



N°39

LOS FACTORES DE LA ESTABILIDAD DE LOS PRECIOS Y DE LA MONEDA EN ARGENTINA DESDE LA  
CRISIS

Anne-Laure Baldi-Delatte  
Laboratoire Forum-Université Paris X

Buenos Aires, mayo de 2004



## LOS FACTORES DE LA ESTABILIDAD DE LOS PRECIOS Y DE LA MONEDA EN ARGENTINA DESDE LA CRISIS

Anne-Laure Baldi-Delatte<sup>1</sup>  
Laboratoire Forum-Université Paris X

### Resumen:

El abandono de las normas del régimen de Convertibilidad hizo temer que los agentes rechazaran la moneda y que el sistema de precios se contaminara como consecuencia de la ausencia de unidad de cuenta. Sin embargo, contra todas las expectativas, la tasa de inflación se elevó a 0,5% por mes en promedio desde el 2003 y la moneda nacional, el peso, fue conservada. Este episodio revela la desaparición de tres normas monetarias de los años 80 que explicaban la dinámica inestable de los precios. Este trabajo se articula en torno de estas tres normas y se propone explicar los factores de su cambio.

### INTRODUCCION

Este trabajo busca explicar la notoria estabilidad monetaria con la cual la Argentina se restableció un año después de la crisis de la Convertibilidad: contra todo lo esperado, la tasa de inflación se elevaba a 0,5% por mes en promedio durante el 2003 (ver Figura 1) y la moneda nacional, el peso, fue conservada.

De los numerosos planes implementados en los años 80 para romper con la alta inflación, sólo la Convertibilidad y sus exigencias estrictas respecto de la emisión y del sistema de cambios había permitido en 1991 estabilizar los precios. Por ello, el abandono de sus normas hizo temer que los agentes rechazaran una vez más la moneda doméstica y que el sistema de precios se contaminara como consecuencia de la ausencia de una unidad de cuenta<sup>2</sup>.

Sin embargo, el episodio de inflación que siguió al abandono de la convertibilidad se diferencia de los episodios de alta inflación característicos de los años 80 en tres ejes fundamentales:

- ✓ La desaparición de la dinámica inercial de los precios característica de los años 80. En efecto, en el 2003, un año después del período de variaciones bruscas del tipo de cambio, la tasa de inflación mensual se estabiliza en promedio en un 0,5% por mes.
- ✓ La ausencia de la práctica de monetización del déficit fiscal corriente en los años 80. De hecho, a partir del segundo trimestre de 2002 (tres meses después de la crisis) la Argentina presentaba un excedente fiscal de 3% del PBI.

---

<sup>1</sup> Este trabajo es el fruto de un estudio de campo realizado de julio de 2003 a enero de 2004 en Argentina y en Brasil y financiado por la Caja de Depósitos y Consignaciones de Francia. Fue presentado en un seminario interno en el Ministerio de trabajo de Argentina en Enero del 2004. Agradezco mucho los comentarios y aportes que allí realizaron D. Heymann y A. Filippo. Mi cálido agradecimiento también a M Aglietta, R Lo Vuolo y L Goldberg por sus enriquecedores comentarios. Las opiniones presentadas en el artículo así como cualquier error y omisión que se hubiera deslizado sólo comprometen a la autora.

<sup>2</sup> Hasta tal punto, que se llegó a encarar la posibilidad de adoptar oficialmente el dólar como moneda nacional para salir de la crisis del 2002.



- ✓ La reversión del sucesivo reemplazo de las tres funciones de la moneda nacional por el dólar durante los años 80. Luego de la crisis de la convertibilidad, los pagos y la denominación de los contratos continúa efectuándose en pesos.

La conjunción de estas tres diferencias salientes hace del episodio de inflación argentina del 2002 un hecho económico aparte, y, por tal motivo, teóricamente interesante. Revelan la desaparición de tres normas monetarias de los años 80 que explicaban la dinámica inestable de los precios.

El presente trabajo se articula en torno de estas tres normas y se propone explicar los factores de su cambio.

## 1 La desaparición de la dinámica inercial

La dinámica inercial de los precios en los años 80 se debía a la norma monetaria de reajuste de los contratos a la tasa de inflación pasada y a la devaluación continua del peso respecto del dólar.

Una estimación econométrica del Cedes (1988) para los años 80 mostró que la variación del IPC dependía significativamente de la variación de los salarios, de las tarifas públicas y de la tasa de cambio nominal. La estimación econométrica de la dinámica del IPC es fiel al modelo teórico de formación de los precios que surge de la tradición keynesiana, y fue reformulada por Dixit y Stiglitz (1977) según la cual la dinámica de los precios depende de la variación de los costos de producción.

