce en

---

<sup>13</sup> Como es conocido existe un amplio debate sobre la interpretación de la crisis peruana y las políticas alternativas. En particular sobre la dinámica inflacionaria y el proceso de dolarización. En esta sección no se hará una evaluación de dicha polémica. Un avance en esa dirección se puede encontrar en: FAIRLIE, Alan...Precios Relativos y Cambio de régimen en el Perú: del Fracaso de la Heterodoxia a la Hiperinflación.-Cap. I.Serie Documentos de Trabajo.No. 114. Octubre 1993 y en: CANALES, Gloria...Dolarización y Fragilidad Financiera.-Cap.I.



1990. Este último no es obviamente hiperinflacionario, pero tampoco estable. Es un régimen de transición.

En efecto, el cambio de régimen no se limita a los precios relativos, sino que incluye un shock institucional producido por el extremo proceso de liberalización que en los diferentes mercados impulsa la actual administración. Por lo tanto, la actual dinámica de precios relativos no se puede explicar sin estudiar simultáneamente el proceso de reformas en marcha. Esto forma parte de una investigación en curso.

Lo que sí se encontró en otro trabajo<sup>14</sup> es que la actual estructura de precios relativos que explica la desinflación, no es sostenible. En efecto, a pesar de la reducción de la tasa de inflación, subyace una variabilidad significativa de precios relativos. Así lo muestran los indicadores de Alberro, Coeficiente de varianza ponderada y Espejo.

Cuando estos resultados se aprecian al evaluar un plan "heterodoxo", es un claro indicador de que los controles o los acuerdos de precios, no son sostenibles. Por lo tanto, anuncian el colapso del plan. Así se comprobó en México, Brasil y Argentina, y

---

<sup>14</sup>FAIRLIE, Alan...Precios Relativos y Cambio de Régimen: del Fracaso de la Heterodoxia a la Hiperinflación?. Cap. II.CISEPA 114. PUC 1993.

nuestros indicadores lo evidencian para el Perú en el período que se produce el colapso de balanza de pagos con García.

Qué nos muestran los índices en el contexto de una desinflación ortodoxa? En nuestra opinión, estarían poniendo de manifiesto el hecho que la estructura de precios relativos no es sostenible.

En efecto, los precios públicos por encima de su promedio histórico, las tasas de interés sustancialmente elevados, los deprimidos salarios reales, y el considerable retraso cambiario, configuran una estructura de precios relativos que vulnera severamente al sector productivo.

La política fiscal y monetaria restrictiva y el brutal proceso de liberalización han golpeado severamente la demanda de las actividades de los bienes no transables (por la caída de los ingresos reales), y principalmente, de las actividades de bienes transables (por el retraso cambiario y la apertura). Simultáneamente, se les ha subido sustancialmente los costos. En suma, la relación precios/costos no les permite operar rentablemente, Se propicia así las actividades comerciales, financieras y especulativas en detrimento de las actividades productivas.

Es preocupante constatar que la variabilidad de precios relativos señalada se mantiene. En efecto, se actualizaron dichos cálculos y a pesar que la desinflación se ha sostenido hasta el momento, la variabilidad persiste. Por lo tanto, difícilmente se puede afirmar que esa estructura de precios relativos que sustenta la desinflación, sea sostenible. Esa dinámica no garantiza la estabilidad. Más aún si consideramos el sector financiero (Gráficos 1, 2 y 3).

El 80% de los préstamos y los depósitos del sistema financiero, están en moneda extranjera. Esto muestra que los agentes económicos a pesar de la desinflación, no han cambiado su conducta defensiva produciéndose un fenómeno de hysteresis monetaria. A pesar del retraso cambiario la dolarización de precios tampoco ha disminuído <sup>15</sup>, lo cual es altamente riesgoso, por la mayor volatilidad existente desde la consolidación del régimen de alta inflación.

Otra consecuencia es que si se está quebrando al sector productivo, se está propiciando una crisis bancaria, ya que no se podrán recuperar los préstamos. Lo más grave es que dicha crisis se manifestará en una crisis de divisas <sup>16</sup>.

---

15CANALES, G...Dolarización y Fragilidad Financiera.- CISEPA 115. PUC 1993.

16Los riesgos de este factor junto con los desequilibrios externos que pueden propiciar en régimen hiperinflacionario, a partir del tipo de cambio

GRAFICO 1

# INDICE DISPERSION DE ALBERRO

(Grandes Grupos de Consumo del IPC)

