

## COMBATIENDO HIPERINFLACIONES - AYER Y HOY\*

### I. INTRODUCCION

De Dioclesiano a Alfonsín, la historia registra numerosos intentos, algunos exitosos, para reducir la tasa de inflación y estabilizar la moneda. Cada proceso ha sido descrito detalladamente, se han comparado las experiencias de grupos de países en determinadas épocas —tales como Europa después de la Primera Guerra Mundial y América Latina entre las dos Guerras Mundiales—, pero las enseñanzas generales han constituido raramente un objeto específico de análisis<sup>1</sup>. Nuestra intención es emprender un estudio sistemático de esta temática para poner en evidencia algunas lecciones a partir de bien conocidos episodios y examinar a continuación los dos importantes programas de estabilización de la inflación en 1985, aquellos aplicados en Argentina e Israel.

Comenzaremos con un esquema teórico sencillo que desarrolla las interacciones entre inflación, presupuesto y crecimiento monetario, y el rol de las expectativas. Luego, examinaremos cuatro estabilizaciones de la inflación en el pasado, así como los intentos actuales en Argentina e Israel.

La estabilización del marco alemán de 1923 constituye, sin duda, la más conocida de todas las estabilizaciones y el prototipo de la estabilización para el economista. Comenzaremos la sección descriptiva del trabajo con un bosquejo de la estabilización alemana, señalando tanto las medidas implementadas como las consecuencias económicas de la estabilización.

\* Nota de los autores: El trabajo fue iniciado durante nuestra visita al Institut für Weltwirtschaft, Kiel, en agosto de 1985. El acceso a la excepcional colección de la biblioteca fue invaluable; agradecemos de manera especial a Almuth Gillam por su extraordinaria ayuda. El respaldo financiero de la National Science Foundation y la beca Guggenheim a Fischer son gratamente reconocidos.

\*\* Nota de *Estudios Económicos*: El presente artículo ha aparecido bajo el título "Stopping Hyperinflations Past and Present" en *Weltwirtschaftliches Archiv*, Zeitschrift des Instituts für Weltwirtschaft, Kiel, N° 122, 1, 1986. La dirección de *Estudios Económicos* agradece a sus autores, así como al Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel, la autorización para traducirlo en español y publicarlo. La versión castellana se debe a Fabiana López y su supervisión a Elena O. de Guevara.

<sup>1</sup> En la revisión de las experiencias europeas posteriores a la Primera Guerra Mundial realizadas por la Liga de las Naciones (1946) y Yeager *et al.* (1981), se derivan sí conclusiones de tal naturaleza.

Luego, examinaremos las estabilizaciones austríaca y polaca de la década de 1920 y la italiana de 1947, antes de abordar el estudio de los intentos de estabilización que están desarrollándose en la actualidad.

El tipo de problema que nos hemos planteado consiste en averiguar si el éxito de una estabilización requiere o no la aplicación de la totalidad de las medidas siguientes: reducción inmediata en la tasa de crecimiento de la masa monetaria, fijación del tipo de cambio, reforma fiscal, prohibición de la indexación, endeudamiento externo, supervisión extranjera, impuesto al capital, implantación o abandono de los controles de precios. También nos preguntaremos si las reformas monetarias y las estabilizaciones fueron normalmente precedidas por tentativas fallidas y seguidas por elevadas tasas de interés real, incrementos del tipo real de cambio y recesión.

Antes de pasar revista a las experiencias individuales de inflación y estabilización, conviene abordar algunos de los temas básicos, tal como fueron tratados en la literatura, desde la década de 1920 por lo menos.

## II. INFLACION, SALDOS REALES Y SEÑOREAJE

En su análisis clásico de las hiperinflaciones, Cagan (1956) dirige su mirada a la interacción de la creación de dinero y las expectativas. En su modelo, la demanda de saldos reales depende de la tasa de inflación esperada. Usando su función de demanda de dinero

$$(M/P) = e^{-n} \alpha > 0 \quad (1)$$

donde  $n^*$  es la tasa de inflación esperada y  $\alpha$  la elasticidad parcial de la demanda de dinero con respecto a la inflación esperada, el equilibrio del mercado de dinero en el tiempo requiere que el crecimiento en la oferta de saldos reales iguale la tasa de crecimiento en la demanda

$$\theta - n = -\alpha(dn^*/dt) \quad (2)$$

Aquí  $\theta$  y  $n$  son el crecimiento nominal del dinero y la tasa de inflación real, respectivamente. El modelo se completa con las expectativas adaptativas

$$(dn^*/dt) = \beta(n - n^*) \quad (3)$$

Combinando (2) y (3) se obtiene una ecuación de cambio en la tasa de inflación esperada

$$(dn^*/dt) = \beta(\theta - n^*) / (1 - \alpha\beta) \quad (4)$$

Como bien se sabe, la estabilización del proceso inflacionario, dado el crecimiento de la masa monetaria, depende del signo positivo o negativo del coeficiente  $(1 - \alpha\beta)$ . Será positivo y el proceso inflacionario estable cuando  $\alpha\beta < 1$ , o sea, cuando la demanda de dinero no sea muy sensible a la inflación esperada y las expectativas se ajusten con lentitud.

Black (1974) y Sargent, Wallace (1973) enfocaron la cuestión del dinero y la inflación desde el punto de vista de las expectativas racionales: cuando las expectativas son racionales y no existe incertidumbre en el modelo,  $n = n^*$ . Por lo tanto, no debería existir un mecanismo independiente de formación de expectativas. La dinámica de la inflación estaría dada simplemente por la inversa de (1) para resolver la inflación como función de la oferta de dinero y su trayectoria esperada

$$n = h(M/P) \quad (1a)$$

Para un proceso de oferta monetaria, por ejemplo, crecimiento constante del dinero, existen normalmente infinitas soluciones para la trayectoria de precios, siendo sólo una de ellas la que no implica comportamiento inestable de los precios.

Sargent, Wallace aplicaron este modelo a la cuestión del financiamiento inflacionario planteada por Cagan. La ecuación (1a) se complementa entonces con un modelo de déficit. Sea  $d$  el déficit real<sup>2</sup>. El ingreso real de la creación de dinero,  $(dM/dt)/P$  debe igualar el déficit, o la tasa de crecimiento de la masa nominal de dinero iguala la razón del déficit real con respecto a los saldos reales

$$(dM/dt)/P = d \quad \text{o} \quad \theta = d/(M/P) = d/m \quad (5a)$$

donde  $m = M/P$  es el nivel de saldos reales.

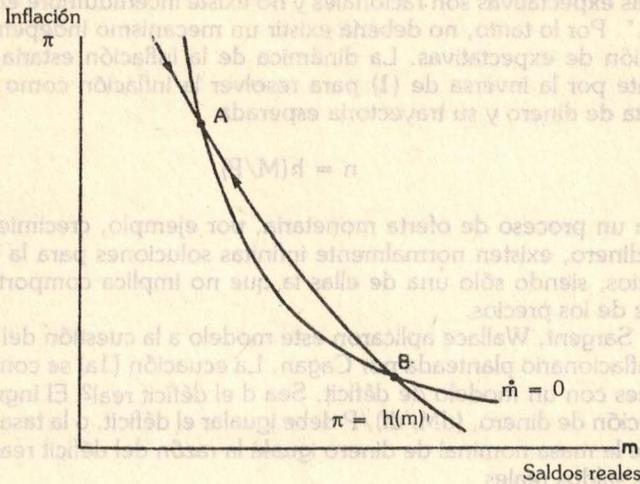
En el modelo de Sargent Wallace el crecimiento de la oferta nominal de dinero es endógeno, puesto que está gobernado por la necesidad de financiar un déficit real dado, cualquiera sea el nivel de precios de mercado. Completa el modelo una ecuación que especifica la evolución de los saldos reales como la diferencia entre el crecimiento de la oferta nominal de dinero y la tasa de inflación

$$m/m = \theta - n = d/m - h(m) = f(m, d) \quad (6)$$

Bruno, Fischer (1985) han demostrado que existe una posibilidad de equilibrios múltiples por el efecto de la curva de Laffer. Específicamente, con la función de demanda de Cagan, hay dos equilibrios; el de alta inflación es una solución estable bajo expectativas racionales. La Figura 1 muestra este resultado, usando un esquema gráfico ligeramente distinto al de ellos. La curva de pendiente negativa  $\pi = h(m)$  es la demanda de saldos reales.

<sup>2</sup> Tanto la demanda de saldos reales como el déficit se expresan como proporción del PNB.

Figura 1



La curva ( $\dot{m} = 0$ ) es una hipérbola rectangular a lo largo de la cual  $mh$  ( $\dot{m}$ ) =  $d$ . Existen dos puntos de equilibrio.

La estabilidad de ambos depende enteramente de la naturaleza de la formación de expectativas, como lo demuestran Bruno y Fischer. Si las expectativas son racionales, el equilibrio con alta inflación (A) es estable y el de baja inflación (B), inestable. Si las expectativas se adaptan lentamente, el equilibrio con baja inflación es estable.

Una implicación importante ulterior del modelo surge inmediatamente de la Figura 1. Si el déficit es demasiado elevado, no existirá ningún equilibrio estable. El locus de puntos ( $\dot{m} = 0$ ) se desplaza hacia la derecha a medida que aumenta el déficit y, finalmente, puede no intersectar en absoluto a la ecuación de demanda de dinero. La hiperinflación se convierte en altamente posible.

Sin apartarnos sustancialmente del tema central, consideremos los elementos endógenos del presupuesto. Hay dos puntos que tienen una importancia especial desde el punto de vista institucional. El primero se refiere a la existencia característica de una deuda nominal, emitida a largo plazo a tasa de interés nominal fija. El proceso inflacionario erosionará la deuda y, por tanto, el valor real del servicio de la misma<sup>3</sup>. La inflación constituye de este modo una fuerza estabilizadora. Por otra parte, la inflación afecta el valor real de la recaudación impositiva por los rezagos en la recaudación. Si existen rezagos fijos entre los impuestos devengados y los impuestos cobrados y no hay indexación o pagos de intereses, una tasa de inflación más elevada con-

3. Esta fue, sin lugar a dudas, la situación en las hiperinflaciones de los años 20 y la cancelación de la deuda argentina en 1982. Ello se torna más difícil cuando la deuda es indexada o flotante.

duce automáticamente a una reducción en el valor real de la recaudación impositiva. Formalicemos estos dos puntos haciendo que el déficit presupuestario real,  $d$ , sea una función del valor real de la deuda,  $b = B/P$ , y de la inflación

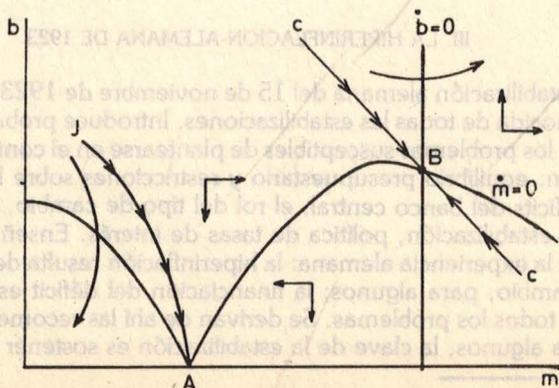
$$d = d(b,n) \tag{7}$$

Bajo el supuesto de que el gobierno no está tomando dinero prestado, la dinámica del stock real de deuda está dada por la erosión inflacionaria de la deuda real

$$\dot{b}/b = -n = -h(m) \tag{8}$$

La Figura 2 es el diagrama de fase para este modelo, que aclara la interacción de la creación inflacionaria de dinero, la erosión de la deuda y la erosión de los ingresos fiscales. A la derecha de la línea ( $\dot{b} = 0$ ), hay inflación negativa y, por lo tanto, una deuda real creciente, mientras que a la izquierda, la deuda está siendo erosionada. La curva ( $\dot{m} = 0$ ) refleja una vez más la posibilidad de equilibrios múltiples. Suponemos aquí sólo dos equilibrios, aunque ahora, en términos de la Figura 1, la restricción presupuestaria se torna más complicada, puesto que el déficit real que debe financiarse con emisión monetaria depende tanto de la tasa de inflación como del valor real de la deuda. El efecto de la erosión impositiva afectaría la forma de la hipérbola del déficit presupuestario en la Figura 1, convirtiéndola en una curva situada tanto más a la derecha de la hipérbola cuanto mayor sea la tasa de inflación. Esto origina la posibilidad de que se elimine el equilibrio con alta inflación. La existencia de la deuda desplaza la curva del déficit presupuestario; a cada nivel de deuda real corresponde una curva distinta.

Figura 2



La Figura 2 muestra el caso de dos equilibrios estables susceptibles de lograrse bajo las expectativas racionales. Uno corresponde a una tasa de inflación elevada y ausencia de deuda, en A, el otro, a la existencia de alguna deuda residual e inflación cero<sup>4</sup>. ¿Cuál equilibrio se alcanzará?, depende de la proporción inicial de deuda a dinero,  $b/m$ , y del nivel de precios inicial, que puede pensarse como un punto sobre un rayo que pasa por el origen. Por supuesto, también es posible que en la región a la izquierda de JA, un nivel inicial excesivamente elevado de precios lleve a una inflación permanentemente acelerada.

La multiplicidad de equilibrios y trayectorias en la Figura 2 plantea inmediatamente la importante cuestión teórica de cómo se originan las hiperinflaciones. Según algunos, una hiperinflación representa simplemente períodos transitorios de liquidación de deuda y, finalmente, financiación auto-correctora del déficit. Según otros, debido a algún accidente (o política), la economía toma una trayectoria inestable. Una posibilidad particularmente interesante en este contexto surge de los tipos de cambio que no son parte del modelo. Numerosos autores, los representantes de la teoría inflacionaria del balance de pagos en especial, atribuyen un rol primordial en el proceso hiperinflacionario al colapso del tipo de cambio. Sea o no primordial el tipo de cambio, no cabe duda de que la dinámica de los tipos de cambio afecta al nivel de precios. En términos de la Figura 2, forzando un poco el modelo, un colapso del tipo de cambio podría, sin duda, arrojar a la economía desde una trayectoria dirigida hacia B a otra que lleve a A o aún a la aceleración de la hiperinflación por debajo de JA.

Un punto final se refiere a los déficits financiados no sólo con dinero sino también, en parte, con deuda. Esto implica la necesidad de distinguir entre deuda con interés fijo, emitida (predominantemente durante períodos bélicos) antes que el episodio inflacionario se desencadenara, y nueva deuda que se emite a tasas flotantes o en forma indexada. Financiando con deuda parte del déficit, surge la cuestión de la dinámica de la deuda, específicamente si la tasa de interés real después de los impuestos excede la tasa de crecimiento de la recaudación impositiva real.

### III. LA HIPERINFLACION ALEMANA DE 1923

La estabilización alemana del 15 de noviembre de 1923 es, sin duda, la mejor conocida de todas las estabilizaciones. Introduce probablemente la totalidad de los problemas susceptibles de plantearse en el contexto de una estabilización: equilibrio presupuestario y restricciones sobre la monetización de los déficits del banco central, el rol del tipo de cambio, empréstitos externos de estabilización, política de tasas de interés. Enseñanzas históricas surgen de la experiencia alemana: la hiperinflación resulta de un colapso del tipo de cambio, para algunos; la financiación del déficit es, para otros, la fuente de todos los problemas. Se derivan de ahí las recomendaciones políticas: para algunos, la clave de la estabilización es sostener el tipo de cam-

<sup>4</sup> Por supuesto, puede haber dos equilibrios con deuda cero, como en la Figura 1.

bio; para otros, es el equilibrio presupuestario, resultante de las restricciones legales sobre el stock de dinero, o la designación de un directorio enérgico del banco central.

La estabilización alemana fue resultado de decisiones de política monetaria y cambiaria, así como de los esfuerzos para equilibrar el presupuesto, pero dejó firmes sugerencias de que el equilibrio del presupuesto no es el único problema para tomar en consideración. Es cierto que todas las estabilizaciones exitosas implicaron una corrección presupuestaria. Pero también es exacto que, aún con movimientos presupuestarios en la dirección correcta, los primeros intentos de algunas estabilizaciones fracasaron y sólo hubo éxito en el segundo o tercer intento.

El trasfondo de la hiperinflación alemana es, por supuesto, la Primera Guerra Mundial. Durante la guerra, los niveles de precios se habían incrementado significativamente en todos los países importantes. El incremento fue mayor en Alemania, con un factor de cuatro, comparado con 2,5 en los Estados Unidos y el Reino Unido y de 3,4 en Francia. Más significativo aún resultó el agudo deterioro del presupuesto. Este deterioro se produjo por cuatro razones: (a) base imponible reducida y aumento de gastos extraordinarios, (b) aumentos en el servicio de la deuda, (c) pagos de reparación, y (d) erosión inflacionaria de los ingresos impositivos.

El impacto combinado de estos factores fue el de crear un déficit presupuestario que, hacia 1920/21, se elevaba a casi el 65% del gasto total, sin contar las reparaciones. Durante 1922/23, el presupuesto se deterioró más aún por dos razones adicionales. La ocupación francesa del Ruhr disminuyó los ingresos impositivos y originó grandes gastos por la "resistencia pasiva". Al mismo tiempo, la aceleración de la depreciación del tipo de cambio alimentó la inflación y de ahí la erosión impositiva. Los impuestos, como una fracción de los gastos totales, cayeron a sólo el 1,3% en el pico de la hiperinflación, en noviembre de 1923.

#### Cuadro I

##### EL PRESUPUESTO GUBERNAMENTAL DE ALEMANIA, 1920-1925<sup>a</sup>

|                    | 1920 | 1921 | 1922 | 1923           |       | 1924 | 1925 |
|--------------------|------|------|------|----------------|-------|------|------|
|                    |      |      |      | Abril-<br>Oct. | Total |      |      |
| Ingresos           | 3275 | 2975 | 1508 | 588            | 2619  | 7757 | 7334 |
| Gastos             | 9329 | 6651 | 3951 | 5278           | 9158  | 7220 | 7444 |
| Déficit/Gastos (%) | 64,9 | 55,3 | 61,8 | 88,9           | 71,4  | -0,7 | 1,5  |

<sup>a</sup>Millones de marcos de oro; año fiscal abril-marzo.

Fuente: Baumgartner (1925); Graham (1930); Wirtschaft und Statistik (var.números).

La hiperinflación alemana constituye una muestra clara de déficits masivos que se prolongaban durante varios años, alimentaban una inflación creciente, creciente velocidad e ingresos impositivos reales decrecientes hasta que algún evento lleve al colapso del tipo de cambio y, de aquí, a un proceso que se escapa de todo control. En Alemania, el evento crítico fue la

ocupación francesa del Ruhr, en enero de 1923, y los requerimientos presupuestarios resultantes.