Los resultados de la estimación del modelo por los mínimos cuadrados ordinarios para el período 1977-1988 son los siguientes:

$$(1) \quad \text{IPC} = 0,38W + 0,14E + 0,34\text{Pub} + 0,14P_{\text{flex}}$$

donde W designa a los salarios, E la tasa de cambio nominal, Pub las tarifas públicas y P<sub>flex</sub> los precios de la carne y de las verduras.

### 1.1 Los salarios

#### 1.1.1. Los años 80

Según la estimación anterior, el 38% de las variaciones del IPC tenía correlación con la variación de los salarios. Al mismo tiempo, entre 1982 y 1988, la variación de los salarios promedio de la industria seguía integralmente a la variación de la tasa de inflación del mes anterior (Frenkel 1990).

Este ajuste constante de los contratos salariales a la tasa de inflación pasada era un medio de protegerse contra las modificaciones de los ingresos reales engendradas por la inflación. A diferencia de lo que ocurría en Brasil, donde en 1964 el gobierno estableció legalmente la indexación de los salarios según el IPC, en la Argentina la presencia de cláusulas de indexación sistemática en los contratos no fue una práctica difundida. El reajuste era más frecuentemente el resultado de negociaciones descentralizadas entre asalariados y empleadores. En rigor, el tiempo de duración de los contratos se había reducido radicalmente en los años 80 y cada mes en promedio,



los términos nominales de los contratos salariales se renegociaban para ser reajustados a la tasa de inflación del IPC pasado.

Por lo tanto, y a pesar de la alta inflación del período, dichos reajustes constantes implicaron que en 1988 el salario real fuera idéntico al de 1980.

La elección del IPC como índice de ajuste de los salarios desapareció con la hiperinflación: cuando la tasa de inflación pasada se tornó significativamente inferior a la inflación presente, el reajuste de los contratos salariales por la inflación pasada ya no permitía protegerse contra las pérdidas reales. Entonces, se recurrió a otra forma de indexación, que se describe en el punto 3.

### 1.1.2. La Convertibilidad y la flexibilización salarial

J Frenkel (2003) extendió la estimación del IPC realizada por Cedes (1988) para el período 1990-2003 y mostró la vigencia de ese modelo de determinación de precios:

$$(2) \quad \text{IPC} = 0.42W + 0.14E + 0.45\text{PUB}$$

Durante la Convertibilidad y después de su crisis, el 42% de la variación del IPC tenía correlación con la variación de los salarios.

El ajuste de los salarios según la inflación pasada desapareció con la convertibilidad y, a diferencia de lo que ocurría durante los años 80, no reapareció después de la crisis. Esto se tradujo en la caída de los salarios reales:

- ✓ Entre abril de 1991 y la crisis del Tequila en enero de 1995, la pérdida del ingreso real de los trabajadores se elevó a 15%. Con la deflación de la segunda mitad de los años 90, esta pérdida real fue reabsorbida por lo que la pérdida entre 1991 y 2001 resultó del 7%.
- ✓ Entre diciembre de 2001 y octubre de 2003 los salarios reales del sector formal bajaron en promedio un 25%. Esta caída de los salarios reales resulta más impresionante aún si se toman en cuenta los salarios de los asalariados no registrados que representaban en 2001 el 42% del total de los asalariados.

#### 1.1.2.1. El factor de la flexibilidad salarial

La correlación negativa entre los salarios y el nivel del empleo durante los años 90 permite entender la dinámica salarial del período.

Un estudio de Frenkel y Gonzalez Rosada (1998) correspondiente al período comprendido entre 1990 y 1996 mostró que en la industria argentina los salarios estaban negativamente correlacionados con la productividad. Este resultado no tiene nada de paradójico: el estudio muestra que la tasa de aumento tendencial de la productividad es una *proxy* de los diferenciales de contracción del empleo entre las diferentes ramas de la industria. Esto significa que las ramas de la industria en las cuales el empleo se contrajo más son también las ramas en las que los salarios bajaron más. Por lo tanto, lo que existe es una correlación negativa entre empleo y salarios.



Ahora bien, la situación del empleo se degradó continua y dramáticamente a lo largo de toda la Convertibilidad. La tasa de empleo no creció sino de abril a diciembre de 1991 y la tasa agregada de desocupación y de subocupación se duplicó en 10 años (del 15% al 30% de la población activa urbana). Por otra parte, el mercado laboral se precarizó: el 85% de los empleos creados entre 1991 y 2001 fueron empleos "no registrados".

En tal contexto precarizado, se entiende con relativa facilidad que no hayan tenido lugar un ajuste de los salarios a la inflación pasada, fruto de negociaciones descentralizadas entre asalariados y empleados.

## **1.2 Las tarifas públicas**

El congelamiento de las tarifas públicas en 2002-2003 fue el segundo determinante de la desaparición de la dinámica inercial de los años 80.

En los años 80, las tarifas públicas se indexaban integralmente a la inflación. Testimonio de ello resulta su crecimiento al momento de las devaluaciones (ver cuadro al final de esta parte).