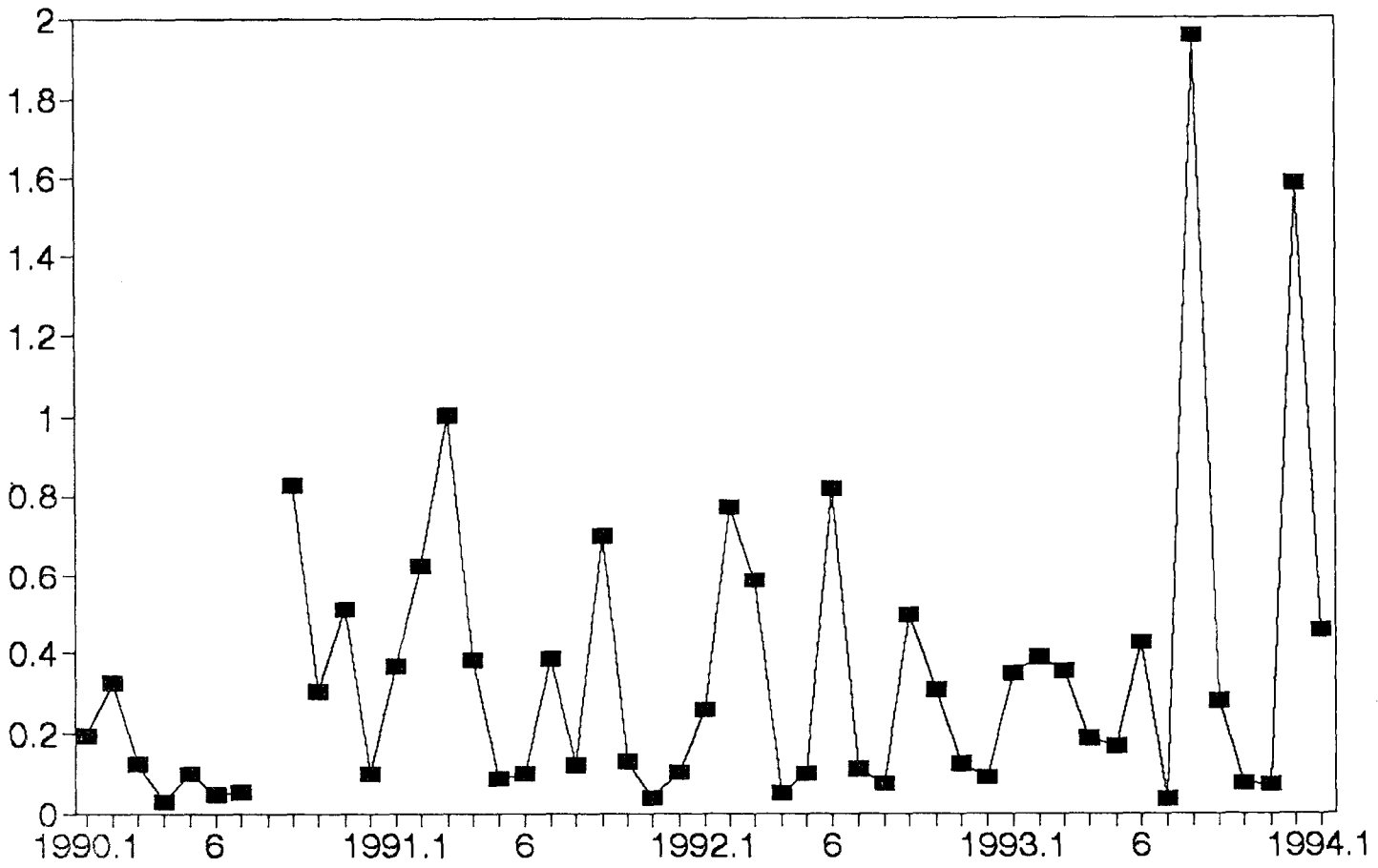


GRAFICO 2

# INDICE DISPERSION COEF. VAR. PONDERADA (Grandes Grupos de Consumo del IPC)

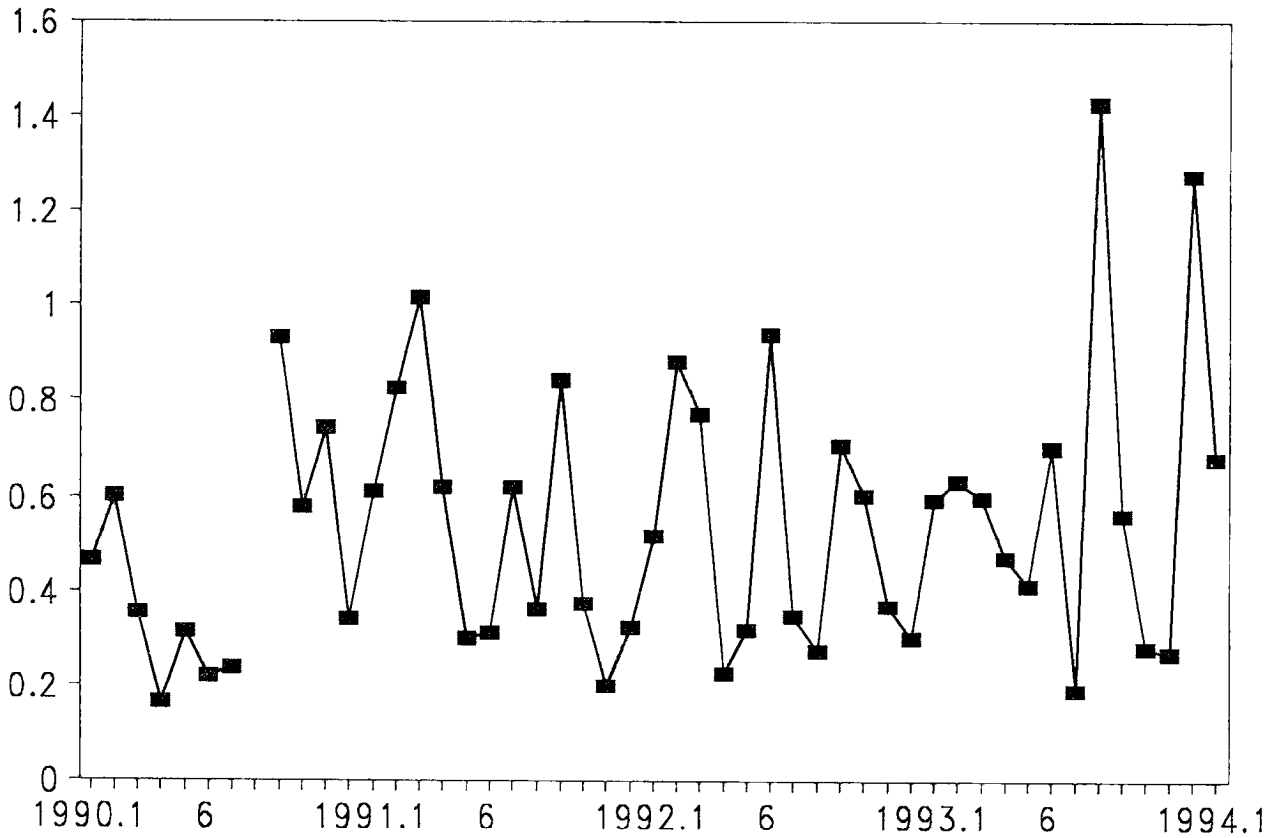
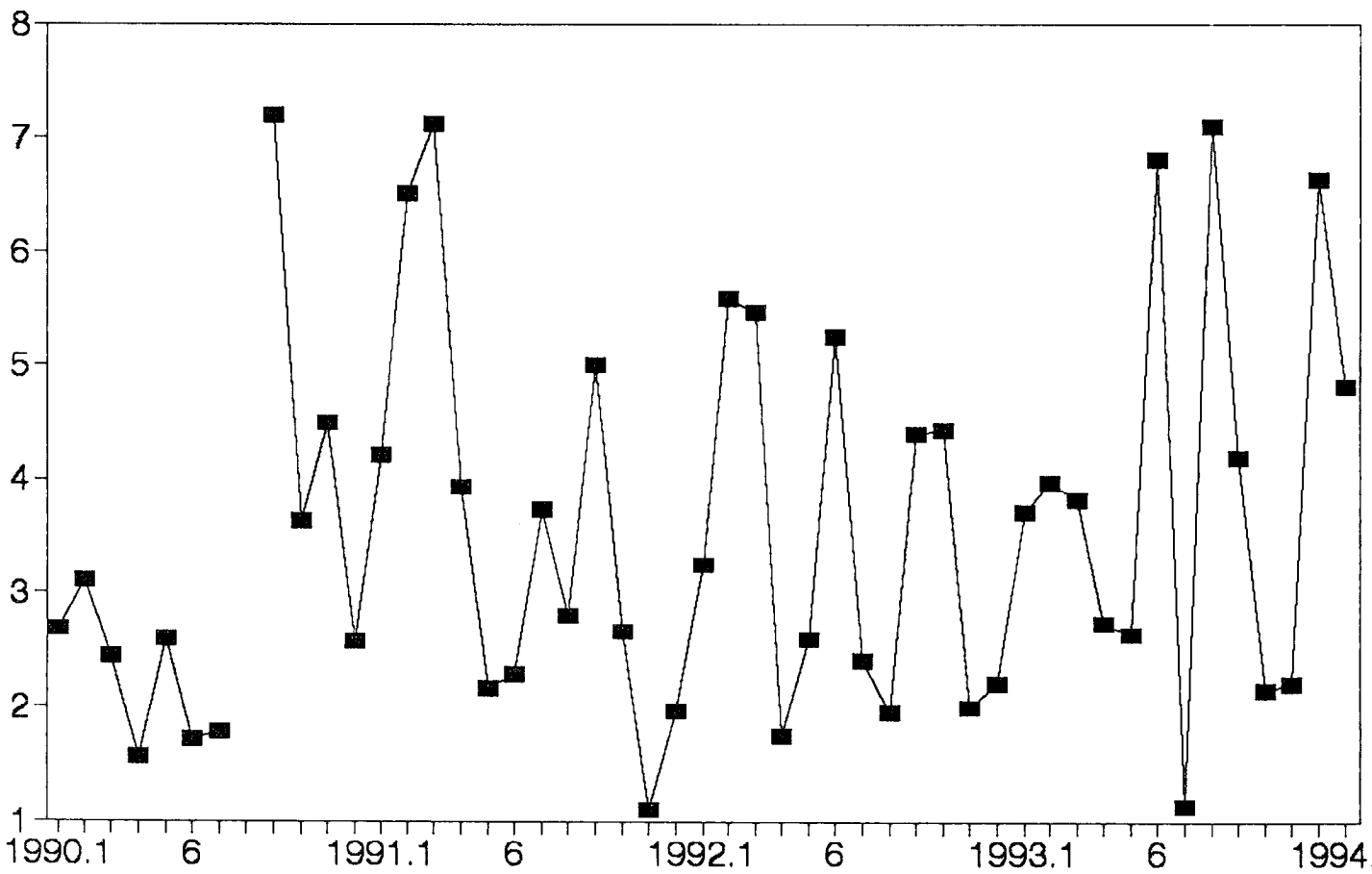


GRAFICO 3

# INDICE DISPERSION DE ORTEGA

(Grandes Grupos de Consumo del IPC)



Por lo anteriormente expuesto, sostenemos que la dinámica de precios relativos no ha generado aún un cambio de comportamiento en los agentes económicos, que induzca un funcionamiento del sector real y financiero, en un contexto de estabilidad. Existe un riesgo potencial entonces, de que este régimen de transición no tenga un desenlace que lleve la economía a la estabilidad, sino a la hiperinflación. Para ello debemos discutir brevemente algunas características de la apertura.

