

Tipo de documento: Tesis de maestría



Departamento de Economía. *Maestría en Economía Aplicada*

Planes de Estabilización: Enfoques y Ancclas críticas

Casos de Estudio

Autoría: Alegre, Diego

Fecha: 2024

¿Cómo citar este trabajo?

Alegre, D. (2024). *Planes de Estabilización: Enfoques y Ancclas críticas. Casos de Estudio*. [Tesis de maestría. Universidad Torcuato Di Tella]. Repositorio Digital Universidad Torcuato Di Tella
<https://repositorio.utdt.edu/handle/20.500.13098/13227>

El presente documento se encuentra alojado en el Repositorio Digital de la **Universidad Torcuato Di Tella** bajo una licencia Creative Commons Atribución-No Comercial-Compartir Igual 4.0 Internacional
Dirección: <https://repositorio.utdt.edu>

UNIVERSIDAD TORCUATO DI TELLA
DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA
MAESTRÍA EN ECONOMÍA APLICADA

Planes de Estabilización:

Enfoques y Anclas críticas

Casos de Estudio

Alumno: Diego Alegre

Tutor: Marcelo Celani

26 de mayo de 2024

Índice

1. Introducción

2. Marco Teórico.

- 2.1. Conceptos, Teorías y herramientas.
- 2.2. Tipos de inflación: Inflación inercial, Baja-Media-Alta-Hiper y Crónica
- 2.3. Trilema Mundell - Fleming
- 2.4. Anclas Nominales
- 2.5. Plan de Estabilización: ortodoxo / heterodoxo / gradual / shock

3. Estudio de Casos

- 3.1. Argentina, Plan Austral 1985,
- 3.2. Argentina, Plan de Convertibilidad 1992
- 3.3. Brasil, Plan Cruzado 1985
- 3.4. Brasil, Real 1993
- 3.5. Israel 1985
- 3.6. Argentina 2024 – Primeros 4 meses de la Presidencia de J. Milei.
- 3.7. Comparación de casos exitosos vs Plan Argentina 2024

4. Conclusiones y aprendizajes

5. Bibliografía.

6. Apéndices

- a) Teorías
- b) Curva de Phillips, Señoraje, Curva de Laffer, Efecto Olivera/Tanzi Trilema Mundell - Fleming
- c) Caso de hiperinflación.
- d) Caso Anclas Monetarias.
- e) Caso de control de la inflación por intervención en el TC y agregados monetarios
- f) Planes Ortodoxos y Heterodoxos a lo largo del siglo.
- g) Planes ERBS y MBS en Argentina.
- h) Cuadro comparativo de planes analizados.

7. Gráficos

- a) Argentina, Plan Austral 1985 y Plan de Convertibilidad 1992
- b) Brasil, Plan Cruzado 1985
- c) Brasil, Real 1993
- d) Argentina 2024 – Primeros 5 meses de la Presidencia de J. Milei.

1.Introducción:

Este es un trabajo en donde se analizan planes de estabilización de Argentina (Austral 1985 y Convertibilidad 1992), Brasil (Cruzado 1985 y Real 1994), e Israel (1985).

La idea es analizar cada uno de los planes a la luz de:

- La clasificación ortodoxo y heterodoxo de cada plan, en función del trabajo de Dornbush y Simonsen (1987).
- Al mismo tiempo queremos evaluar las anclas nominales (monetarias, cambiarias, salario o precios fijos) de cada plan y si fueron mantenidas a lo largo del tiempo. Para ello seguiremos la metodología de Calvo y Vegh (1999), al tiempo que también investigaremos la clasificación de M. Fernández. (Estabilizaciones permanentes y transitorias utilizando el tipo de cambio y la cantidad de dinero como anclas nominales, 2021)
- Se buscará evaluar el desempeño de cada plan en función de cada una de las variables sensitivas de la Economía (Actividad, desempleo, tasa de interés, nivel de salarios, endeudamiento, etc.)
- Evaluaremos si cada programa fue exitoso en sus objetivos iniciales de bajar la inflación, atento la situación recibida y los apoyos de los grupos de interés y presión de la economía.
- Asimismo, por cada plan determinaremos si el mismo fue consistente, para ello seguiremos la metodología desarrollada por Mundell y Fleming en su famoso Trilema (1973).

Finalmente haremos una comparación entre los planes de estabilización y lo comparemos con los objetivos y definiciones iniciales del plan de estabilización que se está desarrollando en Argentina en este momento (26 de mayo de 2024) por el presidente J. Milei y el ministro de Economía L. Caputo.

Consideramos que esta parte final se volvió sumamente relevante de conocer, ya que, al investigar sobre los planes de estabilización realizados por el país, como así también en otros países del mundo, podremos identificar los elementos críticos para construir un plan exitoso.

Sabiendo esto podremos también evaluar si programa de estabilización que se está implementando en la Argentina a inicios de 2024, tiene la consistencia para ser exitoso y sacar al país de más de una década de inflación crónica, estanflación y un estado que ejerce una gran presión fiscal y control sobre la economía, que impide que sus ciudadanos mejoren su nivel de vida.

2.Marco Teórico

2.1. Conceptos, teorías y herramientas

La financiación inflacionista, es la imposición que el público encuentra más difícil de evadir e incluso el gobierno más débil puede hacer cumplir. Keynes (1924).

Un sistema fiscal ineficaz puede hacer óptimo recurrir al impuesto inflacionario. Vegh (1992)

La inflación es la suba generalizada y sostenida de los precios. Para M. Friedman la inflación es en todo momento y en todo lugar un fenómeno monetario (Friedman 1962).

Primero vamos a explicar la oferta y demanda dinero, para luego detallar la teoría cuantitativa de la inflación:

Oferta de dinero: Es determinada por el Banco Central (BC) al controlar la base monetaria formada por:

- el efectivo y los depósitos que tienen los bancos en el BC,
- los depósitos que tiene el público a través de los depósitos y el efectivo que prefiere mantener,
- los depósitos que tiene los bancos a través del coeficiente de reservas que tienen que mantener.

Hay límites en la oferta dado que los particulares no pueden emitir moneda, sólo el estado es quien tiene el poder de emitir circulante.

Denominaciones que recibe la oferta de dinero.

- M1, está formada por el circulante más todos los depósitos en cuenta corriente.
- M2, abarca M1 más las cajas de ahorro, etc.
- M3, es M2 más plazos fijos.

Demanda de dinero: Explica por qué los individuos y las empresas conservan dinero. Es un stock de dinero de saldos reales que el público quiere tener a la vista.

Otra definición, es la cantidad de medios de pagos que el público quiere tener en términos líquidos para realizar transacciones. Las razones para mantener dinero son para transacciones (compras o pagar deudas) y para demanda de activos.

La demanda de dinero:

- Aumenta cuando se eleva el ingreso, pues se desea comprar más, aumentan

precios y demanda más dinero.

- Disminuye cuando sube el tipo de interés (aumenta el costo del dinero por lo tanto las personas no quieren tenerlo). Busco ganancias por colocaciones financieras ante un tipo de interés elevado generará que la demanda de dinero cae.
- Los bancos compran o venden instrumentos influidos por la necesidad del público de tener dinero o la política monetaria del BC (controlando la oferta a través de operaciones en el mercado).
- Si la política monetaria del BC se endurece (Hawkish) ocasiona la elevación de los tipos de interés. Si la relaja (Dovish), disminuye los tipos de interés.

Un ejemplo de política monetaria del BC es cuando es muy contractiva, aquí sube la tasa de interés. Entonces los agentes económicos pasarán de sus cuentas en la caja de ahorro, M2, y construirán plazos fijos (M3). Esto provoca que, cae la oferta monetaria (M2), por caída de la demanda de dinero. Al tener mayor costo el dinero, la gente desarma sus tenencias y realiza colocaciones a plazo fijo (M3).

Teoría Cuantitativa de la inflación: Para este enfoque la velocidad de circulación del dinero es constante. Por otro lado, la cantidad producida es la de pleno empleo. Esto concluye que el aumento de los precios es igual al aumento de la cantidad de dinero en la economía. Al aumentar la cantidad de dinero financiando el déficit fiscal se produce una expansión en la demanda agregada que presiona sobre los precios.

Fisher (1911), toma la Teoría Cuantitativa de Jean Bodin (1568) y le da una perspectiva Macroeconómica. Esta nos dice que el valor de las transacciones que se realizan en una economía es igual a la cantidad de dinero existente en esa economía por el número de veces que el dinero cambia de manos:

$$P * Q = M * V \text{ donde:}$$

P = nivel de precios; Q = nivel de producción; M = cantidad de dinero. (comúnmente expresada por el agregado M2, que es igual al circulante más los depósitos a la vista); V = velocidad de circulación del dinero, número de veces que el dinero cambia de manos.

Esta ecuación nos dice que la cantidad de bienes que produce una economía por el precio de sus bienes tiene que ser igual a la cantidad de dinero de esa economía por la velocidad de circulación de dicho dinero.

¿Supongamos que sube el precio del petróleo, que debería producirse en la economía para que el mercado de dinero siga en equilibrio?

$$P * Q = M_2 * V$$

En principio, en el corto plazo las cantidades (Q) quedan fijas, por lo tanto, al elevarse los precios (P), tiene que existir un ajuste en el término ($M2 \cdot V$). La teoría dice que la velocidad (V) es estable en el tiempo, ya que depende de cuestiones culturales, medios tecnológicos, usos y costumbres, con lo cual no es algo que cambie de un día para otro porque cambie un precio.

De esta forma al mantenerse la velocidad (V) y las cantidades (Q) constantes, ante un cambio en los precios la única variable que puede moverse para mantener el equilibrio es la cantidad de dinero (M2). De esta forma M2 debe aumentar.

¿Cómo sucede esto en la práctica? Ante un aumento de los precios, una persona necesita más dinero en sus manos. La persona tiene un plazo fijo (en M3), lo desarma y se lleva los pesos, elevando el M2. De esta forma vuelve el equilibrio en la fórmula/identidad. El aumento de precios por lo tanto genera un aumento de las cantidades de dinero y esto es bidireccional, se puede dar antes por un aumento del precio generado por un shock externo en los precios o puede darse también un aumento de precios porque antes el BC emite dinero para financiar el Gobierno.

Ahora la demanda de dinero es en términos nominales, porque las cantidades (Q) siguen siendo las mismas. Si dividimos ambos términos de la ecuación ($P \cdot Q = M2 \cdot V$) por P y pasamos al otro término V, tenemos:

$$Q / V = M / P.$$

Esta ecuación nos da el equilibrio en el mercado de dinero, donde M/P se lo llama saldos reales, no dinero nominal, pues el dinero lo demanda para las transacciones. Al ver la fórmula podemos decir que, si emitimos, aumentamos la cantidad de dinero en la economía M, pero no aumentamos los saldos reales porque este es igual a M/P . Y esto es importante porque nosotros debemos buscar el equilibrio en el mercado de dinero y ese M2 es el resultado de la oferta y la demanda de dinero. Es un agregado monetario, que es el resultado de un montón de interacciones en el mercado y no lo puede determinar el BC, porque tiene un componente endógeno que depende de los depósitos, que depende de los préstamos, que depende de la demanda.

Esto pasa también con la base monetaria. El BC puede emitir 1000\$ pero el banco comercial solicita solo 800\$ y te deposita 200\$ en el BC, porque no los quiere. En solo 24 hs te reducen la base monetaria a 800\$. De esta forma la base monetaria tiene un componente endógeno de la demanda de dinero.

Si por ejemplo la inflación en diciembre creció un 25%, es razonable que la base monetaria crezca en enero un 25%?

- Si, porque al ser la inflación un 25% los saldos reales fueron los mismos. La base monetaria en términos reales no creció por lo tanto estuvo bien la emisión para mantener el equilibrio en el mercado de dinero dado la cantidad

de bienes y servicios producidos. Ahora si la demanda nominalmente te pide emitir ese 25% de base monetaria y el BC no lo realiza, se produce una caída de la actividad, porque no hay pesos para las transacciones que en el pasado se realizaban.

- Luego si emito 10% de la base monetaria, y los precios aumentan un 25% quiere decir que la velocidad aumentó, y esto es generado porque cayó la demanda de dinero. La gente no quiere la plata y se deshace de ella en forma acelerada.

De esta forma los agregados son variables nominales y van a ir siguiendo la emisión y esto debería, si no pasa nada, seguir la evolución de los precios, para de esta forma no afectar la actividad de la economía.

Luego tenemos el enfoque Monetarista de la inflación que toma conceptos de lo mencionado en la teoría cuantitativa. Sostiene que la inflación se genera por el exceso de crecimiento de la cantidad de dinero. El FMI sostiene que la inflación es la consecuencia de un crecimiento excesivo de la demanda agregada nominal en comparación con la tasa de crecimiento del producto potencial real (Blejer 2002). Para evitar esto se sostiene que medidas monetarias y fiscales contractivas son el medio para controlar la inflación (Friedman 1962).

Por otro lado, el aumento de la tasa de interés tiene un efecto contractivo. Esto genera o provoca una caída de la inversión y del consumo, es decir cae la demanda agregada generando o desactivando la presión sobre los precios (Friedman 1962)

En términos generales uno de los aumentos más sensibles de la demanda agregada se da por el incremento del gasto público. Si el Gobierno no tiene ingresos fiscales, y tiene cerrado el acceso al crédito debe financiarse con emisión. De esta forma le pide dinero al BC. El BC emite para financiar el déficit fiscal y también para acompañar el crecimiento natural del PIB o para aumentar la cantidad de dinero cuando la demanda de dinero baja.

Las medidas de baja de la inflación se orientan en la baja del déficit fiscal, que se justifica pues si no se financia con ahorro o deuda, se financia con emisión, y esto genera un efecto expansivo en la demanda agregada a través de un exceso de la oferta de dinero (Kieguel 1986)

En el Apéndice A presentamos un cuadro con la posición de los principales enfoques en donde agregamos la perspectiva Keynesiana, Estructuralista y la de la Escuela Austriaca.

Ahora vamos a analizar la Curva de Phillips, Señoraje, Curva de Laffer, Efecto Olivera/Tanzi y su relación con la inflación. En el Apéndice B explicamos estos conceptos. Lo relevante aquí es:

- a) Curva de Philips: Esta curva nos indica que si queremos bajar el índice de desempleo debemos resignar puntos de inflación, es decir la inflación debe aumentar para reducir el desempleo. En los años 60/70, el control de la inflación era por una política contractiva que disminuía la inflación a partir de una menor actividad y elevando el desempleo. De esta forma como el empleo estaba determinado por la actividad se determinaba una relación inversa entre inflación y actividad. Muchas veces existen políticas expansivas que generan inflación con el objetivo de incrementar la actividad y tener mayor empleo, no obstante, en regímenes de alta inflación la economía no te da más actividad y el aumento de actividad es indiferente al incremento de la inflación, podemos emitir y generar altas inflaciones, pero la economía no va a tener un crecimiento real de su actividad. En altas inflaciones la curva es plana, más inflación no genera mayor actividad.
- b) Señoreaje e impuesto inflacionario: El Señoreaje aparece cuando alguien tiene la potestad de emitir y de financiar al tesoro. El gobierno, al tener el monopolio de la emisión, compras bienes y servicios de manera gratuita. En la práctica la emisión la realiza el BC y se la da al Gobierno para que pague sus gastos como Adelantos transitorios. Estos adelantos son deuda el Gobierno/Tesoro con el Banco Central.

Señoreaje	Impuesto inflacionario
<i>Impuesto inflacionario + señoreaje puro es igual al señoreaje total</i>	Lleva detrás el concepto que la inflación siempre es causada por la emisión
<i>Señoreaje puro es la emisión monetaria que necesita la demanda</i>	También lleva el concepto que es el diferencial de precio para realizar la misma transacción. O lo que es lo mismo, para hacer la misma transacción necesitas más dinero.
<i>Al tener un componente endógeno está atravesado por la Curva de Laffer</i>	Ese dinero extra es el impuesto inflacionario.
<i>Corresponde al poder comprar bienes y servicios de manera gratuita por tener el monopolio de la emisión monetaria</i>	El estado te cobra ese dinero con la inflación
<i>Los bancos comerciales también tienen señoreaje generado por los depósitos a la vista de sus clientes.</i>	Hoy para comprar lo mismo necesitas más dinero.

- c) Curva de Laffer; Esta curva se puede aplicar al impuesto inflacionario y nos dice que el que emite dinero cobra el impuesto inflacionario hasta el punto máximo de la curva, luego si sigue emitiendo aumenta la inflación, pero deja de cobrar el impuesto inflacionario. El público no quiere el dinero emitido y se refugia en otra moneda cayendo la demanda de dinero de la moneda doméstica. En situaciones de alta inflación o hiper baja fuertemente el cobro del impuesto inflacionario.

- d) Efecto Olivera/Tanzi: El efecto ocurre en los periodos con elevada inflación. Con elevadas inflaciones los gastos corrientes del Estado aumentan en forma similar a la inflación, no obstante, en la recaudación impositiva el aumento es un poco más tarde, es decir tiene cierta demora, con la cual lo recaudado por el estado en términos reales es inferior a la erogación ya realizada en el pasado. Es por ello por lo que el Gobierno tiene menor poder de compra por el dinero recaudado.

Para finalizar entonces esta sección podemos decir que:

- Corroboramos por la Teoría cuantitativa que un incremento de precios debe seguir a un incremento de la cantidad de dinero para que la economía siga en equilibrio. Esta incidencia es bidireccional.
- Si emitimos dinero por encima de lo que requiere la economía, el gobierno tendrá un ingreso por Señoreaje. Este se determina por el impuesto inflacionario y la emisión del periodo (Señoreaje Puro)
- La Curva de Laffer nos dice que podemos seguir emitiendo, pero llega un momento que el impuesto inflacionario no es capturado por el Gobierno y comienza a bajar. Esto se debe a que cae la demanda de dinero y se comienza a transaccionar en otras monedas.
- El efecto Tanzi-Olivera muestra que la inflación y el retraso en la recaudación reducen los ingresos del Estado, obligando a financiar gastos con nueva emisión. La desinflación lenta y la caída en la demanda de dinero afectan las cuentas fiscales.

2.2 Tipos de Inflación: Inflación inercial, Baja-Media-Alta-Hiper y Crónica

Inflación inercial

La inflación inercial es el fenómeno en donde la inflación de hoy tiene un componente de la inflación de ayer, es decir de la inflación pasada. Esto se da por el mecanismo de ajuste que suelen tener los procesos inflacionarios.

Inflación baja

- Generalmente es de un dígito anual, puede elevarse, pero no dura mucho
- No tienen inercia. Se produce para evitar recesiones, aumentar el empleo
- Para estabilizarla se utilizan metas de inflación y con la regla de Taylor se define la tasa.
- El dinero mantiene la función de reserva de valor, de unidad de cuenta y de medio de cambio. La economía se indexa en función de la inflación pasada.

Inflación media

- Puede generarse por diferentes razones. Shock por subida de precios internacionales que luego generan problemas en la economía doméstica elevando la inflación y afectando los precios relativos internos, aumento de costos y sueldos.
- También se genera por emisión para comprar reservas y mantener el TC estable y luego esa emisión se esteriliza aumentando la tasa de interés doméstica que afecta el crédito y la demanda agregada. Luego, se comienza a indexar la economía en función de la inflación pasada aumentando la inercia inflacionaria.
- La política monetaria comienza a ser entonces acomodaticia. Es acomodaticia cuando un BC busca hacer crecer la economía y reducir el desempleo reduciendo la tasa de interés o inyectando dinero a la economía, son medidas que buscan incrementar la oferta monetaria distorsionando el equilibrio en el mercado de dinero.
- El dinero pierde la función de reserva de valor y la economía se indexa por el valor de TC, en tiempo real, ya no por la inflación pasada, sino por el valor del TC de mercado.

Inflación alta

- Se dispara por sucesos puntuales (guerras, shocks, emisión descontrolada)
- La financiación del gasto se torna compleja y comienza la emisión descontrolada.
- El TC comienza a manifestar los desequilibrios de la economía, y comienza a devaluarse progresivamente la moneda.
- La economía comienza a indexarse con mayor frecuencia. Los aumentos de precios y salarios pasan a ser mensuales o semanales. Los actores se acostumbran a la indexación
- Los rendimientos macro (crecimiento, empleo) comienzan a erosionarse y pasan a ser malos. La economía tiende a indexarse y se estabiliza siempre en niveles de nominalidad mayor.
- La relación entre la inflación y la actividad se debilita, hay incrementos de sueldos y precios, pero no baja el desempleo. Se rompe entonces la curva de Phillips que pasa a ser plana.
- El dinero pierde la función de reserva de valor y de unidad de cuenta, quedando solo como medio de cambio, la economía se indexa por el TC futuro esperado.

Hiperinflación:

- Philip Cagan (1956) señala que hay hiperinflación cuando existen 3 meses seguidos con una inflación mayor del 50% mensual. También señala que termina la hiper, cuando la inflación cae por debajo del 50% y se mantiene por debajo de dicho valor por 12 meses seguidos.
- No hay inercia inflacionaria. La economía no se indexa, está dolarizada. Las causas son claras, y la necesidad de políticas de ajuste genera consenso.
- Se produce la destrucción de la moneda como reserva de valor, como unidad de cuenta y como medio de cambio.
- La hiperinflación termina abruptamente cuando todo está indexado al tipo de cambio fijo. La estabilización se logra con un cambio de régimen monetario.
- El costo en actividad y empleo es bajo.

En el Apéndice C evaluamos el caso de la Hiperinflación en Bolivia.

Inflación Crónica

Un sistema fiscal ineficaz puede hacer óptimo recurrir al impuesto inflacionario. Vegh (1989). Puede entenderse entonces que el impuesto inflacionario puede ser buscado por el Estado, pues al ser ineficaz su sistema fiscal la única forma de financiarse es con inflación crónica.

Vegh (1992) define la inflación crónica como la inflación persistente y más alta que los países industrializados.

Otra definición (Cagan 1956) es que las inflaciones crónicas son episodios en los cuales por varios años las tasas de inflación se ubican por encima del 100% anual. Caso Argentina desde 1974 a 1991. Es el periodo más alto de inflación registrado en el mundo.

No hay un claro diagnóstico de la sociedad sobre por qué se tiene inflación crónica. Vegh (1992).

Reinhart y Vegh (1994), sugieren que las políticas de estabilización deben ser complementadas con reformas estructurales, liberalización del comercio, la privatización de empresas estatales ineficientes y la mejora del marco institucional para la política fiscal y monetaria. Proponen un enfoque integral que combine políticas macroeconómicas y reformas estructurales para resolver la inflación crónica y restaurar la estabilidad económica.

Reducir la inflación crónica no es rápido ni fácil. Los controles de precios y salarios pueden ayudar, pero son difíciles de revertir. Al salir, la presión acumulada puede reavivar la inflación. Un ajuste fiscal es necesario, pero insuficiente; se requieren programas estructurales para eliminar la alta inflación crónica (Vegh, 1992).

Diferencias entre inflación crónica e hiperinflación:

<i>Hiper</i>	<i>Inflación Crónica</i>
<i>Inflación mayor al 50% por tres meses consecutivos</i>	No existe una definición cuantitativa. Siguiendo a Cagan podemos decir que es crónica si supera el 100% por varios años seguidos
<i>Se mide en meses</i>	Se mide en años
<i>Oscila libremente y acelera exponencialmente en 6 meses</i>	Generalmente no espiraliza.
<i>Inercia Cero</i>	Alta inercia para determinar la inflación en función de la inflación pasada, sustentada en que está establecida por los contratos, es decir está normatizada
<i>Provoca que todos los precios y servicios de la economía se denominan en dólares</i>	Se crean mecanismos de indexación y la sociedad se acostumbra a niveles mayores de inflación aumentando la frecuencia de la indexación para no perder frente a ella.
<i>Determinación de precios en función del TC futuro</i>	Determinación de los precios es en función de la inflación pasada
<i>Esto provoca que para estabilizar la hiper se fija el TC y se logra la estabilización casi inmediatamente. En este punto la curva de Phillips no funciona, más inflación no genera un salto de la actividad o menor desempleo.</i>	Los procesos de estabilización son más complejos y lentos. <u>Se tiende a implementar planes con anclas en el TC que al apreciarse por tener inflación inercial genera desbalance en la balanza de pago.</u>
<i>Origen fiscal evidente y la emisión para financiarlo.</i>	El origen fiscal no es tan evidente, puede generarse por shocks externos.
<i>Conciencia en política y sociedad para enfocarse en su eliminación a partir de atacar las causas y que se debe hacer el esfuerzo y ajuste contractivo de la economía.</i>	Baja probabilidad de éxito al no tener conciencia la sociedad y la política de la gravedad de la situación.