Asimismo, en los años 90, la naturaleza de los sectores privatizados (la mayoría de las privatizaciones se habían concentrado en el seno de sectores resguardados como la telefonía, la línea aérea nacional, el gas, el agua, la red de autopistas, el sector petrolero) y las peculiares modalidades que tuvo el proceso de privatizaciones, condujeron a un refuerzo de las estructuras oligopolísticas y alentaron condiciones de fijación de tarifas ventajosas para los nuevos operadores de los servicios públicos, en detrimento de los consumidores. De hecho, las tarifas públicas aumentaron más que el IPC entre 1991 y 2001.

Sin embargo, no aumentaron más que un 7% entre diciembre de 2001 y octubre de 2003, a pesar de existir una inflación acumulada del 45%. La ley 25.561 de emergencia económica y la firmeza del gobierno de Kirchner respecto de las empresas privadas extranjeras propietarias de los servicios públicos impusieron el congelamiento de las tarifas públicas, favoreciendo de esta manera la estabilización de los precios.

## **1.3 La estabilización del cambio**

Por último, la estabilización de la tasa de cambio nominal algunos meses después de producidas sus variaciones bruscas, fue otro factor determinante de la estabilidad de los precios.

Los años 80 habían estado marcados por una devaluación continua de la moneda doméstica respecto del dólar: las tres devaluaciones de marzo de 1981, febrero de 1989 y diciembre de 1989 implicaron un aumento acumulado considerable de la tasa de cambio peso-dólar, bajo el efecto del aumento de la tasa de inflación. Así, 12 meses después de la devaluación del 34% en 1981, el aumento acumulado de la paridad peso-dólar se elevaba a casi 400%; por su parte, la crisis especulativa en el mercado de cambios de febrero de 1989 concluía con un aumento de 4000% y en diciembre de 1989 de 700% (Frenkel 2003).

En cambio, con la devaluación del 2002, el aumento acumulado alcanzó un pico de 250% 5 meses después de la devaluación, y luego comenzó a disminuir. Entre diciembre de 2001 y octubre de 2003, la tasa de cambio



había aumentado un 180%. Es decir que el círculo vicioso de devaluación e inflación creciente de los años 80, ya no se verifica.

¿Cuáles fueron los factores de esta estabilización?

En primer lugar, el aumento del tipo de cambio real confirió al país una competitividad precio que le permitió restablecerse con un excedente de la balanza comercial de 9% en 2002. Además, y contrariamente a lo que sucedía en los años 80, a partir del inicio de la crisis en 2002 se implementó el control de cambios, lo cual obligó a los exportadores a liquidar sus divisas dentro del país. Esta medida permitió crear un excedente de oferta de dólares.

Por otra parte, el control de la oferta monetaria permitió a su vez controlar la oferta del mercado de cambios y evitar el exceso de oferta de pesos que traía aparejada la depreciación. El crecimiento de los agregados monetarios fue muy fuerte (ver Figura 2) en el primer trimestre de 2002, pero fue transitorio por la pesificación, que alcanzó al 75% de los depósitos bancarios. Por otra parte, en el segundo trimestre ésta se redujo, restableciéndose junto con un excedente fiscal (ver próxima parte). Por último, la moratoria sobre la deuda externa que representaba un monto de 5 mil millones de U\$S por año contuvo la demanda de dólares. Sin embargo, si se toma en cuenta el monto de la salida de capitales de ese mismo año (su monto estimado es de 10 mil millones de U\$S), ésta hubiera compensado ampliamente el *default* sobre la deuda.

En síntesis, en los años 80 una devaluación del tipo de cambio impactaba sobre la tasa de inflación de un período, y tenía un efecto inflacionista permanente pues se transmitía en su totalidad a los períodos subsiguientes, a través del componente inercial de los salarios y de las tarifas públicas (Frenkel 1989). Esta caída de los precios traía aparejadas nuevas depreciaciones de la tasa de cambio nominal que mantenía la presión alcista sobre los precios. En 2001, por el contrario, la represión salarial, el congelamiento de las tarifas públicas y la estabilización de la tasa de cambio nominal después de la crisis de la Convertibilidad fueron determinantes para el retorno a la estabilidad de precios después de un año de crisis.

Cuadro1: Comparación de los episodios de inflación un año después de la devaluación

Fecha de la Devaluación	Inflación acumulada	Aumento acumulado de la tasa de cambio	Aumento acumulado de los salarios	Aumento acumulado de las tarifas públicas
marzo-81	146%	389%	38%	134%
febrero-89	3193%	3641%	88%	2073%
diciembre-89	1832%	706%	260%	1968%
enero-02	41%	249%	7%	16%

Fuente: Julia Frenkel (2003)

## 2 El superávit fiscal

La segunda norma monetaria de los años 80 responsable de la inestabilidad de los precios y ausente en 2002 es el desequilibrio de las cuentas públicas.