## 2. La Apertura Importadora

El Perú se ha embarcado en el más extremo proceso de liberalización y de reforma estatal aplicado en América Latina. Es algo de lo que incluso se jactan algunos voceros oficialistas, aún cuando los resultados no son- en nuestra opinión-los de un paradigma a seguir.

No se trata de plantear la autarquía. Pero la integración con el mundo debería priorizar el elemento tecnológico, industrial donde nuestra inserción en el mundo vía la exportación en los sectores más dinámicos, y adecuadas relaciones financieras, constituyan mecanismos fundamentales.

Como dice Marcelo Diamand<sup>17</sup> , para avanzar en ese modelo se requieren ciertas condiciones: tipo de cambio adecuado, reducción de aranceles progresiva, incentivo a las exportaciones y condiciones económicas expansivas, incentivo a la inversión privada. Si estas condiciones no se cumplen lo que se tiene en realidad es una APERTURA IMPORTADORA.

Obviamente es el caso del Perú. El extremo proceso de liberalización no está provocando el despegue prometido, por la grave distorsión de precios relativos que se ha producido. Los resultados de la apertura importadora son la destrucción de las industrias, el desaliento a las exportaciones, a la producción de importables y a la inversión de transables en general. Se merma así la capacidad de generación de divisas, lo cual lleva (por el déficit de balanza comercial y de servicios) a una crisis de balanza de pagos y una profunda recesión.

La crisis de balanza de pagos todavía no se ha producido en el Perú por la entrada de capitales de corto plazo. Pero, la apertura importadora genera una mayor necesidad de los mismos, máxime si existe riesgo de una crisis bancaria que se traducirá en crisis de

---

17DIAMAND, M...Ingreso de Capitales, Equilibrio Externo y Expansión.-Unión Industrial Argentina. Setiembre 1992.



divisas, y se requieren mayores pagos del servicio de la deuda externa.

Estas tendencias no deben sorprender, ya que las crisis de balanza de pagos han sido el final de todos los procesos de apertura extrema que se han aplicado en la región, no importando la secuencia de los mismos (comercial y financiera). Es el caso de Argentina y Uruguay a fines de la década del setenta, Chile en el año 82 y 83 y Perú en 1983.

Este no es un tema que desarrollaremos aquí. Simplemente se quería poner de manifiesto que la estructura de precios relativos que se deriva de las políticas recesivas y la liberalización extrema, no han llevado-hasta el momento-a la estabilidad y el crecimiento, sino a crisis en balanza de pagos.

Si estos riesgos son reales para el Perú, sería sensato cambiar de política económica.

### 3. En Busca de los Precios Relativos de Equilibrio?

El brutal shock de Agosto 1990 se aplicó-según sus autores e implementadores- para corregir la gravísima distorsión de precios relativos que encontraron, y alcanzar así los de equilibrio.

Tres años después tenemos nuevamente una gravísima distorsión de precios relativos. Qué pasó? Por qué el shock, el libre mercado, el no estado y la liberalización extrema no llevaron a los precios relativos de equilibrio? Los convencidos implementadores del programa y los oportunistas que les sirven de coro, deberían ensayar una respuesta al país. Por qué no nos plantean ahora un nuevo shock?

Algunos economistas ya han sugerido un overshooting. Esta medida extrema, así como la continuación de la actual política económica difícilmente nos llevarán a una situación de estabilidad y crecimiento <sup>18</sup> .

Se debe crear una estructura de precios relativos que no vulnere al sector productivo, y que sea sostenible en el tiempo. Es fundamental aumentar paulatinamente los ingresos reales (fundamentalmente salarios) y tipo de cambio real. Asimismo es imprescindible una reducción sustancial de la tasa de interés y de las tarifas públicas. La reactivación que se genere aumentará los ingresos fiscales que permitirá brindar incentivos adicionales a los agentes económicos, fundamentalmente para que el sector industrial pueda exportar.

---

<sup>18</sup>FAIRLIE...Op. Cit. (1993). Tercera Sección.

Esto es incompatible con una política fiscal y monetaria que recesa la economía, restringe la liquidez impidiendo la reducción de la tasa de interés, sube las tarifas para hacer atractivo el proceso de "privatizaciones"<sup>19</sup>, congela salarios, presiona con cargas impositivas agobiantes, etc. Todo ello para garantizar los servicios de la deuda externa de una manera que llama a escándalo.

De otro lado, la apertura importadora destruye el aparato industrial, y contribuye decisivamente al retraso cambiario, por la entrada de capitales, de los cuáles depende la precaria desinflación.

