

3

nota de los editores

Abrimos esta nueva sección con el fin de difundir documentos o trabajos que forman parte de una obra mayor, pero que por su carácter tienen interés en sí mismos.

Este último es el caso del trabajo del Dr. Juan V. Sourrouille que se presenta a continuación. Este es el capítulo de la investigación titulada *"Política económica y procesos de desarrollo. La experiencia argentina entre 1976–1981"*.

La difusión de un estudio riguroso sobre la experiencia de la *política monetaria argentina* pensamos que resulta de interés para alimentar la reflexión.

Sobre la *política monetaria nacional* en especial, destaquemos el interés inmediato del análisis de los efectos de la política de deslizamiento del tipo de cambio que el régimen militar llevó a cabo durante esta etapa.

Agradecemos al Dr. Sourrouille su amabilidad al autorizarnos a publicar este capítulo del trabajo ya mencionado, que elaboró como consultor de la Oficina Buenos Aires de Cepal.

política monetaria, reforma financiera y apertura externa en argentina (1976-1981)

juan n. sourrouille

1. LA SITUACION INICIAL Y LA RECONSTRUCCION DEL SISTEMA FINANCIERO

Hacia principios de 1976, dos hechos fundamentales caracterizaban tanto los aspectos institucionales como el funcionamiento del mercado monetario en la Argentina. Por el lado institucional, la organización del régimen financiero bajo el sistema de centralización de depósitos; por el lado de su funcionamiento, una muy fuerte caída en la demanda de activos monetarios, claro reflejo del proceso de huída de dinero iniciada en el segundo trimestre de 1975. Los valores de los medios de pago y depósitos a interés en términos reales a fines de 1975, eran un 65% y 50% respectivamente, de los montos alcanzados a fin del año anterior.

El régimen de centralización de depósitos (o de nacionalización, cual fuera denominado legalmente) ha sido una práctica asociada consistentemente con la presencia del peronismo en el gobierno; fue instaurado en 1946 y desmontado en 1957 con la llamada "Reforma financiera", aprobada bajo la gestión del Dr. Krieger Vasena. En esencia, el sistema dispone que los depósitos recibidos por parte de las entidades financieras son operaciones por cuenta y orden del Banco Central, el que efectúa la regulación monetaria a través del volumen de redescuento asignado a cada una de esas entidades, volumen que puede estar condicionado por destinos específicos o características peculiares de los tomadores

de préstamos. El Banco Central asume el riesgo de la operación y retribuye al sistema de intermediación con una comisión que resulta del diferencial de tasas activas y pasivas. Tanto unas como otras se ubicaban, por lo general, por debajo de la inflación prevaleciente; esta diferencia, durante la última parte de 1975 había adquirido un valor extraordinario, tal que un préstamo a 90 días pagaba una tasa del 3% mensual frente a una inflación del orden del 9% por mes.

Los objetivos específicos de las nuevas autoridades económicas pueden definirse precisamente en torno de dos líneas, directamente vinculadas con las características mencionadas: detener y revertir el proceso de huída del dinero por la vía de la creación de incentivos para aumentar la demanda de activos monetarios, para lo cual era necesario retomar el control de los mecanismos de creación de la oferta monetaria y cambiar las condiciones institucionales de operación del sector, pasando hacia un régimen en el que la regulación se efectuase mediante la aplicación de efectivos mínimos o encaje fraccionario y mediante operaciones de mercado abierto.

Congruente con el objetivo de liberalización de mercados y de dar mayor responsabilidad a oferentes y demandantes privados en sus transacciones, el gobierno se proponía además cambiar lo que fuera práctica corriente durante más de treinta años: el control oficial sobre las tasas de interés en el mercado bancario.

Durante 1976 el mercado funcionó bajo los mismos principios institucionales legados del peronismo. Los mecanismos utilizados para atacar el profundo desequilibrio mencionado inicialmente, tendieron tanto a frenar las causas de la muy alta tasa de expansión de la oferta de los recursos monetarios, como a estimular el crecimiento de su demanda. Dado que las posibilidades de acción por el lado de la oferta no eran muy grandes (importante déficit fiscal y escaso nivel de reservas), la estrategia inicial apuntó fundamentalmente a la demanda, tratando de que particulares y empresas incrementaran su demanda de activos financieros. Para ello y en forma coherente con la estrategia seguida en el sector externo se buscó, por la vía de la tasa de interés, restablecer el equilibrio entre los rendimientos de los diversos activos que se transan en el sistema institucionalizado y acercarlos a niveles positivos. Las medidas fueron básicamente la liberación de tasas de interés pagadas por bancos sobre depósitos a plazo fijo y aceptaciones y el lanzamiento de letras de tesorería a corto plazo en reemplazo de los valores nacionales ajustables, el título de deuda pública tradicional

de largo plazo con una tasa de interés fijo y con capital reajutable conforme a la inflación interna.