Se realizaron dos intentos de estabilización. El primero tuvo lugar en febrero-abril de 1923. El gobierno se limitó a fijar el tipo de cambio y recurrió para sostenerlo a las reservas, aún significativas.

La política fue dramáticamente exitosa en un primer momento, en el sentido de que la estabilidad del tipo de cambio trajo consigo la estabilidad de precios. Como es de esperar a la luz de los modelos de agresión especulativa, el *Reichsbank* iba acumulando reservas como flujos especulativos y logró sostener por algún tiempo el tipo de cambio<sup>5</sup>. Pero como el drenaje del presupuesto, por los gastos del Ruhr, continuaba sin interrupción, de hecho se incrementó, el tipo de cambio, en último análisis, resultó insostenible. El drenaje de reservas se tornó excesivamente intenso y el Banco tomó la decisión de salvar lo que le quedaba de las reservas. Desde mayo hasta noviembre, la inflación y la depreciación iban en continuo aumento. El Cuadro 2 muestra las tasas mensuales de depreciación del tipo de cambio.

Cuadro 2

## DEPRECIACION DEL TIPO DE CAMBIO, ALEMANIA 1923

|                    | Mayo | Junio | Julio | Agosto | Setiembre | Octubre |
|--------------------|------|-------|-------|--------|-----------|---------|
| Porcentaje mensual | 95   | 131   | 221   | 1307   | 2035      | 25957   |

Fuente: *Wirtschaft und Statistik* (var. números).

Para proporcionar una base legal para la estabilización exitosa, se creó un órgano para la legislación de emergencia. Bajo esta autoridad, el gobierno lanzó una nueva moneda —el *Rentenmark*—, estableció restricciones sobre la monetización de los déficits y decretó incrementos en la recaudación impositiva y recortes en el gasto. La legislación para el *Rentenmark* fue aprobada el 15 de octubre de 1923, y la nueva moneda se puso en vigencia el 15 de noviembre de 1923. Desde el 20 de noviembre, se fijó el nuevo tipo de cambio. Los detalles de la reforma fueron:

—Se estableció un nuevo banco de emisión: el *Rentenbank*. Su emisión total debía ser limitada y cubierta por los títulos de la industria y la agricultura. Sólo una parte de la emisión podía destinarse al gobierno, como una asignación única, en parte, para cancelar la deuda flotante y así mejorar directamente el presupuesto. Obsérvese aquí una importante característica de las estabilizaciones: el uso potencial de una emisión del nuevo dinero de una vez y para siempre para cancelar la deuda pública y cubrir el déficit hasta que se produzca la reforma fiscal.

—La nueva legislación estipuló que el *Reichsbank* ya no estaría facultado para descontar títulos del gobierno y que la emisión de billetes debía ser

<sup>5</sup> Ver Krugman (1979) y Flood Garber (1984) para modelos de especulación en un régimen de tipo de cambio fijo.

respaldada por un 30% de cobertura en oro. El Banco había descontado títulos gubernamentales hasta noviembre, financiando el déficit de este modo. También había descontado deuda privada por debajo de tasas de mercado evitando así la acumulación y la agravación del déficit externo.

—Una vez que hubo cesado la emisión de dinero, la moneda, sujeta al control de cambios, fue devaluada de 1,26 miles de millones de marcos/\$, el 14 de noviembre, a 4,2 miles de millones de marcos/\$, el 20 de noviembre, reduciendo así masivamente la oferta monetaria en términos reales y elevando la cobertura en oro del stock de dinero restante al 100%.

—La emisión de *Notgeld* (bonos) fue restringida y los stocks existentes debieron ser agotados gradualmente a través del tiempo.

—Los impuestos fueron anticipados (deberían pagarse por adelantado) y valorizados (fijados en términos reales). Se aprobaron los reglamentos para lograr ahorros en las empresas públicas. Se redujeron los pagos de seguros de desempleo en el Ruhr.

La reforma se llevó a cabo de inmediato. Los precios dejaron de subir instantáneamente. La estabilidad de los precios se tradujo en un incremento de la recaudación impositiva real. La anticipación de impuestos, las economías realizadas por el gobierno y los pagos de impuestos dispuestos en agosto y setiembre, se combinaron para dar un giro al presupuesto virtualmente de inmediato (Cuadro 1).

La reforma se refleja en el nuevo contexto de la oferta monetaria. Mientras que en la fase previa a la reforma, predomina el papel moneda, una cantidad significativamente mayor de medios de pago, en el período posterior a noviembre, se ha convertido en medios de poder adquisitivo constante (Cuadro 4).

El tipo de cambio fue sostenido eficazmente por tasas de interés extremadamente altas. En el mes de diciembre de 1923, ya lograda la estabilidad de precios, las tasas de interés oscilaban del 10 hasta 20% *por día*. Aún hacia fines del mismo mes, la tasa de interés se elevaba, todavía, a más del medio por ciento por día. La tasa promedio anual, para enero de 1924, era aún el 88%.

Cuadro 3

INDICE DE PRECIOS MAYORISTAS Y TASA MARCO/DOLAR  
DESPUES DE LA ESTABILIZACION EN ALEMANIA

|                          | 1923 |      | 1924 |      |      |      |      |      |
|--------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|                          | Nov. | Dic. | En.  | Feb. | Mar. | Abr. | Mayo | Jun. |
| IPM                      | 100  | 89   | 85   | 84   | 87   | 90   | 89   | 84   |
| Marco/Dólar <sup>a</sup> | 270  | 140  | 137  | 142  | 141  | 141  | 136  | 132  |

<sup>a</sup>15 de noviembre de 1923 = 100.

## Cuadro 4

COMPOSICION DE LA OFERTA MONETARIA DE ALEMANIA, 1923-1924  
(en millones de marcos-oro)

|                                  | 1923 |      |      | 1924  |      |
|----------------------------------|------|------|------|-------|------|
|                                  | Oct. | Nov. | Dic. | Junio | Dic. |
| Papel .....                      | 176  | 518  | 608  | 1097  |      |
| Wertbestandig <sup>a</sup> ..... | 124  | 1066 | 1666 | 1837  |      |
| Total .....                      | 300  | 1585 | 2274 | 3129  | 4274 |
| Indice 1913 = 100 .....          | 5,0  | 26,1 | 37,5 | 51,5  | 70,3 |

<sup>a</sup>Dinero indexado, principalmente con respecto al oro

Fuente: Wirtschaft und Statistik [var. números]. Véase también ibidem, 1925, p. 67 para la comparación anual de 1913 con 1924 del stock total de dinero.

En abril de 1924, se produjo un episodio interesante. El *Reichsbank* había permitido una expansión significativa de sus descuentos de títulos privados. Como resultado de ello, el tipo de cambio sufrió una fuerte presión en los mercados externos y la política de descuentos empezó a minar la confianza en la estabilización. El *Reichsbank* reaccionó con un dramático incremento en las tasas de interés y con una reducción del crédito. El tipo de cambio fue sostenido a costa del aumento del desempleo. El patrón de tasas de interés desde el primer al último trimestre de 1924 confirma el rol de la estrechez monetaria para contrarrestar la crisis de confianza: 26,9; 40,5; 19,5; 11,5. Las tasas son mensuales e indexadas (*wertbeständig*).

¿Cómo se logró la estabilización? El presupuesto fue reestructurado, lo cual significa un desplazamiento en la forma de imposición del señoreaje a la imposición explícita. Aún no está claro, dejando de lado los efectos distributivos, si el aumento en la imposición explícita tuvo efectos adversos sobre la demanda agregada. Pero es evidente que las altas tasas reales de interés contribuyeron tanto a contener la demanda como a sostener el tipo de cambio. De la misma manera repercutió, sin lugar a dudas, la estabilización política que significó la reducción de los conflictos en el Ruhr y, más avanzado el año, el acceso a préstamos externos.

Los efectos del desempleo asociados con la estabilización pueden ilustrarse con datos que se refieren al segmento de miembros de sindicatos sin empleo (porcentajes): 9,9 (septiembre 1923), 23,4 (noviembre 1923), 26,5 (enero 1924), 10,4 (abril 1924) y 8,4 (octubre 1924). La otra característica notable fue el comportamiento de los salarios reales. No cabe la menor duda de que la estabilización no se realizó a través de una disminución en el salario real. Mientras que los salarios reales estaban, en 1923/24, significativamente por debajo de sus niveles de preguerra, se elevaron después de la estabilización, como lo demuestran los datos presentados en el Cuadro 5.

Cuadro 5  
SALARIOS REALES EN ALEMANIA

|                | 1913 | Agos. 1922 | Oct. 1923 | Dic. 1923 | Junio 1924 |
|----------------|------|------------|-----------|-----------|------------|
| Calificados    | 35,0 | 25,2       | 18,2      | 24,5      | 31,3       |
| No calificados | 24,3 | 22,7       | 15,7      | 20,7      | 23,9       |

Fuente: Wirtschaft und Statistik (Var. números).

La recuperación de los salarios reales en el período posterior a la estabilización refleja, por supuesto, una apreciación real. Un hecho significativo de la experiencia alemana es la apreciación real del tipo de cambio que se produjo una vez que se detuvo el rezago de salarios y precios con respecto a la depreciación cambiaria. Este proceso comenzó en noviembre de 1923 y se extendió hasta bien entrado el año 1924.

Entre las preguntas arduas acerca de la experiencia alemana, seguramente la más interesante sea la siguiente: ¿cómo pudo la economía soportar tasas reales de interés tan excepcionalmente altas en la fase posterior a la estabilización, sin que se produjera una declinación mucho mayor de la actividad? Ese aspecto se hace más candente todavía si no se pierden de vista las repercusiones de una reducción de la inflación sobre las finanzas de las empresas. Las empresas que estaban sujetas al pago de los impuestos y se beneficiaban de las demoras en los pagos estaban, de hecho, recibiendo préstamos subsidiarios del Tesoro. Esto se aplicaría, por ejemplo, a los impuestos retenidos. Con la terminación del proceso de inflación, desaparece esta forma subsidiada del crédito, elevándose de este modo el costo medio del capital. El hecho de que las tasas reales de interés extremadamente altas no hayan causado una depresión puede deberse a la desaparición virtual de la financiación externa durante la hiperinflación. Este debe ser el caso del crédito bancario, puesto que los bancos (junto con el dinero) se habían contraído dramáticamente.

La otra cuestión se refiere a la manera de interpretar las elevadas tasas de interés. Un punto de vista liga las tasas internas con las tasas de interés externas, por medio de la movilidad internacional del capital. En este enfoque, la tasa elevada de interés denota el colapso esperado de la reforma. El punto de vista alternativo, en cambio, le resta importancia a los flujos internacionales de capital y considera que una tasa elevada de interés no es más que un reflejo de la desaparición de los saldos reales. Un tipo de cambio elevado con respecto al stock de dinero mantiene bajos los saldos reales y elevadas las tasas de interés. Sería factible también vincular los dos mecanismos. Este problema no carece de interés, porque se presenta de la misma manera en muchos países, incluyendo la Argentina e Israel en el presente.

#### IV. LA ESTABILIZACION AUSTRIACA DE 1922

La Primera Guerra Mundial, entre sus numerosas consecuencias, trajo también el derrumbe del Imperio Austro-húngaro, de manera que, Austria se encontró con una deuda pública muy elevada y escasos recursos produc-

tivos<sup>6</sup>. Entre los activos improductivos, estaba la mayor parte de su aparato burocrático que había asegurado la administración del Imperio, y que aún formaba parte del sector público asalariado. Con la producción alimenticia del Imperio anterior en descenso, cada Estado sucesor trató de evitar la exportación de los bienes primarios, y aún dentro de Austria, las provincias obstaculizaban los embarques de alimentos a Viena. El hambre y las interrupciones de la actividad económica durante y después de la guerra llevaron a la inestabilidad gubernamental, con los ejemplos de las Repúblicas Soviéticas en Budapest y Munich, de manera que no se podía asignar sino un grado de prioridad bajo a los esfuerzos para asegurar un equilibrio del presupuesto<sup>7</sup>.

El déficit presupuestario, tal como aparece en el Cuadro 6, fue financiado por la creación de crédito en forma creciente, trayendo como consecuencia la inflación y la depreciación de la moneda.

Las etapas de la inflación y la estabilización pueden observarse en el Cuadro 7 y en la Figura 3. Siendo que los ingresos impositivos cubrían menos del 20% del gasto en 1920, el crecimiento de la masa monetaria y la inflación fueron rápidos en aquel año. El nivel de precios aumentó en un 80%, el stock de billetes de banco se triplicó, y el tipo de cambio se depreció a un ritmo similar, a pesar de un período de apreciación a mediados de año. Pero no fue sino en 1921 que el incremento de precios comenzó a alcanzar niveles de hiperinflación; los precios se sextuplicaron en la segunda mitad del año y el tipo de cambio se incrementó por un factor de 5 durante el mismo período. La inflación aumentó en 1921, aún cuando el déficit presupuestario disminuyó por una reducción de los gastos. El aumento de la inflación erosionó la recaudación impositiva y produjo un incremento creciente en el stock de billetes.

Cuadro 6

EL PRESUPUESTO AUSTRIACO, 1919-1923  
(en millones de coronas oro)

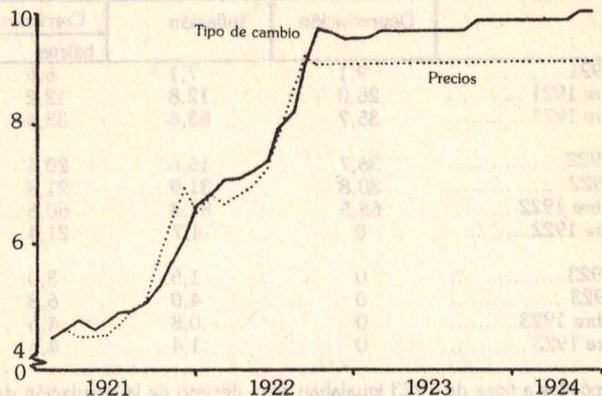
|                  | Recaudación | Gastos | Déficit |              |         |
|------------------|-------------|--------|---------|--------------|---------|
|                  |             |        | total   | financiación |         |
|                  |             |        |         | externa      | interna |
| 1919 .....       | 632,3       | 1308,9 | 676,4   | 118,1        | 558,4   |
| 1920 .....       | 166,0       | 1088,7 | 922,7   | 454,6        | 468,1   |
| 1921 .....       | 197,0       | 659,9  | 462,9   | 63,4         | 399,5   |
| 1922 .....       | 116,0       | 732,8  | 616,8   | 331,8        | 285,0   |
| 1923 .....       |             |        |         |              |         |
| 1-III trim ..... | 255,1       | 366,5  | 111,4   | 111,4        | ---     |
| 1-IV trim .....  | 401,9       |        |         |              |         |

Fuente: Wirtschaft und Statistik (Var. números).

<sup>6</sup> Ver "Die Sanierung Osterreichs" en: Wirtschaft und Statistik (1923, p.155-159).

<sup>7</sup> Van Walre de Bordes (1924, Cap. 1) describe el trasfondo político y económico de la hiperinflación. Ver también Yeager (1981, pp.45-52).

Figura 3  
 PRECIOS Y TIPOS DE CAMBIO EN AUSTRIA, 1921-1924  
 (logaritmos)



Fuente: Young (1925, Vol. II).

En el primer trimestre de 1922, la inflación disminuyó al 15% mensual, pero se aceleró al 82% mensual en el tercer trimestre. El tipo de cambio también se desprecia rápidamente en el tercer trimestre de 1922. Un punto clave en la aceleración inflacionaria fue la decisión tomada en junio de 1922 de acordar la indexación mensual de los salarios sobre la base de la inflación del mes anterior.

Los autores contemporáneos enfatizan el rol del tipo de cambio en el proceso inflacionario: "Los tipos de cambio externo constituían una guía al movimiento probable de los precios. La primera pregunta que hacía la población austríaca todas las tardes era: ¿Cómo se están desarrollando los tipos de cambio externos? o más exactamente: ¿Qué dice Zurich acerca de la corona?" (Van Walre de Bordes, 1924, p. 197). Se sostenía que la depreciación cambiaria guiaba los precios internos, los cuales a su vez impulsaban la oferta monetaria. Si fue este el caso o no, o si, en su lugar o además, el desarrollo de los precios futuros constituía el *primum movens* del tipo de cambio, no se puede afirmar nada en este momento, pero la cuestión sigue siendo importante como un punto de investigación futura.

La estabilización llegó repentina y decisivamente en agosto de 1922. Un nuevo gobierno, presidido por Seipel, había subido al poder en mayo de 1922. Monseñor Seipel, un hombre político consumado, pronto comenzó las negociaciones para obtener un empréstito externo. La estabilización se produjo en el momento en que las expectativas con respecto a las negociaciones financieras se tornaron favorables y antes de que se hubiera firmado el acuerdo correspondiente, garantizado por Gran Bretaña, Francia, Checoslovaquia e Italia. Se sabía, no obstante, que existiría supervisión externa de los términos de cualquier acuerdo.

*Cuadro 7*  
 LA INFLACION Y ESTABILIZACION AUSTRIACAS  
 (cambio porcentual durante los 3 meses previos a tasas mensuales)

|                       | Depreciación | Inflación | Crecimiento monetario |                        |
|-----------------------|--------------|-----------|-----------------------|------------------------|
|                       |              |           | billetes              | depósitos <sup>a</sup> |
| Junio 1921 .....      | 9,1          | 7,1       | 6,6                   |                        |
| Setiembre 1921 .....  | 26,0         | 12,8      | 12,2                  |                        |
| Diciembre 1921 .....  | 35,7         | 63,6      | 35,4                  |                        |
| Marzo 1922 .....      | 38,7         | 15,6      | 20,4                  |                        |
| Junio 1922 .....      | 30,8         | 31,9      | 21,8                  | 9,4                    |
| Septiembre 1922 ..... | 68,5         | 81,8      | 60,6                  | 21,3                   |
| Diciembre 1922 .....  | 0            | -4,7      | 21,4                  | 51,6                   |
| Marzo 1923 .....      | 0            | 1,5       | 3,0                   | 26,9                   |
| Junio 1923 .....      | 0            | 4,0       | 6,8                   | 14,6                   |
| Septiembre 1923 ..... | 0            | 0,8       | 4,6                   | 11,1                   |
| Diciembre 1923 .....  | 0            | 1,4       | 4,6                   | 10,4                   |

<sup>a</sup> Los depósitos a fines de 1923 igualaban a un décimo de la circulación de billetes.