En suma, avanzar hacia una estructura de precios relativos que permita reactivar al aparato productivo, es incompatible con la actual política y estrategia económica. Esto amerita una amplia discusión, pero aquí sólo nos estamos concentrando en el corto plazo.

Se puede apreciar con nitidez que tal cual está la situación en este momento, no convendría aplicar un Plan de Convertibilidad. Se tendrían que realizar una serie de pasos previamente. En efecto, congelar el tipo de cambio en su nivel actual, sería totalmente

---

<sup>19</sup>En realidad se ha producido una desnacionalización, ya que empresas estatales extranjeras se han adueñado de nuestros activos. Es el caso de Aero Perú y Hierro Perú apropiados por los estados mexicano y chino.

inadecuado, y no sólo por el retraso cambiario existente.

La política monetaria y fiscal restrictiva con la apertura importadora, están creando peligros potenciales en el sector externo y financiero, por el virtual colapso que están generando en la mayor parte del aparato productivo. Por lo tanto es indispensable generar la reactivación de la economía y en particular del sector exportador.

La reactivación del mercado de bienes no transables contribuirá al alivio de la cartera pesada de los bancos, lo que debe complementarse con un proceso de renegociación de deudas y de inyección de recursos, a las empresas, y no a los bancos. El mejor nivel de actividad contribuirá asimismo a la mejora de las cuentas fiscales, sin continuar castigando los ingresos de los agentes económicos. La dolarización de la riqueza y de precios, tal cual existe hoy, constituye un grave riesgo. Además de restarle efectividad a la política preferida del gobierno, la monetaria, una crisis bancaria se manifestará a través de una crisis de divisas.

En consecuencia, la prioridad de la política económica debe estar en el sector externo. El objetivo debe ser

la acumulación de reservas internacionales, en base al sector productivo y no a volátiles flujos de capital de corto plazo. Esto necesariamente plantea el mandato imperativo de una adecuada renegociación de la deuda, eliminar los papeles de la deuda como mecanismo válido para la privatización, y, fundamentalmente desarrollar un agresivo programa que impulse las exportaciones.

Se eliminaría así la precariedad de la acumulación de reservas actual, las que no sólo dependen de los incontrolables flujos de capital, sino que la mitad de los mismos constituyen encajes de los depósitos en moneda extranjera que el público mantiene en el sistema bancario.

En suma, un alivio de la brecha externa, redundará en un alivio de la brecha fiscal, que podrá ser complementado con el proceso de reactivación interna. El cambio de las fuentes de acumulación de reservas internacionales, nos generará mejores condiciones para enfrentar los graves desequilibrios potenciales existentes. Asimismo, la reactivación del aparato productivo tanto de bienes no transables, como principalmente de bienes transables, constituirán los únicos instrumentos de fondo, que alejarán el fantasma de un colapso financiero.

Como es evidente, la estructura de precios relativos debe modificarse sustancialmente, en la medida que los objetivos son otros. Reactivar el aparato productivo e impulsar un programa de expansión de exportaciones, principalmente industriales, es incompatible con un esquema cuya razón de ser es el pago de la deuda externa y el remate de los activos nacionales al capital extranjero. El cambio de objetivos, debe implicar una modificación consiguiente en los instrumentos.

En el corto plazo se debería tener una meta cambiaria y no monetaria, hasta alcanzar un tipo de cambio real más adecuado.

Todo el esfuerzo no puede recaer en el aumento del tipo de cambio nominal, se requiere mecanismos tributarios y crediticios que reduzcan costos, incrementando la competitividad de las exportaciones, en particular de mayor valor agregado.

Se requiere una política de ingresos que por medio de la concertación y el consenso establezca una estructura de precios relativos sostenible. El aumento paulatino de salarios y sueldos, así como una remonetización de la economía es indispensable.

Estos serían algunas condiciones previas, para que un Plan de Convertibilidad sea factible en el Perú. En efecto, con políticas económicas de corto plazo diferentes, y con una "estrategia" de largo plazo similar, tenemos básicamente los mismos riesgos potenciales que advertimos para la economía argentina. Partir de nuestra actual situación no es razonable, porque la dinámica de precios relativos que se producirá sólo agravaría los desequilibrios hoy latentes.

Por lo tanto, primero debemos desactivar esos riesgos y problemas, modificando la estructura de precios relativos, y crear las condiciones para una estrategia de plazos mayores. El riesgo fundamental reiteramos, lo constituye la precariedad de reservas internacionales, riesgo que debemos solucionar previamente.

Por supuesto, se requiere un equipo económico adecuado, y un compromiso institucional que le brinde credibilidad al mismo. En presencia de un año electoral esto es sumamente complicado, pero se debería avanzar en esa dirección para poder aplicar el programa completo con una nueva administración. No existen, hoy, las condiciones institucionales ni de credibilidad que son fundamentales para el éxito del plan.

De otro lado, el pasar a una política con un ancla cambiaria (una variante del Plan de Convertibilidad), no implica comprometerse con una política liberal en el mediano y largo plazo. Si los objetivos no son la reprimarización de la economía, ni el colapso del aparato productivo, ni el estancamiento del sector exportador, ni la dependencia de los capitales extranjeros, ni la caída de los ingresos reales y el aumento de la pobreza extrema; entonces debería buscarse una estrategia nacional de desarrollo.