## 2.1. Los años 80

La apertura financiera precoz de 1977-1980 concebida por el programa de liberalización encarado por el gobierno militar trajo aparejada una multiplicación de 10 veces del endeudamiento público externo en sólo diez años.

Del mismo modo, el déficit público representaba el 8% del PBI en 1983 y todavía era del 5% en 1989. Por una parte, la situación fiscal argentina se deterioró por el efecto Olivera-Tanzi sobre los ingresos<sup>3</sup>. Por otra parte, en la segunda mitad de los años 80, como una gran proporción de los recursos vinculados al superávit comercial estaba en manos del sector privado, el Estado impulsó una transferencia de recursos del sector privado al sector público. Pero, para financiarse, el gobierno acrecentó su deuda bajo la forma de títulos, lo que tuvo por efecto aumentar las tasas de interés y un impacto negativo sobre los ingresos, agravando aún más el déficit. (Fanelli & Machinea 1989).

El déficit público repercutió sobre la tasa de inflación por dos canales:

- ✓ la monetización del déficit fiscal se volvió una práctica corriente desde los años 70 hasta el comienzo de los años 90. Según J Sgard (2002) la emisión de moneda se elevaba al 9% del PBI entre 1970 y 1985 y todavía a 5,4% en 1991.
- ✓ las devaluaciones sucesivas realizadas para mejorar la competitividad del país y liberar un superávit comercial a fin de pagar la deuda fiscal se tradujeron en definitiva en un aumento del nivel general de los precios, a causa de la rigidez de los precios relativos. (Canaveses y Tella 1988)

## 2.2 La Convertibilidad

Si bien durante la convertibilidad la situación de las cuentas públicas mejoró, ésta nunca estuvo totalmente resuelta. Las cifras muestran un superávit promedio en el período (inferior al 1% del PBI), con déficits puntuales en 1994, 1997 y en el último trimestre de 2000. Además, en primer lugar, el pago de la deuda se encontró continuamente agravado por la escalada general de las tasas de interés. En segundo lugar, la reforma del sistema de jubilaciones que implicó el paso de un régimen de reparto administrado por el Estado a uno mixto de reparto y de capitalización individual de aportes administrado por compañías privadas, se tradujo en cargas transitorias en el presupuesto federal, como resultado de la transferencia de ingresos a los fondos privados sin la transferencia inmediata de las prestaciones correspondientes (Hausmann y Velasco 2002).

En la víspera de la crisis de la Convertibilidad, el déficit primario representaba el 1% del PBI y había llegado al 3% en el primer trimestre de 2002. A esto se sumó la emisión de cuasi-monedas por parte de las provincias para financiar su propio déficit. El crecimiento del agregado M0 + cuasi-monedas entre el último trimestre de 2001 y el

---

<sup>3</sup> El efecto Olivera-Tanzi significa un agravamiento del déficit fiscal ya que en contextos de inflación elevada, se produce una pérdida real de los ingresos fiscales por la diferencia temporal entre el momento de su recaudación y el momento en que éstos se gastan.



segundo trimestre de 2002 fue de 40%. Nótese que la monetización del déficit fiscal y el crecimiento de la oferta monetaria coinciden con el pico de inflación del 10% observado en abril de 2002.

### **2.3** *La crisis de diciembre de 2001*

Un hecho saliente de la crisis de la Convertibilidad, que nuevamente la diferencia radicalmente de las crisis de los años 80 es el superávit fiscal. El déficit primario del 3% del PBI en el primer trimestre de 2002 se transformó en un superávit primario del 2% del PBI en el segundo trimestre gracias, en parte, a las retenciones sobre las exportaciones implementadas después de la devaluación. El aumento del tipo de cambio real mejoró la competitividad-precio de la Argentina en los mercados externos lo que le permitió acrecentar sus exportaciones, que se elevaban al 22% del PBI en 2002. El impuesto transitorio, heterogéneo en función de los sectores (20% sobre los productos primarios tradicionales, cereales, granos, etc., 10% sobre las frutas y 5% sobre los productos industriales), y cuya eliminación está prevista para 2005, permitió contar con ingresos que representaron hasta el 12% de los ingresos fiscales totales.

En resumen, el superávit fiscal logrado en plena crisis permitió dejar de lado la posibilidad de crecimiento monetario, que hubiera ejercido una presión inflacionista.

## **3** *El mantenimiento del peso*

Por último, la tercera norma monetaria de los años 80 que desapareció con la crisis de diciembre fue la práctica de recurrir masivamente al dólar.

### **3.1.** *Los años 80*

El régimen de alta inflación de los años 80 destruyó la moneda argentina de manera secuencial: primero, debilitó su función de reserva de valor y de pago, luego destruyó su función de unidad de cuenta.