Por el lado de la oferta la política apuntaba a las tres clásicas áreas de creación. Las cuentas del sector público indican que el déficit financiado por el Banco Central fue en 1975 equivalente a un 8% del PBI o a un 46% de los ingresos tributarios; en 1976 los valores fueron de 3,3 y 17,3 respectivamente, (ver Cuadro I.2). Las estadísticas bancarias dicen que los saldos de préstamos al sector público (incluyendo las empresas estatales) fueron en 1973, 1974 y 1975, medidos a fin de año y deflacionados por el índice de precios mayoristas, alrededor del 70% más altos que en el trienio anterior. Durante 1976 su valor se redujo drásticamente, tal que el saldo a fin de año apenas alcanzaba el 55% de los valores de apertura. El gobierno recurrió sistemáticamente a la colocación de títulos a corto plazo (letras de tesorería), cuyas tenencias por particulares se duplicaron en términos reales entre marzo y septiembre, en tanto que los depósitos a interés libremente pactado se multiplicaron por 2,6 en igual periodo.

Los factores fundamentales de creación de dinero vinculados al sector externo estaban asociados a comienzos de 1978, más allá del saldo de operaciones efectivas, con dos mecanismos que se deseaba hacer desaparecer, cuales eran las operaciones de pase y el régimen de seguro de cambio establecidos con el propósito de captar recursos del exterior o evitar su rápida salida. Las diferencias entre el costo del seguro y la prima de futuro con respecto a las tasas de inflación y de devaluación habían resultado mayores a lo esperado, por lo que el Banco Central estaba sufriendo fuertes pérdidas. El seguro de cambios fue derogado de inmediato en marzo y se encareció rápidamente a las operaciones de pase, a través del aumento de la prima de futuro, tal que a fin de año los compromisos llegaban a 544 millones de dólares frente a algo más de 1.200 millones en junio. La reconstrucción de reservas por los acuerdos con el FMI, diversos países europeos, los Estados Unidos y Japón, así como el saldo positivo en la cuenta corriente durante 1976, permitieron mejorar sustantivamente la posición de reservas del BCRA, las que llegaron a 1.800 millones de dólares al finalizar el año (ver Cuadro I.4). Las estadísticas monetarias, en las que los valores están siempre afectados por el sistema de valuación de las divisas extranjeras, muestran que entre fines de 1976 y 1975 los activos externos netos del Banco Central crecieron, ajustados por el índice de precios mayoristas, desde 1,2 a 7,3, sobre una base total que pasó de 17,4 a 15,8. Los valores de diciembre de 1975,

por otra parte, eran los más bajos que se observan en por lo menos todo el decenio anterior.

A fines de 1976 la composición de los activos del Banco Central que definen la base monetaria habían cambiado sustantivamente: los de origen externo pasaron del 7 al 46%, en tanto que los vinculados al sector oficial lo hicieron del 72 al 41%. Los recursos monetarios de particulares (M2) crecieron, ajustando los saldos a fin de cada periodo por el índice de precios mayoristas, casi un 50% entre diciembre y marzo de 1976, anotándose un alza del 25% en los medios de pago (M 1) y una duplicación de los depósitos a interés.

Dentro del mercado de préstamos coexistían en este periodo tres grandes segmentos: el regulado por el Banco Central a través del redescuento, que se abastecía por los depósitos en cuenta corriente y caja de ahorros, el vinculado al régimen de financiación y prefinanciación de exportaciones, también regulado a través del redescuento, y el mercado libre, que se abastecía por la captación de depósitos a plazo fijo por cada casa bancaria. En el primero la tasa de interés real era fuertemente negativa, ya que frente a una tasa nominal del 40% anual, a la que se agregaba un impuesto del 8,5 semestral, debía computarse una tasa de inflación nunca inferior al 20% trimestral. En el segundo la tasa era también fuertemente negativa e incluso parte de las operaciones se pactaban en pesos, en tanto que en el tercero las tasas activas y pasivas eran libres, si bien debían competir con las fijadas por el gobierno en sus operaciones con letras de tesorería. La muy fuerte expansión de este último segmento permitió al Banco Central restringir, durante la segunda parte del año, los acuerdos para redescuentos ordinarios.