Esta estrategia implica la necesidad de una estructura de precios relativos de corto y largo plazo, concertada, para lo cual es indispensable una política de ingresos. Dicha estrategia debe tener justamente los objetivos opuestos a los que implementa la actual administración, y cuya discusión escapa a los límites del presente trabajo.



ANEXOEVOLUCION DEL PLAN DE CONVERTIBILIDAD

Resumen elaborado en base a los informes de coyuntura presentados por el área de economía del CEDES de Argentina, publicados por la revista "Situación Latinoamericana", CEDEAL, España, Varios Números.

**Fines de 1990**

-La hiperinflación profundizó los rasgos de inestabilidad existentes, haciéndose más volátil la evolución de las variables económicas.

-La distorsión de precios relativos y la recesión, son durante el año factores muy problemáticos.

**Sector real**

-Recesión profunda que se estabiliza en el tercer y cuarto trimestre del año.

-La reducción de la rentabilidad de las actividades agrícolas disminuye, sobretodo la del trigo debido al atraso cambiario y a la reducción de los precios en los mercados internacionales.

**Situación fiscal**

-Los resultados fiscales favorables hasta mediados de año se deterioraron debido a la caída de la recaudación y al atraso tarifario de los servicios públicos.

-Déficit operativo en Diciembre de US\$ 100 millones.

-Se propone un programa de Racionalización Administrativa que se orienta a consolidar la situación fiscal en términos estructurales.

#### **Inflación y precios relativos**

-La desaceleración de la inflación generó una fuerte distorsión de precios relativos.

-Tasas de interés desmesuradamente elevadas.

#### **Panorama monetario**

-La monetización se recuperó en el cuarto trimestre pero su continuidad es incierta pues reposa sobre un diferencial cada vez más elevado entre las tasas de interés domésticas e internacionales.

-Los agregados monetarios en Octubre y Noviembre crecieron significativamente en términos reales.

### **Inicios de 1991**

#### **Crisis cambiaria y cambio de la conducción económica**

-En ausencia de un superávit operativo fiscal significativo, la política monetaria resultó ineficaz para regular el curso del tipo de cambio bajo de régimen de flotación.

-Crecientes problemas fiscales hicieron que el gobierno requiera financiamiento intenso del Banco Central.

**Inflación y precios relativos**

-El tipo de cambio real que venía cayendo desde febrero de 1990 se recuperó en parte.

-Se decidió la aplicación de un sistema de premios y castigos a las empresas en cuanto a materia tarifaria y a mecanismos impositivos.

-Leve repunte de las tarifas públicas.

-Caída importante de los salarios reales, dada la aceleración inflacionaria.

**Situación fiscal**

-Se anunció un paquete que comprendía la elevación de la tasa del impuesto a los débitos bancarios de 3 a 12 por mil, la duplicación de la tasa vigente del impuesto a los activos, un incremento de la tasa del impuesto a la compra-venta de divisas y la subida de la tasa del IVA de 15.6 a 16%.

**Panorama monetario**

-Fuertes subidas de las tasas de interés.

-Caen fuertemente los agregados monetarios medidos en dólares.

**Sector real**

-Movimiento negativo en el PIB en el primer trimestre de 1991.

### Hasta Abril de 1991

#### **Situación cambiaria**

-Se abandona el esquema de flotación sucia para pasar a uno de paridad fija.

-Se comprometió a mantener en todo momento un nivel de reservas líquidas de divisas y oro equivalente al menos al 100% de la base monetaria.

-Con el tipo de cambio convertido en el ancla nominal de la economía, las posibilidades pasaron a depender de dos factores: de la eliminación de la inercia inflacionaria y del cierre de los desequilibrios fiscales.

#### **Precios relativos**

-Hubo un reajuste que no revirtió significativamente la tendencia que se veía desde el año anterior.

#### **Cuentas fiscales**

-Los fuertes aumentos de salarios públicos en Febrero y Marzo ubicaron al gasto operativo del Tesoro más de un 40% por encima del promedio mensual del año anterior.

-La situación fiscal mejoró pero seguía siendo delicada. Se requería entre otras cosas que el FMI acelere los ingresos de fondos frescos.

#### **Panorama monetario**

-Fuerte descenso de tasas de interés nominales en Abril debido al anuncio de la convertibilidad y la fijación del tipo de cambio.

-Dado el amplio spread que requiere la banca para operar, en función a los altos encajes y costos operativos e impositivos, las tasas activas domésticas medidas en dólares seguían siendo bastante altas.

#### **Hasta Mayo de 1991**

-El programa implementado por Cavallo muestra resultados ambiguos luego de tres meses de su implementación.

-En el segundo trimestre del año se registró un crecimiento en el nivel de actividad industrial motorizado por un aumento del poder de compra de la población y una incipiente recomposición del crédito.

#### **Las cuentas fiscales**

-Las fuertes presiones por incrementos en el nivel de remuneraciones de los sectores de ingreso fijo dependientes del sector público ante la persistente elevación de los precios, obligaron a las autoridades a poner el énfasis del ajuste fiscal en el logro de un aumento de la recaudación tributaria.

**Inflación y precios relativos**

-El efecto desinflacionario del plan fue significativo pero no fue suficiente para mantener fijo el tipo de cambio.