2.3 Trilema Mundell – Fleming



El gobierno/BC administra la política monetaria para mantener la estabilidad de precios y, en algunos países, un nivel de desempleo establecido. Según el

postulado de Mundell (1963) y Fleming (1962), ningún gobierno/BC puede manejar simultáneamente tres políticas sin causar una crisis.

Objetivos del Trilema de Mundell-Fleming:

- Libre movilidad de capitales: Flujos financieros sin regulaciones del BC
- Soberanía monetaria: Autonomía en decisiones de política monetaria, como tasas de interés y agregados monetarios.
- Tipo de cambio fijo o administrado: Puede ser una banda de flotación o micro-devaluaciones.

El BC debe elegir dos de estos objetivos y sacrificar uno para evitar crisis financieras. Las combinaciones posibles son:

- Lado A: Tipo de cambio fijo con libre movimiento de capitales (Ejemplo: Convertibilidad Argentina 1991).
- Lado B: Soberanía monetaria con libre movimiento de capitales (Ejemplo: países con metas de inflación y TC libre).
- Lado C: Tipo de cambio fijo con soberanía monetaria, sacrificando la libre movilidad de capitales (Ejemplo: Argentina 2019-2023)

Si estamos creando o analizando un plan de estabilización debemos conocer y entender este trilema pues permite encuadrarlo en algún lado del triángulo y observar si gobierno/BC ha sido consistente en la construcción del programa.

2.4 Anclas Nominales

Es muy importante las anclas nominales en los planes de estabilización para reducir la inflación, ya que proporcionan certidumbre sobre la política monetaria y fiscal. Blejer (1987)

Todo plan de estabilización requiere de anclas para que funcione correctamente, con ellas todos tienen una referencia y se tiene la confianza que todos los días los precios de los bienes y servicios son iguales a los del día anterior. Con ellas se logran bajar las expectativas sobre la inflación futura y orientar la economía hacia la baja de la inflación.

Ahora cuanto más sólida sea el ancla seleccionada menor será la inflación esperada y por ende menos subirán los precios. La implementación de anclas es crucial para cambiar la raíz de las expectativas inflacionarias y llevar estabilidad.

Existen diferentes tipos de anclas. Estas pueden funcionar una a la vez o también se pueden tener más de un ancla definida en el plan de estabilización. Las anclas pueden ser: Fiscales, Cambiarias, Monetarias e Institucionales.

Ancla fiscal: Al tener un ancla fiscal se da una señal a los agentes económicos. Pues propone reducir el gasto público y aumentar los impuestos y de esta forma demostrar que no se necesitará recurrir a la emisión monetaria para financiar el exceso del gasto público. El ancla fiscal debe tener dos perspectivas pues el déficit se da por dos lados.

- déficit de cuenta corriente, en donde los ingresos por recaudación de impuestos son menores a los gastos del gobierno. Para financiarlo el BC produce emisión monetaria por no tener acceso al crédito o mercado de deuda. Se genera una expansión monetaria en la economía.
- déficit cuasi fiscal, principalmente generado por el resultado de los interés cobrados y pagados por el BC al emitir y luego esterilizar el dinero creado. Siguiendo a Kiguel (1996), se puede dar por diferentes operaciones del BC:
 - o Emisión para financiar déficit fiscal y esterilización: El BC emite dinero para financiar al gobierno. Pero esta emisión genera inflación futura entonces el BC interviene en el mercado de bonos para quitar el dinero en el mercado. El dinero emitido es esterilizado por un bono que emite el BC que devenga un interés. Esta operación en el BC eliminó el pasivo creado al volver la base monetaria al BC, pero le queda en el activo un crédito con el gobierno de difícil cobro, y un pasivo convertido en un bono que devenga interés. Ese pasivo entonces es remunerado por un interés a los bancos comerciales generando el déficit cuasi fiscal. De esta forma la política de esterilización busca evitar la expansión monetaria. El déficit fiscal original genera inflación al emitir y aumentar la oferta de dinero y genera déficit cuasi fiscal a partir de la deuda que se crea para esterilizar dicha emisión. Es un efecto de segundo orden.
 - o Emisión para financiar compra de Reservas y esterilización: También puede emitir el BC para comprar reservas internacionales. Quedan entonces más bonos y más reservas, quedando el balance neutro en la medida que las tasas de rendimiento de las reservas y bonos (que esteriliza la emisión para comprar las reservas) sean iguales. Si la tasa de los bonos es mayor genera déficit cuasi fiscal.
 - o Remuneración de Encajes: Si el BC eleva los pasivos remunerados, estos generan intereses que a su vez generan emisión, esterilización y mayores pasivos remunerados.
 - o Seguros de cambio: El BC genera seguros por TC por los bonos que emite, estos pueden generar ganancias o pérdidas por la evolución del TC. El TC generalmente se eleva con la cual los seguros de cambio siempre han generado pérdidas cuasi fiscales para el BC.

- o Tipos de cambio múltiples: El spread entre el TC oficial y paralelo o comercial es un impuesto a las exportaciones y un subsidio a las importaciones. El efecto cuasi fiscal se produce si el BC es comprador o vendedor de divisas. Por ejemplo, en Venezuela donde el petróleo es público vender el petróleo el TC oficial genera un enorme déficit cuasi fiscal.
- o Prestamista de última instancia: Si bancos comerciales entran en crisis de solvencia, el BC, si su carta de constitución lo prevé, debe hacer frente y salir al rescate de estos bancos a partir de emitir dinero y cubrir el problema de solvencia generando déficit cuasi fiscal. Estos déficits se generan claramente en las crisis bancarias.

El tema es entonces cómo evitamos los déficits cuasi fiscales, tengamos presente que, al no estar en los presupuestos aprobados por el Congreso de cada país, el déficit cuasi fiscal tiene cierta discrecionalidad del gobierno de turno. Al igual que el impuesto inflacionario, el déficit cuasi fiscal es un poder que tiene el gobierno de financiarse sin control por parte del Congreso.

La eliminación del déficit fiscal y cuasi fiscal elimina la esterilización y provoca la baja de la tasa de interés doméstica de la economía, reduciendo el efecto de crowding out y canalizando el crédito hacia el sector privado.

Como conclusión entonces: Todo pasa por la salud fiscal, si evitamos el déficit fiscal, no hay déficit cuasi fiscal y debemos revisar la carta orgánica del BC y hacer una reforma monetaria para evitar las otras fuentes del déficit cuasi fiscal.

Ancla Cambiaría: El ancla cambiaria parte de un tipo de cambio fijo y se puede definir también una tasa de devaluación. Con ella se puede reducir la inflación rápidamente. Es muy importante para el éxito de un plan de desinflación, aunque solo puede servir de forma temporal.

Tiene como objetivo que los agentes económicos permanezcan en la moneda local. Para ello la tasa de interés en moneda local debe superar a la devaluación de la moneda. Esto desincentiva a quedarse en dólares y alienta a posicionarse en moneda local, mejorando la demanda de pesos locales por parte de los agentes económicos.

Cómo funciona el ancla en economías con alta inflación:

a. En hiperinflaciones: El ancla nominal básica siempre es el TC nominal, dado que todos los precios están expresados en dólares. De esta forma fijar el TC elimina la inflación inmediatamente y sin costos reales en la actividad o en el empleo.

b. En inflaciones crónicas, El uso del TC nominal como ancla es más complejo y difícil (Vegh 1992). Los precios y los salarios están expresados a la inflación pasada. De esta forma la inflación sigue su curso a pesar de tener anclado el TC. Esto provoca la apreciación del TC.

La apreciación real del TC y el déficit fiscal harán insostenible el programa de estabilización en el corto plazo. (Vegh 1992). La apreciación encarece los insumos nacionales en dólares, haciendo más caro producir, y genera menos incentivos para exportar, porque el productor recibe menos pesos por dólar vendido. Esto impacta en las reservas. Luego si ajustamos el TC para evitar la apreciación generaría una modificación brusca del tipo de cambio. Más inflación y problemas para el gobierno y BC.

En planes de estabilización, la depreciación debe superar a la inflación para que el tipo de cambio real alcance un valor de equilibrio. Sin embargo, esto rara vez se logra, y la apreciación cambiaria resultante fomenta el carry trade, provocando ataques especulativos, crisis cambiarias y problemas en la balanza de pagos.

Por último, la dolarización es una opción extrema del ancla cambiaria, donde un país pierde soberanía monetaria y no usa política monetaria para estabilizar el ciclo económico. Sin embargo, es muy efectiva para controlar la inflación. Por ejemplo, en julio de 2023, Ecuador tuvo una inflación del 2,2% versus 3% en USA.

Anclas monetarias: El control de agregados monetarios, como la base monetaria o M2, se usa para combatir la inflación alta. El Banco Central fija un objetivo para un agregado, dejando que la tasa de interés se determine endógenamente. Este enfoque fue común en los años 80/90 y es previo a las metas de inflación.

Se aplican los controles monetarios en la economía, cuando la tasa de inflación es media o alta, y es previa a los regímenes de metas de inflación. Esto se debe a que el control de agregados monetarios es mucho más riguroso y duro, generando una mayor contracción monetaria.

Por otro lado, también es bueno aclarar que el BC solo se pueden controlar o fijar un instrumento de política monetaria. Es decir, puede determinar la tasa de interés o la cantidad de dinero. Si quiere fijar las dos lo puede hacer solo en el corto plazo y en economías cerradas, en el mediano plazo se presentan fuertes inconsistencias.

En el apéndice D podemos ver un ejemplo real de control de Agregados monetarios.

Por último, las anclas monetarias en los programas exitosos no sirven para llevar la inflación crónica a la inflación de los países desarrollados. En este tipo de inflaciones los agentes económicos no se olvidan de la inflación e incorporan en sus expectativas la posibilidad que la autoridad monetaria vuelva a tener que financiar el déficit público con inflación. De esta forma el ancla fiscal es el ancla

que debe tener siempre la economía para no tener inflación (Vegh 1992). Se deben implementar anclas monetarias juntamente con el ancla fiscal.

Ancla Institucional: Es la independencia del BC. Esto es vital para construir estabilidad futura. Un BC independiente es una fuerte señal que no está subordinado a políticas expansivas por necesidades electorales del gobierno de turno. La autonomía permite una toma de decisiones más objetiva y libre de presiones políticas, fortaleciendo la confianza de los agentes económicos. Un BC independiente tiene como objetivo propio cuidar el valor de la moneda y para ello no debe financiar el déficit fiscal del gobierno.

Los planes de estabilización se pueden clasificar en función de las anclas que utilicen. Siguiendo a Mariano Fernández (2021) se pueden clasificar en:

ERBS: Exchange rate base stabilization program: Consiste en usar el TC como ancla nominal del sistema. El TC puede ser fijo, o cuando se ajusta el mismo con una tasa de devaluación. Esta tasa de devaluación puede ser pasiva (ritmo del crawling peg por la tasa de inflación del periodo pasado) o activa (el ritmo del crawling peg es definido por la autoridad monetaria. Este ritmo puede ser definido en rangos fijos o en rangos ascendentes).

Calvo comenta que con ERBS se obtienen estabilizaciones transitorias exitosas, pero existe un trade off entre recesión ahora o recesión después, en donde el gobierno deberá entender que si bien puede postergar el ajuste en el nivel de actividad este va a llegar después, y por otro lado que existen aspectos negativos que el TC fijo trae al proceso que deberán establecer políticas para mitigar. (Calvo, 1986).

La apreciación cambiaria entonces, la vuelta de la inflación y problemas en la balanza de pagos traerán nuevos problemas para ajustar o salir de dicho plan.

MBS: Money bases stabilization program; Consiste en utilizar un agregado monetario como ancla nominal. Se puede determinar que sea la cantidad de dinero. También se puede determinar que el grado de crecimiento de la cantidad de dinero siga un ritmo o porcentaje de crecimiento en función de alguna variable de la economía. (crecimiento del PIB, inflación pasada, etc.).

Regla de Taylor: La autoridad monetaria fija una regla de inflación. Si es la tasa de interés no hay ancla nominal. Se usa la tasa de interés como instrumento de política monetaria para que la tasa de inflación tenga una convergencia a una tasa o meta definida de inflación definida por la autoridad monetaria. Es un sistema que no se utiliza comúnmente para planes de estabilización de alta inflación, lo utilizan los países centrales para reducir la inflación desde niveles muy bajos, producidos por shock de oferta o de precios internacionales.

En el apéndice E, mostramos un ejemplo de control de la inflación por Intervención en el TC y agregados monetarios (Argentina 9-2018 - Sandleris)

Finalmente podemos resumir esta sección en:

- Todo plan de estabilización debe tener déficit fiscal cero.
- Sin ancla fiscal es imposible que sea exitoso.
- El plan debe ser creíble, de esta forma el ancla fiscal es clave.
- El BC debe ser independiente del poder político (poder Ejecutivo y Legislativa). Debe cumplir su rol, que debe ser cuidar el valor de la moneda
- En Países con alta inflación los controles de agregados monetarios deben estar por encima en la elección que las metas de inflación. Deben realizarse juntamente con anclas cambiaria fijas o administradas
- El tipo de cambio fijo ancla las expectativas inflacionarias. Pero queda apreciado si la inflación no baja rápidamente. Debe por ello acompañarse con el ancla fiscal y políticas de ingreso (controles de salarios, tarifas y precios).
- No obstante, estos controles deben desarmarse estratégicamente en el corto plazo para no volver a comenzar con el proceso inflacionario.

2.6. Planes de Estabilización, ortodoxo / heterodoxo / gradual / shock

Hasta aquí hemos explicado conceptos y teorías para analizar los planes de estabilización.

La necesidad de estabilizar o reducir la inflación surge en situaciones de alta inflación crónica, donde se percibe que algo anda mal comparado con otros países con baja o nula inflación.

La alta inflación refleja la impericia de los funcionarios y la contradicción entre sus discursos y el impacto del impuesto inflacionario en los sectores más desprotegidos.

Pocos instrumentos económicos funcionan y los gobiernos pierden margen de maniobra. Así, un plan de estabilización se vuelve indispensable.

Los planes de estabilización son un conjunto de medidas coordinadas para reducir la inflación media/alta crónica. Son anunciados públicamente por la autoridad monetaria o el área de economía del gobierno, buscando influir en las expectativas inflacionarias, modificar el proceso de formación de precios y quebrar la inercia inflacionaria.

Incluyen políticas macroeconómicas (fiscales, monetarias y cambiarias), políticas de ingresos (acuerdos de precios y salarios), políticas sobre la cuenta corriente, capital y balanza de pagos, políticas de endeudamiento y apoyos internacionales.

Enfoque Ortodoxo y Enfoque Heterodoxo

Para desarrollar un plan de estabilización podemos optar por un enfoque ortodoxo, heterodoxo o una combinación de ambos.

Los planes ortodoxos se caracterizan por: contracción monetaria, reducción del déficit fiscal, reformas estructurales (privatizaciones, independencia del BC, ley de déficit cero), acuerdo con el FMI, precios y salarios libres, tasas de interés libres, apertura comercial y liberación de la cuenta de capital.

Por su parte, los planes heterodoxos incluyen: control de capitales, políticas de redistribución, acuerdos con sindicatos, control o congelamiento de salarios y precios, fijación de tarifas públicas, tipo de cambio fijo, determinación de anclas nominales y normas para desindexar la economía.

Estos controles deben ser temporales. Dornbusch y Simonsen (1987) sugieren aplicar estos planes cuando la inflación es muy alta y crónica. Antes del congelamiento de precios y salarios, deben alinearse los precios relativos de la economía.

La heterodoxia es útil en planes de estabilización para eliminar la inflación crónica, pero sin un plan de salida, puede regresar a situaciones preexistentes (Dornbush y Simonsen 1987).

Dornbush y Simonsen (1987) plantean una matriz para clasificar los planes de estabilización:

		Austeridad Fiscal	
Política de ingresos		Si	No
	Si	HETERODOXOS	“POETAS”
	No	ORTODOXOS	“MAGOS”

Programas Heterodoxos: Tiene políticas de austeridad fiscal (ley de déficit cero o baja) y política de ingresos (congelamiento de precios y salarios). Ejemplos de este programa fueron: Convertibilidad en Argentina 1991 y plan de Israel 1985.

Programa Ortodoxo: Persigue objetivos de austeridad fiscal pero no tiene política de ingresos, es decir que no hay intervención al mercado y se controla la inflación con agregados monetarios. Muchos de estos planes son los de la década del 70 (tablita de Martínez de Hoz o tablita chilena) y eran auspiciados por el FMI.

Programa “Poeta”: Tienen programas de ingresos para intervenir la economía y bajar la inflación a partir de congelamientos de precios y salarios. Al no tener austeridad fiscal y TC fijo, se vuelve a la emisión y se generan crisis en la balanza de pagos por apreciación del TC. Ejemplo; planes en Argentina Austral 1985 y Plan Primavera 1988.

Programa “Magos”: Proponen bajar la inflación sin políticas de ingresos (congelamientos generales de precios y salarios) y ausencia de austeridad fiscal. Es imposible reducir la inflación en estos programas y terminan generalmente en crisis inflacionarias. Ejemplo: Argentina 2019/2023 (Alberto Fernández y Massa).

En el apéndice F podemos ver un cuadro con ejemplos de cada uno de estos planes en la historia mundial. Mientras que en el apéndice G podemos clasificarlos siguiendo a Fernández 2021 en ERBS y MBS.

Gradual o de shock

Los programas de shock surgen cuando la crisis explota y la sociedad exige soluciones urgentes. Son disruptivos y buscan resultados rápidos, como ley de déficit cero, cero emisión monetaria, aumento de tasas de interés, devaluación brusca del tipo de cambio, controles de precios y tarifas, y congelamiento de sueldos. Estas señales buscan demostrar que el proceso de desinflación será inmediato y permanente.

Los programas graduales sugieren un plan de mediano y largo plazo para reducir la inflación, evitando la contracción económica y el aumento del desempleo. Incluyen la reducción gradual del déficit fiscal, ajuste de tasas de interés, depreciación controlada de la moneda y eliminación de subsidios. La implementación por fases del programa en ciertos momentos lo diluye y distrae a la sociedad, quitándole la importancia determinante que tiene para equilibrar la economía y bajar la inflación.

Al analizar los planes de estabilización en distintos países, observamos que raramente se desarrollan de forma gradual. Los programas de shock son mejores que los graduales porque se enfocan obsesivamente en reducir la inflación, orientando todos los recursos del estado hacia esta meta y generando una poderosa convergencia entre los distintos sectores.

Comparemos los resultados en las variables de la economía de estos enfoques:

Variable	Programas Graduales	Programas de Shock
Crecimiento del PIB	Estabilidad o crecimiento bajo	Contracción inicial seguida de recuperación
Tipo de Cambio	Minidevaluaciones	Fuerte devaluación inicial Apreciación cambiaria
Tasa de Inflación	Descenso gradual	Fuerte baja
Déficit Fiscal	Reducción lenta	Intenta reducirla rápidamente Presiones Sindicales y políticas
Salario Real	Cae levemente	Se licua rápidamente Lenta recuperación sólo si aumenta actividad
Crecimiento del Desempleo	Sube levemente	Aumento Lenta recuperación sólo si aumenta actividad

Desarrollo propio en función de Dornbush y Simonsen (1987), Blejer (1987), Vegh (1992), Calvo y Vegh (1999)

Los programas de shock tienden a ser más duros, pues la baja del déficit de golpe afecta los salarios reales y pegan en el consumo y la actividad. No obstante, el éxito de los planes de shock estará en no crear nuevas distorsiones en las variables de la economía que impliquen nuevos ajustes que generen futuros saltos cambiarios y de la inflación.

Ahora es importante entonces señalar que existen condiciones previas para la implementación de estos enfoques:

<i>Plan de Estabilización Gradual</i>	<i>Plan de Estabilización Shock</i>
<i>Niveles altos de inflación crónica que no espiralizan</i>	La alta inflación está en la discusión diaria y el riesgo de llevar a niveles de hiper son reales
<i>No hay conciencia en la sociedad de la necesidad del ajuste Hay</i>	La sociedad ya no quiere inflación y le da mandatos de resolver el problema a sus gobernantes
<i>Existen mecanismos de indexación fluidos y aceptados</i>	La indexación, las regulaciones y los controles asfixian a la economía y está ya no tracciona.
<i>Existe una inercia inflacionaria que está naturalizada</i>	La inercia está atada al TC y es inmediata. El TC es muy inestable, Hay TC múltiples y brecha
<i>El déficit se puede financiar con deuda y funciona el Señoreaje</i>	El mercado de deuda está cerrado y la recaudación por Señoreaje comienza a debilitarse
<i>Determinación de precios es en función de la inflación pasada</i>	Determinación de los precios es en función del TC futuro
<i>Conciencia en política y sociedad para enfocarse en su eliminación a partir de atacar las causas y que se debe hacer el esfuerzo y ajuste contractivo de la economía.</i>	Al no ser clara la causa, la sociedad se enreda y confunde y la necesidad del ajuste está cuestionada, siempre aparece una política que puede resolverlo mágicamente.

Si la sociedad es consciente de la necesidad del ajuste para reducir la inflación y sabe que el programa de shock es temporal puede estar dispuesta a hacer el sacrificio necesario.

Prefieren una baja en la actividad ahora y crecimiento después. Junto con la baja de inflación, se implementan reformas en el sistema impositivo, laboral, productivo y mercado externo, para llevar la economía a un estadio superior de bienestar. Bien comunicado y respaldado por leyes, el proceso se fortalece y potencia.

Por último, resumimos entonces lo visto en esta sección:

- el plan debería incluir contracción monetaria y austeridad fiscal, es decir, eliminar o reducir significativamente el déficit fiscal.
- Debe tener un ancla cambiaria, con tipo de cambio fijo o administrado, y fijar precios y salarios para eliminar la inflación inercial.
- Ahora sin la parte ortodoxa (control de agregados y austeridad fiscal) y un tipo de cambio fijo, no se puede estabilizar, pero sin la parte heterodoxa (congelamiento) tampoco es suficiente.
- El secreto es combinar contracción monetaria, reducción del déficit fiscal, fijación del tipo de cambio, y congelamiento de sueldos y precios.
- Sin crisis, es difícil implementar políticas de shock, y a veces no se tiene toda la información para diseñar el plan, requiriendo ajustes a corto plazo.
- El líder debe comunicar con convicción, ser flexible para ajustar el plan y evitar distorsiones. El éxito está en los detalles y en la capacidad de adaptarse sin ser dogmático.

3. Estudio de Casos

3.1. Argentina: Plan Austral 1985

El país se volvió democrático en 1983 tras un gobierno militar que generó altos niveles de inflación, déficit fiscal, sin pagar la deuda externa y desequilibrios macroeconómicos, sumando más de 10 años de estancamiento.

En 1984, el gobierno acordó con el FMI un crédito que exigía devaluar el tipo de cambio, incrementar tarifas y restringir la oferta monetaria para reducir la inflación. Incapaz de cumplir las metas, el acuerdo colapsó. La inflación se aceleró, alcanzando en febrero de 1985 un 20,7%, en marzo un 26,5% y en abril un 29,5%. El tipo de cambio pasó de 266 a 673 pesos entre enero y mayo de 1985, esta fuerte devaluación impactó en los precios. Tras dos años de intentos fallidos, el presidente Alfonsín cambió a su ministro de Economía y se lanza el Plan Austral.

El plan recibió apoyo inicial tanto del Congreso como de algunos sectores sindicales y de la sociedad. No obstante, el gobierno no tenía un masivo apoyo de sindicatos y tenía una fuerte presión por parte de ellos para indexar salarios a la inflación. Sin dinero en las reservas del BC y con fuerte presión de Sindicatos comenzaba la experiencia del plan Austral para contener la inflación.

Según Dornbush y Simonsen (1987) el problema de Argentina era que los sindicatos están dentro del país y el dinero estaba afuera.

Antes de arrancar el plan de estabilización se devaluó la moneda un 15% y se aumentó tarifas públicas y aranceles a la importación y exportación, con el objetivo de estabilizar las cuentas públicas, y alinear ciertos precios relativos de la economía. En el marco de la congelación de precios y salarios estas acciones

eran importantes para el éxito del plan, pues evitaba una fuerte caída del salario real. Para los creadores del plan, la baja de la inflación haría recomponer los salarios reales que se habían caído. En el primer mes del plan los salarios se ajustaron de acuerdo con la inflación del mes anterior, esto también limitó las resistencias sindicales iniciales. (Frenkel y Fanelli 1987).