Fuente: Young (1925, Vol. II).

Los pasos claves hacia la estabilización ocurrieron mucho antes de 1922. El más importante fue la eliminación de los subsidios alimentarios a fines de 1921, que habían constituido la principal fuente del drenaje del presupuesto. En 1920, la Sección Austríaca de la Comisión de Reparación produjo el "Informe Goode", que proponía que se le otorgara a Austria un empréstito, puesto que había ya reestructurado sus finanzas públicas, pero tal propuesta fue rechazada por los Gobiernos Aliados. En junio de 1921, El Comité Financiero de la Liga de las Naciones había recomendado el otorgamiento de un empréstito de estabilización. Pero diversas circunstancias, inclusive la demora del Congreso de los EE.UU. para tratar el asunto y la reticencia austríaca para aceptar la supervisión externa, hicieron fracasar las negociaciones. En marzo de 1922, el tipo de cambio se mantuvo estable por un mes, merced a la concesión de un empréstito británico, pero esta inyección no resultó suficiente para estabilizar los precios, de manera que la inflación y depreciación cambiaria entraron en su espiral final.

En esta etapa, el gobierno austríaco amagó con abandonar todo intento de estabilización. En agosto de 1922, apelando al Consejo Supremo de los Aliados, el Ministro austríaco en Londres escribió: "Si en contra de todas las expectativas, esta última esperanza debiera resultar quimérica, el Gobierno austríaco... tendría que convocar al Parlamento austríaco a una reunión especial y declarar... que ni el Gobierno actual ni ningún otro podrá encontrarse en condiciones de continuar con la administración del Estado" (Van Walre de Bordes, 1924, p. 27). Después de un rechazo inicial de la apelación comenzaron, en agosto, las negociaciones y los trámites se completaron en octubre. Se puso a disposición de Austria un empréstito de 650 millones de coronas de oro, en un primer momento, garantizado, y en

1923, otorgado de hecho. La condicionalidad que acompañaba el préstamo era, por cierto, muy restrictiva: debían otorgarse al gobierno poderes de emergencia para implementar la reforma del presupuesto y crear un banco central nuevo e independiente. Se designó un comisionado de la Liga de las Naciones para fiscalizar la implementación de la reforma.

El estatuto del nuevo instituto de emisión excluía la financiación de los gastos gubernamentales, excepto como contraparte de un monto equivalente en oro. La emisión de billetes debió ser cubierta por una razón de reservas del 20% durante los primeros cinco años, elevándose luego a un tercio.

La sola perspectiva del empréstito fue suficiente para estabilizar el tipo de cambio el 25 de agosto; los precios alcanzaron su nivel más alto el 15 de septiembre. La estabilización fue total, hasta la corona aumentó su valor del 16%, a fines de 1922.

La estabilización austríaca es interesante porque tuvo lugar sin que el presupuesto alcanzara el equilibrio de inmediato (Ver Cuadro 6). Basándose en los próximos empréstitos por parte de la Liga de las Naciones y la legislación para implementar sus términos, el gobierno pudo lanzar un préstamo interno en coronas de oro. Como los recursos externos estaban destinados expresamente a superar la brecha presupuestaria en los dos primeros años, no debe sorprender que el gobierno pudiera continuar enfrentando un déficit, aunque notablemente menor. El instituto emisor continuó emitiendo dinero con respaldo de títulos hasta noviembre, posteriormente por la monetización del oro, recibido por la liquidación del Banco Austro-Húngaro y los ingresos de cambio extranjero (Cuadro 8)<sup>8</sup>.

Cuadro 8  
BALANCE DEL BANCO CENTRAL DE AUSTRIA  
(en millones de coronas-oro, fines de mes)

|                  | Billetes | Títulos del gobierno | Credito privado | Oro   |
|------------------|----------|----------------------|-----------------|-------|
| Sept. 1922 ..... | 150,6    | 65,9                 | 51,8            | 50,5  |
| Oct. 1922 .....  | 199,8    | 93,1                 | 58,9            | 30,6  |
| Nov. 1922 .....  | 231,9    | 173,7                | 48,9            | 32,1  |
| Dic. 1922 .....  | 285,3    | 178,9                | 54,7            | 25,0  |
| Marzo 1923 ..... | 309,7    | 177,0                | 57,4            | 110,8 |
| Junio 1923 ..... | 383,4    | 177,0                | 51,0            | 203,0 |
| Set. 1923 .....  | 435,5    | 177,0                | 60,3            | 249,3 |
| Dic. 1923 .....  | 498,3    | 177,0                | 92,5            | 305,1 |

Fuente: Wirtschaft und Statistik (Var. números); Young (1925, Vol. II).

Aún cuando el déficit del gobierno no fue superado de inmediato, la corrección del presupuesto se produjo rápidamente y, en verdad, antes de

<sup>8</sup> Es obvio *ex-post* que la estabilización fue un éxito. Pero no lo fue en el momento: van Walre de Bordes, escribiendo en 1924, describe episodios de pérdida de confianza en octubre de 1922 y a principios de 1923. La confianza empezó a surgir cuando las reservas de oro del Banco Central comenzaron a aumentar desde principios de marzo de 1923.

los términos fijados anteriormente. Durante los primeros nueve meses de 1923, los ingresos impositivos se elevaron en un 24% por encima de las metas acordadas con la Liga y los gastos permanecieron un 2% por debajo del techo. En consecuencia, el déficit llegó a sólo 61% del nivel previsto (ver *Wirtschaft und Statistik*, 1923, p. 156). Una razón fundamental del desempeño en extremo satisfactorio fue el rápido incremento en la recaudación real resultante de la estabilidad de precios.

Una vez puesta en vigencia la corrección fiscal y especialmente al recibirse los empréstitos externos, se produjo un firme respaldo especulativo privado para el programa. En consecuencia, el instituto emisor se vió pronto en la necesidad de intervenir en el mercado de cambios para detener la apreciación de la corona. Sin duda, el firme apoyo privado a la moneda nacional se debió, en parte, al hecho de que otros países estaban soportando una inestabilidad creciente. Del hecho, Alemania y Polonia estaban bien inmersas en sus hiperinflaciones en el momento en que Austria había logrado la estabilidad.

Al igual que en otros países, la estabilidad fue seguida por una rápida tasa de incremento en el stock de dinero. La oferta de billetes de banco aumentó en un 287% durante el año que comenzó el 7 de septiembre de 1922, y en un 75% durante 1923. El incremento de 1923 fue casi enteramente reflejo de un incremento en las tenencias de oro del instituto emisor. El desempleo se elevó agudamente desde septiembre de 1922 hasta marzo de 1923, y de ahí en más, bajó paulatinamente<sup>9</sup>. El mercado de valores experimentó un auge desde principios de 1923, cuando tanto los capitales repatriados como los foráneos empezaron a reincorporarse a la actividad económica nacional.

#### V. LAS ESTABILIZACIONES POLACAS, 1924-1927

Polonia abarcaba en las postrimerías de la Primera Guerra Mundial, un territorio constituido por la intersección de cuatro áreas monetarias. Los alemanes habían instituido durante su ocupación el marco polaco; en Polonia occidental, circulaba el marco alemán; en Galicia, la corona austríaca, y en Polonia oriental, el rublo ruso. Cada una de estas cuatro monedas estaba a punto de sufrir una hiperinflación. En 1920, el nuevo gobierno logró reemplazar las monedas extranjeras exitosamente e instituir el marco polaco como único medio de cambio y única alternativa legal de pago. La institución emisora fue el Banco de Préstamo del Estado Polaco que operaba bajo la autoridad del Ministro de Hacienda. Polonia estuvo en guerra con Rusia Soviética hasta 1920. La recaudación impositiva era pequeña, y la emisión de marcos constituía el principal método de financiación.

El Cuadro 9 muestra las tasas mensuales de aumento del índice de pre-

<sup>9</sup> Van Walre de Bordes (1924, p.218) muestra que el desempleo aumentó de 31.000 en agosto de 1922 hasta 167.000 en marzo de 1923. No se indica la fuente de estos datos; la población de Austria era de 6 millones, lo que indica una fuerza de trabajo de aproximadamente 2 millones. Presumiblemente, las cifras de desempleo sean sólo parciales, y se refieran sólo a Viena.

cios mayoristas, el tipo de cambio y el stock de moneda durante períodos trimestrales desde 1921 hasta 1924<sup>10</sup>. Ya se estaba produciendo una hiperinflación desde los comienzos de 1920: el marco se había depreciado con respecto al dólar por un factor de 30 desde mediados de 1919 hasta el fin de 1920, mientras que el stock de moneda se había elevado durante el mismo período por un factor de 40<sup>11</sup>.

**Cuadro 9**  
**CRECIMIENTO DE DINERO, INFLACION Y DEPRECIACION EN POLONIA,**  
**1921-1928<sup>a</sup>**

|                  | Crecimiento<br>dinero | IPM<br>inflación | Depreciación<br>tipo cambio |
|------------------|-----------------------|------------------|-----------------------------|
| Junio 1921 ..... | 11,5                  | 2,5              | 40,0                        |
| Sept. 1921 ..... | 14,2                  | 19,4             | 44,8                        |
| Dic. 1921 .....  | 14,5                  | -1,8             | -22,3                       |
| Marzo 1922 ..... | 3,0                   | 8,8              | 10,6                        |
| Junio 1922 ..... | 6,2                   | 6,1              | 4,4                         |
| Set. 1922 .....  | 15,6                  | 20,2             | 23,8                        |
| Dic. 1922 .....  | 19,6                  | 31,5             | 27,4                        |
| Marzo 1923 ..... | 32,4                  | 41,8             | 33,3                        |
| Junio 1923 ..... | 24,7                  | 23,9             | 33,9                        |
| Set. 1923 .....  | 46,4                  | 33,5             | 46,4                        |
| Dic. 1923 .....  | 123,7                 | 169,1            | 170,6                       |
| Marzo 1924 ..... | 68,2                  | 19,9             | 13,9                        |
| Junio 1924 ..... |                       |                  |                             |
| Set. 1924 .....  | 6,5                   | 3,8              | 0,0                         |
| Dic. 1924 .....  | 4,6                   | 1,7              | 0,0                         |
| Marzo 1925 ..... | 3,8                   | 0,9              | 0,0                         |
| Junio 1925 ..... | -0,3                  | -0,6             | 0,0                         |
| Set. 1925 .....  | -0,3                  | 2,2              | 4,1                         |
| Dic. 1925 .....  | 3,3                   | 6,8              | 15,9                        |
| Marzo 1926 ..... | 0,0                   | -2,0             | -5,0                        |
| Junio 1926 ..... | 3,7                   | 6,3              | 9,0                         |
| Set. 1926 .....  | 3,6                   | 0,5              | -3,7                        |
| Dic. 1926 .....  | 0,4                   | 0,6              | 0,0                         |
| Marzo 1927 ..... | 2,2                   | 1,1              | 0,0                         |
| Junio 1927 ..... | 0,9                   | 1,4              | 0,0                         |
| Set. 1927 .....  | 3,8                   | -0,3             | 0,0                         |
| Dic. 1927 .....  | 1,6                   | 0,0              | 0,0                         |

<sup>a</sup> Los datos constituyen tasas mensuales de cambio considerando los tres meses precedentes al indicado.

Fuente: IPM corresponde a Young (1925, Vol. II); las demás columnas son tomadas de International Secretariat of Economic Services (1934) y Sargent (1982).

<sup>10</sup> El uso de tasas mensuales oculta los extremos que habían alcanzado las tasas anuales. Una tasa mensual de incremento del 40% corresponde al 5570% por año; la inflación mensual de 169% del último trimestre de 1923 es de más de 14 millones % por año.

<sup>11</sup> Los datos del Cuadro 9 no implican un descenso en los saldos reales durante el período de 1921 hasta principios de 1924. Con las tenencias reales de billetes que equivalen a 100 en enero de 1921, fueron de 40 en diciembre de 1923, pero de 112 en abril de 1924: el cálculo se basa en los datos publicados en Sargent (1982, p. 57-70).

*El primer intento:* A pesar de la rápida depreciación del marco, la tasa de inflación era menor en 1921 que en 1920. En septiembre, se le dieron poderes extraordinarios al Ministro de Hacienda para manejar la economía. Su plan consistiría en operar tanto del lado de la oferta como de la demanda, brindando asistencia a la industria en el lado de la oferta, reduciendo el gasto del gobierno e imponiendo un impuesto al capital por el lado de la demanda. El excedente presupuestario resultante debía destinarse para retirar la mitad de la moneda en circulación.

Este primer intento de estabilización redujo el nivel de precios y produjo una apreciación real del 20% del marco polaco<sup>12</sup> en el último trimestre de 1921. Pero también originó un aumento del desempleo<sup>13</sup> y estallidos de huelgas al intentar los empleadores reducir los salarios. El salario real en la industria aumentó en el último trimestre de 1921, para no volver a caer jamás a los bajos niveles que había alcanzado en el tercer trimestre de 1921.

El gobierno mantuvo un déficit presupuestario reducido durante el primer trimestre de 1922, pero luego abandonó sus planes presupuestarios originarios y, como muestra la Figura 4, el déficit se incrementó desde el segundo trimestre de 1922. El crecimiento de la moneda se mantuvo notablemente bajo con respecto a los niveles anteriores, y hacia la mitad de año fue totalmente coherente con el incremento en la demanda de dinero que habría ocurrido de haberse logrado la estabilización. Pero desde la mitad de 1922, el déficit se incrementó agudamente, y las tasas de inflación, crecimiento de la oferta monetaria y depreciación volvieron al nivel del 20% mensual.

Durante el resto del período hiperinflacionario, el tipo de cambio y el nivel de precios se movieron en forma pareja. Existe, una amplia, aunque no precisa, correspondencia entre la tasa de crecimiento de la moneda y la inflación o la depreciación durante este período. La expansión en la emisión de billetes en el período que va desde 1921 hasta principios de 1924 fue causada por el déficit presupuestario<sup>14</sup>. El gran incremento del déficit en 1923, que se ve en la Figura 4, llevó al rápido crecimiento de la oferta monetaria que provocó la explosión hiperinflacionaria final<sup>15</sup>, ulteriores problemas laborales y la elaboración de un nuevo programa de reforma.

<sup>12</sup> Yeager *et. al.* (1981, p. 68) señala que el marco continuó revalorizándose durante junio de 1922. Las cifras muestran una revalorización aguda a fines de 1921, seguida por una depreciación. Los datos mensuales en Young (1925, Vol. II, p. 351) para el tipo de cambio del dólar en Nueva York en International Secretariat of Economic Service (1934, p. 170) para la tasa en Varsovia muestran perfiles sustancialmente diferentes. Sin embargo, en ambas fuentes, el tipo de cambio de mayo de 1922 es mayor (más revaluado) que su caída en el pico de 1921.

<sup>13</sup> Las cifras de desempleo del Statistisches Jahrbuch für das Deutsche Reich publicadas en Sargent (1982, p. 72) indican una triplicación del desempleo desde septiembre de 1921 hasta febrero de 1922, pero el número total de desempleados es tan pequeño que los datos deben referirse sólo a una parte de la fuerza de trabajo.

<sup>14</sup> Young (1925, Vol. II, p. 165) demuestra que los adelantos al gobierno y billetes en circulación se incrementan fundamentalmente desde mediados de 1919 hasta principios de 1924.

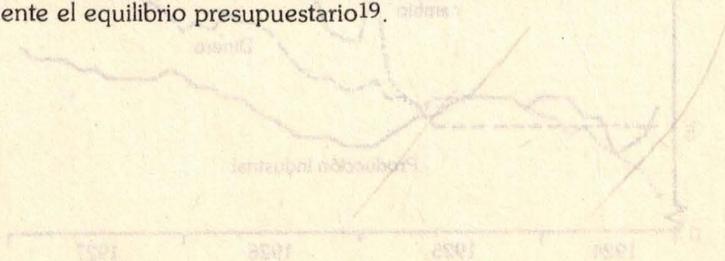
<sup>15</sup> No tenemos una estimación del PNB para este período; el déficit de 1923 fue de 996 millones de zlotys (zloty será introducido después) y los cálculos sugieren que fue de más del 20% del PNB.

*El segundo intento:* El gobierno de expertos de Grabski asumió el poder en diciembre de 1923, ocupando Grabski también el cargo de Ministro de Hacienda. Nuevamente, el Parlamento le delegó poder al gobierno para manejar la situación económica. Grabski empezó por reordenar el sistema impositivo, elevando y “valorizando” los impuestos, o sea, indexándolos al precio del oro<sup>16</sup>. Se tomó también la decisión de aplicar un impuesto extraordinario a la propiedad (un impuesto al capital) durante los años 1924-1926. El efecto sobre el déficit presupuestario fue inmediato, a tal punto que surgió un pequeño superávit en abril de 1924. La mejora se produjo por incremento de los impuestos y no por reducción del gasto.

El tipo de cambio del marco se estabilizó desde enero de 1924, aún cuando continuó el rápido crecimiento de la oferta monetaria. La estabilización se alcanzó por una drástica devaluación y la intervención en el mercado de cambio extranjero. Con el déficit presupuestario bajo control, el gobierno pudo anunciar, en febrero, que no emitiría billetes de banco para financiar sus gastos, sino exclusivamente para destinarlos a la adquisición del cambio extranjero y otorgar préstamos a la industria. A principios de 1924, el gobierno lanza al mercado interior un préstamo relativamente reducido y anuncia la obtención de otro préstamo en Italia, considerando este último como una señal de confianza externa.

Se anunció, a fines de enero, la creación de una nueva moneda, el zloty, con un valor en oro equivalente al de un franco de oro, y un tipo de cambio de 5.18 con respecto al dólar. El zloty sería emitido por un nuevo banco, el Banco de Polonia. Su capital se elevaba a 100 millones de zlotys, y fue suscripto en oro o monedas extranjeras estables, a principios de 1924. Debía mantener reservas en oro y cambio extranjero estable por lo menos del 30% de su emisión de billetes. El gobierno fue facultado para tomar préstamos sin interés hasta 50 millones de zlotys<sup>18</sup>.

El Banco de Polonia comenzó emitiendo billetes de zloty en mayo de 1924. E. Hilton Young, consejero inglés del gobierno, cuestionó la conveniencia de la reforma monetaria antes de que se hubiera establecido definitivamente el equilibrio presupuestario<sup>19</sup>.