-Se profundizó la brecha entre el valor de los bienes comercializables y los no comercializables, en favor de estos últimos.

**Panorama monetario**

-El programa de estabilización tuvo resultados favorables respecto a la profundización financiera, que determinó un aumento en la disponibilidad de crédito.

**Hasta Agosto de 1991****Déficit fiscal**

-La situación fiscal mejoró debido al aumento en los ingresos tributarios.

-A fines de junio se solicitó un préstamo al FMI (stand by) por 1040 millones de dólares.

-El objetivo fiscal era pasar de un superávit primario mensual de alrededor de 78 millones de dólares a uno de 264 millones.

**Inflación y precios relativos**

-Los índices de inflación se redujeron en el último bimestre dada la combinación de la fijación del tipo de cambio, el congelamiento de las tarifas públicas, la prohibición de las cláusulas de indexación en los

contratos de todo tipo y los cuerdos de precios negociados por el gobierno con distintos grupos de empresarios.

-Mientras los productos industrializados y algunos servicios (formales) tuvieron incrementos muy reducidos, los servicios privados (informales) y los alimentos frescos crecieron por encima del promedio.

-Subsiste el atraso cambiario.

#### **Panorama monetario y financiero**

-La demanda de crédito se volcó a actividades en moneda extranjera.

-Se observó un incremento de la oferta de crédito en dólares a plazos algo mayores y a tasas de interés decrecientes.

**Hasta Octubre de 1991**

#### **Situación fiscal**

-Las metas del préstamo stand-by no se cumplieron (el primer trimestre). El superávit primario resultó menor que el comprometido.

-La deficiencia anterior pudo ser compensada en los resultados consolidados por los ingresos por privatizaciones (bastante superiores a los previstos).

**Inflación y precios relativos**

-En los primeros siete meses del plan Cavallo se observa un cambio bien marcado de precios relativos.

-Significativo deterioro de las tarifas públicas. Los salarios reales que han caído sistemáticamente desde la convertibilidad aún están unos cinco puntos por encima del promedio de referencia.

-El atraso cambiario persiste.

**Panorama monetario y financiero**

-De Setiembre a Octubre los agregados monetarios experimentaron crecimientos reales significativos.

-Elevados costos de intermediación del sistema financiero argentino dada su baja capacidad prestable respecto a sus costos operativos.

**Fines de 1991**

-La tasa de inflación promedio del período abril-diciembre de 1991 fue del 2.2% mensual, medida por el IPC, pero próxima a cero por el índice mayorista.

-Los mayores gastos fiscales a lo largo del año fueron consistentes con el saneamiento financiero pues se dirivan en gran parte de la racionalización de empresas y la administración pública.

-Los mayores ingresos de capital han sido consecuencia de la transferencia de empresas del sector público.



-Argentina inicia el año 1992 con una nueva moneda que reemplaza al austral: el peso y la paridad con el dólar es de uno a uno.

#### **Inicios de 1992**

-Situación fiscal relativamente favorable.

#### **La inflación**

-El primer bimestre de 1992 hubo una fuerte reaceleración de la dinámica inflacionaria.

-Hay una gran disparidad en las tasas de variación de los diferentes grupos de precios que pone de manifiesto el reajuste de precios relativos que afectaba desfavorablemente al tipo de cambio, las tarifas públicas y los salarios.

#### **Hasta Julio de 1992**

#### **Inflación**

-Se vuelve a acelerar, luego de un bimestre de tasa excepcionalmente bajas como lo fue Mayo-Junio.

-A pesar del bajísimo nivel alcanzado por la paridad cambiaria real y de la continuidad de la tendencia a la apreciación de la moneda doméstica, prácticamente ningún sector cuestionaba la paridad nominal fijada por la convertibilidad.

-Las ganancias de productividad alcanzadas podrían estar alcanzando su límite, al tender a agotarse la fase de recuperación basada en la capacidad ociosa.

#### **Comercio exterior**

-Creciente desequilibrio comercial.

-Se opinaba que el desequilibrio (que superó el primer semestre de 1992 los 600 millones de dólares) se financiaría con ingresos de capitales y nuevos recursos que saldrían de las privatizaciones.

#### **Fines de 1992**

-Hubo un freno significativo en la entrada de capitales que pasó de un promedio mensual de 1000 millones de dólares en el último trimestre de 1991 a uno de 300 millones a partir del tercer trimestre de 1992.

-El ingreso masivo de capitales en la primera fase del Plan de Convertibilidad, hasta mediados de 1992 permitió una monetización y expansión crediticia intensas. Esto se tradujo en un fuerte incremento del consumo agregado.

#### **Inflación, precios relativos y tipo de cambio**

-A lo largo del año la inflación mostró un ritmo declinante.

-La fijación del tipo de cambio establecida por ley fue un factor decisivo para dicho resultado, lo mismo que el control de la situación fiscal.

-Hubo una evolución desfavorable de los precios relativos que quedó evidenciada en la creciente brecha mostrada por la trayectoria del IPC y del IPM.

-Los salarios en promedio subieron en el año más rápidamente que los precios mayoristas pero más lentamente que los minoristas. Esto configuró una situación de costos laborales unitarios crecientes y salarios reales decrecientes.