Paquete de medidas

El Plan Austral se lanzó en julio de 1985. Fue un plan heterodoxo de shock, con medidas urgentes e inmediatas que buscaban rápidamente la estabilización de la economía.

Estas medidas fueron:

- Nuevo Signo monetario. El Austral reemplazó a los pesos argentinos. La conversión se realizó a 1.000 pesos argentinos = 1 austral.
- Devaluación inicial del Tipo de Cambio
- Congelamiento del tipo de cambio para reducir expectativas inflacionarias. Según Fernández (2021) el plan era un típico ERBS con características heterodoxas.
- Medidas Ortodoxas:
 - o Reducción del déficit fiscal hasta llegar al 2,5% del PBI (Se encontraba en el 8%), mediante: aumento de las retenciones, aumento de tarifas, impuesto a contribuyentes de mayores ingresos, Necesidad de acceso a préstamos externos para financiar déficit del 2,5%
 - o Emisión monetaria decreciente. Se arrancaba sin posibilidad de emitir, sin acceso al crédito y sin poder generar el impuesto inflacionario (Frenkel y Fanelli 1987). El BC se comprometía a no financiar al gobierno
 - o Renegociación de la deuda con tenedores locales
 - o Renegociación de intereses vencidos de deuda externa
 - o Acuerdo con FMI.
- Medidas Heterodoxas:
 - o Congelamiento de precios, salarios y jubilaciones el primer día del plan y sin fecha de caducidad. Para el FMI esta medida era redundante dado que para bajar la inflación con no emitir dinero y tener déficit cero era suficiente. No obstante, lograron que el FMI apoyara esta medida. (Frenkel y Fanelli 1987)
 - o Frenar la inflación inercial, a partir del “desagio” y eliminación de las cláusulas de indexación de los contratos en pesos. El desagio era una tablita para quitar de los contratos la inflación futura que se entendía que iba a ser inferior. Esto le quitaba a la economía la fuerte inflación inercial que tenía. (Frenkel y Fanelli 1987)

- o Reducción de tasas de interés reguladas. Las tasas pasaron del 30% al 4%. Se pensaba que existirían retiros masivos del sistema bancario al reducir la tasa, pero esto no sucedió. (Frenkel y Fanelli 1987)
- o Para evitar distorsiones en el sistema financiero el gobierno llevó el plazo mínimo de permanencia de capitales financieros externos de 180 a 360 días. De esta forma no había libre movilidad de capitales.

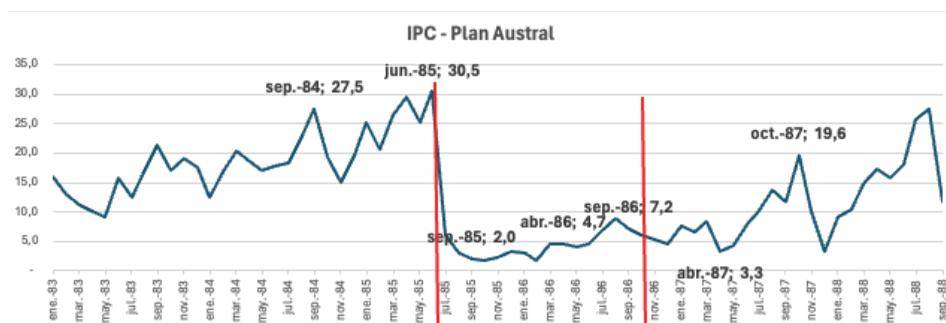
Las principales anclas nominales del Plan Austral fueron: el tipo de cambio fijo (80 centavos de Austral por USD) y el congelamiento de precios y salarios. Si bien las metas de disminuir la emisión monetaria era un ancla inicial al igual que la reducción del déficit fiscal, la imposibilidad de reducir esto ante la presión Sindical por ajustes de sueldos de inicio de 1986 hizo crecer el déficit y la emisión para financiarlo.

El plan y el trilema de Mundell

Al tener fijo el TC fijo y tener la meta de disminuir la emisión el plan debió tener libre movimiento de capitales. Esto no se produjo dado que las pocas reservas del BC impedían hacer frente a una disparada del USD. No obstante, la Autoridad Monetaria no cumplió la premisa de disminuir la emisión, en realidad elevó la cantidad de dinero la economía, con lo cual el plan tuvo fuertes presiones para aumentos de precios.

Resultado:

El Plan Austral duró aproximadamente un año, desde junio de 1985 hasta mediados de 1986. Tuvo buenos resultados iniciales en lo que respecta a la inflación:



El congelamiento y la desindexación hizo reducir la inflación fuertemente el primer año, aunque no desapareció. La inflación recorrió la fase típica de los planes ERBS. Cayó del 30% al 6% en el primer mes y luego se mantuvo baja hasta abril de 1986.

Miremos ahora los indicadores relevantes en forma anual del período:

	% de Inflación	Deficit Fiscal (Rdo Financiero) % PBI	% de crecimiento de PBI	Saldo Balanza de Pagos	TC Nominal - Australes	Base Monetaria	% Desempleo	Deuda Externa Mill USD	Reservas Internacionales Mill USD
	(a)	(b)	(a)	(b)	(a)	(b)	(a)	(b)	(b)
1983	433,7	(10,4)	4,3	3.688	1,1	19.760	4,2	31.709,0	3.204,9
1984	688,0	(8,7)	1,6	3.887	6,8	105.850	3,5	35.527	3.498,6
1985	385,4	(5,0)	(5,2)	4.884	60,2	515.390	5,3	40.868	6.005,0
1986	81,9	(4,1)	6,2	2.503	94,3	694.290	4,4	44.726	4.287,0
1987	174,8	(7,0)	2,7	1.001	214,4	1.351.900	5,3	51.793	3.430,2
1988	387,7	(7,9)	(1,1)	4.232	875,3	6.999.700	6,0	53.468	6.584,9

(a) Datos Word Bank

(b) Orlando Ferreres - 200 Años de Historia Económica Argentina

En el anexo A podremos ver los gráficos principales de las variables que explicamos a continuación:

PBI y desempleo: La economía había tenido un leve crecimiento en 1984, con alta inflación y un desempleo acotado. Luego de la implementación del plan y producto de la fuerte aceleración del primer semestre la economía cae en 1985 afectando el desempleo, para recuperarse al siguiente año. El tener el TC fijo afectó en 1986 la actividad al apreciarse el tipo de cambio, elevando las importaciones y afectando desde ese año la balanza de pagos.

Déficit fiscal: Los primeros meses de 1985 se baja el gasto del gobierno. A mediados de 1986 el déficit comenzó a subir y en 1987 había vuelto a niveles del 7%. Al relajarse el control del déficit se relajó el control de la inflación, al pasar la inflación del 81,9% anual en 1986 al 174,8% en 1987.

Si miramos el año 1985 y 1986 la reducción inicial del déficit hizo reducir el efecto Olivera-Tanzi en los ingresos fiscales que había en los años previos, principalmente en 1984 que tuvo una inflación del 688%. Esto mejoró las cuentas públicas de los meses iniciales del plan. Igualmente, al cierre del primer año el déficit era muy alto.

Es claro también que, al no reducirse la inflación a cero, los ingresos fiscales caían por la inflación, derivados de la actividad que tenía congelado los precios, esto hacía que aumentará el déficit que era financiado por emisión, planteando nuevamente el efecto Olivera-Tanzi que al principio del plan había desaparecido.

Tipo de cambio nominal: Se mantuvo el tipo de cambio fijo hasta abril de 1986, en ese mes el BC devaluó un 5% y luego se lo fue ajustando con minidevaluaciones para evitar la apreciación. No obstante, el TC paralelo al comienzo del programa se devaluó un 50%.

En abril de 1986 el gobierno presionado fuertemente por los sindicatos por la caída del salario real flexibilizó el plan. Para ello ajustó tarifas, flexibilizó el acceso al crédito, realizó una leve apertura comercial y redujo las retenciones a las exportaciones industrializadas. Esto generó competencia e inflación por precios retrasados.

Por otro lado, los precios internacionales de nuestros productos exportables cayeron un 20% provocando más déficit, más emisión y más inflación. Esta situación provocó que la base monetaria creciera fuertemente en 1986 y 1987 respecto a 1985, como vemos en el Anexo1. La explicación de la escuela monetaria muestra claramente la causa de la inflación y también la caída del plan Austral.

Fin del Plan Austral:

Aunque inicialmente tuvo cierto éxito en reducir la inflación, el Plan Austral fue considerado un fracaso debido a la reaparición temprana de la inflación, la fuerte emisión monetaria para financiar el déficit y el desencadenamiento de la hiperinflación en 1989. El Plan Austral enfrentó dificultades por la oposición sindical, política y la falta de convicción para erradicar el déficit fiscal.

El plan, que comenzó con un tipo de cambio fijo y una orientación ortodoxa (control fiscal y de cantidad de dinero) y heterodoxa (control de precios), quedó reducido a un tipo de cambio apreciado defendiendo la inflación.

La combinación (apreciación e inflación) de estos factores llevó al fracaso del plan y a una crisis económica aún mayor. El gobierno sabiendo de su fracaso lanza un nuevo Plan a mediados de 1988 (Plan Primavera).

3.2. Argentina: Plan de Convertibilidad 1991-2002

La década previa a la Convertibilidad fracasó en estabilizar la economía. Los Planes de Estabilización de 1985 y 1988 (Austral y primavera) no lograron resolver el problema, lo que derivó en la salida anticipada del gobierno de Alfonsín en julio de 1989 y la asunción de Carlos Menem. Los intentos iniciales del nuevo presidente no pudieron evitar dos hiperinflaciones en su primer año de gobierno.

En 1989, el gasto público representaba el 35,6% del PBI y el déficit fiscal superaba el 7% del PBI. El índice de precios aumentó un 3079%.

Menem, luego de casi dos años, ofrecer el Ministerio de Economía a D. Cavallo y lanzar el plan de Convertibilidad. El contexto (plan Bonex de 1989 y la devaluación del primer semestre de 1991) fueron acciones cruciales previas para su implementación y le brindó al plan un mayor grado de libertad.

La Convertibilidad, promulgada por el Congreso, recibió apoyo sindical y empresarial, aunque enfrentó resistencia gremial por las privatizaciones.

Paquete de medidas

El Plan de Convertibilidad se sancionó por ley el 27 de marzo de 1991. Fue un plan heterodoxo de shock, con medidas urgentes e inmediatas que buscaban rápidamente la estabilización de la economía.

Estas medidas fueron:

- La ley de convertibilidad: con paridad cambiaria fija y la exigencia de un respaldo total de la moneda en circulación. Las reservas de libre disponibilidad del BC en oro y divisas extranjeras serían por lo menos equivalentes a la base monetaria. La relación era 1 a 1. El peso se transformó en un vale por un dólar (Rapoport, 2000)
- Emisión monetaria: Se prohibió la emisión de dinero no respaldada en 100% por reservas de libre disponibilidad. Si bien podía incluir en dicha fórmula los títulos en dólares (valuados al TC de cambio de la convertibilidad), esta utilización era de muy bajo margen. Si no aumentaban las reservas no se podía ampliar la base monetaria (BM). Con la cual la emisión y absorción de base monetaria quedaba limitada al ingreso y egreso de divisas, siendo entonces la oferta monetaria una variable exógena, no controlada por el BC.
- Financiamiento: Independencia del BC por ley. El BC no podía emitir para financiar al gobierno, ya que la base monetaria debía seguir las reservas por ley. Esto llevaba implícito que se debía bajar el gasto público. Al no poder emitir para financiarlo y no poder devaluar por ley, la única forma de financiación era con deuda y si esta no existía debía el estado eliminar el déficit.
- Nuevo Signo monetario; Se estableció el peso como moneda de curso legal, equivalente a 10 000 australes, fijando un tipo de cambio de 1 peso por dólar
- Mercado de capitales y tasa de política monetaria: Se dio la libre movilidad de capitales. La tasa de interés era definida por el mercado. De esta forma el BC no podía definir los agregados monetarios. (La base monetaria era definida por la ley de convertibilidad y la tasa de interés sería convergente a la definida por la FED, más una prima de riesgo)
- Apertura comercial de la economía. Entre 1991 y 1998 las exportaciones aumentaron un 115% y las importaciones un 320%.
- Reforma del Estado: Con el objetivo de reducir el déficit fiscal y lograr mayor dinamismo del estado y de la economía, se impulsaron reformas y acciones específicas: Reforma de la seguridad social y desregulación del mercado laboral; Programa de privatizaciones de empresas públicas; Desregulación y transformación del estado y la administración pública; Contratos en dólares si las partes lo aceptan; Prohibición de indexar contratos

Anclas del plan:

TC Fijo y que la BM debía ser respaldado por las reservas. La Ley definía que 1 peso = 1 dólar. Según Fernández (2021) fue un plan de ERBS, pero más fuerte, ya que esta ancla era definida por ley. No había anclas monetarias ya que base

monetaria debía ser definida por las reservas líquidas y la tasa de interés era la tasa internacional del dólar más una prima de riesgo.

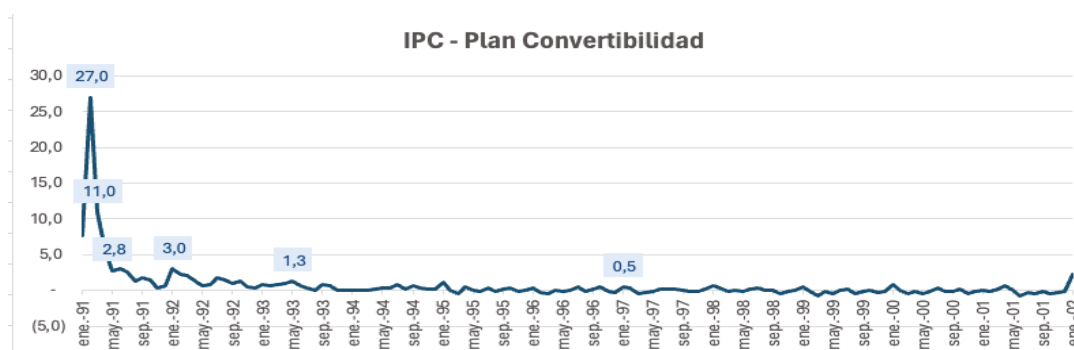
No existía congelamiento de tarifas, precios y salarios. Eran determinados por el mercado.

El plan y el trilema de Mundell

Al tener fijo el TC y libre movilidad de capitales el Trilema debía completarse con que las autoridades monetarias no podían tener política monetaria. Y esto se cumplió, ya que la base monetaria era definida por ley y la tasa de interés debía converger a la internacional más una prima de riesgo.

Resultado:

La convertibilidad duró hasta la crisis de 2001. Tuvo excelentes resultados para bajar la inflación a menos de un dígito mensual.



La inflación recorrió la fase típica de los planes ERBS. Cayó del 27% al 3% en los primeros meses y luego se mantuvo baja.

Miremos ahora los indicadores relevantes en forma anual del período:

	% de Inflación	Deficit Fiscal (Rdo Financiero) % PBI	% de crecimiento de PBI	Saldo Balanza de Pagos	Crecimiento de la Base Monetaria en %	% Desempleo	Deuda Externa USD	MILL	Reservas Internacionales MILL USD
	(a)	(b)	(a)	(b)	(b)	(a)	(b)	Vs AA	vs 91
1991	84,0	(1,4)	9,1	4.359	109%	6,3	52.739,0		9.377
1992	17,5	(0,4)	7,9	(1.396)	46%	6,4	50.678,0	-4%	12.585
1993	7,4	(0,0)	8,2	(2.364)	36%	10,1	53.620,0	6%	18.227
1994	3,9	(1,7)	5,8	(4.139)	7%	11,8	61.267,5	14%	18.813
1995	1,6	(2,9)	(2,8)	2.357	-19%	18,8	67.191,5	10%	16.752
1996	0,1	(3,2)	5,5	1.760	8%	17,1	74.113,0	10%	17.740
1997	0,3	(0,8)	8,1	(2.123)	14%	14,8	74.912,0	1%	18.463
1998	0,1	(2,4)	3,9	(3.097)	3%	12,7	83.111,0	11%	19.656
1999	(1,2)	(4,5)	(3,4)	(795)	1%	14,1	84.750,2	2%	19.149
2000	(0,9)	(3,3)	(0,8)	2.452	-9%	15,0	84.936,1	0%	18.792
2001	(1,1)	(7,0)	(4,4)	7.385	-20%	17,3	87.907,0	3%	32.408

(a) Datos World Bank

(b) Otando Ferreres - 200 Años de Historia Económica Argentina

En el anexo A podremos ver los gráficos principales de las variables que explicamos a continuación:

Tipo de cambio: Se mantuvo fijo 1 peso = 1 USD a lo largo de su vigencia. Al tener paridad 1 a 1 si bien dio estabilidad, la inflación seguía existiendo, esto provocó apreciación cambiaria → deterioro de la competitividad. La sobrevaluación del tipo de cambio y la falta de profundización de las desregulaciones generó la pérdida de competitividad de la industria argentina. Lo que contribuyó como vemos en el Anexo 2 a menores crecimientos de la actividad (luego de crecer a tasa chinas desde 1991 a 1994) y al aumento del desempleo (del 6% en 1991 a 18% en 1995)

Inflación: Si bien la inflación cayó desde el 84% de 1991, la inflación anual fue superior a la inflación internacional por varios años (hasta 1995). Esto apreció el TC. Nos volvimos más caros en dólares al existir inflación en USD, esto lo podemos observar al tener por tres años consecutivos déficit en la balanza de pagos (92 a 94)

PBI: Como dijimos, fuerte reactivación económica hasta 1995. La producción desde el inicio de la convertibilidad se incrementó fuertemente ya que venía de niveles muy bajos afectadas por años de alta inflación y fundamentalmente por las Hiper del 89. El PBI dejó de crecer en el año 1995, afectado por el efecto Tequila (cayó casi un 3% ese año).

Empleo: Al inicio de la convertibilidad la desocupación era de 8,6 % (fines de 1990), en 1995 llegó al 18,8 %. Esto fue provocado por las privatizaciones de empresas públicas, despidos por efecto tequila, quiebra de empresas por apertura comercial y la flexibilización laboral.

Déficit fiscal y deuda externa: A pesar del objetivo inicial, los déficits fiscales continuaban, pero se financiaron con deuda externa, que subió más de un 40% (1991 vs 1997). El incremento de la deuda externa incrementó el pago de interés que provocó un incremento del déficit fiscal, que se financió con nueva deuda externa. Esta inconsistencia del plan se potencia por las crisis financieras externas, ya que cuando los préstamos externos terminaron los inversores perdieron confianza. En 1995 a partir de la crisis del Tequila no podíamos continuar financiando el déficit con deuda externa. Es por ello por lo que se debió recurrir a aumentos de impuestos (se aumentó el IVA al 21%, aumento de aportes patronales al 30% y se agregó el impuesto a las transacciones financieras) impactando en la actividad y en el desempleo que llegó al 18,8%.

Sistema Financiero

Ante la crisis de fines de 1994 (tequila), los depositantes comenzaron a sospechar que en sus cuentas bancarias había pesos en lugar de dólares. Comenzó entonces una lenta pero continua salida de depósito en dólares del sistema que

fue compensada por el gobierno con más deuda externa (llegando a fines de 2001 a 90 mil millones de USD.)

Esta desconfianza se sustentó en que, si bien la BM estaba respaldada por las reservas, estas habían caído producto de las crisis en 2000 millones de USD en 1995. Por otro lado, el multiplicador bancario agregaba a la base monetaria (menos los encajes) los depósitos a la vista y plazos fijos. No había dólares para todos, pues la convertibilidad era sobre la base monetaria que no incluía el multiplicador.

De esta forma el que depositó dólares no podía tener todos sus dólares ante una corrida bancaria. Esto le daba al sistema bancario y financiero una fragilidad ante las crisis pues el Estado no podía emitir dólares. Si la crisis sucedía, era claro que los bancos no podían honrar los depósitos en dólares.

Fin de la convertibilidad:

Una economía sin convertibilidad cuando no hay dólares devalúa. Ahora una economía con convertibilidad y apertura comercial, la única forma de compensar la falta de dólares es ajustando la economía con recesión. No obstante, estas políticas (ajustar la economía) se aplican esperando solo un evento disruptivo externo que mejore las condiciones para la llegada de capitales o fondos frescos.

De no existir este evento se debe salir de la Convertibilidad, o los mismos agentes salen del sistema financiero, produciendo una estampida de depósitos en dólares del sistema o sacando los pesos y dolarizándose en los mercados no oficiales generando una devaluación de la cotización alternativa.

Para evitar esto, ya en la presidencia de F. del Rúa a fines del 2001 (nov) se implementa en el sistema financiero un “corralito” impidiendo a los depositantes retirar su dinero de los bancos, generando la crisis del 2001.

Luego de la renuncia del presidente y sus ministros se produce la caída de la Convertibilidad, devaluándose fuertemente la moneda. Pasando de la relación 1 USD/1AR\$ a 1 USD/4AR\$ que iría convergiendo lentamente a 3AR\$ por dólar, bajando el overshooting inicial.

La “Convertibilidad” le dio a Argentina diez años de estabilidad de precios y crecimiento hasta el “efecto Tequila” de fines de 1994, y luego de este evento otro crecimiento hasta mediados de 1998. No obstante, todo se sostuvo bajo la presunción que 1 peso era igual a 1 dólar. La realidad llegó a partir de las crisis y devaluaciones mundiales (Sudeste asiático/97, Rusia/98, Brasil/99).

Al tener anclado el TC y no poder utilizar política monetaria, no podía hacer frente a shocks externos.

3.3 Brasil - Plan Cruzado 1985

El Plan Cruzado fue lanzado en 1986 en respuesta a una profunda crisis económica caracterizada por altos niveles de inflación. En los años anteriores, Brasil había experimentado tasas de inflación extremadamente altas, alcanzando su punto máximo en 1985 con una inflación anual del 235%.

El plan fue ampliamente apoyado por el Congreso, los sindicatos y gran parte de la sociedad brasileña. Por otro lado, en Argentina e Israel se estaban llevando adelante programas similares con relativo éxito a febrero de 1986.

Paquete de medidas

Las medidas fueron lanzadas el 28 de febrero de 1986, como política de shock por el presidente José Sarney y su ministro de economía Dilson Funaro. El gobierno consideraba que la inflación era inercial y que esta se debía a las rigideces en la economía que era provocada por la indexación. De esta forma la desindexación y los congelamientos (política heterodoxa) era la clave del plan (Kiguel y Leviatán, 1992)

Las medidas del plan fueron:

- Reforma monetaria con una nueva moneda, el cruzado. 1 cruzado = 1000 cruzeiros
- Se Fijó el TC por 1 año → 1 USD = 13,8 cruzados
- Congelamiento de precios (bienes y servicios en los niveles del día anterior a lanzado el plan (27-2-1986). Se publicaron listas de precios máximos y el público podía denunciar a empresas y comerciantes que no lo cumplían. (Dornbush y Simonsen 1987). Esto generó muchas controversias porque los precios congelados no eran los de equilibrio y había mucha distorsión de precios relativos. (Dornbush y Simonsen 1987)
- En el primer mes se ajustaron sueldos, alquileres e hipotecas un 8% para equilibrar los precios relativos.
- Se congelaron salarios, al promedio de los últimos 6 meses.
- Lanzaron un seguro de desempleo para aquellos que fueran despedidos en el proceso de estabilización por cierre de empresas o reestructuración de estas.
- Lanzamiento de ajuste salarial automático cuando la inflación superaba el 20%.
- Prohibición de la indexación de la economía, estableciendo una tabla para desindexar contratos que contenían inflaciones futuras más altas de lo esperado.
- Reducción de tasas de interés para fomentar la inversión y evitar la especulación

Anclas del plan:

- Ancla de TC: 13,8 cruzado = 1 dólar por un año. Según Fernández (2021) es un plan de ERBS.
- Anclas monetarias: No existieron
- Política de ingresos: Congelamiento de precios, Eliminación de indexación y tabla de desagio, Congelamiento de salarios con seguros de desempleo y ajustes de salarios automáticas en función de inflación mayor al 20%

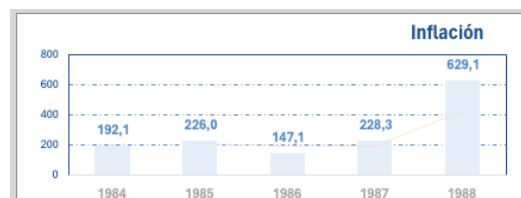
De esta forma fue un plan con políticas de ingresos fuertes y medidas fiscales y monetarias laxas (Kiguel y Leviatán, 1992)

El plan y el trilema de Mundell

Durante el Plan Cruzado, el país optó por un tipo de cambio fijo y una política monetaria autónoma, pero la movilidad de capitales estaba restringida. Por lo tanto, el plan Cruzado cumplió los postulados del trilema al sacrificar la libre movilidad de capitales para mantener un tipo de cambio fijo y una política monetaria autónoma durante programa.