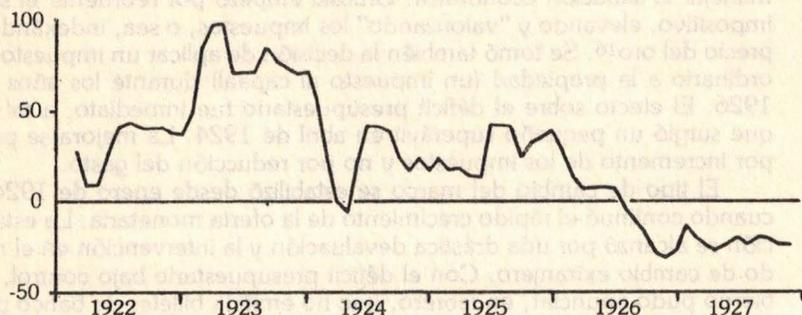


<sup>16</sup> Esta explicación se encuentra en Yeager (1981).

<sup>17</sup> El empréstito italiano fue de 400 millones de liras, menos de 20 millones de dólares, y menos del valor de un mes de exportaciones.

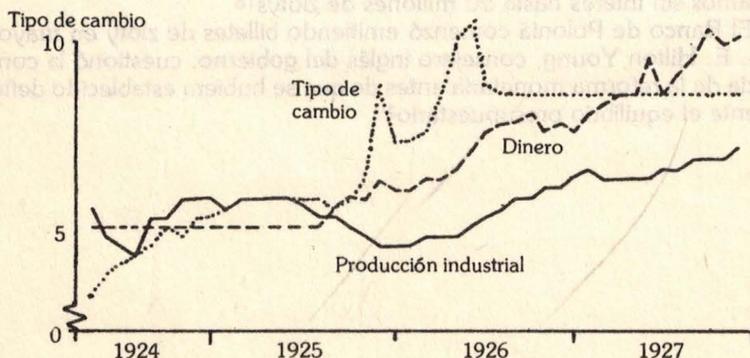
<sup>18</sup> El gasto gubernamental anual se elevaba en este período a cerca de 3.000 millones de zlotys.

**Figura 4**  
**EL DEFICIT PRESUPUESTARIO EN POLONIA, 1922-1927**  
 (promedios móviles trimestrales, millones de zlotys)



Las Figuras 4 y 5 demuestran que la crítica era acertada. El déficit presupuestario aumentó hasta sus niveles de 1922 a mediados de 1924. Las exportaciones cayeron, tanto por una cosecha pobre como por una disputa con Alemania en 1925 por las exportaciones de carbón.

**Figura 5**  
**DINERO Y CRECIMIENTO DE LA OFERTA MONETARIA**  
 EN POLONIA, 1925-1928<sup>a</sup>



<sup>a</sup>En el eje vertical no se designan dinero ni producción industrial, porque lo que interesa aquí es la forma en que cambian los índices y no los números exactos.

La inflación reapareció en el tercer trimestre de 1924, pero el tipo de cambio se mantuvo fijo a pesar del deterioro del balance comercial. Las reservas de cambio extranjero cayeron de 270 millones de zlotys en enero de

1925 a 120 millones en junio, pese a los empréstitos obtenidos en los EE.UU. por un valor de 120 millones de zlotys al tipo de cambio que regía en ese momento. Los precios mayoristas subieron un 28% en el primer trimestre de 1925.

En julio de 1925, se desmoronó el tipo de cambio fijado, después que el Banco de Polonia se negara a continuar sosteniéndolo. Sin embargo, el Banco continuó interviniendo en el mercado de cambio y, en agosto, logró un empréstito de la Reserva Federal de EE.UU. para moderar la depreciación. Con el fracaso de la estabilización, la producción nacional en descenso, y los ulteriores conflictos laborales, el gobierno de Grabski renunció en noviembre de 1925.

Tras un breve período de apreciación, el zloty reanudó su depreciación a principios de 1926, alcanzando el pico de 11 zlotys con respecto al dólar en junio, recuperó posteriormente su valor exterior y alcanzó un punto de estabilidad con 8,90 zlotys por dólar (Figura 5).

Se plantean dos interrogantes fundamentales con respecto a la experiencia polaca. Primero, ¿por qué reapareció la inflación?, y segundo, ¿cómo se detuvo, esta vez definitivamente? Explican la reanudación del proceso inflacionario el deterioro de la situación presupuestaria y el crecimiento renovado de la oferta monetaria, conjuntamente con la necesidad de recurrir a una depreciación del cambio, debido al deterioro del comercio exterior.

La inflación fue alimentada significativamente por el rápido crecimiento de los depósitos bancarios (Cuadro 10). En enero de 1925, la tasa de circulante/depósitos fue de 1.68; dos años más tarde, se redujo a 0.81. El stock de circulante creció correspondientemente a una tasa anual media de 19,5% durante los dos años hasta enero de 1927, mientras que los depósitos bancarios se elevaban a una tasa anual de 69.7%, incrementándose M<sub>1</sub> en 41.5%.

Una descripción complementaria más pintoresca señala que aquella fue una "pequeña inflación cambiaria". El Banco de Polonia tenía el monopolio de emisión de billetes grandes, pero no se le permitía utilizarlos para financiar el déficit. Sin embargo, se autorizó al Tesoro a emitir moneda fraccionaria y billetes de pequeñas denominaciones. El Cuadro 10 presenta los datos correspondientes. Durante 1925, el stock de cambio pequeño<sup>20</sup> emitido por el Tesoro se incrementó en más de 250 millones de zlotys, un monto cercano a la totalidad del déficit presupuestario para aquel año que se elevaba a 330 millones de zlotys. Aunque los billetes del Banco de Polonia fueron quitados de circulación debido a la salida de reservas de cambio extranjero, el stock total de circulante se incrementó en 1925. Durante los dos años del rebrote inflacionario, 1925-1926, el incremento de base mo-

<sup>19</sup> Smith (1936) señala los argumentos esgrimidos en debates de la época para sostener que la reforma era prematura.

<sup>20</sup> Gunther (1931) examina el período en detalle. Ver también Landau, Tomaszewski (1984) y Heilperin (1931).

netaria se debió casi enteramente al incremento en la moneda fraccionaria. La lección es que un gobierno decidido a superar las restricciones sobre la financiación del déficit encontrará siempre una salida.

Cuadro 10

DINERO Y CRECIMIENTO DE LA OFERTA MONETARIA  
EN POLONIA, 1925-1928

|                 | Circulante                    | Billetes del<br>Banco de<br>Polonia | Moneda<br>fraccionaria | Depósitos |
|-----------------|-------------------------------|-------------------------------------|------------------------|-----------|
|                 | Millones de zlotys            |                                     |                        |           |
| Ene. 1925 ..... | 694,3                         | 553,2                               | 141,1                  | 413,0     |
| Ene. 1926 ..... | 781,0                         | 362,0                               | 419,0                  | 690,5     |
| Ene. 1927 ..... | 992,1                         | 584,8                               | 407,3                  | 1224,4    |
| Ene. 1928 ..... | 1288,6                        | 1003,3                              | 285,3                  | 1823,5    |
|                 | Tasa de crecimiento anual (%) |                                     |                        |           |
| 1927/1925       | 19,5                          | 2,8                                 | 69,9                   | 72,2      |

Fuente: International Secretariat of Economic Services (1934, p. 167-168).

A fines de 1925, el gobierno trató de estabilizar nuevamente el presupuesto, disminuyendo los gastos. Elevó impuestos y otros ingresos fiscales a principios de 1926. Al mismo tiempo, las exportaciones, especialmente de carbón hacia Gran Bretaña, aumentaron rápidamente. A pesar de las mejoras en el presupuesto y la balanza comercial, el zloty continuó declinando durante la primera mitad del año.

*El tercer intento:* En mayo de 1926, el gobierno cae por el golpe de Estado de Pilsudski. Las circunstancias eran favorables para una estabilización. Surgió un superávit presupuestario a través de la valorización y los impuestos más elevados, se reanudó el proceso de crecimiento impulsado por las exportaciones y la moneda resultó estabilizada *de facto*.

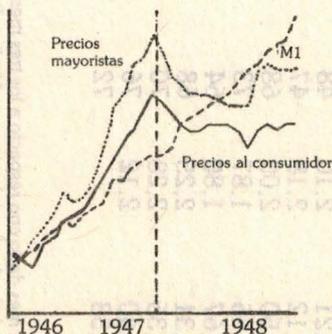
Se consultó a E.W. Kemmerer, experto en temas monetarios, acerca de cómo consolidar la mejora. Kemmerer recomendó que no se permitiera al gobierno emitir bonos del tesoro y que se le exigiera equilibrar el presupuesto. Más importante fue la recomendación de asegurar la plena convertibilidad, basada en un empréstito externo, con supervisión extranjera. En octubre de 1927, el gobierno polaco firmó un convenio de empréstito por \$62 millones y £2 millones. Se instituyó la libre convertibilidad y se designó un asesor estadounidense del gobierno polaco para supervisar la implementación de los términos del préstamo.

El gobierno accedió a la supervisión en la convicción de ver fortalecida la confianza y estimulada la inversión extranjera. Ello no sucedió, pero el equilibrio presupuestario, la disciplina monetaria y un sólido desempeño en el campo del comercio internacional mantuvieron estables el nivel de precios y el tipo de cambio.

## IV. LA ESTABILIZACION ITALIANA, 1947

En el otoño de 1947, Italia logró una deflación rápida a partir de una inflación de tres dígitos. La inflación del período bélico fue seguida por un año de estabilidad de precios que finalizó en la mitad de 1946. La Figura 6 muestra los índices de precios al consumidor y mayoristas, así como la oferta monetaria para el período que va desde la mitad de 1946 hasta al final de 1948. Con el dinero en continuo crecimiento, después de haberse estabilizado la tasa de inflación, los saldos reales empezaron a crecer rápidamente desde fines de 1947.

Figura 6  
PRECIOS Y DINERO EN ITALIA, 1946-1948



Nota: Cada serie representada aquí constituye un índice. Los niveles y base se han ajustado de modo que las series puedan compararse gráficamente. El eje vertical carece de significación porque son de interés solamente las tasas de cambio de los índices y la distribución de los cambios en el tiempo.

Entre 1946-48, la caída de precios y dinero en Italia fue rápida y perentoria. En el segundo trimestre de 1947, tanto los índices de precios al consumidor como los mayoristas estaban creciendo más del 100% por año; a fines del mismo año, ambos índices estaban cayendo. No volvió a manifestarse ningún brote significativo hasta la Guerra de Corea, y después de ese período, hasta la década de 1960. El proceso de estabilización fue notable tanto porque se produjo a partir de una tasa de tres dígitos, en los umbrales de la desintegración de la economía por la hiperinflación, como por su velocidad.

La oferta monetaria creció a una tasa anual de 60% en los 15 meses anteriores de 1947. El cuadro 11 ofrece datos trimestrales de las variables macroeconómicas. La oferta monetaria continuó creciendo al 50% anual inmediatamente después de la estabilización; sin embargo, la tasa de crecimiento anual para 1948 estuvo por debajo de aquella correspondiente al año que finalizó antes de la estabilización. Para destacar las tasas de creci-

**Cuadro 11**  
**LA ESTABILIZACION ITALIANA, 1946-1948<sup>a</sup>**

|           | Porcientos    |                     |                      |                              | Millones  | 1938 = 100 | Sept. 1946 = 100   |                    |                    | Porcentaje primas <sup>g</sup> |
|-----------|---------------|---------------------|----------------------|------------------------------|-----------|------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------------------|
|           | IPC inflación | Dinero <sup>b</sup> | Depósitos a la vista | Tipo de interés <sup>c</sup> | Desempleo | Prod. ind. | (v/p) <sup>d</sup> | (w/p) <sup>e</sup> | (e/p) <sup>f</sup> |                                |
| Set. 1946 | 30,9          | 92,0                | 217,5                | 3,89                         | 1,86      | 60         | 100                | 100                | 100                | 26,8                           |
| Dic. 1946 | 118,40        | 86,7                | 99,4                 | 4,21                         | 2,10      | 48         | 134,5              | 121,7              | 78,5               | 50,3                           |
| Mar. 1947 | 56,9          | 10,4                | 12,2                 | 4,12                         | 2,18      | 47         | 224,4              | 128,5              | 75,2               | 55,2                           |
| Jun. 1947 | 119,8         | 71,2                | 113,6                | 4,50                         | 2,00      | 68         | 177,9              | 136,7              | 79,3               | 38,3                           |
| Set. 1947 | 72,0          | 50,3                | 32,8                 | 4,65                         | 1,87      | 73         | 135,7              | 135,2              | 66,1               | 30,9                           |
| Dic. 1947 | - 26,9        | 51,3                | 10,5                 | 4,67                         | 1,80      | 64         | 94,1               | 159,8              | 82,8               | - 1,1                          |
| Mar. 1948 | - 0,8         | 20,4                | 42,7                 | 4,31                         | 2,25      | 68         | 109,9              | 160,7              | 80,8               | 15,5                           |
| Jun. 1948 | - 6,7         | 31,1                | 74,9                 | 4,36                         | 2,28      | 70         | 94,4               | 163,5              | 82,2               | 1,7                            |
| Set. 1948 | 6,4           | 34,5                | 39,1                 | 4,40                         | 2,12      | 76         | 117,2              | 169,9              | 81,1               | 8,0                            |
| Dic. 1948 | 0,6           | 43,2                | 37,1                 | 4,53                         |           | 72         | 120,4              | 169,6              | 80,9               | 14,8                           |

Notas: <sup>a</sup> Todas las tasas de crecimiento se han calculado para un mes dado con respecto a los tres meses anteriores a tasa anual; <sup>b</sup> M1 comprende circulante y depósitos a la vista en bancos y oficinas postales; <sup>c</sup> Rendimientos de los bonos del gobierno; <sup>d</sup> Índice de mercado de acciones respecto al IPC; <sup>e</sup> Salarios reales; <sup>f</sup> Promedio de tipos de cambio libre y controlado dividido por IPC; <sup>g</sup> Premio del tipo paralelo sobre la tasa promedio.

Fuentes: La columna 1 y el índice de salarios (W en la columna 8) se deben a Lutz, Lutz (1950), p.5. Las columnas 2 y 3 derivan de Hildebrand (1965, p. 21). El cálculo de la tasa de crecimiento de los depósitos a la vista se basa en la columna de "depósitos totales a la vista" de Hildebrand (1965, p. 21). Las columnas 5 y 6 provienen de Simpson (1949/50, p. 215) hasta marzo de 1948; la columna 6 está, por lo tanto, vinculada por medio de los datos de IFS. Con excepción de los salarios; los datos de las columnas 7 y 10 derivan de IFS (varios números).

miento de la oferta monetaria, nótese que el PNB real estaba incrementándose muy rápidamente durante este período; un 31% entre 1945 y 1946 y el 18% desde 1946 a 1947.

Los datos del Cuadro 11 no reflejan hasta qué punto la estabilización produjo efectos reales. El desempleo se había elevado a 400.000 durante los seis primeros meses de cambio de política; la producción industrial cayó más del 10% en los 3 meses siguientes de iniciado el programa de estabilización. Pero como los datos no fueron desestacionalizados, es difícil identificar el efecto directo del programa sobre la producción. Por ejemplo, supongamos que los datos correspondientes a septiembre 1946-marzo 1947 se toman como el perfil estacional de producción industrial. En tal caso, la producción industrial en diciembre de 1947 y marzo de 1948 habría sido alta y no baja. Aunque la producción industrial subió por encima del nivel de septiembre de 1947 a poco de un año, el desempleo se mantuvo elevado hasta fines de 1948 y fue ampliamente interpretado como una consecuencia de la estabilización.

El éxito de la estabilización se atribuye generalmente a la contracción del crédito privado originado por la aplicación de un mecanismo muy elaborado de reservas obligatorias que se impuso a los bancos comerciales en septiembre de 1947. El requisito de reservas obligatorias constituye la medida económica clave del programa de estabilización, puesto en vigencia por el gobierno de De Gasperi primer gobierno de posguerra que excluyó el Partido Comunista, y que tomó el poder a fines de mayo de 1947.

Se considera a Luigi Einaudi, quien abandonó la administración del Banco de Italia para asumir las funciones de Vicepresidente del Consejo y Ministro de Finanzas, como el artífice del programa.

Aproximadamente el 40% de M1 consistía en depósitos a la vista que estaban creciendo de manera más rápida que en el período de pre-estabilización (cuadro 11). El crecimiento de los depósitos no estaba restringido por los requerimientos de reserva. El cuadro 12 muestra las reservas libres y las obligatorias. Antes de septiembre de 1947 no existía, en esencia, ningún freno, salvo la prudencia a la capacidad de los bancos para expandir el crédito. A fines de agosto, se les informó a los bancos comerciales que los nuevos requerimientos de reserva iban a entrar en vigor a partir de fines de septiembre. Las reservas obligatorias se fijaron a un nivel que eliminó las reservas extraordinarias y quitó la posibilidad de expandir ulteriormente el crédito bancario que no se apoyaba en un incremento en las tenencias de dinero.

El crédito bancario al sector privado se expandió a una tasa anual de 30.5% en el último trimestre de 1947; desde marzo a diciembre de 1948, creció a una tasa anual de más del 60%<sup>22</sup>. La contracción de la tasa de cre-

<sup>21</sup> Esta interpretación es ofrecida por Foa (1949); Lutz, Lutz (1950); Baffi (1958), y con algunas reservas, por Simpson (1949/50) e Hildebrand (1965). Los requerimientos de reservas obligatorias existieron, de hecho, antes de septiembre de 1947, pero fueron totalmente inoperantes, ascendiendo los mismos a menos del 0.5% de los depósitos.

<sup>22</sup> Los datos para enero y julio de 1949 pertenecen a IFS, renglón 41. Debido a que las cifras de 1947 y 1948 no parecen ser comparables, no podemos cotejar los datos para marzo de 1948 con los de diciembre de 1947.

cimiento del crédito al sector privado causada por el incremento en las reservas obligatorias no fue ni aguda ni prolongada.

Simultáneamente con el aumento de las reservas obligatorias, el programa de estabilización elevó la tasa de descuento del 4 al 5.5%. Las tasas nominales de interés del mercado subieron momentáneamente; la tasa real se tornó significativamente positiva en el último trimestre de 1947 cuando se produjo una caída en el nivel de precios.

Se promulgaron nuevas leyes para limitar la financiación directa del Tesoro por la Banca d'Italia<sup>23</sup>. Sin embargo, se facultó al Tesoro para que girara en descubierto hasta el 15% de los gastos corrientes. El déficit presupuestario continuaba en este momento cayendo. El déficit de caja, que representaba el 13% del PBN en 1946, se redujo a menos del 10% del PBN en 1947<sup>24</sup>. La reducción del déficit se logró en parte a través de la implementación en 1947<sup>25</sup>, de tres impuestos sobre el capital.