#### **3.1.1.** *Reserva de valor*

Con una inflación del 10% mensual, el valor real del ahorro sólo podía ser preservado indexándolo a un índice que siguiera de cerca al poder adquisitivo. El dólar cumplió esta función desde principios de los años 80.

En efecto, contrariamente al Brasil en donde la tasa de inflación era alta pero estable, lo que tornaba eficaz la indexación del ahorro a la inflación pasada (Glodfain y Alii 2003), en Argentina, la aceleración de la inflación estuvo acompañada por una baja de la demanda de activos domésticos y una dolarización del ahorro financiero (Fanelli 1989).

La proporción M4/PBI se dividió en dos en la primera mitad de los años 80 (de 30% promedio a 15%) y la parte de los depósitos en dólares sobre los depósitos totales era del 20% a partir de 1981 y promedio del 50% en los años 80 con un pico de 90% en 1989 durante la hiperinflación (Ize y Levy-Yeyatti, 1988).





### 3.1.2 *La unidad de cuenta*

Para comprender la elección de la unidad de cuenta en un contexto de inflación elevada es útil el análisis por costos de transacciones. En efecto, la alta inflación trae aparejada la incertidumbre sobre los pagos futuros y en consecuencia torna muy riesgosos los contratos nominales. Los agentes pueden adoptar tres estrategias: reducir la duración de los contratos, reducir radicalmente sus transacciones o hacer depender los pagos futuros de variables que toman en cuenta la inflación futura (Heymann y Leijonhufvud 1995).

Adoptar al dólar como unidad de moneda de los contratos surge de la tercera estrategia. Si la cotización del dólar sigue a la inflación doméstica y la inflación es muy volátil, el dólar se torna una unidad de cuenta eficaz para garantizar cierta estabilidad de los pagos futuros (Ize y Levy-Yeyatti, 1998<sup>4</sup>).

Como hemos expresado en la primera parte, hasta la hiperinflación, la práctica corriente para los contratos salariales era una reducción de su duración con un reajuste mensual a la inflación pasada. Si bien se observaba la dolarización de la unidad de cuenta de los contratos de las grandes empresas vinculadas al mercado internacional, ésta encontraba resistencias entre los minoristas domésticos de productos no exportables pues el salario de sus clientes seguía haciéndose efectivo en moneda doméstica (Heymann y Leijonhufvud 1995).

Pero con la hiperinflación en 1989 se recurriría masivamente al dólar como unidad de cuenta de los contratos. En efecto, la hiperinflación significa una inestabilidad radical de la tasa de inflación que torna ineficaz la reducción de la duración de los contratos. El dólar se impuso como nuevo *standard* de ajuste cuando el tipo de cambio real se hizo menos volátil que la tasa de inflación.

La dolarización de los contratos se amplió entonces a sectores sin vínculo con el comercio internacional en los bienes domésticos y servicios, como bien lo ejemplifica el reclamo del gremio de los docentes en 1990, por una denominación de su salario en dólares.

### 3.1.3 *Unidad de pago*

Desde principios de los años 80, cuando la dinámica inercial de la inflación estaba presente, existían ya mercados en los que las transacciones se efectuaban en dólares. Se trataba de transacciones de alto valor (inmobiliarias, automóviles de segunda mano, etc.), donde el objetivo era evitar la pérdida del valor real entre el momento de realizada la transacción y el de la recepción del pago.

En resumidas cuentas, la dolarización de la economía argentina a fines de los años 80 era tal que el régimen de la Convertibilidad sólo la oficializó definiendo normas de uso del dólar. El bi-monetarismo garantizaba la equivalencia exacta entre dólar y peso y daba cotización oficial al dólar en los pagos y los contratos. Esto quedó plasmado en la circulación corriente de dólares, contratos suscriptos en dólares y la dolarización masiva de los

---

<sup>4</sup> Levy-Yeyatti, 1998 utiliza este argumento para explicar la dolarización de la función de reserva de valor y no de la unidad de cuenta. Ellos muestran en un estudio econométrico sobre varios países que la dolarización de los activos financieros es una función positiva de la volatilidad de la inflación y negativa de la volatilidad del tipo de cambio real. El argumento es, sin embargo, válido en un análisis de los costos de las transacciones.



activos financieros. En este sentido, durante la convertibilidad, en promedio más del 50% de los depósitos bancarios y 2/3 de los créditos en el sector privado se realizaban en dólares.

Se pensaba que una vez que las garantías de la Convertibilidad desaparecieran, los argentinos rechazarían en bloque su moneda. Pero esto no sucedió.