Resultado:

La inflación recorrió la fase típica de los planes ERBS. La evolución de la inflación mostró una reducción significativa en los primeros meses del programa (1986), seguida de un aumento gradual en los meses posteriores.



Evaluemos ahora los indicadores relevantes en forma anual del período:

	% de Inflación	Deficit Fiscal (Rdo Financiero)	% de crecimiento de PBI	Saldo Balanza de Pagos	Crecimiento de la Base Monetaria en %	% Desempleo	Deuda Externa	Mill USD	Reservas Internacionales
	(a)	(b)	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	Vs AA vs 91	(a)
1983	135,0	(2.347.800.000,0)	(2,9)	(6.834.000.000)	136	4,6	99.022.210.538,2		4.038.410.758
1984	192,1	(1.942.700.000,0)	5,4	33.000.000	270	4,0	104.364.922.436		3.373.868.527
1985	226,0	22.400.000,0	7,9	(280.000.000)	322	3,4	104.173.244.270		4.012.724.905
1986	147,1	934.200.000,0	7,5	(5.311.000.000)	289	2,4	109.645.181.057		5.057.145.300
1987	228,3	(1.029.100.000,0)	3,5	(1.452.000.000)	214	3,6	120.476.573.203		6.368.457.379
1988	629,1	207.200.000,0	(0,1)	4.156.000.000	2.733	3,8	118.039.405.885		4.433.201.785

(a) Datos World Bank

En el anexo B podremos ver los gráficos principales de las variables que explicamos a continuación:

Tipo de cambio, Balanza de Pagos y Deuda Externa;

El congelamiento de precios y salarios y la persistente inflación provocaron un atraso cambiario que encareció los productos brasileños en los mercados internacionales, dificultando las exportaciones. Además, el atraso cambiario hizo que las importaciones fueran más baratas, aumentando las importaciones y afectando negativamente la balanza comercial. La balanza de pagos se deterioró, haciendo a Brasil vulnerable y presionado para devaluar.

Inflación y emisión de dinero: En los primeros meses tras el lanzamiento del Plan Cruzado en febrero de 1986, la inflación sufrió una fuerte caída debido a medidas radicales como el congelamiento de precios y salarios. Durante varios meses después del lanzamiento del plan, la inflación se mantuvo en niveles relativamente bajos generando la sensación de optimismo por la estabilidad.

Luego, los efectos de las medidas de control de precios y salarios comenzaron a ceder ya que al partirse de precios que no eran de equilibrio pasaron a administrados por el Gobierno y se permitían aumentos.

La rigidez de los controles de precios y salarios llevó a distorsiones en el mercado, escases y mercado negro. Comenzó entonces a existir presiones inflacionarias y aumentos reales de la inflación. Se comenzó a emitir.

PBI: Hubo un aumento inicial en la actividad económica, el consumo y la producción, lo que se reflejó en un crecimiento positivo del PIB. El plan al controlar la inflación buscaba mejorar el poder adquisitivo de la población a través del congelamiento de precios y salarios, esto en la teoría debería aumentar el gasto de los consumidores.

No obstante, a medida que avanzaban los meses el congelamiento de precios y salarios generó nuevas distorsiones. Esto provocó escasez por falta de rentabilidad de las empresas que producían los productos. Al congelarse en un precio por debajo de los costos de producción las empresas decidieron no producir.

Los comerciantes al no recibir reposición de sus productos crearon un mercado negro producto de dicha escasez. De esta forma temporalmente el plan generó crecimiento, luego se desvaneció y comenzaron los desequilibrios afectando el consumo y la producción negativamente.

Déficit fiscal: Al principio del Plan Cruzado, el gobierno dispuso medidas para controlar el gasto público y reducir el déficit fiscal. No obstante, estas medidas partían con el antecedente de que los presupuestos de 1984 y 1985 estaban equilibrados. De esta forma la presunción inicial del plan era que la inflación era inercial. El foco fiscal era un tanto débil. No obstante, incluyeron recortes en el gasto gubernamental, limitaciones en los subsidios y programas sociales, y una mayor eficiencia en la recaudación de impuestos. Durante los primeros meses el

déficit fiscal mostró signos de estabilización o incluso una disminución. Luego comenzó a subir el déficit influenciado por los subsidios para mejorar a trabajadores y empresas que habían arrancado perdiendo por los congelamientos. Finalmente, el déficit apareció y se financio primero con deuda y luego con una fuerte emisión que aceleró aún más el proceso inflacionario.

Fin del Plan:

Se logró reducir temporalmente la inflación con congelamiento y controles, poniendo a controlar listas de precios máximos a la población. Pero la emisión continuaba para financiar el déficit generando la falta de apoyo de las medidas al no atacar las causas de base.

Por otro lado, el Déficit fiscal no se realizó con la dureza necesaria, ya que se pensaba que la causa de la inflación era su inercia.

Los controles de precios y la inflación persistente atrasaron el TC, generaron escasez de bienes, servicios y pérdida de competitividad. El plan cruzado termino siendo un plan sin orientación fiscal y netamente populista. (Kiguel y Leviatán, 1992)

La presión política y social para revertir las medidas de control de precios y salarios aumentó a medida que se intensificaban los efectos adversos del programa. El gobierno de José Sarney se vio significativamente afectado.

En noviembre de 1986 se lanza el Plan Cruzado 2, cuyo objetivo para reducir la inflación era reducir el déficit fiscal, se elevó los impuestos y se puso fin al congelamiento.

3.4 Brasil - Plan Real 1993

El Plan Real, lanzado el 1 de julio de 1994, fue una respuesta directa a las crisis inflacionarias que derivaron en la hiperinflación de 1993 en donde la tasa anual de inflación fue del 2000%. Esta crisis creó un caos en la sociedad, generando inestabilidad económica y social.

El Plan Real fue lanzado durante la presidencia de Itamar Franco y con Fernando Henrique Cardoso como ministro de Hacienda. El plan contó con un apoyo político, tanto del Congreso y de la sociedad brasileña.

Paquete y anclas del plan

El plan se basaba en principios de disciplina fiscal, estabilidad monetaria y apertura económica. El Plan buscaba estabilizar la economía y controlar la inflación.

Las principales medidas y anclas del Plan fueron:

- Nueva moneda: El real reemplazo al cruzeiro que por la hiper había perdido todo su valor.
- Control de precios: control sobre ciertos productos y servicios básicos, (alimentos y los servicios públicos) con el fin de proteger el poder adquisitivo.
- No se podía indexar precios y salarios a la inflación pasada. No obstante, al inicio del plan los salarios se calcularon por el promedio de los últimos 4 meses antes de iniciarse el plan.
- Tipo de cambio fijo: El plan estableció un tipo de cambio fijo entre el real y el dólar estadounidense. Este anclaje buscaba reducir las expectativas inflacionarias
- Se creó una URV (unidad real de valor) atada a la cotización del dólar. Este valor daría la pauta de ajustes del valor del dólar, contratos, precios y tarifas. Se utiliza entonces la URV como unidad de cuenta. Al ver los problemas de rigidez del plan de convertibilidad argentino, los creadores del plan no quisieron anclarse en una ley, y prefirieron la UVR pues la ajustaban libremente y podían aumentar precios, salarios y el dólar. Esto le dio flexibilidad al tiempo de tener una política monetaria autónoma. Todos los contratos existentes y futuros debieron convertirse en URV.
- Política fiscal y monetaria: Compromiso con la disciplina fiscal para controlar el gasto público y reducir los déficits presupuestarios, incrementando fuertemente los impuestos, recorte de gastos públicos y eliminación de transferencias a estados y municipios. Política monetaria más restrictiva para contener la liquidez excesiva en la economía y controlar la inflación.
- Apertura Comercial; El objetivo era salir del “alto costo de Brasil”, generado por regulaciones y una matriz de exportaciones en donde se exportaba fundamentalmente salario bajo y para que este sea bajo, se producían frecuentes devaluaciones. Al permitir el ingreso de productos y empresas extranjeras el empresario local debía incorporar tecnología y crecer, y para ello debía mejorar su eficiencia y productividad. Esto resulto clave para evitar la apreciación del Real, aunque genero quiebres de empresas y tensión con sindicatos. Se buscó entonces eliminar la protección a la industria local que generaban inconvenientes competitivos que se debía compensar infravalorando el TC. Este proceso comenzó con:
 - o Reducción de aranceles: Brasil redujo gradualmente los aranceles y promovió la competencia interna.
 - o Eliminación de barreras no arancelarias: para facilitar el comercio internacional y la inversión extranjera.

- o Negociación de acuerdos comerciales: acuerdos de libre comercio y asociación económica con otros países y bloques comerciales.
- o Inversión extranjera directa: contribuyó a la transferencia de tecnología y conocimientos.
- o Modernización de infraestructuras: para mejorar la conectividad y facilitar el comercio internacional.

Estos elementos proporcionaron estabilidad a los agentes económicos, generando confianza en el Real y reduciendo las expectativas inflacionarias. Al mismo tiempo género que muchas empresas y trabajadores debieron reconvertirse, con despidos, quiebras y fuerte resistencia de sindicatos.

Las empresas líderes de Brasil se sintieron expuestas frente a la rapidez del avance de la competencia generada por la apertura comercial. Sus precios eran más altos y debieron reinventarse y mejorar pues al mismo tiempo la calidad de los productos del exterior era percibidos como superiores y la sociedad prefería estos. Esta apertura comercial hizo crecer la balanza de pagos en 50 mil millones de USD en los primeros 4 años del plan (duplicó su volumen)

El plan y el trilema de Mundell

El Plan Real buscó cumplir con los requisitos del trilema de Mundell al combinar un tipo de cambio fijo con una política monetaria autónoma y la libre movilidad de capitales.

Resultado:

En los primeros meses después de su implementación, el Plan Real fue altamente efectivo en la reducción de la inflación. Los primeros seis meses vieron una drástica caída en las tasas de inflación, seguida de una disminución continua en los siguientes 12 y 24 meses.



Evaluemos ahora los indicadores relevantes en forma anual del período:

	% de Inflación	Deficit Fiscal (Rdo Financiero) . En Millones	% de crecimiento de PBI	Saldo Balanza de Pagos. En millones	Crecimiento de la Base Monetaria en %	% Desempleo	Deuda Externa	Mill USD	Reservas Internacionales Mill USD
	(a)	(b)	(a)	(b)	(b)	(a)	(b)	Vs AA vs BI	(b)
1993	1.927,4	(1.368)	4,9	20	3.281	6,0	144.599.577.124	12% 19%	6.386.155.658
1994	2.075,9	(1.152)	5,9	(1.153)	1.102	6,0	152.903.103.558	6% 26%	6.795.646.821
1995	66,0	(3.933)	4,2	(18.136)	44	7,1	160.964.228.344	5% 33%	8.122.625.601
1996	15,8	(3.575)	2,2	(23.248)	31	8,0	181.793.526.989	13% 50%	11.417.780.235
1997	6,9	(292)	3,4	(32.133)	17	9,0	198.980.293.495	9% 64%	20.334.584.790
1998	3,2	(1.583)	0,3	(34.993)	12	10,2	241.998.415.764	22% 99%	22.674.295.629
1999	4,9	(5.991)	0,5	(26.784)	18	11,1	245.114.967.226	1% 102%	22.604.867.902

(a) Datos World Bank

En el anexo C podremos ver los gráficos principales de las variables que explicamos a continuación:

Tipo de cambio:

A lo largo del Plan Real, Brasil fue cambiando el régimen cambiario en función de diferentes objetivos. Primero lo utilizó para anclar las expectativas y reducir la inflación y luego para ir adaptándose a la economía global en donde los shocks y las crisis internacionales requerían de un TC de flexible que puede morigerar internamente estos shocks.

A continuación, se detallan los principales regímenes:

- Tipo de cambio fijo: Se estableció en julio de 1994. 1 USD=1 real (BRL).
- Banda cambiaria: Alrededor de 1995 se permitió que el tipo de cambio fluctuara dentro de ciertos límites. Comenzó entre 1 y 1,2 reales por dólar. Esto permitía ajustes graduales en respuesta a las condiciones del mercado. Esto permitió morigerar la apreciación inicial.
- Cambio controlado, Esto sucedió hacia fin de 1995 y principio de 1996. La cotización del dólar osciló entre 1.1 y 1.3 reales por dólar. Se produjo a partir de irse consolidando la estabilidad económica, el BC intervenía comprando y vendiendo.
- Flexibilidad cambiaria, Esto sucedió hacia fin de la década del 90 luego de atravesar la crisis del Tequila y la crisis Rusia. El TC se determina principalmente por las fuerzas del mercado, con intervención ocasional del BC para suavizar movimientos bruscos o excesivos en el tipo de cambio. La cotización variaba entre 1,5 y 2,5 reales por dólar y la incidencia en la inflación era mínima pues se pasó a metas de inflación como estrategia de política monetaria utilizando como instrumento la tasa de interés del BC.

PBI:

- Período 1994-1995: Fuerte recuperación luego de venir de una hiper. La estabilización de los precios aumentó la confianza de los consumidores y los inversionistas. Esto provocó crecimiento promedio del 4% PIB
- Período 1996-1999: El país pudo atraer inversiones extranjeras y expandir su sector exportador. El PIB siguió creciendo a tasas inferiores al 4%
- Finales de la década de 1990 y principios de la década de 2000: Se produjo la crisis del sudeste asiático y la fuerte devaluación del real para morigerarla. A pesar de estos contratiempos, el país logró mantener un crecimiento positivo del PIB, pero más moderado (2%)

Agregados Monetarios

- Tasa de interés: Tuvo una tendencia a la baja como parte de las políticas para controlar la inflación y estabilizar la economía. La estabilización económica permitió que el Banco Central redujera gradualmente las tasas de interés a lo largo del tiempo, esto mejoro el crecimiento económico. Se utilizó la tasa de interés y tipo de cambio flexible para morigerar los shocks externos y para ello, durante los shocks, subieron fuertemente la tasa del BC.
- Cantidad de dinero (Base Monetaria): Estable inicialmente, ya que las políticas se centraban en el control de la inflación y la estabilización de la economía. Con el tiempo, la base monetaria subió respaldando el crecimiento del PIB.

Déficit y deuda externa: El objetivo del gobierno brasileño durante el Plan Real era reducir el déficit. Inicialmente se produjo una apreciación del TC, esto generó déficit en la balanza de pagos al ser más atractivo importar y perder competitividad las exportaciones. Luego se fue ajustando el TC y se revirtió esta tendencia. No obstante, la deuda externa se incrementó fuertemente los primeros años. El déficit era financiado con deuda a partir de que los inversores consideraban atractivo invertir en Brasil por la estabilidad lograda.

El plan y las crisis internacionales

El plan real tuvo pruebas y desafíos por crisis financieras en el mundo:

- La crisis del Tequila: A pesar de esta crisis Brasil logró mantener una posición relativamente estable durante este período, pero para ello tuvo un giro heterodoxo, elevando del 25% al 70% las tarifas aduaneras, elevaron los encajes al 100%, con una fuerte contracción de la base monetaria a efecto de quitar liquidez y que el dinero no incremente la cotización del dólar.
- La crisis financiera asiática de 1997 y la crisis rusa de 1998: Las crisis financieras desencadenadas generaron turbulencias en los mercados financieros internacionales y provocó salidas de capital de varios países emergentes, incluido Brasil. En estas crisis el real se depreció y se produjo una presión significativa sobre las reservas internacionales del país.
- La devaluación del real aumentó las presiones inflacionarias en Brasil al elevar el costo de los productos importados y los insumos dolarizados. El BC tuvo que ajustar su política monetaria para contener la inflación, aumentando las tasas de interés y control de la expansión monetaria.
- Todo esto afecto el crecimiento económico del país.

Finalmente, el Plan Real se considera exitoso debido a que pudo estabilizar la economía brasileña, controlar la inflación y generar las bases para un crecimiento económico sostenible en los años siguientes. La causa de este éxito radica en el control fiscal, las anclas monetarias creíbles, el ajuste del TC a partir de la corrección de la UVR, y la apertura comercial y desregulación de la economía. Todo esto con apoyo político y social, y un liderazgo efectivo en la implementación del programa.

3.5 Israel 1985

Luego de las guerras (1967 y 1973) y de la crisis del petróleo (1970), la economía de Israel estaba muy erosionada. La inflación llegaba a los tres dígitos y el gasto público era del 76% del PBI. El déficit fiscal entre 1973 y 1984 era del 17% y la deuda externa era el doble que el PBI. Los gastos militares asociados con la defensa nacional generaban fuertes déficit y emisión monetaria, al tiempo de mayor dependencia de la financiación externa. La acumulación de déficits fiscales y externos había llevado a un aumento en la deuda pública y su interés era una carga cada vez mayor.

Estos desafíos económicos requerían medidas drásticas. Esto provocó una alianza de gobierno en 1984 entre S. Perez y Shamir quienes desarrollaron el Plan de Estabilización para estabilizar la economía del país. El Plan de Estabilización de 1985 en Israel contó con un amplio apoyo político, sindical y social. Fue respaldado por el gobierno israelí y recibió la aprobación del parlamento (Knesset). Esto junto al apoyo inicial de los sindicatos generaron un consenso que fue determinante para el éxito del plan. Principalmente los sindicatos aceptaron las medidas de austeridad y reformas laborales.

En noviembre de 1984 se lanza el plan y arranca en julio de 1985. Dornbusch y Simonsen (1987).

Paquete de medidas

Para Bruno y Piterman (1988), el plan era heterodoxo pues tenía control de precios y salarios. No obstante, Kiguel y Leviatán (1988) sostenían que era ortodoxo sustentados en términos de sus políticas económicas y monetarias, como el control de la oferta monetaria, la reducción del déficit fiscal y la promoción de la disciplina fiscal. Para Fernández 2021, era un programa ERBS, acompañado de un fuerte ajuste fiscal.

El objetivo del plan era una drástica reducción de la inflación y lograr mejoras significativas de la balanza de pagos, para ello debían lograr un cambio de expectativas y de confianza rápido. Se diseñó entonces, un programa de fuertes

anclas nominales (salario, precio, TC, crédito, con una fuerte ancla fiscal). Bruno, (1986 – Michael Bruno fue uno de los creadores del plan -)

El programa de estabilización fue por 1 año, mientras que los primeros 3 meses se los declaró de emergencia económica (Bruno 1986). Las medidas fueron:

- Reducción del Déficit Fiscal: Ambicioso programa de reducción fiscal. Reducción del presupuesto en 7,5%, unos 7500 millones de USD. Reducción de 10.000 empleados públicos. Creación de nuevos impuestos y eliminación de subsidios. La capacidad del gobierno para reducir el gasto era la gran duda. Dornbush y Simonsen (1987)
- Tipo de Cambio: Arrancaron con TC fijo con control de capitales. Devaluaron el TC al inicio un 19%
- Congelamiento de salarios, con horizonte anual. Eliminación gradual de controles. Se aceptó un ajuste inicial de sueldos, pero se acordó con sindicatos no realizar aumentos de sueldos por 6 meses. Los aumentos posteriores tendrían un umbral del 4%. Al confiar que la inflación iba a ser menor se estimaba un incremento del salario real. (Bruno 1986)
- Suspendió la indexación de salarios. En esta desindexación resultó vital los acuerdos realizados con las organizaciones sindicales.
- Congelamiento de precios, con horizonte anual. Eliminación gradual de controles. Se permitieron que suban solo un 17% y se congelaron por 3 meses. Si bien la devaluación fue del 19%, hubo productos que al eliminarse subsidios crecieron entre el 45% y 100%. Por medio de compensación a través del sistema social se buscó resolver los problemas de acceso a estos productos básicos de la población afectada por la quita de subsidios. De esta forma le quitaban la inercia inflacionaria (Bruno 1986). Durante el resto de 1985 y principios de 1986 se fueron liberando paulatinamente los controles de estos productos y de los salarios.
- Privatizaciones: En empresas estatales para mejorar la eficiencia y la competitividad.
- Reformas estructurales para liberalizar y desregular sectores clave de la economía, como el financiero y el laboral.
- Oferta Monetaria, Implementación de una política monetaria restrictiva para controlar la cantidad de dinero en circulación y evitar la inflación.
- Frenar la expansión del crédito y reducir la liquidez de los depósitos vinculados a divisas. Se podía depositar, pero extendieron el plazo de permanencia (depósitos en dólares se aceptaban solo con vencimientos superiores a 360 días). Para esto elevó también la política de encajes y la tasa de política monetaria
- Estímulo a la Inversión Extranjera y Comercio Exterior. Incentivos para atraer inversión extranjera y promover el comercio internacional. Reducción de barreras comerciales y simplificación de trámites para facilitar la inversión y el comercio exterior.

- Reducción de aranceles a las importaciones.
- Reducción de subsidios a las exportaciones. El TC para exportar e importar fue unificado parcialmente y se eliminaron los seguros de cambio por inflación a las importaciones, dejando solo el subsidio del 11% para fomentar las exportaciones. (Bruno 1986).
- Se otorgó una independencia total al accionar del BC para determinar las tasas de interés y la política cambiaria.
- Se prohibió la emisión de moneda para financiar déficits fiscales.
- Apoyo de USA con un préstamo de 1500 millones de uso (Un 4% del PIB)

Anclas del plan:

- Tipo de cambio fijo: Se fijó en 1500 Shekels al inicio del plan con una devaluación del 19%. Este valor se lo fijo por un año. El nuevo Shekel le quitó tres ceros. 1 USD= 1,5 Nuevos Shekel
- Disciplina fiscal y emisión monetaria: Al tener claros objetivos de crecimiento monetario a partir de reducir el déficit fiscal limitaron la expansión monetaria y consecuentemente la inflación.
- Salario nominal, con acuerdos sociales y políticas adecuadas. Para Bruno (1986) fue la base del éxito del plan. Al tener anclado el TC y el salario nominales, se tenía anclado el salario en USD, provocando anclar los costos de producción de los productos exportados (Bruno 1986)
- Precios controlados: El compromiso con la estabilidad de precios ayudó a anclar las expectativas de inflación y transmitir confianza en la viabilidad del plan.

El plan y el trilema de Mundell

Con un tipo de cambio fijo, Israel tendría que decidir entre mantener una política monetaria independiente o permitir la libre movilidad de capitales. Israel implementó restricciones de capitales que se utilizaron para mantener el tipo de cambio fijo y evitar la fuga de capitales que pudiera desestabilizar la moneda. La imposición de controles de capital ayudó a mantener la estabilidad del tipo de cambio al limitar la movilidad de capitales y reducir la especulación contra la moneda local.

De esta forma Israel, en una primera etapa, no cumplió con el trilema al tener el TC fijo y limitar el flujo de capitales, manteniendo si bajo su control la política monetaria. Esta situación apreció su moneda. No obstante, el gobierno implementó devaluaciones escalonadas para evitarlo Kiguel y Leviatán (1989)

Bruno (1996) reconoció que la apreciación cambiaria, generó presiones en algunos sectores, como las exportaciones, al hacer que los productos israelíes fueran menos competitivos en los mercados internacionales.