Cuadro 12  
TASAS DE RESERVAS DE LOS BANCOS COMERCIALES

|       |         | Total | Obligatoria | Libre |
|-------|---------|-------|-------------|-------|
| Dic.  | 1946    | 25,7  | 0,4         | 25,3  |
| Junio | 1947    | 17,3  | 0,3         | 17,0  |
| Set.  | 1947    | 15,1  | 14,7        | 0,4   |
| Dic.  | 1947    | 21,9  | 16,5        | 5,4   |
| Marzo | 1948    | 23,6  | 19,0        | 4,6   |
| Junio | 1948    | 27,5  | 20,7        | 6,8   |
| Set.  | 1948    | 28,6  | 22,3        | 6,3   |
| Dic.  | 1948    | 25,1  | 23,4        | 1,7   |
| 1949  | (prom.) | 26,3  | 24,1        | 2,2   |

Fuente: Hildebrand (1965, p. 31).

Como se estimaba imposible reducir ulteriormente el déficit presupuestario, el programa de estabilización concentró sus esfuerzos en controlar el crédito al sector privado. También se aseguró el financiamiento parcial del déficit presupuestario elevando las reservas obligatorias de los bancos comerciales. Durante 1948, el 58% del déficit presupuestario fue financiado por los bancos privados, frente al 27% en 1947. De este modo, el déficit presupuestario fue el principal responsable del incremento en la base monetaria.

A pesar de las interpretaciones corrientes, el éxito extraordinario de la estabilización es hasta cierto punto inexplicable. Aunque las políticas monetaria y fiscal se tornaron más restrictivas durante el período 1947-1948, no se evidencia ningún cambio decisivo de política en los datos del Cuadro 11 o en el déficit presupuestario que sugiera una clara ruptura con el pasado a fines de 1947.

<sup>23</sup> Ver Hildebrand (1965, p. 28-30) para una descripción más completa del programa de estabilización.

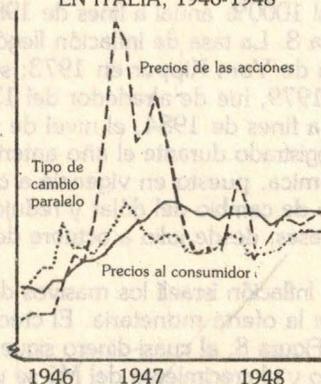
<sup>24</sup> Simpson (1949/50, p. 212) muestra que el déficit fue más elevado en 1948 que en 1947; Baffi (1958, p. 423) apunta a la existencia de una caída monótona en el déficit como porcentaje del PNB desde el fin de la guerra hasta el año fiscal 1950/51.

<sup>25</sup> Hirshmann (1948, p. 600) se refiere a estos tributos, cuyo primer pago se hizo efectivo en mayo de 1947.

De hecho, la coincidencia temporal entre la tasa de inflación y el cambio de los requisitos de reserva es sospechosa, dado que no se impuso ningún control de precios. Normalmente, un cambio en la política monetaria, que actúa a través de la demanda agregada, lleva tiempo hasta que afecta a los precios. Tampoco los cambios en las tasas de interés nominal y la tasa de crecimiento de la oferta monetaria permiten sustentar el punto de vista de que la causa de la estabilización está en una firme restricción del crédito, aunque una vez iniciado el proceso deflacionario la tasa real de interés alcanzó niveles muy elevados que sí acosaron a los prestatarios.

De acuerdo con una fundamentación sólida, jugaron en la estabilización italiana un rol importante las expectativas de reforma y la posibilidad de conseguir un empréstito externo <sup>26</sup>. La Figura 7 muestra el índice del mercado de valores, el tipo de cambio controlado y el índice de precios al consumidor para el período que va desde mediados de 1946 hasta fines de 1948. El gobierno de De Gasperi asumió el poder a fines de mayo de 1947. El índice de precios de las acciones había alcanzado su punto culminante en abril de 1947 y el tipo de cambio paralelo, en mayo de 1947. Ambos suelen reflejar expectativas de inflación reducida en esa época. El anuncio del Plan Marshall se produjo a principios de junio de 1947. De allí en más, cayeron tanto el tipo de cambio paralelo como el tipo de cambio de promedio, hasta que los tipos de cambio libre y oficial se unificaron a fin de año.

Figura 7  
PRECIOS ESPECULATIVOS E ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR  
EN ITALIA, 1946-1948



Nota: Véase Fig. 6.

Fuente: IFS (varios números).

Según nuestra interpretación de la estabilización italiana, se trata de un hecho que estaba tan solo esperando el momento propicio para producirse. Con los problemas de balanza de pagos y tipo de cambio solucionados por el Plan Marshall, un gobierno fuerte en el poder, el déficit presupuestario en continuo descenso, los saldos reales comprimidos, no había ninguna razón

<sup>26</sup> La mayoría de los autores que estudiaron este período mencionan estos factores, pero enfatizan los cambios en las reservas obligatorias.

sólida para que la inflación continuase. El tipo de cambio promedio en descenso y la liquidación de existencias <sup>27</sup> pusieron en acción las fuerzas antiinflacionarias a mediados de 1947. Se necesitó un cambio de política para detener la inflación, pero la forma del cambio fue menos significativa que el cambio mismo; la modificación de los niveles de reservas sólo puso una tregua temporal a la rápida expansión tanto de la oferta monetaria como del crédito privado.

## VII. LA ESTABILIZACION ISRAELI, 1985

La tasa de inflación israelí aumentó paulatinamente desde el 2% anual en 1967-1970 hasta el 1000% anual a fines de 1984 <sup>28</sup>. Las etapas pueden observarse en la Figura 8. La tasa de inflación llegó al 50% anual en 1975, después de la Guerra de Yom Kippur en 1973; se redujo al 30-40%, en 1977; hacia fines de 1979, fue de alrededor del 130%, donde se mantuvo hasta fines de 1983; a fines de 1984, el nivel de precios fue de 5,5 veces más elevado que el registrado durante el año anterior. Un paquete de medidas de política económica, puesto en vigencia a comienzos de julio de 1985, estabilizó el tipo de cambio del dólar y redujo exitosamente la tasa de inflación durante 3 meses, desde julio a octubre de 1985, a una tasa anual de 58%.

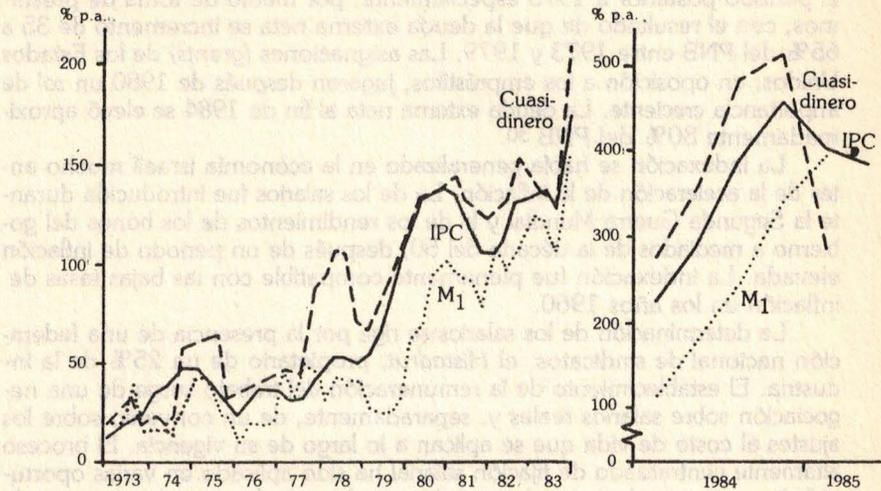
Alimentaban a la inflación israelí los masivos déficit presupuestarios y el rápido crecimiento de la oferta monetaria. El crecimiento monetario se puede observar en la Figura 8; el cuasi-dinero sigue el ritmo de los precios <sup>29</sup> durante todo el tiempo y el crecimiento del M1 se ubica sustancialmente por debajo de la inflación durante la mayor parte del período a medida que cae el nivel de saldos reales.

<sup>27</sup> No tenemos cifras de inventarios, aunque varias fuentes sostienen que se produjo atesoramiento a mediados de 1947 y que el desatesoramiento contribuyó a reducir la tasa de inflación.

<sup>28</sup> Esta explicación se debe a Fisher (1982; 1984a) y Bruno, Ficher (1986).

<sup>29</sup> El rendimiento de la mayoría de los agregados cuasi-monetarios se indexa ya sea al nivel de precios o bien al tipo de cambio, de modo que el ajuste de ese agregado a la inflación es automático.

Figura 8  
INFLACION Y CRECIMIENTO DE LA OFERTA MONETARIA EN ISRAEL, 1971-1985



Fuente: IFS.

El Cuadro 13 presenta las cifras del déficit presupuestario y de los gastos de defensa. Desde mediados de la década de 1970 hasta principios de la del 1980, el déficit se ve afectado significativamente por los préstamos subsidiados al sector privado, otorgados a tasas nominales de interés fijas, mientras se aceleraba la tasa de inflación. En su punto culminante, los subsidios se elevaron a casi el 7% del PNB. El costo de los intereses, incorporado en el presupuesto en el Cuadro 13, fue calculado apropiadamente sobre una base real. El paso de un déficit externo neto a un superávit después de 1980 es resultado del cambio operado en la ayuda de los Estados Unidos que convirtió los empréstitos en donaciones.

Obsérvese en el Cuadro 13 que los ingresos del gobierno por la creación de base monetaria no muestran una tendencia coherente. El aumento concomitante en la tasa de crecimiento de la base monetaria y la reducción en su demanda han mantenido constante el ingreso por impresión de dinero (como porcentaje del PNB). Con el gobierno tomando préstamos indexados y prestando nominalmente al mismo tiempo, se puede sostener que el efecto total de un aumento de la tasa de inflación provocado por causas monetarias fue el de incrementar, y no disminuir, el déficit presupuestario. (Sokoler, 1985).

**Estructura Económica:** La característica estructural más persistente de la economía israelí es un déficit en la balanza comercial de aproximadamente 20% del PNB que se remonta a la década de 1920. El déficit comercial

aumentó por encima del 30% del PNB después de 1973, pero se redujo durante los años siguientes. El déficit fue financiado con transferencias unilaterales tanto a partir de las fuentes privadas como gubernamentales, y en el período posterior a 1973 especialmente, por medio de toma de préstamos, con el resultado de que la deuda externa neta se incrementó de 35 a 65% del PNB entre 1973 y 1979. Las asignaciones (*grants*) de los Estados Unidos, en oposición a los empréstitos, jugaron después de 1980 un rol de importancia creciente. La deuda externa neta al fin de 1984 se elevó aproximadamente 80% del PNB<sup>30</sup>.

La indexación se había generalizado en la economía israelí mucho antes de la aceleración de la inflación. La de los salarios fue introducida durante la Segunda Guerra Mundial y la de los rendimientos de los bonos del gobierno a mediados de la década del 50, después de un período de inflación elevada. La indexación fue plenamente compatible con las bajas tasas de inflación en los años 1960.

La determinación de los salarios se rige por la presencia de una federación nacional de sindicatos, el *Histadrut*, propietario de un 25% de la industria. El establecimiento de la remuneración del trabajo surge de una negociación sobre salarios reales y, separadamente, de un convenio sobre los ajustes al costo de vida que se aplican a lo largo de su vigencia. El proceso altamente centralizado de fijación salarial ha sido aplicado en varias oportunidades para introducir amplios cambios en los salarios con alcance en toda la economía.

Un cambio importante de la estructura de los mercados de capitales se produjo en 1977 cuando el primer partido no laborista asumió el poder. El ministro de finanzas pertenecía al partido liberal, cuya confianza en los mercados libres se materializó en una liberación inmediata y casi exclusiva de las tenencias de cambio extranjero. Se les permitió a los israelitas que mantuvieran directamente tenencias de cambio extranjero y cuentas bancarias domésticas con interés ligado al dólar. Estas cuentas (*PATAM*) no se usaron inicialmente como medio de cambio, pero durante los dos años siguientes su uso se generalizó en detrimento de los activos expresados en moneda nacional. La figura 8 refleja el perfil de este fenómeno: la tasa de inflación trepaba rápidamente a medida que caía la tasa de crecimiento de M1<sup>31</sup>. La base monetaria, como porcentaje del PNB, cayó desde el 15% al comienzo de la década del 70 a 2,5% en 1984.

<sup>30</sup> Las exportaciones representan aproximadamente el 40% del PNB, la razón deuda/exportaciones está por debajo de aquella de los principales deudores latinoamericanos.

<sup>31</sup> En septiembre de 1977, 23% de las tenencias de M5 (un agregado amplio de activos financieros) eran nominales, en moneda nacional, el 26% estaba ligado a la moneda extranjera y 51% ligado al nivel de precios; el promedio para 1979 fue de 11.5% ligado a la moneda nacional, 39.5% ligado a la moneda extranjera y 49%, al nivel de precios.

**Cuadro 13**  
**EL PRESUPUESTO DE ISRAEL, 1960-1984**  
 (porcientos del PNP)

|            | Interno |          |         | Gasto<br>externo<br>neto | Gastos<br>de<br>defensa | Creación<br>base<br>monetaria |
|------------|---------|----------|---------|--------------------------|-------------------------|-------------------------------|
|            | Gastos  | Ingresos | Déficit |                          |                         |                               |
| 1960-1964  | 27,0    | 28,8     | -1,8    | 1,2                      | 9,4                     | 2,5                           |
| 1965-1967  | 32,0    | 29,6     | 2,4     | 2,8                      | 12,5                    | 2,2                           |
| 1968-1973  | 41,0    | 34,4     | 6,6     | 6,6                      | 23,6                    | 3,2                           |
| 1974-1977  | 56,4    | 42,1     | 14,3    | 3,3                      | 29,3                    | 2,6                           |
| 1978-1980  | 60,7    | 45,5     | 15,2    | 2,0                      | 23,9                    | 2,0                           |
| 1981-1983  | 61,0    | 46,5     | 14,4    | -0,3                     | 23,8                    | 2,1                           |
| 1984 ..... | 62,9    | 46,0     | 16,9    | -4,0                     | 24,0                    | 3,2                           |

Fuente: Actualizado a partir de Bruno, Fischer (1986).

El tipo de cambio fue fijo y ajustable hasta 1975, cuando se introdujo un cambio discrecional del 2% mensual. En 1977, después de la liberación, el tipo de cambio debía aparentemente flotar libremente, pero muy pronto se vio sometido a intervención rigurosa. Generalmente, el tipo de cambio seguía a PAP, excepto por un breve período que será analizado más adelante.

*Intentos de estabilización:* La inflación de posguerra de 1973 fue combatida por una política fiscal restrictiva, limitaciones crediticias, y en 1974, por un acuerdo con el *Histadrut* para renunciar a una ronda de indexación salarial después de una devaluación. Los efectos de la política restrictiva no fueron rápidos, pero ya en 1976, lograron reducir la tasa de inflación a menos del 30% por año, sin elevar significativamente el desempleo.

En 1979, después de una brusca suba inflacionaria por encima del 100%, se hizo un nuevo intento para enfrentar el déficit presupuestario. El impulso inicial, que recurrió a la devaluación y disminución radical de los subsidios, fue fuertemente inflacionario. Durante 1980, se redujo el déficit presupuestario, así como el de balanza de pagos, pero la tasa de inflación se demoró en bajar. En vistas de una elección al año siguiente, el Ministro de Hacienda y su política fueron suplantados antes de cumplirse un año de política restrictiva.

El nuevo Ministro de Hacienda, Aridor, realizó un experimento innovador y costoso de política antiinflacionaria durante los dos años siguientes. Antes de la elección de 1981, la tasa de inflación fue reducida a través de la disminución de aranceles, especialmente sobre los bienes durables de consumo, en lo que fue llamado una versión local de la política económica del lado de la oferta <sup>32</sup>.

En 1981, ganó terreno la tesis de que la inflación israelí era un fenóme-

<sup>32</sup> Los ingresos fiscales totales se elevaron espontáneamente cuando se redujo el impuesto, cosa no muy sorprendente cuando se esperaba ampliamente que la disminución fuera temporaria.

no inconsistente, puramente especulativo sin una base sólida, debido en parte, al hecho de que no se veía ningún lazo simple entre la inflación, la tasa de crecimiento de M1 o el déficit presupuestario. Los déficits presupuestarios habían sido reducidos durante los años '70 mientras se incrementaba la tasa de inflación y, como puede verse en la Figura 8, la tasa de crecimiento de M1 había disminuido en el preciso momento en que tomaba impulso la tasa de inflación.

De acuerdo con este diagnóstico, se implementó una nueva estrategia, elevando tanto el tipo de cambio como los precios controlados en un 5% por mes. Las expectativas, se argumentó, se cristalizarían alrededor de la tasa del 5% mensual, y la tasa de inflación anual caería consecuentemente de 130 a 80%. Esta estrategia hubiera podido ser válida, de haber sido la inflación un fenómeno puramente inconsistente, pero la existencia, en este momento, de un déficit presupuestario de gran magnitud pone en duda aquel diagnóstico. Como se muestra en la Figura 9, el tipo de cambio real se revalorizó, aún contra el dólar en ascenso durante todo 1982 y la primera mitad de 1983. El déficit en cuenta corriente se incrementó correspondientemente, desde menos de 1000 millones en 1980 a más de 2000 millones en 1983. La tasa de inflación nunca cayó por debajo del 100% y, a mediados de 1983, volvió al nivel del 130%.

Sea cual sea el grado de corrección del precedente diagnóstico, es obvio que, a mediados de 1982, la política de estabilización a través del tipo de cambio y el control de precios resultó un costoso fracaso. Pero fue recién a fines de 1983 que Aridor fue forzado a renunciar, tras un derrumbamiento de los precios de los valores bancarios<sup>33</sup>. Se produjo una fuerte devaluación y la tasa de inflación aumentó por encima del 400% durante 1984.

El nuevo Ministro de Hacienda asignó una mayor prioridad a la reducción del déficit de balanza de pagos que al control de la inflación, si bien prometió una estricta austeridad presupuestaria. Cualquiera sea el grado de austeridad que podía haber existido, su rigor se desvaneció cuando se inició la campaña electoral en la primavera de 1984 con una elevación de más del 15% en los salarios reales durante la primera mitad del año.