### 3.2. *La crisis de diciembre de 2001*

A partir de 2002 se restauraron las funciones monetarias del peso. Por una parte el bi-monetarismo desaparece con el fin de la Convertibilidad y los pagos son efectuados legalmente en pesos. Las cuasi-monedas (Patacones, Lecops, etc.) se emitieron justo antes de la crisis, en el último trimestre de 2001 cuando las normas de la Convertibilidad estaban aún vigentes, y la interrupción de las entradas de capitales había producido una crisis de liquidez. Su emisión permitió que la cadena de pagos no se interrumpiera. Naturalmente, el hecho de que la emisión de dichas monedas paralelas no haya derrapado, gracias al excedente fiscal, permitió detener la presión inflacionista y mantener la credibilidad del peso como principal unidad de pago<sup>5</sup>.

En 2002 la pesificación obligatoria de las cuentas bancarias y las restricciones a la salida de dólares limitaron la dolarización de los activos, que había alcanzado el 75% de los depósitos bancarios y créditos al sector privado en diciembre de 2001.

Sin embargo, las restricciones legales y la prohibición absoluta de la dolarización de los activos no impidieron recurrir al dólar como reserva: los activos en dólares se estiman en 30-40 mil millones de U\$S y los activos argentinos en el extranjero, en 130 mil millones, lo que representa el 70% del PBI 2002.

Por el contrario, el peso conservó totalmente su función de unidad de cuenta. Se mostró anteriormente que suscribir los contratos en dólares es más ventajoso que el reajuste de los términos a la inflación pasada cuando el tipo de cambio real es menos volátil que la inflación. Esto es lo que había justificado una dolarización masiva de los contratos en 1989.

Ahora bien, la comparación de las tasas de inflación y los tipos de cambio real en los períodos 2002-2003 y 1989-1990 revela una situación inversa sobre la volatilidad de las variables (ver Figura 3a y 3b).

En 1989-1990 la inflación osciló entre 17% y 200% y la tasa de cambio real entre -50 y 50%; en cambio, durante la crisis reciente el IPC tiene una evolución estable entre 2 y 4% por mes mientras que el tipo de cambio real resultó más volátil variando entre -6% y 30%. Por lo tanto, el dólar no era el estándar de ajuste que permitía reducir al máximo los costos de las transacciones.

En realidad pareciera que fue la reducción de las transacciones la estrategia adoptada para protegerse de los efectos de la inflación. El aumento de los *stocks* en la industria durante los primeros meses de la crisis pone de manifiesto, en efecto, una reducción de las transacciones. Los productores preferían aumentar sus *stocks* antes que vender después de la devaluación de los productos fabricados con materias primas compradas antes de la devaluación. Se trataba de una estrategia de prudencia esperando la evolución de la tasa de inflación futura.

---

<sup>5</sup> La circulación de las monedas paralelas disminuye a lo largo de 2003 y en 2004 desaparece casi totalmente.



Finalmente, después de un pico de inflación del 10% en abril de 2002, la tasa mensual volvió a bajar a 2% en promedio en el segundo trimestre. Las transacciones pudieron retomar su marcha y los contratos nominales eran nuevamente practicables en pesos. La preservación del peso como unidad de cuenta trajo aparejada la estabilidad del índice de precios y el medio de pago permaneció siendo el peso o su equivalente, las cuasi-monedas. Es por ello que los agentes sobrellevaron la crisis monetaria sin rechazar el peso.

Nuestro análisis por costos de transacciones no debe ocultar el papel fundamental de las autoridades políticas. Porque la institución de las normas monetarias permanentes vuelve naturalmente a las autoridades políticas: si las autoridades hubieran decretado la dolarización desde el principio de la crisis, el análisis por costo de transacciones no sería válido. Pero el hecho que las autoridades hayan decretado el fin del bi-monetarismo abrió la vía de la pesificación. El análisis por costo de transacciones muestra que si la tasa de inflación hubiera sido más volátil que la del tipo de cambio real con el dólar, los agentes habrían rechazado el peso por el dólar y la pesificación no habría funcionado. Entonces, la pesificación exitosa es el resultado de la institución política y de su validación por los agentes.

## CONCLUSION

El episodio de inflación que siguió a la crisis de diciembre de 2001 es notable, menos por el débil *"pass-through"* de la devaluación sobre los precios -hecho común a la devaluación de 1981 que había sido acompañada por un *pass-through* de 40%- que por la estabilidad de los precios recuperada a penas un año después de la devaluación y por el hecho de que el peso saliera indemne de la crisis.

Este artículo intentó clarificar los factores de la recuperación de la estabilidad monetaria, que tuvo lugar casi totalmente en el primer trimestre de 2002.

La represión salarial caracterizada por una pérdida del salario real total de 25%, el congelamiento de las tarifas públicas y la estabilización del tipo de cambio nominal, llevaron a un cambio radical de la tendencia de la inflación a partir del mes de mayo de 2002.

El logro del excedente fiscal a partir del segundo trimestre de 2002, en parte gracias al impuesto a las exportaciones, eliminó toda posibilidad de de la oferta monetaria por monetización del déficit.