Regímenes cambiarios

Este punto es importante porque manifiesta la transición que tuvo el TC fijo como ancla nominal a lo largo del tiempo. El programa fue migrando su régimen cambiario

1. TC fijo, Desde julio 1985 - diciembre 1988
 - El TC fijo frente al dólar estadounidense, luego de una devaluación inicial del 19 por ciento a fines de junio y principios de julio.
 - Tasa fijada en 1,5 Shekel por dólar estadounidense.
 - Agosto de 1986 se cambió a una canasta de monedas, devaluando 10 por ciento en enero de 1987.
 - Esto se produce por la depreciación internacional del dólar que generaba una depreciación del Shekel y nuevas presiones inflacionarias en productos importados.
 - Para reducir estos efectos en agosto de 1986 se fijó el Shekel, ya no contra dólar sino contra una canasta de monedas
 - 60% uso, 20% Marco alemán, 10% libra esterlina, 5% franco francés, 5% yenes. Bruno y Piterman (1987).
2. TC dentro de bandas horizontales enero 1989 - diciembre 1991
 - Hacia fines de 1988 se fijó un sistema de bandas y terminó por completo los controles de precios
 - Devaluación del 13 por ciento (1,95 Shekels), con una banda de +/- 3 por ciento.
 - Junio de 1989, nueva devaluación (2,07 Shekels) y marzo de 1990 a 2,19 Shekels, o de la banda de +/- 5 por ciento.
 - Septiembre de 1990, a 2,41 y marzo 1991 a 2,55.
3. TC con bandas móviles o de flotación diciembre de 1991 - 2000
 - En 1991 se pasó a una banda móvil. Este cambio coincidió con una mayor apertura y liberación de los flujos de capitales.
 - Desde 1991 cuando se fijó el TC con bandas móviles, permitió la flotación, esa flotación era con una banda que se basaba en una diferencia que era la inflación de Israel y la inflación extranjera. A partir de que se liberó el flujo de capitales esa banda se ampliaba. Es por eso por lo que se utilizó la tasa de interés para estabilizar la economía. Inicio con 2,63 Shekels con banda de +/- 5 por ciento.
 - En noviembre de 1992 a 2,93, julio 3,15.
 - En 1995 a 3,54 con banda de +/- 7 por ciento.

Existen tres factores que influyeron en Israel en migrar de un TC fijo hacia uno flexible

- Tuvo inflación persistente: si sucede, el TC fijo pierde credibilidad y comienza a sufrir acciones especulativas.
- Liberó la movilidad de capital, mayor apertura y liberación requiere de mayor cantidad de reservas para defender el TC fijo.
- TC fijo con crawling peg / bandas ancla expectativas, pero en el mediano plazo no asegura que la inflación este bajo control, no es un perfecto instrumento de política monetaria (Leiderman y Leviatán 2003)

Resultado:

Elaboración propia con datos de <https://data.worldbank.org/indicator/>

La fuerte devaluación inicial y la quita de subsidios a las importaciones generaron una fuerte inflación inicial pues restableció cláusulas de ajuste. Pero la consistencia en mantener la disciplina fiscal y monetaria, al tiempo de mantener el TC fijo lograron mantener inflaciones menores. (Leiderman y Leviatán 2003). Se observó a partir de allí una disminución sustancial de la tasa de inflación, lo que ayudó a restablecer la estabilidad de precios y a reducir las expectativas inflacionarias en la economía. (Bruno y Piterman 1987)



Vemos que en 1985 llegó al 304%. No obstante, en el segundo semestre de 1985 la inflación ya era del 2,5% mensual y fue del 1,5% mensual a lo largo de 1986. En 1987 se devaluó un 11% y la inflación anual fue del 19%. Esta devaluación fue acordada con sindicatos para evitar el impacto en la inflación. (Bruno y Piterman 1987)

Evaluemos ahora los indicadores relevantes en forma anual del período:

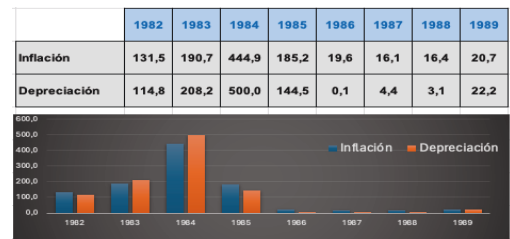
	% de Inflación	Deficit Fiscal (Rdo Financiero)	% de crecimiento de PBI	Saldo Balanza de Pagos	Crecimiento de la Base Monetaria en %	% Desempleo
	(a)	(b)	(a)	(b)	(b)	(a)
1984	373,2	(1.942.700.000)	2,90	(1.577.800.000)	510,2	5,7
1985	309,9	22.400.000	0,60	987.700.000	168,5	6,3
1986	47,9	934.200.000	7,30	1.276.700.000	20,8	8,3
1987	19,1	(1.029.100.000)	7,70	(1.407.300.000)	27,2	9,5
1988	16,4	207.200.000	7,80	(837.900.000)	22,3	10,7
1989	20,4	1.143.600.000	4,10	208.400.000	21,1	11,1
1990	17,2	53.400.000	7,40	163.400.000	19,4	12,2
1991	19,1	(1.045.000.000)	2,50	(1.278.400.000)	17,7	13,4
1992	12,0	(780.600.000)	5,93	(875.000.000)	26,5	14,1
1993	10,9	(1.368.100.000)	3,79	(2.479.800.000)	22,0	12,7

(a) Datos World Bank

Tipo de cambio:

Elaboración propia con datos de <https://data.worldbank.org/indicator/>

La evolución de la depreciación nos manifiesta que el TC se apreció en los primeros años del programa (desde 1985). La fijación del tipo de cambio contribuyó a estabilizar el mercado cambiario y a reducir la volatilidad cambiaria, lo que benefició a los agentes económicos que operaban en el mercado internacional y promueve la confianza en la moneda nacional. Luego de dos años de fuertes apreciaciones (86 y 85) el TC comenzó a ajustarse a partir de pasar de TC fijo a bandas cambiarias.



PBI:

Elaboración propia con datos de <https://data.worldbank.org/indicator/>

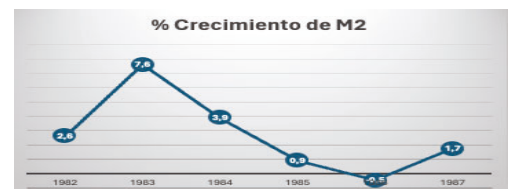
Michael Bruno (1996), señaló que, durante los primeros años del plan, la economía experimentó una mejora significativa en varios indicadores clave, en 1987 el PBI crece un 6,2%. Esto generó un aumento en la confianza empresarial y del consumidor, que se reflejó en un aumento de la inversión privada y un repunte en el crecimiento económico, con un aumento en la producción y en la creación de empleo. Vemos claramente esto en el incremento del PIB de los primeros años del programa (85, 86 y 87



Emisión monetaria:

Elaboración propia con datos de <https://data.worldbank.org/indicator/>

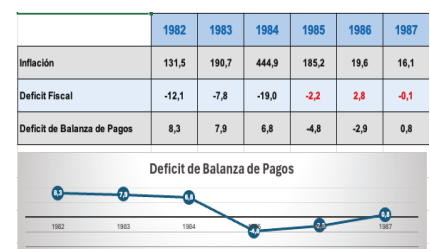
Observamos en el cuadro que el crecimiento de M2 desde 1985 casi fue cero, de esta forma solo comenzaron a emitir en 1987 cuando creció su economía. La capacidad del gobierno para controlar la oferta de dinero fue determinante para mantener la confianza en la moneda.



Déficit fiscal, déficit de la balanza de pagos e inflación:

Elaboración propia con datos de <https://data.worldbank.org/indicator/>

Durante los primeros años del programa se redujo fuertemente el déficit fiscal pasando del 19% en 1984 a tener superávit en 1986 (2,8) y la balanza de pagos que pasó a ser positiva. La baja de inflación tiene sus causas monetarias al no emitirse para financiar el tesoro ante la reducción del déficit. Luego la balanza mejora y pasa a ser positiva mejorando las cuentas fiscales.



Finalmente, entonces la economía se estabilizó y en los siguientes años el país se convirtió en una economía desarrollada. El mayor éxito del plan es que incluye a la política como un sostén del plan económico. Tuvo apoyo de Usa, con un préstamo de 1500 millones, casi un 4% del PIB de ese momento. Esto fortaleció el plan y fomento tener las cuentas fiscales ordenadas.

3.6. Argentina 2024 – Primeros 4 meses de la Presidencia de J. Milei

En su primer discurso como presidente de la Nación ante el Congreso, Javier Milei realizó un largo discurso mencionando la herencia recibida. Mencionamos explícitamente las partes relacionadas con la herencia mencionado en dicho discurso:

- *"El cepo cambiario".*
- *"Déficit gemelos del 15 por ciento del PBI. De esos 15 puntos, 5 puntos corresponden al Gobierno y 10 al Banco Central".*
- *"Pasivos remunerados del BCRA los cuales son responsables los 10 puntos del déficit".*
- *"Dado que la política monetaria actúa con un resabio de entre 18 y 24 meses, cuando hoy dejemos de emitir dinero seguiremos con fuerte inflación".*
- *"Haber emitido por 20 puntos del PBI lo vamos a pagar con inflación".*
- *"El sobrante de dinero que hay en la economía hoy es el doble del que había en la previa del Rodrigazo, un evento similar significa multiplicar la tasa de inflación por 12 veces y dado que la misma viene viajando a un ritmo del 300% podríamos pasar a una tasa anual del 3.600%".*
- *"A su vez, dada la situación de los pasivos remunerados del BCRA, la cual es peor que la que había en la previa de la hiperinflación de Alfonsín, en muy poco tiempo se podría cuadruplicar la cantidad de dinero y llevar la inflación a niveles del 15.000% anual. Este número implica una inflación del 52% mensual.*
- *"Llevaría a la pobreza a niveles por encima del 90% y a la indigencia por encima del 50%".*
- *"Los desequilibrios en tarifas son solo comparables al 2015".*
- *"En el plano cambiario la brecha oscila entre el 150 y el 200%".*
- *"La deuda con importadores supera los 30.000 millones de dólares y las utilidades retenidas a las empresas extranjeras alcanza los 10.000 millones de dólares".*
- *"La deuda del BCRA y YPF suman 25.000 millones de dólares".*
- *"La deuda del Tesoro pendiente suma unos 35.000 millones de dólares".*
- *"La bomba en términos de deuda asciende a 100.000 millones de dólares".*
- *"Cerca de 420.000 millones de dólares de deuda ya existente".*
- *"Vencimientos de deuda de este año: los vencimientos en pesos son equivalentes a 90.000 millones de dólares y 25.000 millones de dólares con organismos multilaterales de créditos".*
- *"Economía que no crece desde el 2011".*
- *"Los empleos formales en el sector privado se mantienen en 6 millones de puestos de trabajo". "El mismo es superado en un 33% por el empleo informal".*
- *"Los salarios reales se ubican en los 300 dólares mensuales, son seis veces inferiores a los de la convertibilidad".*

Shock fiscal y monetario:

Ante el diagnóstico del propio gobierno, se desarrolló un plan con un shock monetario y fiscal. En el mercado financiero estadounidense, se llama "shock o misil monetario" cuando la FED sobre-reacciona con una medida de contracción o expansión monetaria, superando las expectativas del mercado. Ejemplos son la expansión monetaria del 2008 y los "Quantitative Easing" durante la crisis del Coronavirus.

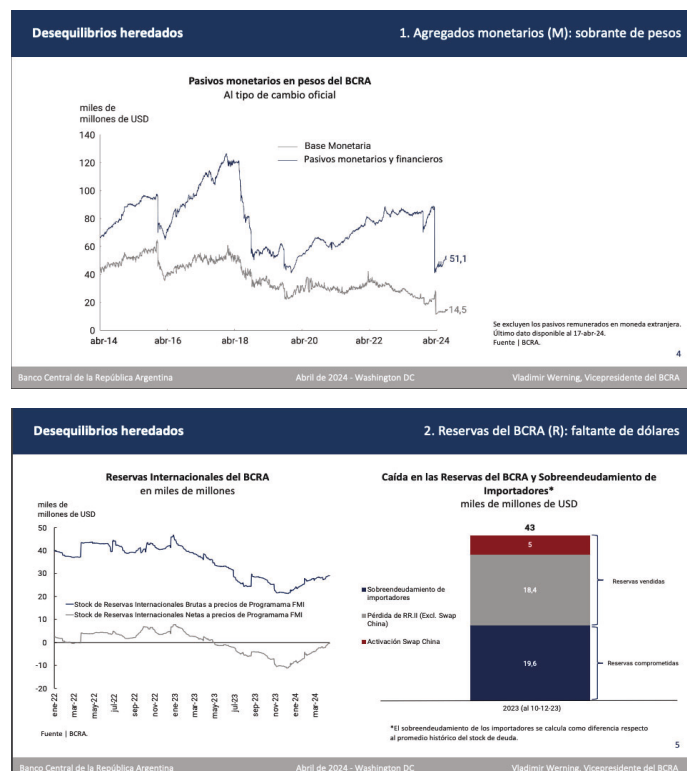
Frente a una situación de inflación crónica y alta emisión, dólar apreciado, brecha cambiaria de más del 150%, déficit fiscal y cuasi fiscal elevados, reservas

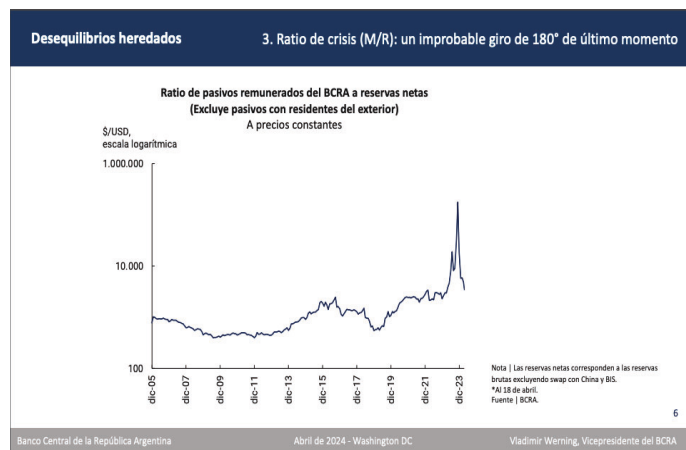
internacionales bajas o negativas, alto endeudamiento, necesidad de dólares para importaciones, balance del BC desequilibrado, demanda de liquidez baja, altas tasas de interés, falta de independencia del BC, precios relativos distorsionados, tarifas de servicios retrasadas, escasez de productos importados, más de 10 años de estanflación y una sociedad polarizada, la situación era y es crítica.

El plan debía ganar en credibilidad, tanto en su diseño como en sus ejecutores. Es por ello por lo que se sobreactuó la intensidad de las medidas para enviar una señal contundente al mercado y la sociedad, demostrando su convicción. La estrategia elegida fue un shock de déficit fiscal cero y no emisión, implementando estas medidas desde el primer día para reducir la probabilidad de hiperinflación y empezar a enderezar la economía.

La prioridad de los primeros meses. El plan

De acuerdo con la presentación de Vladimir Werning, vicepresidente del BCRA en Washington el plan tiene como prioridad evitar la hiperinflación y la cesación de pagos en dólares. Estas son las tres primeras diapositivas donde manifiestan los riesgos al que estaba sometida la economía argentina al inicio de diciembre de 2023:





<https://www.bcr.gov.ar/Pdfs/Noticias/BCRA%20-%20Programa%20de%20estabilizaci%C3%B3n%20Argentina.pdf>

Estas diapositivas manifiestan que los desequilibrios heredados en la cantidad de dinero, las reservas del BCRA y ratio de M/R (cantidad de dinero dividido reservas) en noviembre de 2023 estaba en niveles que podrían haber generado una hiperinflación y que a partir de las acciones del nuevo gobierno se comenzó a salir de este evento (los gráficos están hasta abril de 2024)

Asimismo, la diapositiva 7 del mismo informe señalaba los puntos críticos del plan:

1. *Restricciones iniciales extremas: 0 reservas líquidas + 0 acceso al mercado de crédito + 0 credibilidad en la política.*
2. *Opción "de última instancia" para evitar una crisis: terapia de **shock** en todos los frentes (reformas micro y macroeconómicas)*
3. *Secuencia (1° establecer el ancla fiscal, 2° levantar los controles cambiarios)*
4. *La consistencia de las políticas depende del diseño, recuperar la credibilidad depende de los resultados de su ejecución*
5. *Desafíos de diseño: construir 4 pilares en simultáneo para restablecer el equilibrio de los flujos de la economía: realineamiento del tipo de cambio, consolidación fiscal, restricción monetaria, reversión de la balanza de pagos*
6. *Desafíos de ejecución:*
 - *evitar disrupciones mediante la reducción de desequilibrios de stocks/su transformación en flujos.*
 - *Incrementar las reservas del BCRA y limitar los pasivos financieros del BCRA*
 - *diferir el pago de deudas excesivas de los importadores contra reservas*
7. *Tarea continua: progresivamente desarmar la sobre regulación/las distorsiones en materia cambiaria y monetaria (Cepo)*
8. *Objetivo final: mayor grado de flexibilidad cambiaria, levantamiento de los controles cambiarios y competencia.*

Estos 8 puntos (extraídos de la presentación) manifiestan formalmente el plan de estabilización del Gobierno y del Banco Central, presentado en una visita oficial al FMI en Washington, apuntando a:

- Una fuerte ancla fiscal y monetaria,
- Buscando en forma gradual salir de los controles cambiarios y de libre entrada y salida de capitales.

- Sabiendo que la ejecución del plan tendría como factores críticos de éxito resolver los pasivos monetarios del BC (para evitar que se vuelquen a dólares y generar una hiperinflación),
- Resolver la deuda con importadores para normalizar el sector externo y productivo del país y elevar las reservas para poder claro liberar el cepo y que la económica comience a crecer.

-

En el anexo B podremos ver los gráficos principales de las variables que explicamos a continuación:

a. Primeros impactos Tipo de Cambio:

- El tipo de cambio luego de la devaluación inicial (pasó de 300 a 800 AR\$) con micro devaluaciones del 2% mensual. La brecha cayó sensiblemente y en la primera semana de mayo se encuentra cercana a 22,4 (TC oficial vs Contado con Liquidación).
- Si bien esta brecha es baja, no manifiesta una brecha de mercado, ya que el TC CCL está condicionado por la oferta diaria de exportación que le permitir liquidar por un blend (80% al TC y 20% al TC CCL). El mercado de CCL tiene oferta de dólares, pero las importaciones no van a ese mercado. Se siguen subsidiando por el MULC (Mercado único y libre de cambios) de esta forma el TC CCL no se ve como un TC de mercado, esta intervenido.

b. Primeros impactos en la inflación:

- Luego del fuerte incremento de la inflación de los primeros meses en marzo y abril la inflación estuvo alrededor del 9%. De esta forma el TC fijo como ancla nominal del programa está contribuyendo a quitar la inercia inflacionaria de la economía.
- No obstante, la inflación está corriendo por encima de la tasa de devaluación esto genera planteos del mercado sobre el retraso del TC y la consecuente apreciación del peso. Generando carry trade, impacto en la percepción de competitividad y con la creencia erróneamente instalada que necesitamos un TC alto para favorecer la acumulación de reservas y pagar la deuda.

c. Primeros impactos el Déficit Fiscal:

- Los primeros tres meses del año se alcanzó superávit fiscal. Esto se logró a pesar de haberse rechazado el paquete de leyes en enero de 2024, en donde aumentaban impuestos. Por ello gran parte del déficit se logró por licuación de gastos y sueldos frente a la inflación. Se sustentó parte en la no indexación por inflación de jubilaciones, pensiones y subsidios.
- La convicción y objetivo de llegar el déficit es una fuerte ancla del programa. Por otro lado, el BCRA adopta un compromiso de eliminar el financiamiento al Tesoro y extiende los vencimientos de deuda interna.

Liberando de esta forma en lo que resta del año, del riesgo de emisión monetaria para financiar el pago del déficit y de la deuda en pesos.

d. Primeros impactos en las reservas:

- Los primeros tres meses del año el BCRA pudo incrementar sus reservas y pagar los vencimientos con los organismos internacionales. Si bien continúan negativas, estas al comienzo de la gestión eran de alrededor de 14.000 millones de dólares negativos.
- No obstante, esta acumulación se dio en el contexto de liquidar las importaciones en etapas. Con lo cual recibían los dólares de las exportaciones y no se pagaba el 100% de las importaciones, generando nueva deuda con los importadores.
- Sin embargo, esto comienza a generar tranquilidad en los organismos internacionales y agentes económicos. La voluntad de pago genera credibilidad y se comienza a creer en el mercado financiero que los bonos soberanos han sido muy castigados. De esta forma en estos primeros 3 meses del año, suben desde 28 USD a 45/50 USD. Llevando el riesgo país de 2300 puntos a 1200.
- Por otro lado, ya en mayo comienza la liquidación de exportaciones del agro y se espera entonces que las reservas pueden llegar a 10.000 millones de USD a fin de año y poder pagar las importaciones adeudadas y futuras.
- La deuda de importaciones y dividendos al exterior se están regularizando a partir de otorgar un bono en USD a los importadores.
- Todas estas situaciones manifiestan no solo el grado de complejidad en el que debe desenvolverse el BC y el Ministerio de Economía, sino la falta de acceso a fondos frescos para transitar los primeros meses del plan. El país sin acceso al mercado de capitales y sin préstamos de organismos multilaterales está pagando deudas en lugar de recibir fondos para apoyar la transición del programa. A diferencia de los planes de Israel y argentinos del pasado, por la falta de pago y la mala gestión de gobiernos anteriores respecto al pago de deuda, provoca que para salir de esta situación debamos resolver los temas sin esperar fondos frescos o en su caso postergación de estos. Se debe hacer y mostrar la voluntad de pago para generar nueva credibilidad y poder volver a tener el apoyo del FMI.

e. Primeros Impactos en la cantidad de dinero, la deuda de pasivos del BCRA y la tasa de política monetaria:

- Respecto a la base monetaria el BCRA, ha emitido para comprar dólares. Luego la esteriliza con el Bono Bopreal (bono de importadores). En forma neta se observa una caída fuerte en abril de la base monetaria llegando a 12,6 Billones y de los pasivos monetarios (44 billones). Ahora es importante decir que la caída de los pasivos se debe a que la indexación no se realiza

a una tasa activa, la tasa de los pasivos del BCRA ha caído desde enero llegando al 50% anual a principios de abril. Muy por debajo de la inflación. De esta forma el stock de pasivos se está licuando por inflación, mientras que en dólares está subiendo al incorporar los intereses y mantenerse el dólar estable.

- Los pasivos monetarios son el talón de Aquiles de la economía. Ya que si se libera el Cepo se debería poner una tasa superior a la inflación para que no se vayan al TC. Si esto pasara el riesgo de un salto cambiario con una posterior hiperinflación sería más probable.
- Respecto a este tema es importante mencionar que si bien la tasa de política monetaria es negativa (frente a la inflación) es sumamente positiva frente a la devaluación. Esto podría alentar la llegada de capitales especulativos buscando rendimientos en dólares. Al tener una economía con Cepo esto se reduce y el carry no va contra las reservas del BC y puede de esta forma con la tasa licuar a partir de la inflación el stock de pasivos y también el stock de base monetaria, ya que tenemos casi la misma base con una gran inflación en estos cuatro meses.
- Esto afecta la actividad y produce una fuerte contracción de la economía.

f. Primeros impactos en los precios relativos; Podemos agrupar, siguiendo a Arriazu (nota en Diario Clarín 20-4-24), los productos y servicios en cuatro grandes grupos:

- Productos exportables, estos según Arriazu son levemente inferiores en marzo de 2024 al resto del mundo. No obstante, todo lo relacionado con Carnes y alimentos, han crecido por encima de la inflación y si bien son levemente menores que en el exterior, deberían ser muchos más bajos pero el peso de impuestos y regulaciones influye.
- Productos importados, estos son sensiblemente mayores al 2019 y al resto del mundo (autos, medicamentos, electrodomésticos). Son más alto producto que estaban valuados al TC oficial y el salto devaluatorio inicial los llevó a 800 ARS por USD, no obstante, estos productos son mucho más altos que el exterior y esto se debe al impacto de aranceles, costos logísticos, costo de nacionalización y demás impuestos distorsivos. En este agrupamiento también incluimos los bienes y servicios de industrias protegidas (Celulares, Prendas y calzado, etc.)
- Servicios públicos, estos están relacionados con la disponibilidad de recursos energéticos. Pero además se los ha utilizado como herramienta para contener la inflación. Están muy retrasados frente a la inflación.
- Productos que se producen y transan solamente en los mercados locales que dependen de la composición de insumos locales e internacionales y de la incidencia de los sueldos.

- Por otro lado, las bebidas y servicios siguieron a la inflación al igual que el TC de importaciones. Luego los costos de la construcción a partir de los insumos importados, el USD CCL y las frutas y verduras se elevaron muy por encima de la inflación.