*El Gobierno de la Unidad Nacional:* A pesar de una inflación que se elevaba a 400% y la guerra en el Líbano, el Partido Laborista, en oposición, no ganó la elección de julio<sup>34</sup>, y tuvo que formar un gobierno de coalición.

<sup>33</sup> Los bancos habían estado "regulando" (un término usado por los bancos ante la Comisión de Investigación del Colapso de los Títulos Bancarios) los precios de sus títulos a efectos de alcanzar una tasa de rendimiento real de más del 15% anual. Sin embargo, el balance de pagos que iba empeorando creó la expectativa de una devaluación y una corrida de los valores bancarios en una escala que los bancos no pudieron resistir (a pesar de los empréstitos extranjeros tomados en 1983). Finalmente, el mercado sufrió un colapso y el gobierno intervino para estabilizar el precio de los títulos, fundamentalmente a través de su transformación en bonos indexados. En el momento en que se redacta el presente trabajo, la Comisión todavía no ha publicado los resultados de sus investigaciones.

<sup>34</sup> La falta de ilusión monetaria de los israelitas jugó sin duda, un rol en la reducción del costo electoral de la inflación. A pesar del crecimiento lento del PNB, el consumo per capita aumentó rápidamente durante el período que va de 1977 a 1984, que coincidió con la presencia del Partido Likud en el poder. Desde 1977 a 1983, el PNB real creció a una tasa anual de 2.5% mientras que el consumo real aumentaba al 6.3%.

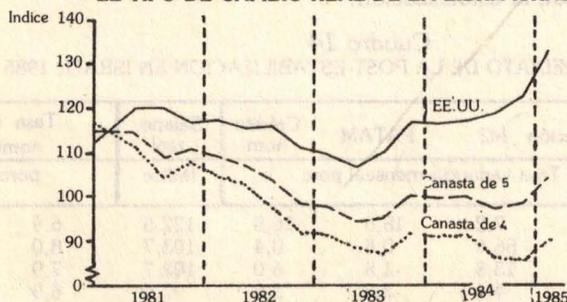
Se esperaba ampliamente una dura política anti-inflacionaria, pero tal política no se materializó.

El primer programa de estabilización del nuevo gobierno consistió en elaborar, conjuntamente con el *Histadrut* y los empleadores, un conjunto de medidas para congelar los salarios y precios por tres meses. De cualquier modo, la devaluación continuaba. Si bien se redujo el déficit del presupuesto planificado para 1985/86 (del 17% a aproximadamente el 10% del PNB), con el monto creciente de gasto público para mantener los precios de los bienes subsidiados, el déficit, en realidad, no disminuyó. Tampoco se implementaron otros recortes planeados en el gasto del gobierno.

Hacia abril y mayo de 1985, el paquete de medidas de concertación se desmoronó y la inflación volvió al nivel del 1000% por año. El déficit del balance de pagos había ido reduciéndose a partir de su nivel de 1983, pero como la reserva de divisas estaba cayendo rápidamente y el déficit presupuestario se encontraba en un nivel insostenible (tanto el financiamiento interno como externo eran difíciles de obtener) claramente se hacía necesario emprender un curso diferente de acción.

Antes de examinar el programa de estabilización de julio de 1985, consideramos brevemente la cuestión de por qué fue demorada durante tanto tiempo una política de tal naturaleza. Aparte de un período breve durante el cual se popularizó la tesis señalada más arriba nunca existió mucho desacuerdo en Israel acerca de las medidas fundamentales que habrían de tomarse para acabar con la inflación. No obstante, se discutía si es suficiente aplicar medidas restrictivas solamente a la demanda agregada. Algunos economistas sostenían que los controles de precios y salarios, así como los acuerdos con los sindicatos no podían tener éxito y que los intentos de usar tales medidas no hacían más que prolongar el período de ajuste y aumentar la probabilidad de fracaso. Su escepticismo acerca del paquete de medidas tomadas a fines de 1984 se refleja en un telegrama enviado por los economistas de la Universidad de Tel Aviv al gobierno en el momento en que se concluyó el acuerdo. Este escepticismo se tornó justificado.

Figura 9  
EL TIPO DE CAMBIO REAL DE LA LIBRA ISRAELI, 1981-1985



Nota: los tipos de cambio son referidos al dólar (EE.UU.), una canasta comprende los cinco principales asociados comerciales (Estados Unidos, Alemania, Reino Unido, Francia y Países Bajos) y otra los principales asociados comerciales europeos.

Fuente: Informe del Banco de Israel (1985).

Otros argumentaron que el fuerte desempleo, originado en la reducción de la demanda, podría evitarse si los salarios y precios pudieran desplazarse de inmediato hacia nuevos niveles de equilibrio, en vez de impulsar cambios a través de la correlación entre empleo y nivel de precios. El jurado aún no se ha expedido sobre la estabilización de 1985, pero en el momento en que se escribe el presente trabajo (noviembre de 1985), el último enfoque parece correcto.

La falta de acción se debe al hecho de que se estimaba que los costos de la inflación, moderados por la indexación, eran menores que aquéllos del desempleo y la emigración que causaría un intento serio de estabilización. El lema fue "Israel no puede hacer frente al desempleo", y comparado con otros países, Israel tuvo éxito. La tasa de desempleo en Israel no aumentó marcadamente en los años 70, en parte debido a que el gobierno incrementó su participación en el empleo del 23% de la fuerza laboral al 30%.

*El programa de estabilización de julio de 1985:* El nuevo programa comprende tres componentes principales: Primero, el déficit presupuestario debe disminuirse a menos del 10% del PNB, fundamentalmente recorriendo subsidios. La reducción en los subsidios produjo un incremento en el nivel de precios del 28% en julio. Segundo, es necesario proceder a una devaluación e instaurar un tipo de cambio estable (aunque no formalmente fijo) con respecto al dólar. Tercero, es preciso implementar controles de salarios y precios y suspender, por decreto de emergencia, la indexación de salarios y otros aspectos de los convenios laborales. Los asalariados no iban a recibir compensación por la mayor parte de la inflación de julio, con el resultado de que se esperaba que el salario real calculado iba a caer cerca del 20%. En respaldo al programa, la política monetaria controlaría el crecimiento del crédito nominal. Un elemento que influyó en el ánimo del gobierno para implementar este programa fue el conocimiento de que progresaba favorablemente en el Congreso de los Estados Unidos un requerimiento de ayuda de 1500 millones de dólares por los dos próximos años y era probable que se otorgara en unos pocos meses. El Cuadro 14 muestra los primeros resultados de la estabilización.

Cuadro 14  
EL PERIODO INMEDIATO DE LA POST-ESTABILIZACION EN ISRAEL 1985

|        | IPC inflación                | M2   | PATAM | Crédito nom. | Salario real | Tasa interés nominal <sup>a</sup> |                   |
|--------|------------------------------|------|-------|--------------|--------------|-----------------------------------|-------------------|
|        | Tasa variación mensual porc. |      |       |              | índice       | porcentaje                        |                   |
| Junio  | 14,9                         | 7,2  | 18,6  | 16,8         | 122,5        | 6,9                               | 20,5              |
| Julio  | 27,8                         | 56,6 | 0,8   | 0,4          | 103,7        | 8,0                               | 20,3              |
| Agosto | 4,0                          | 13,8 | -1,8  | 6,0          | 102,7        | 7,9                               | 15,7              |
| Set.   | 3,0                          | 4,1  | -3,5  | 3,5          | 97,6         | 6,9                               | 12,2              |
| Oct.   | 4,7                          | 17,5 | -3,1  | 1,5          | 96,7         | —                                 | 10,0 <sup>a</sup> |

<sup>a</sup> La tasa de interés nominal es tasa mensual promedio sobre los giros en descubierto de los bancos. La tasa real se redujo al 5,5% en noviembre.

Fuente: Bank of Israel (1985)

La tasa de inflación cayó a aproximadamente el 4% mensual<sup>35</sup>. Se produjo una vuelta hacia los activos expresados en shekel (M2), que aumentaron 52% en términos reales desde julio. Se produjo una pequeña reducción de los activos ligados al dólar (PATAM). Por fin, se estableció un control estricto del crédito. Las tasas de interés reales se mantuvieron extremadamente altas durante todo octubre pero se redujeron marcadamente en noviembre. El desempleo aumentó y puede aumentar aún más en la medida que el gobierno continúe practicando despidos iniciados en julio<sup>36</sup>.

El tipo de cambio vigente está siendo sostenido sin dificultades y con la llegada, en septiembre y octubre, de casi 2000 millones de dólares en concepto de ayuda de los Estados Unidos podrá seguir sosteniéndose por algún tiempo. La continua reducción de los depósitos PATAM indica una falta de presión especulativa. La prima del mercado paralelo cayó de casi el 20% al comienzo de la estabilización al 8% en noviembre. El déficit comercial en el tercer trimestre de 1985 fue 29% inferior al vigente en el mismo trimestre del año anterior.

El éxito temprano del programa de estabilización se debe a varios factores: primero, el agudo recorte en el déficit presupuestario del 17 al 8% del PNB, debido tanto a la reducción del gasto como al efecto conocido de la baja de la tasa de inflación sobre la recaudación impositiva; segundo, la reducción en la demanda agregada que resulta de una fuerte disminución en el salario real; y tercero, la devaluación real y la contracción interna que han mejorado la cuenta corriente estimulando las exportaciones y desalentando las importaciones.

Pero la estabilización aún no está asegurada. En primer lugar, los salarios nominales y reales están llamados a incrementarse a partir de fines de noviembre. La inflación mensual superior al 4% en octubre puso en vigencia una cláusula de ajuste que elevó los salarios nominales en 3.7% a fines de noviembre. Además, las negociaciones que se desarrollaron en julio entre el gobierno, el *Histadrut* y los empleadores, que pusieron fin a las protestas y a las huelgas contra el paquete estabilizador, fijaron incrementos del salario real del 4% mensual durante tres meses, de diciembre de 1985 a febrero de 1986<sup>37</sup>. Tal disposición colocaría el salario real de nuevo a su nivel próximo al 10% del de mediados de 1985. Se concertó un acuerdo con la Asociación de Empleadores para que los precios no se ajustaran ante estos cambios salariales, pero no es fácil hacer cumplir acuerdos de controles de precios semejantes. Además, será necesario suprimir en algún momento los controles de precios, presumiblemente antes que la presión sobre los mismos haga imposible eliminarlos sin originar una suba rápida y significati-

35 La cifra de octubre es, y se esperaba que así fuera, estacionalmente elevada en la medida en que se incrementaban los precios al productor y se introducían nuevas modas invernales; las cifras no están corregidas estacionalmente. Las tasas de inflación para noviembre 1985-enero 1986 fueron del 0.5, 1.3 y -1.5%, respectivamente.

36 La tasa de desempleo comenzó cayendo y fue menor en el último trimestre de 1985 que en el tercero.

37 El *Histadrut* puso objeciones especiales al uso de decretos de emergencia para suspender los términos de los contratos laborales.

va en el nivel de precios <sup>38</sup>.

En segundo lugar, las rebajas ulteriores en el déficit, a ponerse en vigencia en el año fiscal que comienza en abril de 1986, tropezarán con dificultades. El Tesoro y los economistas no comprometidos con el gobierno sostienen que se necesitaría reducir los gastos en 500 millones de dólares, magnitud que representa el 2% del PNB, para mantener el impulso antiinflacionario. Aún así quedaría para financiar un déficit igual al 6% del PNB, lo cual, posiblemente, se podría afrontar a través del crecimiento de la base monetaria a una tasa baja de inflación y remonetización de la economía, y con sólo pequeños incrementos en la deuda interna y externa. Pero se aduce que el único sector donde sería factible practicar recortes de gasto es el de la defensa, que ya ha soportado reducciones, y donde la resistencia a ulteriores rebajas es elevada. La estructura del presupuesto de 1986 será decisiva para el éxito del plan. También lo será una reactivación del crecimiento del PNB *per capita*, que se encuentra ahora en el mismo nivel en que estaba en 1980.

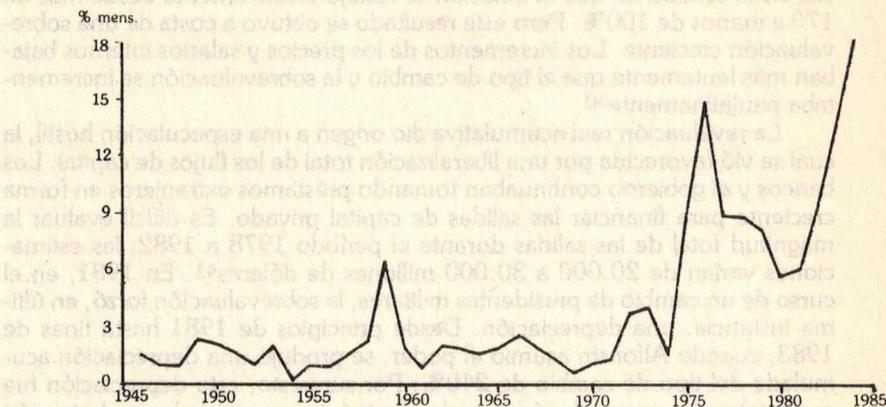
#### VIII. EL PLAN AUSTRAL DE ARGENTINA DE 1985

La inflación en Argentina ha ido en aumento durante los últimos 40 años. En el período 1944-1954, se elevaba en promedio, a un 20% por año; a casi 30% en cada una de las dos décadas siguientes y al 218% anual en el período 1974-1984. La Figura 10 muestra la tasa de inflación mensual durante este período. Son claramente visibles las etapas más salientes en la historia de la inflación. Está la inflación de 1959 con su descenso subsiguiente, debido a la política de estabilización de Alsogaray; la famosa estabilización de Krieger Vasena de la segunda parte de los años 60; la inflación peronista de 1975/76; la estabilización de Martínez de Hoz; y luego, la inflación acelerada de los años 80 que llevó, en junio de 1985, al proceso de estabilización conocido como "Plan Austral"<sup>39</sup>.

<sup>38</sup> En su mayor parte, los controles de precios no parecen haber constituido una traba a su movimiento en los primeros meses del programa de estabilización, aunque han aparecido informes aislados sobre problemas de abastecimiento.

<sup>39</sup> Sobre la experiencia argentina ver De Pablo (1982) y Williamson (1985). El período de Martínez de Hoz y el posterior son cubiertos por Dornbusch (1984).

Figura 10  
INFLACION EN ARGENTINA, 1946-1984



Aún cuando se produjeron no más de tres brotes inflacionarios agudos en los últimos 40 años, Argentina se las ingenió para tener durante este período otros tantos altos directivos en su institución bancaria fundamental: 40 Presidentes del Banco Central. Y los ministros de economía superaron en número inclusive a los golpes militares. Los problemas constantes de la economía argentina son los déficits presupuestarios y los reclamos por salarios reales que llevan a la pérdida de competitividad, crisis de pagos, depreciación e inflación.

Comencemos con un breve examen del transfondo, de la inflación de los años 80. A principios de 1976, un gobierno militar asume el poder. Uno de los objetivos propuestos era el de estabilizar la economía, especialmente contener la inflación, la cual ascendía a más del 600% anual en el momento del golpe militar. Desde 1976 a 1981, el Ministro de Economía, Martínez de Hoz, procura lograr estos objetivos. Durante este período, a pesar de todos sus esfuerzos, la inflación aún promediaba el 141%. Los continuos déficits presupuestarios eran, ciertamente, una razón importante de la imposibilidad de controlarla.

La gestión de Martínez de Hoz constituye un prelude importante de la estabilización actual por dos razones. Primero, fue en este período que se intentó por primera vez el uso del tipo de cambio como instrumento de estabilización. Segundo, y relacionado con la política de tipo de cambio, fue también en este período que se originó una gran deuda externa que torna ahora más difíciles la estabilización y la corrección presupuestaria.

*De Martínez de Hoz a Grinspun:* La política de pre-fijar la depreciación cambiaria (la tablita) fue iniciada en 1978 y se mantuvo hasta principios de 1981. Durante aquel período, el gobierno publicó un esquema de depre-

ciación cambiaría para los meses venideros, con la esperanza de que las tasas reducidas de depreciación cambiaría disminuirían la inflación interna por las expectativas y la "ley de un solo precio". El programa tuvo un éxito parcial en el sentido de que la inflación se redujo efectivamente desde más de 170 a menos de 100%. Pero este resultado se obtuvo a costa de una sobrevaluación creciente. Los incrementos de los precios y salarios internos bajaban más lentamente que el tipo de cambio y la sobrevaluación se incrementaba paulatinamente<sup>40</sup>.

La revaluación real acumulativa dio origen a una especulación hostil, la cual se vio favorecida por una liberalización total de los flujos de capital. Los bancos y el gobierno continuaban tomando préstamos extranjeros en forma creciente para financiar las salidas de capital privado. Es difícil evaluar la magnitud total de las salidas durante el período 1978 a 1982; las estimaciones varían de 20.000 a 30.000 millones de dólares<sup>41</sup>. En 1981, en el curso de un cambio de presidentes militares, la sobrevaluación forzó, en última instancia, una depreciación. Desde principios de 1981 hasta fines de 1983, cuando Alfonsín asumió el poder, se produjo una depreciación acumulada del tipo de cambio de 240%. Por supuesto, esta depreciación fue casi totalmente nominal, aún cuando eliminó gran parte de la revalorización real anterior. En este período, varios ministros de economía trataron de contener la inflación ante los grandes déficits presupuestarios, el shock de la deuda, la guerra de Malvinas y las elecciones.

Quizás el episodio más interesante en este período fue el que se produjo durante los meses de junio a agosto de 1982, inmediatamente después de la guerra de Malvinas, cuando Dagnino Pastore y Domingo Cavallo intentaron lograr la estabilización e impulsar una política de crecimiento, licuando el valor real de las deudas por medio de las tasas de interés real marcadamente negativas y convenios salariales. La disciplina salarial se derrumbó rápidamente y se designó un nuevo equipo económico para el resto de período de la transición del gobierno militar. La tasa de inflación se elevó desde el 187% en 1982 hasta 380% en 1983. El Cuadro 15 muestra que durante este período los salarios reales se incrementaron notoriamente y la producción dio muestras de recuperación, aún cuando no volvió al nivel de 1980. El déficit presupuestario registró alguna mejora, aunque su interpretación se complica por el hecho de que las pérdidas por las garantías cambiarias del Banco Central forman parte del déficit publicado.