En junio de 1977 entra en vigor el nuevo Régimen de Entidades Financieras, que como ya hemos señalado recreó un sistema de reservas fraccionarias, liberó en forma generalizada las tasas nominales de interés activas y pasivas, atribuyó mayor responsabilidad a los bancos en sus relaciones con la clientela, estableció un régimen de garantía plena de depósitos y recreó la función de prestamista de última instancia para el Banco Central.

Las características del mercado monetario a esa altura pueden apreciarse en el Cuadro 1, en el que se comparan, ajustados por el índice de precios mayoristas, los datos del sistema bancario en junio de 1977, con los que se registraban a fin de marzo de 1976, cuando se hicieron cargo del gobierno las nuevas autoridades, y algunos años anteriores. Podemos ver en él que si bien la recuperación de los activos monetarios privados era significativa frente a la posición inicial,

todavía existía una razonable distancia con años pasados. El particularmente bajo nivel de los medios de pago puede explicarse por los muy distintos ritmos de inflación prevalecientes en 1973 y 1970 frente a los de 1976 y 1977. El efecto de la liberación de las tasas de interés nominales es claramente captado por la evolución de los depósitos a interés, en los que se incluye tanto a los certificados de depósito a plazo fijo como a la tradicional cuenta de caja de ahorros. Las medidas cambiarias ya comentadas (devaluación, unificación de cotizaciones y paulatina liberación de operaciones), que llevaron las reservas internacionales a 2.544 millones de dólares a fines de junio, un nivel jamás alcanzado en el pasado (ver Cuadro 1.4), se reflejan en las estadísticas monetarias en un monto de activos externos netos del Banco Central, que son los incluidos en la base monetaria, que es también el más alto en los registros históricos. Es interesante observar que el aumento de los activos externos netos del Banco Central comienza a aparecer acompañado, en las estadísticas, por una creciente posición negativa en las cuentas externas netas de los bancos comerciales, las que también alcanzan a esa fecha un punto extremo en la comparación histórica.¹

Puede observarse también en el Cuadro 1 un proceso de rápida reconversión sectorial en cuanto al destino de los préstamos; el sector público, que recibía cincuenta centavos por cada peso destinado al sector privado en 1970 y que había llegado a una relación de 1,3 a 1 en 1976, recibía ahora setenta centavos. La variación en las proporciones surge de un doble cambio: por un lado, los préstamos netos al sector público cayeron como resultado de una pequeña expansión de los montos brutos más que compensada por un alza en los depósitos; por el otro, los préstamos al sector privado —siempre en términos reales— prácticamente se duplicaron en 15 meses. Si recordamos que el producto total se ubicaba alrededor del 5% sobre el año anterior y que los salarios reales habían caído sustantivamente, resulta evidente que la política monetaria no puede de ninguna manera ser calificada de contractiva en la etapa inicial de operaciones financieras del gobierno.

Es interesante observar, en tanto, que la reconstrucción de la demanda de los activos monetarios privados fue impulsada inicialmente por el manejo de pape-

¹ En tanto los bancos comerciales sólo intermedian en la operación de crédito en moneda extranjera, su posición neta es generalmente neutra; sin embargo, y conforme a la presentación tradicional de los cuadros de la estadística monetaria, en el Cuadro 1 los préstamos en moneda extranjera figuran junto con los efectuados en pesos, en la línea sector privado; los datos del sector externo neto para otros bancos, que son los comerciales, registran exclusivamente su posición pasiva con el exterior.

les del sector público, tal que la relación entre M 4 (donde incluimos medios de pago y depósitos a interés, o sea M 2, más las aceptaciones bancarias, cuya suma forma M 3 y los títulos públicos) y M 3 pasó del 1,24 en marzo de 1976 a 1,36 en junio, 1,33 en septiembre, 1,29 en diciembre y 1,29 y 1,17 en marzo y junio de 1977. El impulso fundamental fue dado por las letras de tesorería, a través de cuyo rendimiento se controlaba la tasa de interés del mercado. En septiembre de 1976, a cuatro meses de su lanzamiento, las letras habían llegado a representar el 12% de los activos financieros del sector privado (M 4).