De esta forma el proceso de adecuación de precios relativos está lejos de haber terminado. Aún tiene un largo camino por recorrer las tarifas públicas, la salud prepaga y colegios. Esto condiciona el índice de inflación futuro y su convergencia a la tasa de crawling peg.

g. Primeros impactos en la actividad (PIB), y los sueldos:

- Los sueldos y la actividad han sufrido un fuerte impacto. Si bien la actividad crece, sin considerar el agro cae fuertemente. El agro muestra una fuerte subida al compararse contra un año muy bajo por la sequía. De esta forma la baja de la actividad se siente en los comercios e industrias.
- Esto se debe a que la inflación pegó muy fuerte en los salarios, que cayeron si se los compara contra la inflación, esto afecta al consumo.
- Al mismo tiempo la reducción del déficit y consecuentemente del gasto público, juntamente con la contracción monetaria evita el aumento de la cantidad de dinero y la emisión, pero también le quita pesos a la economía generando una contracción del consumo. Esta retracción del consumo también ejerce una presión para que los precios no se eleven.
- Habiendo reducido la cantidad de dinero y ajustado los precios relativos, los sueldos se irán recomponiendo por acuerdos y paritarias. Si bien esto será lento se espera que se eleven fomentando el aumento de actividad, ya con una inflación baja, a lo largo del último trimestre del año.

h. Primeros impactos en el TCRM:

- El TC real es una variable muy discutida por economistas profesionales. En el cuadro de TCRM del BCRA se manifiesta que aún tiene margen, es decir que aún no está apreciado y es un TC para el BCRA aún competitivo.
- El futuro del TC dependerá de la inflación, el ritmo del crawling peg, y la apertura de la economía.

La economía está muy regulada y con una fuerte presión impositiva. Esto incide en la apreciación. Nuestras exportaciones industriales, además de los commodities, son productos con insumos y mano de obra. Al serlo la industria local en realidad necesita exportar mano de obra e insumos locales baratos en dólares. Es por ello que dicen necesitar un TC alto.

Ahora si continuamos con este modelo tendremos productos de baja calidad, que necesitan mano de obra barata al tiempo que tenemos altos impuestos para financiar un estado deficitario. Esto genera que se infravalore el TC para corregir todas estas inconsistencias. Este es el “costo argentino” que debemos resolver,

Brasil lo resolvió con el Plan Real abriendo la economía. Debemos evitar tener un tipo de cambio alto que nos empobrezca en dólares, pues nunca se va a acumular esos dólares para pagar la deuda que es otro de los argumentos de los que defienden un TC alto en lugar de orientar a la apertura de la economía y que las industrias sean productivas. Volver a un esquema de devaluar para tener un TC de alto, seguiríamos con los ciclos de crecimiento y crisis (Sudden Stop) (Calvo 1998), pues necesitaríamos una nueva crisis para volver a ser baratos en dólares.

El camino es tener un estado que reduzca su presión impositiva sobre las empresas, para que ellas, destinen ese dinero como inversión en tecnología y puedan competir tanto en el mercado local como en el mundo con sus productos. Invirtiendo en tecnología y en capacitación podremos aumentar la productividad de nuestros trabajadores y que tengan salarios en dólares como en el resto del mundo, al tiempo que los consumidores podrán comprar los mejores productos y acceder a mejores servicios.

Debemos salir de esta dinámica de exigir un dólar alto para exportar productos baratos que contienen sueldos mínimos en dólares. Tanto Brasil como Israel nos mostraron que el camino es abrir la economía, reformando el estado y evolucionar, siendo una sociedad con una economía abierta.

Escenario Alternativo

El escenario elegido por Milei ha provocado en los primeros 5 meses:

- La desinflación, está siendo más rápida que las estimaciones primarias del plan del gobierno
- La inflación tendrá en los próximos meses presión por parte de las tarifas.
- El aumento de precios fue afectado primero por la devaluación y segundo por el ajuste de precios relativos, pero una vez lograda la baja de la inflación al no existir congelamiento no hay que pensar un plan para descongelar.
- TC real aún es competitivo y está influido en algunos sectores por los márgenes empresariales (electrodomésticos, calzado, indumentaria). Esto deberán ser corregidos por la desregulación (electrodomésticos) y por la misma baja de la actividad.
- Respecto al fuerte ajuste fiscal está afectado por licuación jubilaciones y subsidios, al tiempo de reducir transferencias y obra pública. Esto generó haber logrado superávit en los primeros meses. El gobierno debe reducir estructuralmente el gasto del estado para continuar con déficit cero a lo largo del año. Este es un desafío crítico de la continuidad del plan y baja de la inflación, pero requiere de leyes promulgadas por el Congreso.

- Por otro lado, la fuerte contracción monetaria e inflación afectó los salarios reales y se produjo una fuerte caída de la economía. La salida del cepo permitiría darle a la economía una dinámica diferente, no obstante, la probabilidad de hacerlo en el corto plazo es baja. Esto se debe a la prioridad del plan, que es evitar la hiperinflación y la cesación de pagos. Es por ello por lo que primero el gobierno debe resolver la deuda de pases del BCRA, pues si no la resuelve y existen condiciones que aumentan las inconsistencias del plan, estos pases (sin cepo) se irían a dólares contra las reservas del BCRA. Y como estas reservas no pueden hacer frente a los pases, estos últimos irían al dólar elevando la cotización y llevando la economía a una hiperinflación o Rodrigazo. Este es el riesgo por el cual el gobierno es muy conservador para salir del cepo.

Ahora, si repensamos la estrategia del gobierno sobre los pases del BCRA podemos decir que inicialmente podrían haber optado entre 3 opciones o escenarios:

- Canje voluntario de pases hacia bonos del tesoro (estrategia actual): Utilizando la tasa negativa para licuarlo por inflación y orientar la salida hacia títulos del tesoro con mayor plazo de vencimiento sin necesidad de emitir para pagar sus intereses, ya que deben pagarse con el presupuesto nacional, que debe tener déficit financiero cero. Así se opta por respetar la propiedad privada y por evitar juicios de ahorristas a funcionarios.
- Canje forzoso: Estilo Plan Bonex de 1989. En 1989 se hizo un canje forzoso de deuda pública de corto plazo en pesos por un bono en dólares a 10 años. Esto se hizo con un DNU (decreto de necesidad y urgencia). Los funcionarios que lo hicieron tuvieron juicios por esta medida, ya que atacaba derechos de los ciudadanos. En este contexto, el equipo de Milei podría haber realizado un canje forzoso de pases por un bono en dólares a 5 o 10 años, pero concluyó que podría generarles juicios, si lo hacía por DNU y de hacerlo por ley era de muy baja probabilidad que se aprobará, atento que no tiene mayorías en ambas cámaras. Por DNU o por Ley no era viable, con lo cual el riesgo de una hiperinflación o salida anticipada del gobierno eran mayores.
- Hiperinflación al inicio: La hiperinflación al inicio del mandato habría licuado el stock de pases y la base monetaria en forma rápida. La economía se dolarizaría y la salida sería más traumática, pero más rápida. Hubiera generado un aumento de la pobreza y resistencia de la sociedad y una probable salida anticipada del gobierno. Si el gobierno resistiese y se mantuviera en el poder, la economía habría vuelto al ciclo de Sudden stop (Calvo 1998). La economía en el largo plazo no se convertiría en avanzada pues no haría las reformas necesarias. Aprovecharía por unos años el crecimiento de las postcrisis para luego caer nuevamente en ella.

De esta forma al analizar los 3 escenarios probables mi conclusión es que la estrategia de canje voluntario es la más razonable. Se licua la deuda gradualmente y busca el canje voluntario. Quizás el gobierno optó por este escenario con otras razones. El canje voluntario es una estrategia más lenta, difícil y compleja. Pero es la única válida y es la que permitiría continuar con el proceso de desinflación y luego con el proceso de reforma del estado, laboral, impositiva, desregulación de la economía, bajando el costo impositivo y transformándonos en una economía abierta, competitiva, y de mejor productividad.

La mirada de Trilema de Mundell

El programa controla la base monetaria, tiene TC fijo y la economía con cepo que impide la libre circulación de capitales. De esta forma no cumple el Trilema. Como sabemos Israel hizo un plan exitoso sin haberlo cumplido. Solo se abrió a los mercados cuando su economía estuvo preparada para hacerlo.

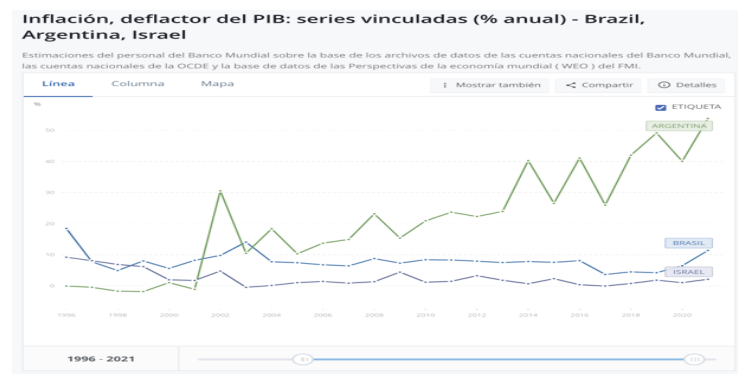
En el caso de la economía argentina, sin acceso al mercado de deuda, sin reservas y con una marca de deudor y defaulteador serial, abrir el cepo sin dólares es muy riesgoso. Si observamos la evolución de los Regímenes cambiarios de Israel y Brasil, ambos fueron a la libre flotación cuando tuvieron reservas, la inflación había desaparecido o se ubicaba en niveles internacionales y no existía carry trae en dólares que fomentaran la llegada de capitales especulativos (esto le llevo varios años). Con lo cual nuestro proceso de llegar a un TC flexible llevará tiempo (años), primero deberemos enfocarnos en romper la inflación inercial e ir ajustando el TC con micro devaluaciones como también lo hicieron ambos países.

Prioridades de aquí en más.

- Seguir con déficit cero.
- Llevar la inflación mensual al ritmo del crawling peg
- Pasar el stock de pases de corto plazo de Pases del BCRA a deuda del tesoro a 5 o 10 años. Hoy la están canjeando voluntariamente con vencimientos menores a 361 días. Esto a medida que la economía mejore y mejore el riesgo país debe endeudarse a mayor tiempo y mejor tasa. Llevará dos o tres años.
- Reducir el tamaño del estado y llevar los aranceles al nivel del Mercosur
- Reducir la carga impositiva y que los productos importados y exportados tengan un equilibrio con los precios internacionales. Para ello se debe desregular la economía y quitarle las distorsiones. Esto mejorará el TCRM
- Finalizado esto con la economía estabilizada y habiendo abierto la economía comenzar a realizar TC con bandas y que las bandas sean de no más del 5% para evitar desanclar expectativas de inflación. (Poner bandas del 30% como en la economía de Macri/Sandleris no tiene sentido pues así el TC no sirve para anclar expectativas)

- Pasar a flotación sucia administrada cuando nuestra balanza de pagos se duplique en tamaño y las reservas del BCRA sean de un 20% del PIB.
- Mantener las regulaciones para la llegada de capitales que son destinados al carry trade, mientras la tasa en USD sea superior a la tasa de la FED más el riesgo país.
- Ir a Tipo de Cambio Flexible, cuando la tasa de inflación, productividad y salarios tiendan a ser los internacionales. Ese será el momento de optar por el TC de economías desarrolladas.
- Apertura comercial, reducción de impuestos, desregulación de la economía

3.7 Comparación de casos vs Plan Argentina 2024



<https://data.worldbank.org/indicator/>

En el apéndice h presentamos un cuadro comparativo con una síntesis de todos los programas analizados (excepto el que aún está vigente (Argentina 2024.). En este cuadro comparamos los planes los exitosos (Real e Israel) y los que fracasaron (Convertibilidad, Austral y Cruzado)

Planes que fracasaron:

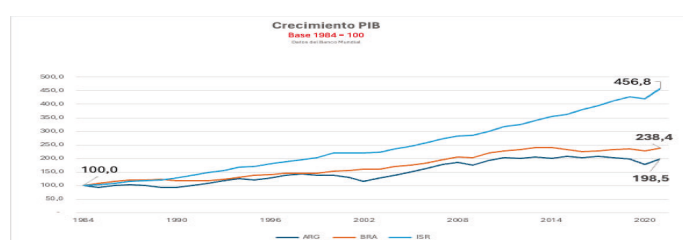
- Al observar los primeros años del gráfico, vemos que el plan austral (Argentina) y el cruzado (Brasil), fueron planes que no fueron exitosos en reducir la inflación. Fueron planes parciales que al mantener en un plano secundario el control del déficit les obligó a emitir dinero para financiarlo, al tiempo que su elevado endeudamiento también les trajo problemas de deuda. Las medidas de ambos gobiernos para conformar a la sociedad los llevó a emitir para financiar el gasto y esto trajo inflación e hiperinflación.
- Cerrar la economía con tipos de cambio fijo, más controles de precios y salarios, sin austeridad fiscal obliga a los gobiernos a emitir y desarrollar políticas para bajar la inflación. A los creadores de este tipo de planes de estabilización Dornbush y Simonsen (1987) los clasificó como “magos”. Esta clasificación manifestaba un juicio de valor. Solo un mago puede bajar la

inflación sin austeridad fiscal, expresando entonces que la probabilidad de ocurrencia de este escenario es nula.

- Ambos programas también desistieron de cumplir con el trilema de Mundell, cerrando su economía y anclando el tipo de cambio. Claramente de esta forma se generaba una apreciación de las monedas locales y la apuesta especulativa a que el plan caiga y exista una fuerte devaluación era elevada.

Planes exitosos:

- Los programas en Brasil (Real) e Israel lograron frenar la inflación y estos países no volvieron a tener problemas inflacionarios. En Argentina, si bien como vimos, la Convertibilidad logró contener la inflación, el resultado de sus rigideces junto a nuevos gobiernos que aplicaron diferentes estrategias, dio como resultado una inflación crónica y una economía en donde continua la inflación hasta nuestros días.
- El éxito del programa en Israel al igual que en Brasil (con el plan Real) llevó a ambos países a primero controlar la inflación y luego a realizar reformas para vigorizar su economía. En ambos países el PIB creció y el tamaño de sus economías es sumamente superior a cuando comenzaron con sus planes.



Elaboración propia con datos de <https://data.worldbank.org/indicator/>

Vamos ahora a comprar los primeros meses del gobierno de Milei con los dos casos exitosos vistos (el Plan Real y el Plan de Israel), para ello presentamos el siguiente cuadro:

	Israel 1985	Real 1993	Milei 2024
Tipo de Cambio	Fijo	Fijo	Fijo con crawling 2%
Ancla Cantidad de dinero	Si	Si	Si
Libre movilidad de capitales	No	Si	No
Cumple Trilema de Mundell	No	Si	No
Ancla Fiscal	Si	Si	Si
BC puede financiar tesoro	No	Si	No
BC independiente	Si	Si	No
Congelamiento de precios	Si	Si	No
Congelamiento de salarios	Si	Si	No
Congelamiento de tarifas	Si	Si	Postergado desde abril-24
Se prohibió indexar	Si	Si	No
Adecuación inicial Sueldos/Precios/Tarifas	Si	Si	No
Devaluación Inicial	Si	Si	Si
Ortodoxo/Heterodoxo	Heterodoxo	Heterodoxo	Ortodoxo
Shock/Gradual	Shock	Shock	Shock

	Israel 1985	Real 1993	Milei 2024
Déficit Cuasi fiscal con deuda del BC	S/D	S/D	Muy alto, con probabilidad de irse al TC si se levanta el Cepo. Riesgo de Hiper
PBI	Creció	Creció	Cayó
Apreciación del TC	Si	Si	Si
Devaluaciones durante el plan	Si	Si	Si, 2% mensual
Sueldos reales	Creció	Inicialmente cayo	Inicialmente cayo
Inercia	Se rompió	Se rompió	Se mantiene por ajuste de precios relativos
Inflación	Bajo Fuertemente	Bajo Fuertemente	Bajo
Tensión por salida TC fijo	No en etapas. Duró 4/6 años llegar al TC flexible	No en etapas. Duro 6/9 años llegar al TC flexible	Temprano aún
Tensión por salida congelamiento de precios	Apertura de economía permitió liberar sin tensiones	Apertura de economía permitió liberar sin tensiones	No hubo congelamiento
Tensión por salida congelamiento de salarios	Acordada con sindicatos	Hubo tensiones y acuerdos. Existieron muchas desigualdades	No hubo congelamiento
Situación preexistente	Salían de una guerra y una hiper. La sociedad quería apoyar y cambiar. Fuerte apoyo	Salían de una hiper. La sociedad quería apoyar	Inflación crónica. Mitad de Sociedad/Política no percibió la gravedad y que estábamos en las puertas de un salto inflacionario
Acuerdos políticos	Si, el gobierno tenía mayoría en el congreso	Si, el gobierno tenía mayoría en el congreso	No. Gobierno bloqueado para sancionar leyes
Acuerdos sindicales	Si, se acordó el plan	Si, se acordó el plan	No, el sindicato no apoya. Paros a los 45 días de asumir
Sociedad polarizada	No	Si, con mucha desigualdad	Si, sociedad partida con dos modelos distintos de economía y sociedad
Reforma fiscal	Si	Si	Sin aprobar ley. 5 meses de discusión.
Reforma Monetaria	Si, cambio de moneda	Si, cambio de moneda y URV que seguía al dólar y se actualizaba	No
Reforma Laboral	Si	Si	Sin aprobar ley. 5 meses de discusión. DNU vigente con restricciones legales
Desregulación de la economía	Si	Si	Sin aprobar ley. 5 meses de discusión. DNU vigente con restricciones legales
Apertura de la economía	Si	Si	No

Los comentarios resaltados en rojo son desafíos para el gobierno actual. Cada uno de estos desafíos requerirá de pragmatismo, consensos con el arco político, apoyo de la sociedad y de liderazgos capaces de hacer entender a la sociedad que el sendero para ser una economía desarrollada requiere de años de persistir por el camino de estabilizar y abrir la economía.

De igual forma están los riesgos de no hacerlo y de seguir intentando políticas acomodaticias, de más estado, con tipo de cambio infravalorado que nos empobrece como sociedad, porque se necesita que tengamos mano de obra barata para que nuestras exportaciones sean competitivas y para licuar los altos costos que genera el estado por su presión fiscal.

4. Conclusiones y aprendizajes

Al analizar los planes de estabilización en cada uno de los países podemos decir a alto nivel que:

1. En donde se realizaron los planes ortodoxos las medidas fueron más agresivas, esto se debe a:
 - Se establece una contracción monetaria que asfixia a la economía y genera recesión, caída de producto y desempleo en el corto plazo. Recesión ahora, auge después (Calvo 1986)
 - Se apuesta a controlar la demanda agregada en forma indirecta. Hay menos dinero en la calle para los mismos bienes y servicios provocando que bajen las ventas, luego baja la producción e impacta en reducir el nivel de empleo. Al no emitir y contraer los agregados monetarios, la inflación se reducirá porque no hay emisión, al tiempo que la inflación reduce los salarios reales y por ello cae el consumo y la demanda agregada. De esta forma el plan de estabilización ataca la demanda agregada ya que saca empuje fiscal y monetario.
 - El ancla nominal es la cantidad de dinero (solo esa).
 - Estos planes ponen foco en el programa económico, foco en austeridad fiscal, este debe ser consistente y financiable sin emisión monetaria, es decir sin inflación futura.
 - En los 80, caso Israel, se acompañaron con políticas de ingresos, que son variantes heterodoxas y se comenzaron a crear planes con las mejores herramientas de cada corriente. De esta forma se sumaron a los planes ortodoxos el ancla nominal en el TC y las políticas de ingresos de congelamiento de precios y salarios para quitar la indexación de la economía.
2. En los países que aplicaron los planes heterodoxos las medidas se sustentaron:
 - En el congelamiento de precios y salarios para quitarle a la economía su componente de inflación crónica al estar indexada, es decir que los precios de hoy (t_1) son iguales a los precios de ayer más la inflación ($t_1 = t_0 + \text{inflación}$).
 - El congelamiento rompe la inercia. Se apunta al concepto inercial de la inflación, a la indexación de precios, salarios y tarifas por la inflación pasada.
 - Por otro lado, al no controlar los agregados monetarios, la oferta monetaria se endogeniza, es decir es determinada por el mercado, por lo tanto, la política monetaria es más expansiva, sin tanto impacto en la tasa de interés

y no afectando tanto la actividad. Ciclo expansión ahora, recesión después (Calvo, 1986).

- Se considera que estos tipos de planes son políticamente más viables, requiere una intervención y una discrecionalidad de la autoridad en los temas microeconómicos de la economía. Definir precio de productos, de servicios, de sueldos, etc.
- Si se realizan políticas de ingresos de control de precios y salarios, la inflación crónica puede ser derrotada solo si se realizan juntamente con fuerte reducción de déficit fiscales (Israel 1985, México 1997). Igualmente, a veces se esconde en los controles de precios y salarios la falta de ajuste fiscal (Plan Austral de Argentina y Plan Cruzado de Brasil) esto invita al fracaso, en el caso del Plan Austral comenzó a caer cuando se validaron aumentos de sueldo que aumentaron el déficit fiscal.

3. Programas ERBS (ancla cambiaría):

- Al tener un ancla cambiaria los agentes económicos anclan también sus expectativas frente a la inflación, porque en economías con alta inflación la cotización del tipo cambio va espiralizando la inflación y al no mover su cotización ésta termina.
- Las expectativas se normalizan más rápido con un tipo de cambio fijo y precios congelados. No obstante, luego comienza a ajustarse los precios relativos y a recomponerse los sueldos al tiempo que la inflación crónica también juega, provocando la apreciación cambiaria haciendo perder competitividad a la economía y generando problemas en la balanza de pagos ya que es más barato importar y los precios de las expos no son tan atractivos.
- El TC nominal es un ancla transitoria, sirve solo para romper la inercia y anclar las expectativas iniciales de inflación. Sin un programa monetario y fiscal detrás poco sirve. No sirve para dar más competitividad al país.
- El TC debe ser en el largo plazo el que sirve para equilibrar la oferta y la demanda de la balanza de pagos. Si es un valor artificial, tiene la economía las importaciones subsidiadas y le cobras un impuesto cambiario a las exportaciones, afectando el equilibrio y provocando salida de capitales y reservas. Al tener TC fijo entonces, existe una apreciación natural de la moneda que, si bien es vital como ancla de expectativas inflacionarias, al apreciarse puede sufrir ataques especulativos e impacta contra las reservas.
- Para que esto no suceda llegar al TC flexible debe ser una estrategia gradual y pensada. Brasil e Israel llegaron al TC flexible luego de un largo proceso. Brasil llegó a la libre flotación a fines de los 90, luego de casi 6 años de iniciado el plan e Israel lo hizo en el 91, luego de 6 años.

4. Situaciones pre-existentes en donde se realizaron planes exitosos:

- Se debe tener consenso que la inflación es un problema para la economía en su conjunto. En ciertas situaciones la inflación crónica se considera un problema más y se toleran niveles altos de la misma.
- Se debe tener un acuerdo previo en el congreso para reducir déficit fiscal. Para ello el congreso debe sancionar las leyes que plantee el Poder Ejecutivo y luego debe ser apoyado por agrupaciones sindicales, sociales y empresarias.
- La autoridad monetaria o BC debe ser creíble, al tiempo que la sociedad debe apoyar al gobierno que lleva adelante el plan.
- El plan debe tener apoyo del FMI
- Se debe liderar la acción y la comunicación del Plan a la sociedad, explicando las causas del déficit fiscal y coordinar acciones en todos los niveles de gobierno (nacional, provincial y municipal). El liderazgo debe ser ejercido por el más alto nivel del estado.
- Se debe adecuar los Precios relativos solo si el plan tiene congelamiento de precios y salarios.
- Se debe tener un plan de saneamiento de instituciones financieras y cómo impacta en los objetivos de reducción de inflación
- Se deben definir las anclas fiscales, nominales y cambiarias
- Deuda, se debe identificar acciones de cancelación y roll-over de la deuda soberana en el corto y mediano plazo.
- Reformas para volver a crecer> Se debe identificar reformas necesarias para estabilizar la economía y crecer sin impuesto inflacionario. Apertura al comercio internacional, identificando impuestos y aranceles distorsivos, promoviendo competencia y calidad, apoyada en conocimiento y tecnología. La apertura debe ser cuidadosa para no perjudicar industrias y economías regionales.