Por último, la pesificación de las cuentas, el mantenimiento de la cadena de pagos gracias a las cuasi-monedas, el control de su emisión y la reducción de la cantidad de contratos, evitaron el recurso masivo al dólar en los primeros meses de la crisis.

Estos acontecimientos de relevancia en el primer trimestre de 2002 trajeron consigo la cadena virtuosa de acontecimientos siguientes: con una inflación de 2% por mes, el dólar no se impuso en los contratos y en consecuencia el índice de precios permaneció sin cambios. El ajuste de los precios relativos participó en la estabilización de la tasa de cambio por una parte, y confirió a la Argentina una mejor competitividad-precio que le permitió exportar y mejoró su balanza comercial que es hoy uno de los motores del crecimiento.



Sin embargo, esta estabilidad monetaria puede ser cuestionada por varios factores, como lo muestra la experiencia brasilera desde su crisis en 1999. En Brasil, desde 1999, los diferentes gobiernos cedieron ante las empresas privatizadas permitiendo un aumento de las tarifas públicas dos veces superior a la inflación; por otra parte el país sufrió una crisis de liquidez importante en el momento de las elecciones de Lula que produjo una nueva devaluación. A pesar de que la inflación anual permaneció siendo inferior al 10% desde la crisis de 1999, esta estabilidad monetaria se llevó a cabo al costo de una represión salarial sin precedente: el salario promedio real bajó un 47% en cuatro años.

Con una baja del salario promedio real de 25% desde hace dos años, la Argentina parece haber tomado ese mismo camino de la flexibilidad salarial. La apuesta política prioritaria hoy, debe ser una recuperación del nivel de salario real y una reintegración de las poblaciones marginalizadas durante la Convertibilidad y su crisis. Esto puede lograrse si se conserva la estabilidad de la tasa de cambio y de las tarifas públicas y se define un nivel de inflación aceptable más equilibrado que el que plantea el dogma liberal de la inflación cero



## BIBLIOGRAFIA

Cedes (1988), Instrumentos de Análisis Macroeconómico, Mimeo, Buenos Aires

Frenkel R y M.G. Rozada (1998), Apertura, Productividad y Empleo. Argentina en los años 90. Cedes. Serie de Documentos de Economía N°9

Dixit AK y J. Stiglitz (1977). Monopolistic competition and Optimum Product Diversity, American Economic Review .

Fanelli & Machinea (1989), Stopping Hyperinflation : the Case of the Austral Plan in Argentina 1985-87, in Bruno and al. pp.111-152.

Frenkel Julia (2003), El Impacto inflacionario de la Depreciación cambiaria en Argentina en 2002, Tesis de seminario de la Universidad de Buenos Aires (UBA)

Frenkel Roberto (1986), Salarios e Inflación en América Latina, Resultados de Investigaciones recientes en La Argentina, Brasil, Colombia, Costa Rica y Chile, Desarrollo Económico, v.25, N°100 (enero-Marzo, 1986)

Frenkel Roberto (1990), El Régimen de alta inflación y el nivel de actividad, en Arellano, J, Inflación rebelde en América Latina CIEPLAN-Hachette, Santiago de Chile

Goldfain I, Hennings K et Mori H( 2003), Brazil's Financial System : Resilience to Shocks, No Currency Substitution, But Struggling to Promote Growth, Banco Central do Brazil Working Paper N°75, Juin

Hausmann y Velasco (2002) Hard Money's Soft Underbelly: Understanding the Argentine crisis", Mimeo Harvard University

Heynman y Leijonhufvud A (1995). High Inflation, Clarendon Press, Oxford.

Ize et Levy-Yeyatti (1998), Dollarization of Financial Intermediation : Causes and Policy Implications, International Monetary Fund, Working Paper 98/28

J Sgard (2002), Hyperinflation and the re-integration of monetary functions: Argentina and Brazil , 1990-2002, CEPII