2. LA ETAPA DE LA POLITICA MONETARIA ACTIVA

A partir de la reforma financiera y en forma coherente con el diseño de la estrategia antiinflacionaria prevaleciente en esa época, (recordemos que ya se había ensayado el llamado a la responsabilidad empresarial y la tregua no había dado los resultados esperados), el Banco Central se propone seguir una política monetaria activa, cuyo objetivo principal pasa por un control más estricto de la oferta monetaria. El programa postulaba controlar efectivamente la expansión generada por el sector oficial, mantener fijos los requisitos de efectivo mínimo de los bancos comerciales (establecidos inicialmente en el 45%) y volcar las empresas públicas —clientes tradicionales de la Tesorería— hacia el mercado bancario. Se proponía también dar una mayor flexibilidad a las operaciones financieras con el exterior, para las que se suprimió la conformidad previa del Banco Central en la contratación de créditos externos sin seguro de cambio, a la vez que se desmantelaba en forma continua el sistema de control administrativo de operaciones cambiarias vigentes. A partir de junio de 1977 desaparece el doble mercado de préstamos internos, pasando todas las operaciones —excepción hecha del financiamiento a exportaciones— al mercado no regulado, o sea a tasas libremente concertadas. El Banco Central se reservaba, a su vez, el control del tipo de cambio nominal, siguiendo una política que si bien en los enunciados correspondía a un modelo de tipo reptante con ajuste periódico de la cotización conforme a la marcha de la inflación local e internacional, en la práctica implicaba una lenta pero perceptible política de revaluación del tipo de cambio real. Por último, en una actitud que posiblemente reflejaba más la experiencia pasada que desconfianza en los efectos de la nueva política, el Banco se comprometía también a mantener un nivel mínimo para las tasas de interés en el mer-

cado libre a través de su regulación con las letras de tesorería.

Las respuestas a las reformas en el sistema y a la nueva concepción de la política monetaria fueron espectaculares por el lado de la tasa de interés nominal y real y del nivel de ingreso, a la vez que en el terreno de la tasa de inflación, probablemente el objetivo central sobre el cual el gobierno diseñaba su política y evaluaba sus resultados, éstos distaban mucho de lo previsto. El Cuadro 2, en el que se presentan los datos principales entre junio de 1977 y septiembre de 1978, permite observar los hechos fundamentales de esta etapa.

En un primer momento, al terminar en el mes de julio la tregua de precios que había sido impuesta 90 días atrás, se produce una significativa aceleración de la tasa de inflación, que pasa del 19,9% en el segundo trimestre al 27,6% en el tercero. En tanto la aceleración de la inflación se producía en el marco de un tipo de cambio real considerablemente subvaluado (como se puede apreciar en el apéndice C, los cálculos de Rodríguez y Sjaastad, por ejemplo, estiman un "adelanto" para el periodo de 24,7%, el más alto registrado en toda la serie), los precios de los bienes importados —aun a pesar del ajuste arancelario de fines de 1976— no ofrecían una posibilidad efectiva de competencia por lo menos en el corto plazo y en consecuencia los industriales y comerciantes no encontraron mayores inconvenientes en ajustar su margen bruto o incluir en su costo los intereses a su valor nominal. También fue posible especular con existencias, dado que la tasa de interés real, a pesar del aumento en los valores nominales, continuaba siendo negativa. El tercer trimestre de 1977 mostraba así un muy alto nivel de producción industrial. En el mes de octubre los precios mayoristas y minoristas crecieron entre un 12 y 13%, provocando, junto con la contención en la tendencia expansiva de la base monetaria y el mantenimiento del coeficiente de efectivo mínimo, una contracción de las variables monetarias en términos reales y una estampida en la tasa nominal de interés, que de inmediato llegó al 13% mensual. La tasa nominal de interés sin embargo no acompañó, en forma instantánea a la subsiguiente disminución en la tasa de inflación, y es a partir de ese momento cuando la tasa de interés real comienza a ser fuertemente positiva. Sus efectos sobre el ciclo de producción se hacen inmediatamente evidentes, tal que en el último trimestre de 1977 y el primero de 1978 (en el que se pagó el 44,3% por un crédito concertado en enero a 90 días contra un crecimiento de precios en igual periodo del 26,6%) el producto industrial se desacelera primero y cae vertiginosamente luego. A principios de 1978 el nivel de actividad industrial era un 11,5% inferior al de un año atrás,

proporción que se mantendría con pequeñas modificaciones tanto en el segundo como en el tercer trimestre del año. La política monetaria activa y su consecuente efecto sobre la tasa real de interés, mostraban tener a esa altura y con ese nivel de precios relativos, una influencia mayor sobre el nivel de actividad que sobre la tasa de inflación, la que, como puede verse en el Cuadro 2, se mantuvo prácticamente sin variantes en torno del 25% por trimestre.