Por último, observamos que con inflación crónica y alta la libre movilidad de capitales no se cumple cuando el país le es imposible acceder al crédito en los mercados internacionales. De esta forma Brasil se endeuda y con TC fijo y soberanía monetaria permite la libre movilidad de capital cumpliendo el Trilema. Al tiempo que Israel, sin posibilidades de acceder al crédito, no incrementa su deuda externa y con TC fijo y soberanía monetaria impide la libertad en el movimiento de capitales. De esta forma la capacidad de endeudarse, durante todo el proceso del plan, y acceder a los mercados de deuda es una restricción adicional a incorporar el Trilema.

6. Bibliografía

- Blejer (1987) High inflation, Heterodox stabilization, and fiscal policy
- Bruno, 1988, Inflation Stabilization: The Experience of Israel, Argentina, Brazil, Bolivia, and México.
- Bruno, 1989, Hacia una aguda desinflación: Israel 1985, The inflationary process in M Bruno, Stanley Fisher, 1985
- Bruno, G Di Tella, R Dornbusch, S Fischer, 1988. Inflation stabilization, Crisis, stabilization, and economic reform: Therapy by consensus, M Bruno – 1993
- Bruno, S Piterman - 1987 Israel's Stabilization: A Two-Year Review. ·
- Calvo, G. (1998), "Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops." Journal of Applied Economics, vol. I (1), pp. 35-54.
- Calvo, (1986). Temporary Stabilization: Predetermined Exchange Rates, Journal of Political Economy Vol 94.
- Calvo y Vegh (1999), Inflation stabilization and bop crises in development countries Documento de trabajo 6925 <http://www.nber.org/papers/w6925>. National Bureau of Economic Research
- Cagan, (1956). The Monetary Dynamics of Hyperinflations, Studies in the Quantity of Money, Chicago University Press, 1956
- Dornbusch y Mario Simonsen 1987. ESTABILIZACIÓN DE LA INFLACIÓN CON EL APOYO DE UNA POLÍTICA DE INGRESOS: La experiencia de Argentina, Brasil e Israel. El Trimestre Económico, abril-junio de 1987, Vol. 54, No. 214(2) (abril-junio de 1987), pp. 225-28, Published by: Fondo de Cultura Económica
- Fleming (1962) "Domestic Financial Policies Under Fixed and Floating Exchange Rates" publicado en el Journal of Political Economy
- Fernández M. (mayo 2021). Estabilizaciones permanentes y transitorias utilizando el tipo de cambio y la cantidad de dinero como anclas nominales, 2021, Serie Documentos de Trabajo, No. 792. UCEMA
- Friedman M, Capitalism and Freedom, 1962. University of Chicago Press; First Edition (17 November 2020)
- Friedman M. The Optimum Quantity of Money and Other Essays, 1969 Routledge; 1er edition (23 October 2017)
- Keynes, J.M. (1924) Monetary reform. Nueva York: Harcourt, Brace.
- Kiguel and Nissan Liviatan (1988), Inflationary Rigidities and Orthodox Stabilization Policies- 273 Lessons from Latin America. The World Bank Economic Review Vol. 2, No. 3 (Sep. 1988), pp. 273-298 (26 pages)
- Kiguel and Nissan Liviatan (1992), WHEN DO HETERODOX STABILIZATION PROGRAMS WORK? Lessons from Experience
- Kiguel (1996) "Déficit CUASI-FISCAL: LO QUE ESCONDE EL SISTEMA FINANCIERO "t CEPAL Comisión Económica para América Latina y el Caribe V Seminario Regional de Política Fiscal Organizado por CEPAL/PNUD
- Leiderman y Liviatan 2003, The 1985 Stabilization from the Perspective of the 1990s Israel Economic Review, Vol. 1, No. 1, pp. 103-131 (2003)29 Pages Posted: 8 Nov 2012
- Mankiw 2002, Macroeconomía
- Meltzer, 1994. Israel: Shocks and accommodation. Michael Bruno sobre la política heterodoxa y la estabilización económica, Allan H. ·
- Mundell (1963) "Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates" - Este es el trabajo original en el que Mundell presenta el concepto del Trilema de Mundell-Fleming y discute las implicaciones de la movilidad perfecta de capitales en combinación con tipos de cambio fijos y flexibles
- Orlando Ferres, 28 diciembre 2005. Dos Siglos de Economía Argentina, 1810-2004: Historia Argentina En Cifras (Spanish Edition) Tapa blanda –
- Parkin 2007, MACROECONOMÍA Versión para Latinoamérica Séptima edición 2007, Michael Parkin, University of Western Ontario, Gerardo Esquivel, El Colegio de México, Mercedes Muñoz, Tecnológico de Monterrey, campus Estado de México
- Programa Monetario del BCRA, de diciembre de 2008. <https://www.bcra.gob.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/bol1207.pdf>
- Rapoport (2000) El Plan de Convertibilidad y la economía argentina (1991-1999) en Historia económica, política y social de la Argentina, 1880-2000 (Buenos Aires: Editorial Macchi, 2000)
- Reinhart, Carmen and Vegh, Carlos (1994). Inflation stabilization in chronic inflation countries: The empirical evidence
- Vegh, (1992). Stopping High Inflation: An analytical Overview, Staff Papers, IMF Vol 39 N3
- Frenkel y Fanelli 1987, EL PLAN AUSTRAL: UN AÑO Y MEDIO DESPUÉS El Trimestre Económico Vol. 54, Núm. Especial: PLANES ANTIINFLACIONARIOS RECIENTES EN LA AMÉRICA LATINA (septiembre de 1987), pp. 55-117 (63 Pages)

Apéndice A: Teorías

Cuadro con la posición de las principales escuelas sobre la inflación y agregamos la perspectiva Estructuralista y la de la Escuela Austriaca.

	Teoría Monetarista (Friedman)	Teoría Keynesiana	Estructuralista	Escuela Austriaca de Economía (Hayek, Mises, Rothbard)
Política Monetaria	Restricción de la oferta monetaria y control estricto de la cantidad de dinero en circulación para frenar la inflación.	Parte de la inexistencia del pleno empleo. Baja de las tasas de interés y expansión de la oferta monetaria para estimular la demanda agregada y promover el crecimiento económico.	Política monetaria orientada al desarrollo, priorizando el financiamiento de la producción y el empleo.	Enfoque liberal en la política monetaria, defiende una oferta monetaria controlada por el mercado y crítica la intervención estatal en la moneda.
Política Fiscal	Restricción del gasto público y reducción del déficit fiscal para evitar presiones inflacionarias.	Aumento del gasto público y/o reducción de impuestos para aumentar la demanda agregada y estimular la actividad económica.	Orientada al desarrollo y la equidad, promoviendo inversiones públicas en infraestructura y redistribución del ingreso.	Reducción del gasto público y los impuestos para fomentar la inversión privada y la eficiencia económica.
Política de Precios y Salarios	Flexible, permitiendo que los precios y salarios se ajustan libremente según el mercado.	Intervención para controlar la inflación de costos y regular los salarios, asegurando la estabilidad de precios y el poder adquisitivo.	Busca corregir distorsiones y mejorar la competitividad, incluyendo regulaciones laborales y acuerdos de precios.	No intervención estatal en los mercados laborales y de precios, promoviendo la competencia como medios para la estabilidad económica.
Política de Comercio Exterior	Liberalización y eliminación de barreras para fomentar la competencia y mejorar la eficiencia.	Busca promover las exportaciones y controlar las importaciones para equilibrar la balanza comercial y proteger la industria nacional.	Enfoque proteccionista para proteger la industria nacional y promover la sustitución de importaciones y apoyo a sectores estratégicos.	Defensa de la liberalización del comercio y la eliminación de barreras arancelarias y no arancelarias para mejorar la eficiencia y la competitividad.
Política de Regulación	Desregulación de los mercados y reducción de la intervención estatal para fomentar la competencia y la eficiencia.	Regulación estatal para corregir fallas de mercado y proteger los derechos laborales y sociales.	Regulación activa para controlar los abusos del poder económico y promover un desarrollo equitativo y sostenible.	Eliminación de regulaciones estatales para permitir la libre competencia y la asignación eficiente de recursos.

Elaboración Propia

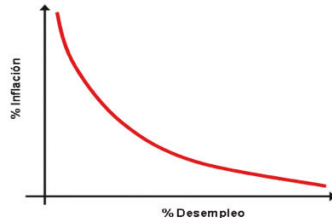
Apéndice B: Curva de Phillips, Señoraje, Curva de Laffer, Efecto Olivera – Tanzi

Curva de Phillips: Para la economía clásica la oferta y la demanda determina las cantidades y los precios relativos de los bienes y servicios de la economía. Ahora si queremos conectar el mercado de dinero con el mercado de bienes, es decir lo monetario con lo real, lo hacemos con la curva de Phillips, pues permite la relación entre la economía nominal y la real.

La curva de Philips tiene una relación inversa entre incremento de salarios e incremento de desempleo. A mayor incremento de salarios mayor desempleo y ante menor incremento de salarios menor desempleo. De esta forma se puede reemplazar desempleo por decrecimiento de la actividad e incremento de los salarios por inflación y tenemos una relación inversa entre aumento

de la inflación y baja de la actividad o aumentar el decrecimiento de la actividad. De esta forma para bajar la inflación debemos bajar la actividad contrayendo la economía.

Fuente: Parkin, M (2007)



Esta curva nos indica que si queremos bajar el índice de desempleo debemos resignar puntos de inflación, es decir la inflación debe aumentar para reducir el desempleo. En los años 60/70, el control de la inflación era por una política contractiva que disminuía la inflación a partir de una menor actividad y elevando el desempleo. De esta forma como el empleo estaba determinado por la actividad inversamente se determinaba una relación inversa entre inflación y actividad.

Según Friedman la inflación siempre será culpa del Banco Central porque emite y expande la cantidad de dinero de la economía. En el corto plazo puede generar una expansión del consumo, pero en el largo plazo no hay relación con el empleo/inflación, no hay trade off entre ellos, ni curva de Phillips.

La conclusión que se infiere de este cuadro es que muchas veces existen políticas expansivas que generan inflación con el objetivo de incrementar la actividad y tener mayor empleo, no obstante, en regímenes de alta inflación la economía no te da más actividad y el aumento de actividad es indiferente al incremento de la inflación, podemos emitir y generar altas inflaciones, pero la economía no va a tener un crecimiento real de su actividad.

Señoreaje: El Señoreaje aparece cuando alguien tiene la potestad de emitir. Es una forma de financiar al tesoro.

Es la capacidad que tiene el gobierno, al tener el monopolio de la emisión, de comprar bienes y servicios de manera gratuita. En la práctica la emisión la realiza el Banco Central y se la da al Gobierno para que pague sus gastos como Adelantos transitorios. Estos adelantos son deuda del Gobierno/Tesoro con el Banco Central.

De esta forma el resultado primario del gobierno sería igual a:

$$\text{Resultado Primario} = \text{Ingresos menos Gastos}$$

Si los gastos son mayores a los ingresos fiscales se pueden financiar con venta de Activos del estado, con deuda, y con emisión monetaria. Esta última es el Señoreaje, de esta forma es el saldo real que percibe de manera gratuita aquel que tiene la potestad y el monopolio de la emisión de dinero. Ahora si analizamos la fórmula del Señoreaje veremos que el impuesto inflacionario es un componente.

$$\text{Señoreaje Total} = \text{Señoreaje Puro} + \text{Impuesto inflacionario}$$

En donde:

$$\text{Señoreaje puro} = \text{Variación de la Base monetaria}$$

Y

$$\text{Impuesto inflacionario} = \text{Base imponible en T-1} * \text{Tasa de inflación}$$

De esta forma el Señoreaje total es un saldo real determinado por el Señoreaje puro, este es igual a la emisión de la base monetaria en un periodo (variación), que es aceptada por el público para tener como dinero en su poder. Y al señoreaje Puro le suma el impuesto inflacionario. Ahora si la emisión no es aceptada por el público, el Señoreaje puro es cero, de esta forma el Señoreaje total es igual a la inflación.

Curva de Laffer: Laffer dibujó la curva para el impuesto a la renta en Estados Unidos, con la intención de demostrar que tasas más altas de impuesto no necesariamente aumenta la recaudación ya que esta depende del nivel de actividad y de la recaudación tributaria.



Fuente: Parkin, M (2007)

Esta curva se puede aplicar a otras variables de la economía, por ejemplo, al impuesto inflacionario.

La conclusión de este cuadro no dice que el que emite dinero cobra el impuesto inflacionario hasta el punto máximo de la curva, luego si sigue emitiendo aumenta la inflación, pero deja de cobrar el impuesto inflacionario.

Con lo cual la emisión como generación de financiación del déficit tiene un límite a medida que crece la inflación y se ve principalmente en situaciones de alta inflación o hiper. El público no quiere el dinero emitido y se refugia en otra moneda cayendo la demanda de dinero de la moneda doméstica.

Efecto Olivera – Tanzi: Ocurre en los periodos con elevada inflación.

Tanzi afirma que con elevadas inflaciones los gastos corrientes del Estado aumentan en forma similar a la inflación, no obstante, la recaudación impositiva el aumento es un poco más tarde, es decir tiene cierta demora, con la cual lo recaudado por el estado en términos reales es inferior a la erogación ya realizada en el pasado. Es por ello por lo que el Gobierno tiene menor poder de compra por el dinero recaudado.

Países como Brasil y Chile en los años 70 indexaron las obligaciones tributarias a la tasa de inflación para reducir estos efectos y no tener que emitir para resolver el gap de recaudación generado por el rezago. Por otro lado, en 1975 en Argentina el Rodrigazo produjo un aumento del déficit fiscal debido a la baja de la recaudación por el efecto Tanzi.

Finalmente, el impuesto inflacionario se cobra sobre el circulante, a la luz del efecto Olivera-Tanzi y Curva de Laffer en situaciones de alta inflación o hiper, la demanda de dinero cae fuertemente, de esta forma no hay dinero líquido en poder de las personas esto genera que el impuesto inflacionario no se recaude.

Apéndice C: Caso de Hiperinflación:

Podemos ver en el cuadro siguiente los años previos y posteriores a la Hiperinflación de Bolivia:

Cuadro 1 Indicadores macroeconómicos anuales, Bolivia

Año	Déficit presupuestario o de GNP	Señoreaje (en porcentaje Del PIB)	Tasas de inflación (medias j)	Crecimiento	Tasa de desempleo	Condiciones comerciales
1980	9.0	3.2	47.2	1.2	5.8	100.0
1981	7.8	1.6	28.6	-0.4	9.7	99.7
1982	14.7	12.2	133.3	-5.6	10.9	98.1
1983	19.1	10.0	269.0	-7.2	13.0	99.3
1984	27.4	15.9	1,281.4	-2.4	15.5	104.1
1985	9.1	8.8	11,749.6	-4.0	18.0	104.3
1986*	2.9	n.d.	276.3	-2.9	20.0	81.9

Fuente: Inflationary Rigidities and Orthodox Stabilization Policies- 273 Lessons from Latin America Miguel A. Kiguel and Nissan Liviatan (1988)

De esta forma, en la hiperinflación, al definirse un plan de estabilización con TC fijo, este para abruptamente la inflación con apoyo de una fuerte baja del déficit público. Todo esto sin afectar el crecimiento, a pesar de que si creció el desempleo.

Apéndice D: Caso Anclas Monetarias:

Aquí podemos ver un ejemplo en la realidad de control de Agregados monetarios, lo podemos extraer del Informe Monetario del BCRA de diciembre de 2007.

Gráfico 2.5



Tabla I.1

Programa Monetario 2008					
Metas - saldos, en millones		Mar-08	Jun-08	Sep-08	Dic-08
M2 total	Banda Inferior	146.283	153.856	157.064	165.142
	Base	150.717	159.230	163.220	172.448
	Banda Superior	155.152	164.605	169.376	179.753
M2 privado	Banda Inferior				155.559
	Base				161.231
	Banda Superior				166.902

Fuente: BCRA

En el gráfico 2.5 y la tabla I.1 del mencionado informe, vemos como el BCRA a partir del objetivo de inflación, determina las metas de M2 total por cada mes del año entrante. Luego en dicho informe lo explica de la siguiente manera:

Fuente: Programa Monetario BCRA diciembre de 2007
(<https://www.bcra.gob.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/bol1207.pdf>)

En 2008 el Programa Monetario del BCRA continuará focalizándose en el control de los medios de pago, lo que se refleja en el establecimiento nuevamente de metas trimestrales en términos del nivel del M2. Adicionalmente, el Programa Monetario 2008 incorpora dos nuevos elementos, orientados a generar un marco de mayor previsibilidad. En primer lugar, se estableció una meta anual (ver Tabla I), a ser medida en términos del nivel promedio de diciembre, del M2 privado (que incluye el circulante en poder del público y los depósitos en caja de ahorros y en cuentas corrientes en pesos del sector privado no financiero). Esta meta implica incrementar el énfasis en las decisiones de ahorro e inversión del sector privado, que en el largo plazo pueden traducirse en variaciones de precios. En segundo término, a partir de 2008, al final de cada trimestre, se publicarán proyecciones de agregados monetarios para los siguientes doce meses.

Supongamos ahora que queremos controlar el agregado monetario M2.

- Como sabemos M2 es igual a la Base monetaria por el multiplicador bancario. De esta forma el Banco Central no controla en forma directa el M2, este control va a depender del encaje y de la demanda de liquidez.

- Si el Banco Central pone el encaje en el 20%, los bancos comerciales van a poder multiplicar el 80% de la Base monetaria que

reciben mediante depósitos. Ese 20% lo deben mantener en el Banco Central.

- De esta forma el Banco Central determina la base monetaria y un coeficiente de encaje que dada la demanda de liquidez le pone un techo a la cantidad de M2.
- Al intentar entonces controlar la inflación determinando M2, es sumamente complejo, pues parte se endogeniza en el sistema.
- No obstante, a pesar de ser complejo, definir el M2 es una buena medida pues determina mejor el tamaño del mercado de dinero de la economía porque incluye el multiplicador, es decir el circulante más los depósitos.

Apéndice E: Caso de control de la inflación por Intervención en el TC y agregados monetarios -- Argentina 9-2018 – Sandleris-

El 26 de septiembre de 2018, el BCRA realizó el comunicado de política económica adjuntado en el enlace. Extractamos de este informe las definiciones principales de política monetaria del BCRA para controlar la inflación y sus anclas asociadas. <https://www.bcra.gob.ar/Noticias/Nuevo-esquema-politica-monetaria.asp>.

Ancla Fiscal:

- La nueva política monetaria es consistente con metas de equilibrio fiscal primario para 2019 y superávit en 2020.
- El BCRA no realizará más transferencias al Tesoro.
- Esto refuerza el compromiso con una inflación decreciente a lo largo del tiempo.

Ancla Monetaria: control del agregado → Base Monetaria:

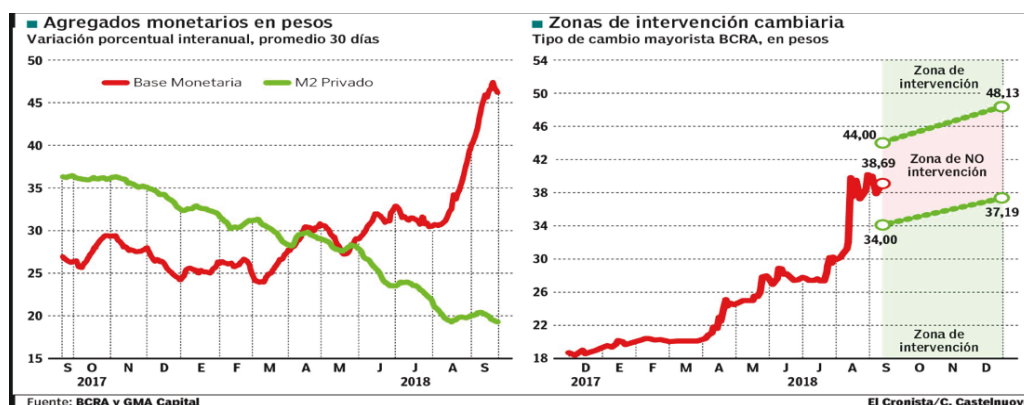
- El BCRA se compromete a no aumentar el nivel de la base monetaria hasta junio de 2019. Esta meta implica una importante contracción monetaria.
- El control será de la Base Monetaria por ser el que está bajo mayor control directo del BCRA

Ancla Monetaria: control del agregado → Tasa de interés:

- Al establecerse la cantidad de dinero de forma exógena, la tasa de interés de las LELIQ será determinada por la oferta y demanda de liquidez
- Hasta que no se vea evidencia de una definitiva desaceleración inflacionaria, el BCRA se compromete a mantener la tasa mínima de las LELIQ al 60%.

Ancla Cambiaria: Bandas en el TC.

- Definición de zonas de intervención y no intervención cambiaria
- La zona de no intervención se define inicialmente entre \$34 y \$44, se ajustará diariamente a una tasa de 3% mensual hasta fin de año
- El BCRA permitirá la libre flotación del peso dentro de esta zona
- En el caso de que el tipo de cambio se encuentre por encima de la zona de no intervención, el BCRA realizará ventas diarias de moneda extranjera por hasta 150 millones de dólares. Estas ventas no serán esterilizadas, generando una contracción adicional de la base monetaria que tenderá a corregir la depreciación excesiva.



Si bien los medios atribuyen a situaciones políticas el fracaso de este programa, nuestra intención es establecer si este programa de anclas monetarias, cambiarias y fiscales fue consistente. Para ello utilizamos el trilema de Mundell Fleming que estudiamos previamente.

Claramente el programa de Sandleris estaba al mismo tiempo en diferentes lados del Triángulo:

1. Lado B: Soberanía monetaria con libre movimiento de capitales

- Anclaba la economía a un agregado monetario (Base Monetaria) y a pesar de señalar que debía endogeneizar la tasa de interés, señalaba que, hasta bajar la inflación, la tasa de los pasivos remunerados iba a ser del 60%.
- Por otro lado, también se considera en este lado el ancla fiscal, al decir que se reducirá y será positivo en el 2019, al tiempo de no requerirse transferencias al Tesoro para cubrir dicho déficit.

"Al establecerse la cantidad de dinero de forma exógena, la tasa de interés de las LELIQ será determinada por la oferta y demanda de liquidez, y será la necesaria para cumplir con el compromiso de crecimiento nulo de la base. De todas maneras, hasta que no se vea evidencia de una definitiva desaceleración inflacionaria, el BCRA se compromete a mantener la tasa mínima de las LELIQ al 60%. La determinación de tasas por subastas de LELIQ puede implicar una mayor variabilidad en la tasa de interés de estas, pero no necesariamente deberá trasladarse a una variabilidad de las tasas de depósitos y préstamos del sistema financiero" (Extracto de la comunicación del BCRA)

Aquí se presenta las siguientes inconsistencias:

- Los agregados monetarios que el BC puede administrar es solo uno, la tasa o la cantidad de dinero.
- El comunicado dice que entiende que la tasa debe ser endógena (determinada por el mercado) pero señala que definirá la tasa de pasivos remunerados mientras esté elevada la inflación.
- La elección de la Base monetaria como agregado de la economía a administrar:
 - Si bien señala que puede reducir esta por la intervención en el mercado de bonos, sabemos que la base monetaria no afecta totalmente la oferta agregada
 - ya que M2 que incluye el circulante y los depósitos a la vista es el agregado que contiene al multiplicador de los bancos y es una medida más apropiada del tamaño de la economía que tiene inflación.
 - Poner demasiado control en la base monetaria cuando incide menos que el M2 es una inconsistencia pues no mira el multiplicador bancario.
- Plantea políticas fiscales de superávit para el 2019 y no transferencias al gobierno
 - En este punto el déficit es del gobierno y los bancos centrales deberían tener autonomía.
 - El rol de la comunicación sugiere esa falta de independencia y da una señal al mercado de que la autonomía es difusa.

2. Lado A: Tipo de cambio fijo con libre movimiento de capitales

- Aquí podemos decir que sigue el libre movimiento de capitales, pero plantea que el TC será administrado en una banda de flotación de aproximadamente el 30%.
- Si supera dicho valor intervendrá el mercado cambiario comprando dólares hasta 150 millones de dólares.
- Para ello emitirá pesos y luego los esterilizará con operaciones de bonos.