Kalecki (1956) Teoría de la Dinámica económica, FCE, Mexico, 1956



ANEXO

Figura 1

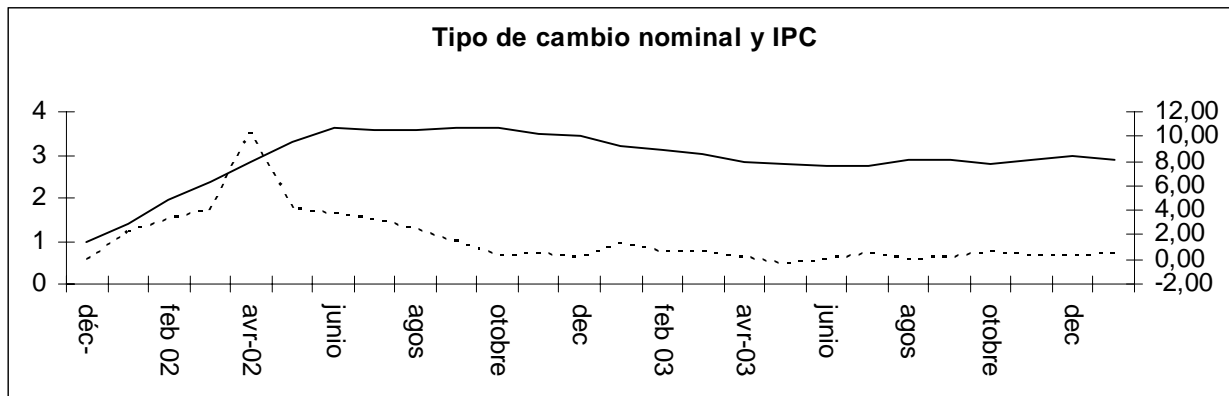


Figure 2

Agregados monetarios (tasa de variacion trimestral)

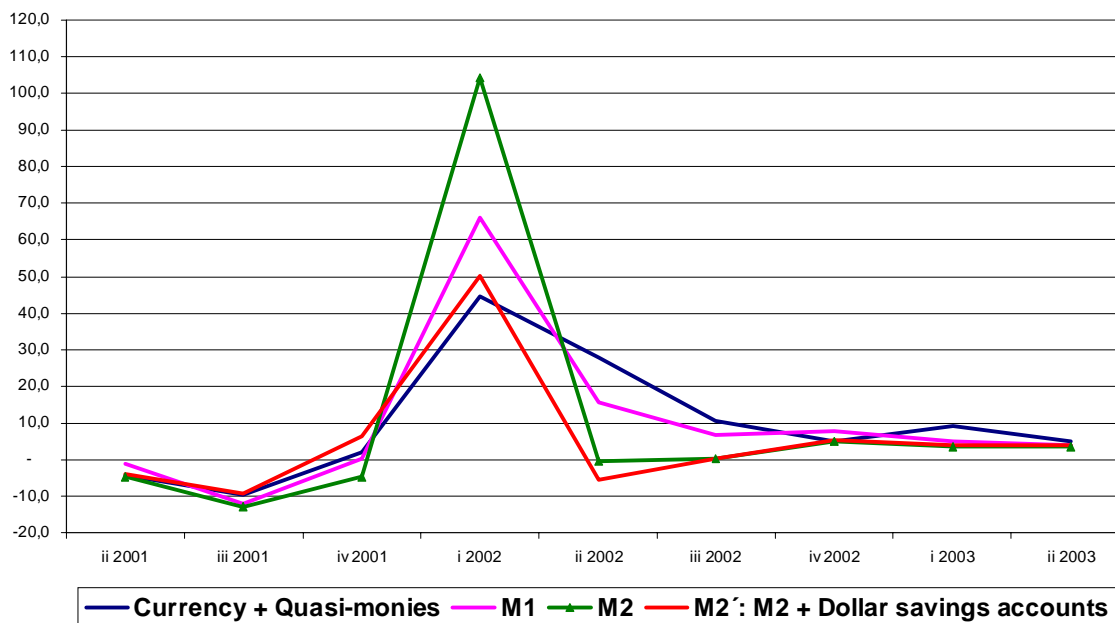




Figure 3a

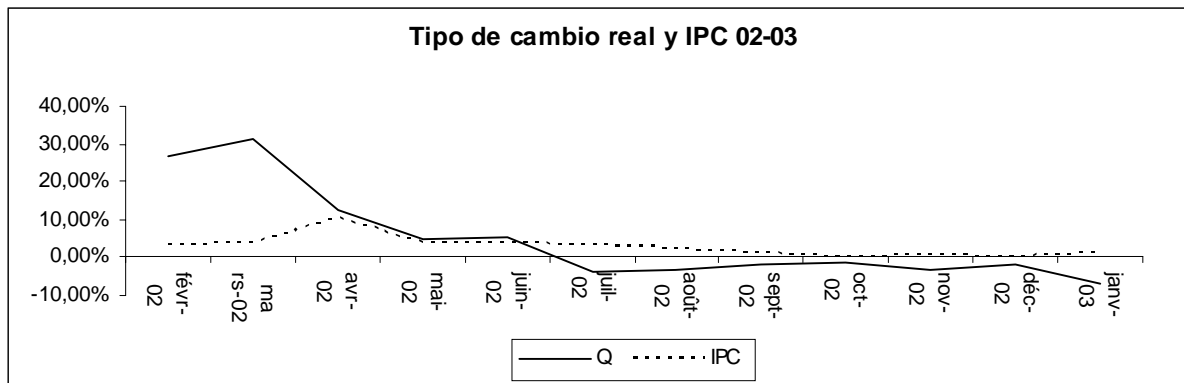


Figure 3b