40. Aquellos que desconocen la historia están condenados a repetirlo: no sólo Aridor en Israel, quien ignoraba las lecciones de Argentina dos años atrás, sino también Martínez de Hoz, quien desconocía los intentos fallidos de estabilización basados en el tipo de cambio de las hiperinflaciones alemana y austríaca. Un período de revalorización del tipo real de cambio como consecuencia del intento de estabilizar la inflación basándose en el tipo de cambio, es sumamente común en las economías con la alta inflación.

41. Las estimaciones se derivan comparando el incremento en la deuda externa bruta, ajustado por el cambio en las reservas, con la cuenta corriente acumulada. La diferencia representa el incremento de los activos argentinos en el exterior. Resulta una posible sobreestimación si los gastos militares y de turistas en el extranjero no se publican en su totalidad en las estadísticas oficiales. Ver Dornbusch (1985a) y Banco Mundial (1985).

Cuadro 15

## INDICADORES MACROECONOMICOS DE LA ARGENTINA

|   | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 |      |                  |
|---|------|------|------|------|------|------------------|
|   |      |      |      | I    | II   | III              |
| Producción industrial <sup>a</sup> .....  | 80   | 88   | 91   | 85   | 83   | 79               |
| Salario real <sup>b</sup> .....           | 80   | 100  | 120  | 136  | 131  | 112              |
| Déficit presupuestario <sup>c</sup> ..... |      | 12   | 11   | 11   | 12,5 | 2,0 <sup>f</sup> |
| Inflación <sup>d</sup> .....              | 187  | 380  | 659  | 847  | 993  | 250              |
| Tasa de interés real <sup>e</sup> .....   | 0    | 3,1  | 1,1  | 1,7  | -5,4 | 5,7              |

<sup>a</sup>1980 = 100. <sup>b</sup>1983. <sup>c</sup>Incluyendo al Banco Central, porcentaje del PNB. <sup>d</sup>Tasa anual del IPC. <sup>e</sup>Tasa de interés efectiva real, porcentaje mensual, usando el IPM como deflactor. <sup>f</sup>Meta; para resultados, ver la tabla siguiente.

Fuente: Carta Económica.

El gobierno de Alfonsín inició su gestión económica con el pie equivocado. Se permitió que los salarios reales aumentaran, a pesar de que ya se habían incrementado considerablemente al finalizar el período del gobierno militar. No se llevó a cabo ninguna corrección del presupuesto y la inflación llegó a casi el 700%. Las relaciones con los bancos acreedores se volvieron cada vez más tirantes a medida que se incrementaba la magnitud de los intereses atrasados y se agudizaban los debates sobre la deuda externa. Un convenio *stand-by* con el FMI, contraído en enero de 1983, fue cancelado en enero de 1984. Todo 1984 representa una transición hacia la hiperinflación.

*El Plan de junio 1985:* La aceleración del proceso inflacionario y las dificultades para renegociar la deuda llevaron a principios de 1985 a un cambio de gestión y de enfoque. Se intentó una política de gradualismo bajo un nuevo programa del FMI que se inició en diciembre de 1984. Tal programa implicaba recortes del presupuesto y depreciación real, los cuales se pusieron en vigencia. Pero el deterioro de la actividad económica y la falta de respuesta de la inflación llevaron, en los meses de abril y mayo de 1985, a la búsqueda de un nuevo programa.

La pérdida de confianza en el gradualismo y la renuencia para aceptar los preceptos de austeridad sugeridos por el FMI llevaron a la concepción del Plan Austral. El plan es resultado de un ingenioso equilibrio entre los fundamentos de la austeridad monetaria y fiscal y el pragmatismo, ausente en los programa al estilo del FMI. Su aspecto pragmático consiste en adoptar controles salarios-precios, como característica central de la lucha contra la inflación. El Plan Austral se puso en vigencia el 14 de junio de 1985. Sus características fundamentales son las siguientes:

- Como medida preliminar, se aumentaron los precios del sector público y se procedió a una aguda devaluación. Se impusieron aranceles de exportación y derechos de importación.

- Se establecieron controles de salarios y precios hasta nuevo aviso.

- El gobierno se comprometió a no emitir para financiar los gastos de tesorería. El déficit presupuestario debía disminuirse a través de medidas impositivas y la reducción del gasto.

—Se instrumentó un mecanismo de desagio para ajustar los contratos de préstamos pendientes a la cesación no anticipada e inmediata de la inflación. Fue la primera vez en que se usó este procedimiento —discutido anteriormente como una posibilidad teórica— en un plan de estabilización.

—Se introdujo una nueva moneda —el Austral— y se fijó en ₳ 0,8 su relación con respecto al dólar. La moneda anterior siguió circulando, y una parte de la misma se marcó con el nuevo símbolo del Austral.

—El programa fue aceptado por el FMI y se inició el proceso de la reorganización de la deuda con los bancos acreedores. Circuló el rumor de que el patrocinador del programa fue el Presidente de la Reserva Federal, Paul Volcker.

En primer término, vale la pena preguntarse: ¿de dónde surgieron las ideas con las cuales se elaboró el plan? Existen pocas dudas de que el equipo económico —el Ministro de Economía, Juan Sourrouille, el Secretario de Finanzas, Mario Brodersohn, los dos Subsecretarios Adolfo Canitrot y José Luis Machinea— fueron sus principales arquitectos. Pero lo que es especialmente interesante subrayar es el extraordinario cuidado y la atención a la experiencia histórica que se tuvieron en cuenta en el diseño del plan. Sin duda, los estudios estaban bien avanzados ya en abril, y al respecto, consustanciados con las medidas aplicadas en otros programas de estabilización, hasta el punto de haberse diseñado ya las medidas precisas que se iban a tomar. Los autores del plan conocían perfectamente las experiencias europeas de los años 20, especialmente la estabilización de la hiperinflación alemana.

No es sorprendente que la mayoría de las características del plan puedan encontrarse en el exitoso experimento alemán, en lugar de vincularlo con las ideas reciente surgidas en Latinoamérica o en otra parte<sup>42</sup>. En especial, la idea de controlar el proceso de la reducción de la tasa de inflación por medio de la fijación del tipo de cambio constituye una característica clave del programa alemán. Pero la Argentina fue más lejos, ya que se impusieron, además, controles sobre salarios y precios. Tales controles fueron impuestos porque el equipo no perdió de vista la experiencia catastrófica del Ministro de Economía, Martínez de Hoz, cuando recurrió a los tipos de cambio en la lucha contra la inflación sin elaborar una política complementaria de ingresos, que condujo a una importante sobrevaloración del tipo de cambio, fuga de capitales y, finalmente, el colapso del programa. Aún cuando el equipo optó por los controles de precios, existía preocupación y escepticismo acerca de su efectividad, debido a que no se disponía de ningún aparato formal de fiscalización, ni podía establecerse a corto plazo. Quizás eso también fue buena suerte, porque, como parece, el hecho de que los precios tengan alguna posibilidad de ajuste elimina la amenaza de desabastecimientos o una estampida de precios una vez abandonada la política de control.

En sólo tres meses, la perspectiva desesperada cambió por completo. Lo más impresionante, las encuestas sobre la opinión pública recogieron

<sup>42</sup> A pesar de las muchas semejanzas, las estabilizaciones argentina e israelí fueron concebidas en forma independiente.

una aprobación a la política emprendida en un 80%. Aún cuando las elecciones de noviembre de 1985 no le dieron a Alfonsín la victoria con la cantidad de votos que él esperaba, recibió un sólido mandato para avanzar, cimentar la estabilización y volver a poner al país en pie.

Por supuesto, es demasiado prematuro predecir el éxito final. Gran parte del proceso de estabilización es provisional y las decisiones más difíciles están por venir. Se logró reducir el déficit del presupuesto por un incremento intenso de todos los precios del sector público y un aumento de los derechos sobre exportación e importación. Estas medidas elevaron los ingresos, mientras el congelamiento de precios contribuyó al incremento de la recaudación real por la eliminación de la erosión inflacionaria del rendimiento impositivo. De la misma manera como en Alemania de los años 20, estas medidas suministraron un ingrediente crítico en el éxito inicial del plan de estabilización en la Argentina. Los salarios reales bajaron en más del 20% desde el año precedente. Todo ello explica las expectativas de que el déficit en las cuentas públicas, que era de cerca del 12% del PNB a principios de 1985, disminuya a sólo el 2.0% el año próximo. El Cuadro 16 muestra las cifras del presupuesto para 1983 y 1984, así como la proyección para 1985.

Cuadro 16

EL DEFICIT PRESUPUESTARIO DEL SECTOR PUBLICO EN ARGENTINA,  
1983-1985  
(porcentaje de PNB)

|                                  | 1983 | 1984 | 1985           |                |      |
|----------------------------------|------|------|----------------|----------------|------|
|                                  |      |      | Año            | Mitad          |      |
|                                  |      |      | 1 <sup>a</sup> | 2 <sup>a</sup> |      |
| Ingreso                          | 21,7 | 22,5 | 25,3           | 21,5           | 27,2 |
| Gasto                            | 32,1 | 30,7 | 28,8           | 29,0           | 28,5 |
| Déficit                          | 10,4 | 8,2  | 3,5            | 7,5            | 1,3  |
| Déficit consolidado <sup>a</sup> | 11,5 | 10,9 | 6,0            | 12,0           | 2,5  |

<sup>a</sup>Incluye las operaciones del Banco Central de la R.A.

Fuente: Banco Central de la R. Argentina.

Los derechos a la exportación de los bienes agrícola-ganaderos han constituido largo tiempo la fuente más importante de los recursos públicos, pero esta situación conspira contra la productividad, crecimiento e ingreso de divisas. La imposición regular, fundamentada en una base amplia como la riqueza, el ingreso o gasto, debería reemplazar a los impuestos *ad-hoc* que alimentan actualmente la amplia brecha del presupuesto.

El segundo problema es la tasa real de interés. Debido a que el gobierno se ha comprometido a no crear dinero sino teniendo en cuenta los resultados del balance de pagos, el stock real de dinero representa menos de la mitad de su nivel de hiperinflación, y de aquí que las tasas de interés sean extremadamente elevadas. La tasa real sobre préstamos oscila dentro del margen de 40 a 60% por año. Es un problema serio, porque el costo del crédito excede la rentabilidad de las inversiones, lo que lleva a la acumula-

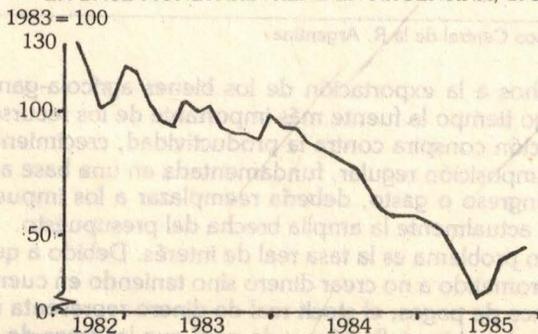
ción de deudas que se tomarán morosas de persistir las tasas elevadas<sup>43</sup>, un deterioro de la estabilidad financiera y una caída en la actividad. Si las tasas reales de interés continúan manteniéndose a niveles tan elevados, llegará inevitablemente un momento en que el gobierno se verá forzado o bien a reducir explícitamente el valor contable de la deuda o bien a producir una explosión inflacionaria, como en 1982, que licue el valor real del endeudamiento excesivo.

La elevada tasa real de interés constituye un desafío extremadamente arduo para las autoridades. Considerando la existencia de un tipo de cambio fijo y de controles de salarios y precios, un incremento del 69% del stock monetario en la base monetaria (85% para M1 y 68% para M4) entre junio y septiembre de 1985, parece totalmente fuera de lugar con una política antiinflacionaria creíble cuando el nivel de precios aumentó tan sólo en el 11%, durante el mismo período. Uno podría sentirse tentado a pensar que el programa está destinado a fracasar dentro de un lapso breve porque el dinero está creciendo con tanta velocidad, salvo que en todas las estabilizaciones se encuentran tasas de crecimiento del dinero similares y aún más rápidas.

La Figura 11 muestra por qué la tasa de interés puede mantenerse alta a pesar de las tasas de crecimiento monetario mencionadas arriba. La base monetaria real disminuyó durante el período de escalada inflacionaria. En aquel período, el rápido crecimiento del dinero y el crédito fue superado por el crecimiento aún más rápido de los precios. Pero cuando se produjo la estabilización, cambió la dinámica del dinero y los precios: el tipo de cambio fijo, los precios fijos del sector público y los controles de salarios y precios congelaron sustancialmente el nivel de precios. El compromiso de no emitir dinero congeló la base monetaria, excepto por la entrada de divisas a través de los préstamos externos o la repatriación de los activos argentinos en el exterior —y existen pocas perspectivas de su repatriación rápida.

Figura 11

## LA BASE MONETARIA REAL EN ARGENTINA, 1982-1985



<sup>43</sup> La ineficiencia del sistema bancario argentino es un problema de gran envergadura. Se sostiene que, para los bancos comerciales, el costo medio de administrar los depósitos supera al 1.5% mensual. Con un nivel de precios estable y en un interés nulo sobre los depósitos, ello representa una tasa mínima real de interés de un 18% anual.

En estas condiciones, la base monetaria real fue la misma el día anterior a la reforma y el día posterior, de la misma manera que la tasa de interés nominal. Pero la desaparición de la inflación implicó que la tasa de interés real se fuese por las nubes. Además, se mantendría en ese nivel a menos que el gobierno encontrara una manera de expandir la base monetaria. Pero, como se observó anteriormente, la expansión de la base implica el riesgo de pérdida de credibilidad. Cualquier pérdida de credibilidad se haría visible inmediatamente en el mercado paralelo de cambio extranjero donde se realizan las transacciones no autorizadas a la tasa oficial. Consecuentemente, el gobierno afrontaría dificultades crecientes para mantener la tasa oficial. El efecto probable dentro de un período muy breve sería un rebrote inflacionario. De este modo, la credibilidad es un problema muy serio. Pero el nivel elevado de las tasas reales de interés constituye otro problema que se presenta igualmente amenazante. Por lo tanto, el gobierno debe encontrar un curso medio entre las dos formas de perder la credibilidad—expansión crediticia demasiado amplia o demasiado pequeña<sup>44</sup>.

La norma política para Argentina parecería, por lo tanto, la siguiente: seguir una política de expansión de los agregados monetarios a través del *crédito privado*, sujeto a la restricción de que cuando el mercado paralelo reaccione sensiblemente, detenerla inmediatamente. No existe ningún daño irreparable que surja de tratar de licuar la economía hasta el punto más lejano posible. En verdad, existe todavía exceso de capacidad en la economía argentina. Pero la credibilidad es un resultado. Por esta razón, una reforma fiscal temprana, asegurando que la fuente presupuestaria subyacente de expansión monetaria ha sido eliminada, liberaría las manos del gobierno para la reactivación económica a través del *crédito privado*.

El tercer tema que se plantea es cómo abandonar los controles de salarios y precios sin que resurja la inflación. Sin duda, será necesario eliminar estos controles antes de que el desabastecimiento se transforme en un problema importante. Pero al liberar los precios, el problema que se plantea es prevenir una estampida de los mismos, seguida de una estampida de salarios susceptibles de eliminar la reducción ya alcanzada en los salarios reales. Quizá la única opción sea la de liberalizar las importaciones y recurrir a la competencia efectiva de las importaciones para contener los incrementos de precios. Esa es una estrategia muy riesgosa, ya que puede originar desempleo y provocar, escasez de divisas. Pero una renovada explosión inflacionaria y las huelgas para recomponer los salarios reales son una perspectiva mucho peor.

Por supuesto, la liberalización de importaciones y un tipo de cambio fijo frente a una inflación en curso —11% acumulado entre junio y septiembre de 1985— son, con mucha razón, un punto muy delicado en Argentina. El experimento anti-inflacionario bajo el ministerio de Martínez de Hoz dejó al país en una situación económica muy difícil y ningún diseñador de políticas

<sup>44</sup> Una diferencia notable entre las estabilizaciones israelí y argentina es que el público presta muy poca atención en Israel a las medidas referentes al stock de dinero. Fue posible, por lo tanto, incrementar el stock sin provocar efectos adversos sobre las expectativas.

económicas puede estar interesado en repetir este experimento. Pero hay una diferencia importante. La posición competitiva de Argentina ha mejorado durante el último año. Especialmente, la devaluación que precedió a la estabilización dejó espacio para alguna erosión durante el período de estabilización. Una revalorización tal, después de una depreciación real inicial, se produjo en la mayoría de las estabilizaciones exitosas examinadas en el presente trabajo.

Pero las revalorizaciones reales tuvieron lugar también en las estabilizaciones que fracasaron y de aquí la necesidad de hacer de la reforma presupuestaria el punto clave de la estabilización. Para prevenir el rebrote inflacionario, los objetivos primarios inmediatos de política económica deberían mantenerse en incrementos de salarios y depreciación de la moneda nulos. La eliminación de impuestos a las exportaciones es un medio para mejorar la competitividad sin necesidad de variar el tipo de cambio. La liberalización selectiva de los derechos de importación sobre materias primas y otros insumos industriales contribuiría a reducir costos sin provocar efectos adversos sobre el empleo nacional, moderando así la presión inflacionaria ulterior.

#### IX. CONCLUSIONES

El Cuadro 17 brinda un resumen comparativo de las características de las estabilizaciones. Comenzamos sacando unas pocas conclusiones fundamentales, y luego comparamos las recientes estabilizaciones israelí y argentina con los intentos previos.

Los puntos claves son el presupuesto, el tipo de cambio y el dinero. Los déficit presupuestarios fueron reducidos significativamente en cada una de las estabilizaciones, pero no fueron totalmente eliminados en todos los casos. En la estabilización austríaca, los empréstitos exteriores aseguraron un respiro de dos años durante el cual se equilibró el presupuesto, después de una aguda disminución inicial; en la estabilización italiana, persistió un gran déficit que correspondía a un 10% del PBN. Sin embargo, con la actividad económica en rápido crecimiento y una deuda nacional pequeña, el gobierno italiano pudo autofinanciarse con facilidad sin recurrir a la creación de una base monetaria inflacionaria. Además de los recortes del gasto, se produjo en todos los casos una ganancia presupuestaria significativa para el gobierno por la reducción en las pérdidas impositivas reales producidas por la inflación.