#### **Situación fiscal**

-En 1992 se cumplieron las metas al respecto comprometidas con el FMI.

-La situación global de las cuentas fiscales se vio favorecida por la reducción de los intereses de la deuda pública externa derivada de la reducción en las tasas de interés internacionales.

#### **Privatizaciones**

-El año 1992 fue el más activo en privatizaciones.

-El proceso de privatizaciones ha servido para promover el ingreso de capitales y generar importantes transformaciones en la estructura de la propiedad al momento de introducir criterios de eficiencia en la gestión empresarial.

-El plan de privatizaciones constituyó la mayor atracción de las inversiones extranjeras.

## Inicios de 1993

### Reactivación

-Se dio una gran expansión monetaria que llevó a revertir la tendencia recesiva de la segunda mitad de 1992, en el primer trimestre del año 1993.

-Hay dos factores importantes que son debilidades de la economía: la expansión se basa en el ahorro externo mientras Argentina sigue hallando dificultad para recomponer la tasa de ahorro nacional y, por otro lado persiste la tendencia al atraso del tipo de cambio en la medida en que la inflación doméstica es mayor que la internacional y el tipo de cambio se mantiene fijo.

### Inflación

-Los aumentos de precios muestran una tendencia a acelerarse en los dos últimos meses del análisis.

### Sector fiscal

-El FMI desembolsó a fines de marzo de 1993 un tramo por 210 millones de dólares correspondientes a un Préstamo de Facilidades Extendidas.

-Se usa la política tributaria para paliar los efectos del atraso cambiario.

-Se sigue una estrategia de ajuste fiscal vía privatizaciones. Esto trae consecuencias adversas. Por ejemplo: como los operadores perciben las dificultades para cerrar las cuentas fiscales y anticipan una mayor oferta de acciones en el mercado proveniente de las

privatizaciones, están anticipándose a los hechos y existe una tendencia del mercado bursátil a deprimirse. Además, si la aceleración de las privatizaciones genera un mayor flujo de capitales del exterior en el corto plazo, esto podrá actuar en favor de un atraso mayor del tipo de cambio.

### **Mediados de 1993**

-En mayo de 1993 se registró una tasa de inflación (IPC) del 1.3%, casi el doble de la observada en el mismo mes del año anterior.

-La evolución de los precios incrementó la distorsión de los precios relativos observada durante la vigencia del plan de convertibilidad.

-Desde Mayo se observa un estancamiento del nivel de actividad industrial y de la demanda global. El incremento de la demanda observada en los meses anteriores impulsada por la expansión del crédito, alcanzó un pico en Abril.

### **Sector Externo**

-Déficit comercial durante el primer cuatrimestre del año.

-El desequilibrio comercial argentino , respecto al MERCOSUR,

estaría asociado básicamente a la apreciación cambiaria del país y no a la situación que vivía Brasil: moneda subvaluada y recesión.

#### **Privatizaciones**

-Acelerado proceso de venta de acciones que fue justificado por gobierno argumentando que se debía al excepcional momento que vivían los mercados bursátiles internacionales, principalmente en lo referente a acciones de empresas petroleras y que era necesario anticiparse y no competir con la venta de acciones de la empresa telefónica británica Telecom en Agosto.

#### **Agosto de 1993**

#### **Inflación y precios relativos**

-En el segundo trimestre del año se experimentó una ligera aceleración de la inflación. La inflación acumulada medida por el IPC, en los primeros ocho meses del año fue de 5.7%. La evolución parece sugerir que el Plan de Convertibilidad está acercándose a la esperada convergencia de la inflación interna con la internacional.

-Los precios relativos tienden a estabilizarse pero no parecen consistentes con el equilibrio externo y con una visión de largo plazo de la economía.

**Sector externo**

-La balanza comercial contabilizó durante el primer semestre de 1993 un saldo negativo de 771 millones de dólares.

-El déficit comercial creció: las exportaciones durante el período Enero-Junio aumentaron un 6.6% y las importaciones lo hicieron en un 9% (el aumento en el período equivalente un año atrás fue de 112.6% en estas últimas).

-Las ventas a Brasil explican totalmente el incremento sufrido en las exportaciones de combustibles y energía.

-Hay una tendencia a la estabilización relativa de la evolución del déficit comercial argentino.

**Política comercial**

-Se fijan cupos para la importación de ciertos tipos de papel y se imponen derechos específicos para algunos tejidos y prendas de vestir.

-Las medidas antes mencionadas y otras fueron vistas como un conjunto de disposiciones que obstaculizaban el ingreso de productos brasileños.

-Dado lo anterior y también las investigaciones antidumping a las que se sometieron algunos productos brasileños, el gobierno de Brasil amenazó con retirar sus preferencias sobre las importaciones de bienes de capital argentinos y reducir su cupo de fibras sintéticas.

**Situación fiscal**

-Hubo un fuerte incremento en la recaudación impositiva en los meses de Julio y Agosto, estableciéndose un nuevo piso tributario.

**Panorama monetario y financiero**

-Se aceleró el proceso de remonetización de la economía.

-Hay una tendencia al peso creciente de los activos en dólares en el sistema financiero argentino.

-La fuerte expansión monetaria registrada en los últimos meses condujo a la baja de las tasas de interés pasivas.