Aquí se presenta las siguientes inconsistencias:

- El trilema plantea que no puede elegir al mismo tiempo la libre movilidad de capitales, soberanía financiera y tipo de cambio administrado. Se debe optar por dos objetivos.
- Al elegir intervenir el mercado cambiario y controlar los agregados monetarios debe impedir la libre movilidad de capitales.
- De otra forma existirá carry trade y crisis en la balanza de pagos, o una mega devaluación próxima que corrija los desequilibrios.
- Pararse en los dos lados del triángulo es una inconsistencia en sí misma.
- De esta forma la política monetaria (de esta época) al plantear intervenir el TC, manteniendo la soberanía monetaria y la libre movilidad de capitales no cumple con el Trilema de Mundell

Por último, consideramos también una inconsistencia grave:

- la amplitud de la banda de flotación, 30% es demasiado
- deberían haber fijado una banda de no más del 5%,
- al ser tan alta la banda, la necesidad de fondos para intervenir y calmarla es mucho mayor.
- esta inestabilidad induce a no generar anclar las expectativas inflacionarias que se busca al mantener acotado el TC.

Finalmente, meses después el TC tuvo una corrida producto de las situaciones políticas y económicas del país y se instauraron restricciones a la movilidad de capitales y compra de dólares (CEPO).

Apéndice F: Planes Ortodoxos y Heterodoxos a lo largo del siglo.

Al mirar la historia mundial, desde el siglo pasado, podemos ver corrientes ortodoxas y Heterodoxas aplicadas en planes de estabilización:

Año	Régimen	Plan Estabilización	País	Evento desencadenante
1919 1939 1945	Paridad ORO	Plan Ortodoxo con Ancla TC	Alemania	1ª hiper moderna. Los países perdedores del tratado de Versalles fueron a Hiper (Alemania, Hungría, Bulgaria)
1960 1971	Bretton Wood. USD	Planes heterodoxos TC anclado	Argentina: Gelbard, K. Vassena, Gómez Morales	Devaluación Nixon 1973, Crisis Opep e inflación en dólares. Más crisis de deuda.
1973/1 980 1985 1990 2000 Desde 2001	Liberación del sistema financiero Tipos de cambios flexibles entre monedas.	Plan Ortodoxo con tablita Nuevos Planes heterodoxos TC anclado Estabilización Flex TC	Tablita Chilena, Uruguay, Argentina (Martínez de Hoz) Argentina: Convertibilidad, Austral. Brasil: Cruzado, Real. Israel, Perú, Bolivia Turquía. Argentina (Sandleris).	

Desarrollo propio en función de Dornbush & Simonsen (1987), Blejer (1987), Calvo y Vegh (1999), Mankiv 2002

Luego de las guerras mundiales, se pasó de paridad Oro a un TC fijo vs el dólar, esto trajo al mundo estabilidad de la economía y prosperidad por casi 30 años. La ausencia de nuevas mega devaluaciones e hiperinflaciones como las generadas en los países perdedores del tratado de Versalles se sustentaron en adopciones del dólar como moneda de referencia para todos los países.

Igualmente, esto le provocó a USA una apreciación de su moneda qué género que Nixon en 1973 devaluara y se modificó el régimen monetario y cambiario definido en Bretton Woods y pasamos a tener un sistema financiero libre, mayormente con tipos de cambio flexible entre los países centrales.

Apéndice G: Planes ERBS y MBS en Argentina:

Podemos agrupar los planes de estabilización en Heterodoxos y ortodoxos al tiempo que también podemos clasificarlas siguiente a Mariano Fernández (2021) en ERBS, MBS o ITIRP. Tomamos para ello el siguiente cuadro desarrollado por M. Fernández:

Planes de Estabilización en Argentina		
Algunos casos		
Plan Quinquenal II	1952 ERBS	Heterodoxo
Plan Frondizi	1958/9 MBS	Ortodoxo
Plan Krieguer Vasena	1967 ERBS	Heterodoxo
Plan C Rodrigo	1975 ERBS	Heterodoxo
Tablita	1976 ERBS	Ortodoxo
Plan Austral	1985 ERBS	Heterodoxo
Primavera	1988 ERBS	Heterodoxo
Plan BB	1989 ERBS	Heterodoxo
Plan Herman	1990 MBS	Ortodoxo
Convertibilidad	1991 ERBS-Currency Board	Ortodoxo
Plan Lavagna	2002 MBS	Heterodoxo
Plan Sturzeneger	2016 ITIRP	Heterodoxo
Plan Sandleris	2018 MBS	Heterodoxo

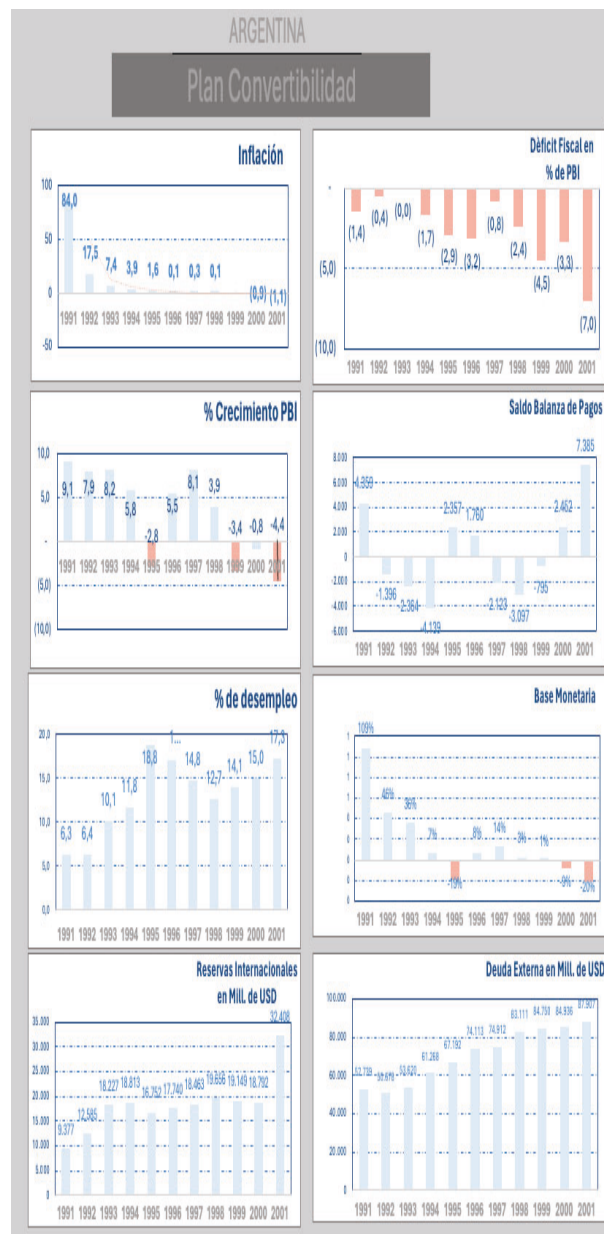
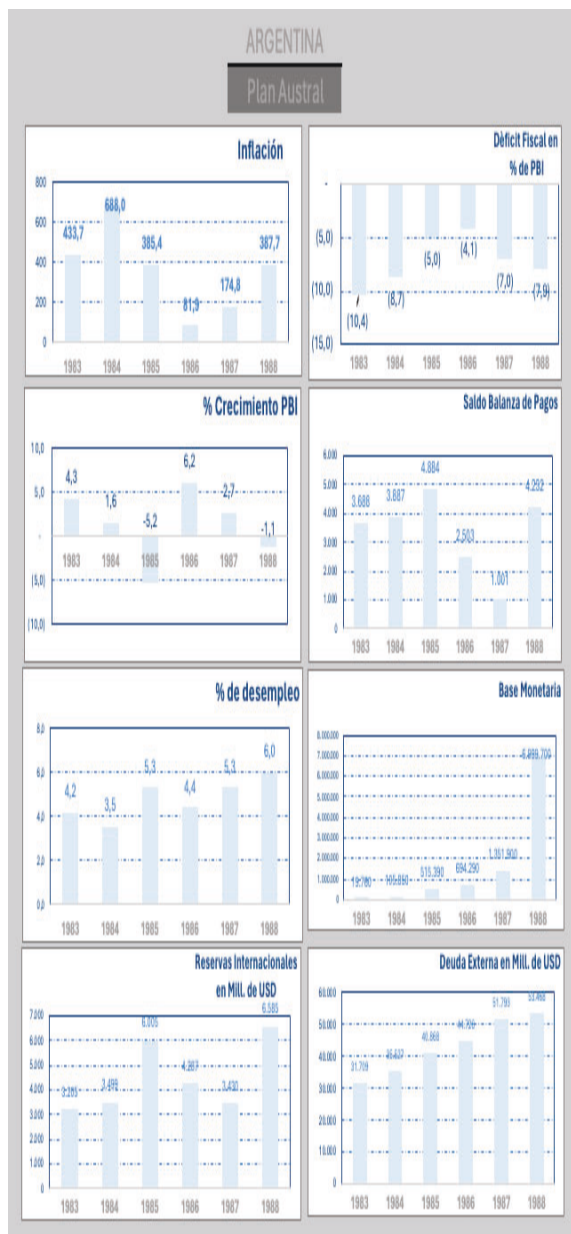
Fuente: Mariano Fernández (2021)

Apéndice h: Cuadro comparativo de planes analizados

País	Argentina Plan Austral	Argentina Convertibilidad 1992	Brasil Plan Cruzado	Brasil Plan Real	Israel 1985
Paper soporte	(Kíquel y Leviatán, 1992) y (Reinhart y Vegh, 1994)	(Blejer, 1987)	(Kíquel y Liviatan, 1992)	(Calvo y Vegh, 1999)	(Dornbush y Simonsen, 1987) y Bruno (1986)
Medidas	Nueva Moneda	Nueva Moneda	Nueva Moneda	Nueva moneda	Nueva moneda
	TC fijo	TC 1 a 1	TC fijo	TC fijo/con ajustes	TC fijo/con ajustes
	Devaluaciones periódicas		Devaluaciones periódicas		
	Congelamiento de precios, salarios y tarifas	Prohibición de indexar contratos y salarios	Congelamiento de precios, salarios y tarifas	Control de precios de productos y servicios básicos Ajustes de precios y tipo de cambio por UVR	Control de control de precios Negociaciones de aumentos salariales
	Des indexar contratos	Prohibición de indexar contratos y salarios	Des indexar contratos	Prohibición de indexar contratos y salarios	Prohibición de indexar contratos y salarios
	Políticas monetarias restrictivas	Políticas fiscales y monetarias restrictivas	Políticas monetarias restrictivas	Políticas fiscales y monetarias restrictivas	Políticas fiscales y monetarias restrictivas
		Reformas y desregulaciones impositivas, laborales		Apertura comercial Reformas y desregulaciones impositivas, laborales	Apertura comercial Reformas y desregulaciones impositivas, laborales
Anclas	Control de precios, sueldos y TC fijo con devaluaciones periódicas	TC 1a1 con el dólar Base monetaria fija respalda por dólares	Control de precios, sueldos y TC	TC fijo al inicio, luego flexible Control Déficit fiscal y de agregados monetarios	Control de precios, sueldos, monetario y de TC Regulación de los precios y salarios internos
Trilema de Mundell	No cumplió. Cerró su economía con TC fijo y autonomía de la política monetaria	Cumplió. TC fijo, liberación de flujo de capitales y cedió su política monetaria	No cumplió Cerró su economía con TC fijo y autonomía de la política monetaria	Cumplió. TC fijo, liberación de flujo de capitales y autonomía de la política monetaria	No Cumplió. TC fijo, NO liberación de flujo de capitales y autonomía de la política monetaria
Social y Político	Aceptación inicial Luego rechazó debido a la pérdida de poder adquisitivo Incertidumbre económica causada por las devaluaciones periódicas.	Aceptación inicial debido a estabilización económica, Luego descontento social debido a las altas tasas de desempleo y la recesión.	Aceptación inicial Luego rechazó debido a la pérdida de poder adquisitivo	Aceptación inicial debido a la estabilización económica y la mejora de las condiciones de vida, aunque con algunas protestas sociales debido a la volatilidad económica inicial.	Aceptación inicial pero posterior resistencia de los sindicatos debido a la restricción de los aumentos salariales.
Déficit Fiscal	Aumento	Aumento	Aumento	Ancla fiscal	Ancla fiscal
Tipo de Cambio Real	Atraso cambiario	Atraso cambiario	Atraso cambiario	Atraso cambiario hasta implementar Tipo de Cambio flexible.	Atraso cambiario hasta implementar Tipo de Cambio flexible.
Salario Real	Reducción	Reducción	Reducción	Aumento	Aumento
Deuda Externa	Aumento	Aumento	Aumento	Disminución	Aumento Levemente
cantidad de Dinero	Aumento	Siguió al crecimiento del PIB	Aumento	Siguió al crecimiento del PIB	Siguió al crecimiento del PIB
Impacto	Reducción temporal de la inflación, pero no resolvió la inflación crónica.	Logró estabilizar la inflación. Rigidez a la economía que no pudo resolver las crisis financieras externas Problemas de competitividad. Vulnerabilidad externa.	Reducción temporal de la inflación, pero no resolvió la inflación crónica.	Estabilización de la inflación y mejora de la competitividad externa	Temporalmente redujo las presiones inflacionarias, pero no abordó las causas estructurales de la inflación.
	FRACASO	FRACASO	FRACASO	ÉXITO	ÉXITO

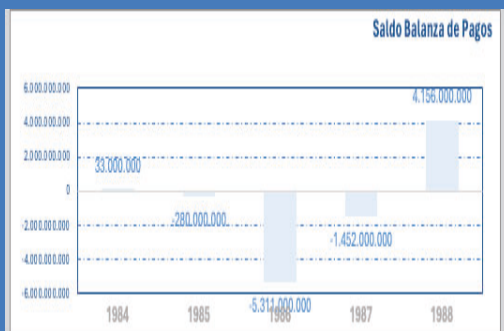
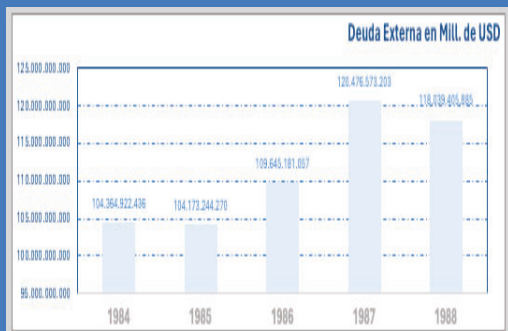
Anexo A: Gráficos Plan Austral y de Convertibilidad

<https://data.worldbank.org/indicator/> y elaboración propia



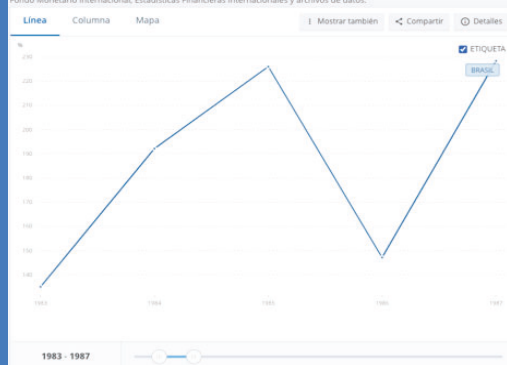
Anexo B: Gráficos Plan Cruzado

<https://data.worldbank.org/indicador/> y elaboración propia



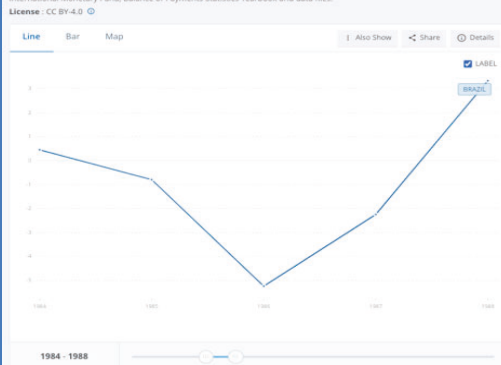
Inflación, precios al consumidor (% anual) - Brazil

Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales y archivos de datos.

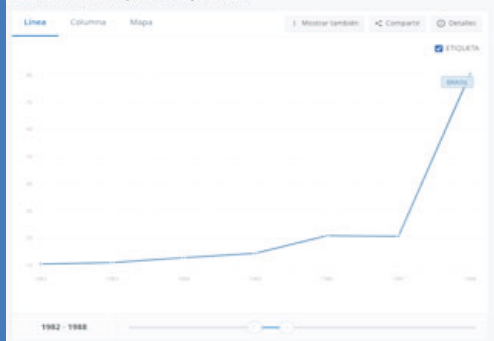


Net financial account (BoP, current US\$) - Brazil

International Monetary Fund, Balance of Payments Statistics Yearbook and data files.

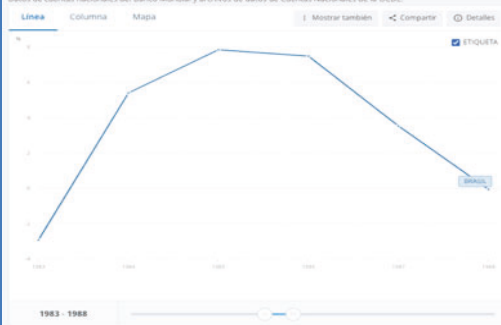


Masa monetaria (% del PIB) - Brazil



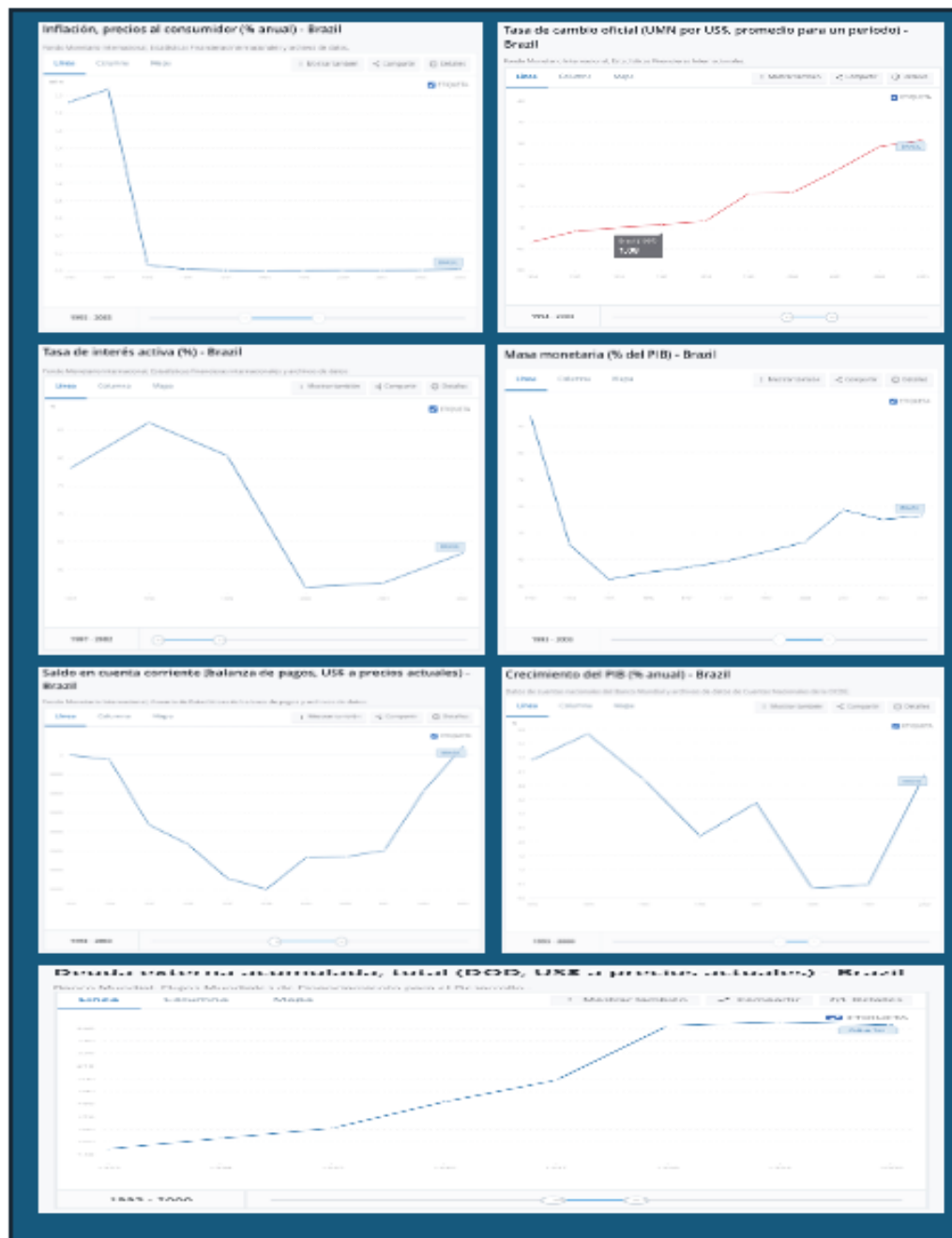
Crecimiento del PIB (% anual) - Brazil

Datos de cuentas nacionales del Banco Mundial y archivos de datos de Cuentas Nacionales de la OCDE.



Anexo C: Gráficos Plan REAL

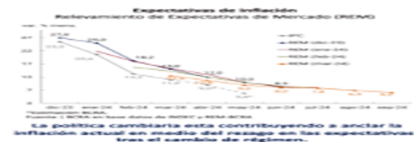
<https://data.worldbank.org/indicador/> y elaboración propia



Anexo D: Gráficos Plan MILEI

Cuadros extraídos de (<https://www.bcr.gov.ar/Pdfs/Noticias/BCRA%20-%20Programa%20de%20estabilizacion%20Argentina.pdf>)

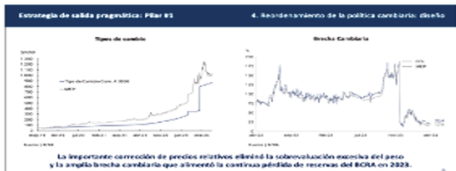
Primeros impactos en la inflación



Primeros impactos el Déficit Fiscal



Primeros impactos Tipo de Cambio



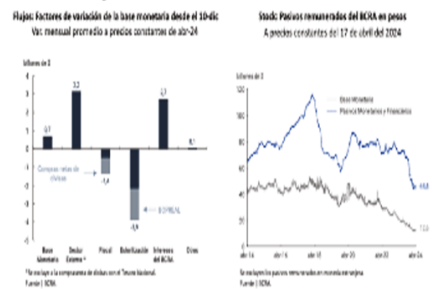
Primeros impactos en las reservas



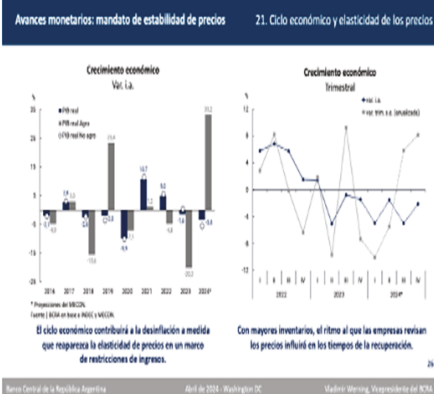
Primeros impactos en el TCRM



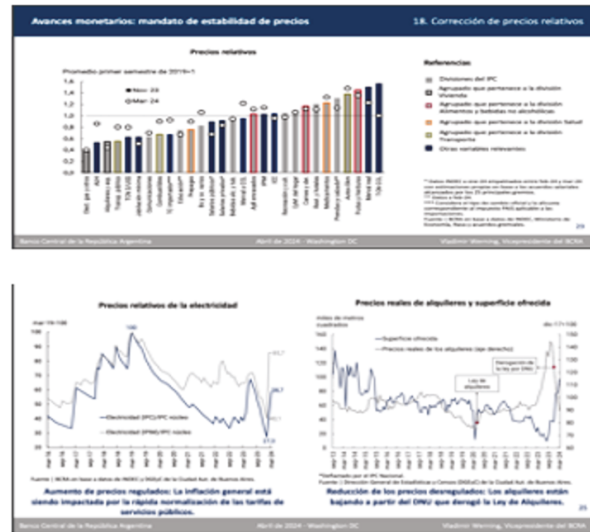
Primeros Impactos en la cantidad de dinero, la deuda de pases del BCRA y la tasa de política monetaria.



Primeros impactos en la actividad (PIB), y los sueldos



Primeros impactos en los precios relativos



Primeros impactos en Salario