El tipo de cambio fue fijo en todas las estabilizaciones, excepto la italiana, donde, en principio, se permitió que la lira flotara. Aún aquí, después de unificar efectivamente los tipos de cambio libre y oficial, las autoridades intervinieron para mantener el tipo de cambio en una franja angosta, y mantuvieron los controles cambiarios. La fijación del tipo de cambio puede ser una condición necesaria de la estabilización, pero, sin duda, no es una condición suficiente, como lo demuestran los fracasos de los intentos de estabilización a través de la fijación del tipo de cambio en Alemania, Austria, Polonia, Israel y Argentina. Las estabilizaciones exitosas comienzan normalmente con una devaluación real sustancial seguida durante el período inicial del programa por una revalorización real a medida que los precios aumentan

*Cuadro 17*  
RESUMEN DE LAS CARACTERISTICAS DE DIFERENTES ESTABILIZACIONES

|                                 | Alemania 1923  | Polonia 1924  | Polonia 1926/27                      | Austria 1922                                     | Italia 1947              | Israel 1985   | Argentina 1985   |
|---------------------------------|--|---|--------------------------------------|--|--------------------------|---|--|
| Presupuesto                     | Equilibrio después de unos pocos meses.  | Mejora temporal.                                      | Excedente                            | Reducción, préstamos externos.                   | Gran déficit permanente. | Disminución del déficit de 17 a 8% del PNB.                       | Disminución del déficit de 12 a 3% del PNB.                    |
| Reforma monetaria               | Sí, Rentenmark; en 1924, marco de oro.   | Sí  | No                                   | Más tarde  | No                       | No  | Sí   |
| Tipo de cambio                  | Depreciación inicial, luego fijo.  | Fijo por 1 año  | Estabilizado                         | Estabilizado; pequeña revalorización nominal.    | Estabilizado de facto.   | Fijo  | Fijo   |
| Control cambiario               | Sí   | Sí  | No                                   | --   | Sí                       | Sí  | Sí   |
| Crecimiento monetario           | 700% en 2 meses, duplicándose luego durante el año siguiente.                      | Rápido durante tres trimestres; cero durante 6 meses. | 2% mensual durante el año siguiente. | 5% mensual durante el año siguiente.             | Levemente menor.         | Aumento de 75% en M2 en 2 meses; disminución del crédito nominal. | Aumento de M4 del 40% en 4 meses; otros M 60% aproximadamente. |
| Inflación                       | Detenimiento inmediato; signos de deflación inicial.                               | Casi 0 en 6 meses                                     | Detenida de inmediato.               | Detenida de inmediato, más tarde inflación leve. | Deflación.               | Disminución al 3% mensual en 3 meses, 1% mensual en 6 meses.      | Disminución al 2% en 4 meses.                                  |
| Controles de salarios y precios | Incierto en cuanto a los precios, ningún control general sobre salarios y precios. | No  | No                                   | No   | No                       | Sí  | Sí   |

(Continuación)

|   | Alemania 1923   | Polonia 1924                         | Polonia 1926/27  | Austria 1922                                    | Italia 1947                                 | Israel 1985   | Argentina 1985   |
|---|---|--------------------------------------|--|---|---|---|--|
| Empréstitos externos                                      | La discusión comenzó unos pocos meses después de la estabilización. Empréstito Davis un año más tarde.  | Sí                                   | Sí, con supervisión extranjera.  | Sí, con supervisión de la Liga de las Naciones. | Expectativas favorables del Plan Marshall.  | Sí  | Acuerdo stand by con el FMI, Plan Baker.   |
| Restricciones sobre el presupuesto o la emisión monetaria | No monetización de déficits, asignación inicial de crédito al gobierno en un monto fijo: requerimiento marginal de reservas sobre la emisión monetaria. | No emisión monetaria para el Tesoro. | No emisión monetaria para financiar al gobierno y requerimientos de reserva. | Sí  | Algunas                                     | A efectivizarse más tarde.                          | No emisión monetaria para el gobierno; techos restrictivos del crédito bajo el Plan del FMI. |
| Tasas reales de interés                                   | 11.5% un mes, disminuyendo un mes más tarde y durante los 6 meses siguientes.   | ---                                  | ---  | Suben   | Suben, caen.                                | Muy altas durante 3 meses, luego disminución aguda. | Suben marcadamente, 6% por mes, después de 4 meses.  |
| Tipo de cambio paralelo                                   | Cae durante un mes; debajo del oficial después de 8 meses.  | ---                                  | ---  | ---   | Desaparece la prima, se unifican los tipos. | La prima del 20% cae al 8% en 4 meses.              | Prima del 15-20%   |

REGIONAL DE LAS CARACTERÍSTICAS DE DIFERENTES ESTABILIZACIONES

Cuadro 11

(Continuación)

|                                       | Alemania 1923  | Polonia 1924   | Polonia 1926/27 | Austria 1922              | Italia 1947 | Israel 1985  | Argentina 1985   |
|---------------------------------------|--|----------------|-----------------|---------------------------|-------------|--|--|
| Salario real                          | Sube agudamente.   | ---            | ---             | ---                       | Sube.       | Disminuye agudamente.  | Disminuye agudamente, se eleva.                                |
| Desempleo                             | Sube agudamente luego cae, elevándose una vez más durante la restricción crediticia. | Sube.          | Sube.           | ---                       | Sube algo.  | Sube levemente   | Sube.  |
| Tipo de cambio real                   | Revalorización real después de una depreciación real inicial.                        | Se revalorizó. | Se revalorizó   | Subió.                    | ---         | Depreciación real seguida por una pequeña revalorización real. | Depreciación real seguida por una pequeña revalorización real. |
| Recortes en los subsidios             | ---  | ---            | ---             | ---                       | ---         | Grandes recortes   | ---  |
| Problemas de empresas públicas        | Corrección del déficit en correos y ferrocarriles del Estado, recortes en el empleo. | ---            | ---             | ---                       | ---         | ---  | Problema más importante.                                       |
| Fracasos en estabilizaciones previas. | 1921; febrero-marzo de 1923.   | 1921           | 1924            | Algunos intentos en 1922. | No          | Sí   | Muchos   |

mientras que el tipo de cambio se mantiene fijo. Sin la sobredevaluación inicial, el resultado de la revalorización crearía un problema para la balanza de pagos.

Quizá la lección que menos se ha tenido en cuenta en el análisis de los procesos de estabilización, es la necesidad de imprimir dinero después de estabilizar. En última instancia, después que la economía se remonetiza, el crecimiento monetario vuelve a niveles bajos. Pero como lo señala Sargent (1982) y otros que han estudiado este tema, el crecimiento inicial de la oferta monetaria es rápido. De modo que cualquier paquete de decisiones que haga un culto excesivo al crecimiento monetario limitado, para asegurar la credibilidad está buscando dificultades. El tema se relaciona con las altas tasas reales de interés —característica común de todas las estabilizaciones— que continúan manteniéndose hasta provocar recesiones serias o violación de los límites al crecimiento monetario. Una de las ventajas de enfocar el tipo de cambio y el presupuesto como metas intermedias de políticas, es el de apartar la atención del dinero, donde el camino requerido para la estabilización no es el que parece acertado a los que creen en una teoría cuantitativa simple. Después de una hiperinflación, la teoría cuantitativa parece satisfactoria y, puede, de hecho, interpretar las expectativas del sector privado.

En varias estabilizaciones se introdujeron restricciones legales sobre la emisión monetaria y/o los déficits presupuestarios. No se puede juzgar su eficiencia sin evaluar la situación política y legal en cada país, pero surge claramente del caso polaco que tales restricciones pueden evadirse en formas inusuales.

Los empréstitos externos o la perspectiva de obtenerlos aparecen en todas las estabilizaciones. En el período anterior a la Segunda Guerra Mundial, fueron en algunos casos una señal y no el reflejo de una necesidad inherente —el polaco de 1927 es un buen ejemplo—. Sin embargo, el empréstito externo ofrece, en general, la tranquilidad de que el tipo de cambio podría representar un testimonio de que los gobiernos extranjeros están favorablemente impresionados por el plan de estabilización como para apostar por su éxito.

De modo típico, las estabilizaciones originan desempleo, resultado de restricciones crediticias. Preguntar si el desempleo es inevitable equivale a preguntar si pueden evitarse restricciones crediticias y altas tasas reales de interés. Ante tasas reales negativas en muchas de las inflaciones, un aumento en la tasa real es frecuentemente inevitable. Es menos obvio que la tasa tenga que ser elevada. Como una estabilización exitosa no es comunmente resultado de un primer intento, pueden necesitarse tasas reales elevadas durante algún tiempo. El éxito de la estabilización italiana de 1947 en el primer intento con un deterioro relativamente pequeño y tasas de interés nominales bajas respalda el enfoque de que las tasas reales elevadas son el precio pagado por los efectos de los errores previos de las expectativas. El surgimiento de desempleo posterior a una estabilización no significa que la situación hiperinflacionaria previa fuera mejor, pero sí que no es creíble prometer una deflación sin costes aún cuando sea una estabilización originada en el desorden económico.

Los dos intentos de estabilización en curso, los de Israel y de Argentina, difieren en varios aspectos de los casos de los años 20. La diferencia fundamental reside en su esfuerzo de desplazar de inmediato la economía a una nueva posición de equilibrio con inflación baja a través de los controles de salarios y precios implementados simultáneamente con las medidas de orden macroeconómico —el recorte en el presupuesto, la devaluación y la fijación subsiguiente del tipo de cambio— para hacer viable el nuevo equilibrio con baja inflación. También difieren en que las economías argentina e israelí estaban en una posición mucho mejor que Alemania, Austria y Polonia en la década de 1920.

No hemos tratado hasta el momento el tema de la credibilidad, el cual ha recibido mucha atención, de modo especial en la estabilización argentina. El modelo de equilibrios múltiples con expectativas racionales está presentado en la Sección I. Sus fundamentos no son necesariamente suficientes como para contener la tasa de inflación. Sin embargo, no queremos exagerar. Tanto en el caso israelí como en el argentino, los gobiernos no habían llevado a cabo previamente políticas que podrían haber producido tanto una inflación baja como una elevada.

Pero una vez los principios a salvo, aún subsiste un problema de credibilidad. El tema de la credibilidad puede entenderse mejor considerando un gobierno que inicia un programa de estabilización susceptible de causar desempleo, pero que está dispuesto a abandonarlo si el desempleo alcanza un nivel considerable. Si éste lo lleva a cabo o no, depende de la rapidez de la respuesta de precios y salarios, o más bien de la posibilidad de detener la inflación a través del mecanismo de desempleo de la curva de Phillips. El hecho de que esto ocurra o no bien puede depender de la convicción del sector privado de que se trata de un intento de estabilización serio.

En este enfoque, las estabilizaciones modernas tratan de poner en cortocircuito el problema de las expectativas del sector privado usando controles para desplazar salarios y precios rápidamente al equilibrio con inflación baja. Esta elección no se hace sin ignorar las distorsiones que pueden causar los controles de salarios y precios, sino, por el contrario, se basa en el juicio de que las distorsiones en los precios relativos durante los controles temporarios que llevan a la estabilidad son muchos menos costosos que el desempleo que, de otra manera, habría de enfrentar para disminuir la inflación.

El uso de controles de salarios y precios no elimina el dilema de la credibilidad —puesto que, en última instancia, han de ser levantados— pero le da al gobierno más tiempo para demostrar que se han realizado cambios fundamentales de política económica. Mientras tanto, como lo vimos ya, el hecho de la estabilidad de precios contribuye a mejorar de inmediato el presupuesto, eliminando la erosión inflacionaria de la recaudación impositiva. Pero a menos que los gobiernos israelí y argentino alcancen rápidamente niveles del déficit presupuestario sostenibles sin financiación inflacionaria y

logren mantenerlos, sus estabilizaciones estarán destinadas al fracaso<sup>45</sup>. El fracaso podría ser resultado no sólo de la imposibilidad de disminuir el gasto existente o la de elevar los ingresos<sup>46</sup>, sino también del hecho de mantener la presión recesiva por demasiado tiempo.

Rudiger Dornbusch y Stanley Fischer

#### REFERENCIAS

- BAFFI, P., "Monetary Developments in Italy from the War Economy to Limited Convertibility, 1935-1958". *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, vol. 47, 1958, pp. 399-483.
- BANK OF ISRAEL REPORT, Jerusalem 1985.
- BAUMGARTNER, W. S., *Le Rentenmark*. Paris 1925.
- BLACK, Fischer, "Uniqueness of the Price Level in Monetary Growth Models with Rational Expectations". *Journal of Economic Theory*, vol. 7, 1974, pp. 53-65.
- De BORDES, J. van Walré, *The Austrian Crown*. Nueva York 1924. Reimpreso Nueva York 1983.
- BRESCIANI-TURRONI, C. *The Economics of Inflation*. Londres 1937.
- BRUNO, M. S. FISCHER, *The Inflationary Process in Israel: Shocks and Accommodation*.

<sup>45</sup> Los opositores a los controles de salarios y precios argumentan que los controles mismos frecuentemente sustituyen y no complementan los cambios fundamentales de política. Esta observación es correcta, pero ello no significa que no deban usarse conjuntamente con un paquete de medidas sólidas de estabilización. Rockoff (1984, p.246) concluye su libro sobre los controles de salarios y precios en USA: "Son un remedio a usarse para calmar el dolor y tranquilizar al paciente, mientras que la restricción monetaria y la reforma de nuestros asuntos fiscales constituyen el tratamiento fundamental... Quienes toman las posturas extremas de ambos lados del debate están equivocados. Los controles son más que un mero placebo. Pero nunca serán una droga maravillosa para una economía enferma, inflacionaria".

<sup>46</sup> Las proporciones en que se apliquen estas medidas depende de los detalles del presupuesto en cada país.

- NBER Working Paper Series. No. 1483. Cambridge (Mass). 1984. A aparecer en: Y. B. Poth, comp. *The Israeli Economy: Maturing Through Crisis*. Cambridge (Mass). 1986.
- *Expectations and the High Inflation Trap*. 1985, no publicado, manuscrito.
- CAGAN, Ph. "The Monetary Dynamics of Hyperinflation". En: M. Friedman, comp. *Studies in the Quantity Theory of Money*. Chicago (111), 1956, pp. 23-117.
- DORNBUSCH, R., *Argentina Since Martínez de Hoz*. NBER Working Paper Series. N° 1466. Cambridge (Mass) 1984.
- [1985a], "External Debt, Budget Deficits, and Disequilibrium Exchange Rates". En: G. W. Smith y J. T. Cuddington (comp.), *International Debt and the Developing Countries*. Washington, D. C., 1984, pp. 213-235.
- [1985b], *Stopping Hyperinflation: Lessons from the German Experience in the 1920s*. NBER Working Paper Series, N° 1675. Cambridge, Mass, 1985.
- FISCHER, S., "Monetary Policy in Israel". *Bank of Israel Economic Review*, N° 53, 1982, pp. 5-30.
- [1984a] "The Economy of Israel". En: K. Brunner y A. Meltzer (comp.), *Monetary and Fiscal Policies and Their Application*. Amsterdam, 1984, pp. 7-52.
- [1984b] "Israel Inflation and Indexation". En: J. Williamson, comp. *Inflation and Indexation: Argentina, Brazil, and Israel*. Washington, D. C., 1984, pp. 57-85.
- FLOOD, R. P. Jr. y P. M. GARBER. "Collapsing Exchange-Rate Regimes: Some Linear Examples", *Journal of International Economics*. Vol. 17, 1984, pp. 1-13.
- FOA, B. *Monetary Reconstruction in Italy*. Nueva York 1949.
- GAERTNER, F. "Die Stabilisierung der Osterreichischen Krone". En: M. Palyi, comp., *Geschichte der Stabilisierungsversuche*. Schriften des Vereins für Socialpolitik, 165. Berlin 1923, pp. 47-77.
- GRAHAM, F.D., *Exchange, Prices and Production in Hyper-Inflation: Germany 1920-1923*. Princeton 1930. Reimpreso: Nueva York 1967.
- GUNTHER, G., *Polnische Währungspolitik von 1924 bis zur Zlotystabilisierung*. University of Breslau, Tesis 1931.
- HEILPERIN, M.A., *Le probleme monétaire d'après-guerre et sa solution en Pologne, en Autriche et en Tchecoslovaquie*. Paris 1931.
- HILDEBRAND, G.H., *Growth and Structure in the Economy of Modern Italy*. Cambridge (Mass), 1965.
- HIRSCHMAN, A.O., "Inflation and Deflation in Italy", *The American Economic Review*, Vol. 38, 1948, pp. 598-606.
- INTERNATIONAL FINANCIAL STATISTIC (IFS). Washington, varios números.
- INTERNATIONAL SECRETARIAT OF ECONOMIC SERVICE, *International Abstract of Economic Statistics 1919-1930*. Londres 1934.
- KEYNES, J.M., *A Tract on Monetary Reform*. Londres 1923. Reimpreso: Londres 1971.
- KRUGMAN, P.R., "A Model of Balance-of-Payments Crisis". *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 11, 1979, pp. 311-325.
- LANDAU, Z. y TOMASZEWSKI, J., "Poland between Inflation and Stabilization, 1924-1927". En: G.D., Feldman et al. (comp.), *The Experience of Inflation*. Berlin 1984, pp. 270-294.
- LEAGUE OF NATIONS, *The Course and Control of Inflation*. Génova 1946.
- LUTZ, F.A. y LUTZ, V.C., *Monetary and Foreign Exchange Policy in Italy*. Princeton (N.J.) 1950.
- De PABLO, J.C., *Política Económica Argentina*. Buenos Aires 1982.
- ROCKOFF, H., *Drastic Measures. A History of Wage and Price Controls in the United States*. Cambridge (Mass.), 1984.
- SARGENT, Th., "The Ends of Four Big Inflations" En: R.E., Hall (comp.), *Inflation: Causes and Effects*. Chicago 1982, pp. 41-97.
- N.W., "Rational Expectations and the Dynamics of Hyperinflation". *International Economic Review*, Vol. 14, 1973, pp. 328-350.
- SIMPSON, E.S., "Inflation, Deflation and Employment in Italy". *Review of Economic Studies*, Vol. 17, 1949/50, pp. 203-225.
- SMITH, L., "The Zloty, 1924-1935". *Journal of Political Economy*, Vol. 44, 1936, pp. 145-183.

SOKOLER, M., *The Inflation Tax on Real Balances, The Inflationary Subsidy on Credit, and Their Effects on the Inflationary Process in Israel*. Bank of Israel, Research Department. Jerusalem 1985. Manuscrito no publicado.

WILLIAMSON, J., (comp.) *Inflation and Indexation*, Cambridge (Mass.), 1985.

WIRTSCHAFT UND STATISTIK. Varios números.

BANCO MUNDIAL, *Argentina. Economic Memorandum*. Washington, D.C., 1985.

YAEGER, L.B. y asociados, *Experience with Stopping Inflation*. Washington 1981.

YOUNG, J.P., *European Currency and Finance*. Vols. I and II. Washington 1925.