El aumento en las tasas de interés nominales y el paulatino proceso de revaluación del tipo de cambio real comenzaron, en tanto, a movilizar la entrada de capital externo. Más allá de los continuos saldos positivos en la cuenta corriente del balance de pagos que se sucedían desde fines de 1975, en el segundo semestre de 1977 comienzan a observarse también fuertes entradas en la cuenta de capital autónomo, que venía siendo negativa desde aquella misma época. En los cuatro trimestres que comienzan a mediados de 1977 el saldo fue de 430; 939; 1.076 y 459 millones de dólares respectivamente, (ver Cuadro 1.4), comenzando a generar así, el sector externo, una presión aparentemente inesperada por las autoridades monetarias sobre el control del crecimiento de la base monetaria. A junio de 1978 (ver Cuadro 2) la posición externa neta de la banca comercial en términos reales, más que duplicaba los niveles de la misma fecha en el año anterior. Calculada al tipo de cambio del momento había pasado de 520 a 1.490 millones de dólares.²

2 La relación conceptual entre el balance de pagos y las estadísticas monetarias es extremadamente difícil de conciliar con los datos disponibles. Conforme a un razonamiento contable elemental los movimientos en la cuenta de capital autónomo deberían coincidir razonablemente con las diferencias entre los

fin de	Bancos comerciales				Banco Central			
	Sector Externo Neto (mil millones de pesos)	Tipo de Cambio	Sector Externo Neto (millones de dólares)	Varia ción	Balanza de Pagos Capital Autónomo (variación)	Sector Externo Neto (mil millones de pesos)	Reservas capital Compensatorio (millones de dólares)	Tipo de Cambio Implícito
1975	- 18	81	296			16		
1976	- 91	270	337	42	- 333	476	239	200
1977	- 535	560	922	671	1.278	1.807	2.591	697
1978	- 1.568	984	1.593	719	1.333	4.204	5.829	721
1979	- 6.296	1.600	3.936	2.342	4.687	8.941	10.138	882
1980	-10.788	1.966	6.432	1.497	2.598	1.911	7.288	262

Las modificaciones en las reglamentaciones sobre movimientos de capital comienzan a sucederse vertiginosamente. El paso de un esquema con tasas reales negativas —como prácticamente ocurría desde la Segunda Guerra Mundial— a uno con tasas positivas, replanteaba todo el funcionamiento del movimiento financiero con el exterior. De los tradicionales controles a la salida de capitales se pasaba ahora a regular su ingreso. En agosto de 1977 se establece un plazo mínimo de un año para las amortizaciones de créditos obtenidos en el exterior (había sido fijado en 180 días un año atrás) y en noviembre se lo extiende a dos años. Según la Memoria del Banco Central:

“...los importantes flujos de capitales que afluyeron desde el exterior bajo la forma de préstamos financieros hicieron necesario ampliar el plazo mínimo de su contratación, que fue finalmente fijado en dos años, con lo que se procuró reducir la inestabilidad monetaria que pueden provocar los movimientos a corto plazo y mejorar al mismo tiempo el perfil de vencimientos de la deuda” (BCRA, 1977, p. 11).

En tanto, como puede verse en el Cuadro III.2, los efectos de estas restricciones no alteraban el sendero de crecimiento de los pasivos con el exterior concertados a través de bancos (que se multiplican por 2,7 en términos reales entre junio de 1977 y marzo de 1978). En mayo de 1978 se anunció, como hemos visto en el capítulo I, el primer ajuste al programa económico, a través del cual se pretende afrontar desde una nueva perspectiva la relación entre inflación y crecimiento. El ministro, poco satisfecho con los resultados observados en las actividades productivas y probablemente haciendo frente a presiones del lado militar, aban-

saldos, medidos a fin y principios de año, de las cuentas en las que la banca comercial registra sus operaciones con el exterior. Los movimientos en las cuentas de reservas y capital compensatorio deberían coincidir a su vez con las variaciones que muestra el sector externo en la base monetaria, o sea en el balance del Banco Central. En los hechos existen múltiples razones para que tal coincidencia no se verifique, por ejemplo el tipo de cambio utilizado, la contabilización de los créditos externos a la Tesorería de la Nación, la posibilidad de hacer operaciones con el exterior que no pasen a través de bancos, etc. La magnitud de las diferencias es, sin embargo, considerable tal como puede verse sintéticamente en el cuadro de la página anterior.

Los bancos comerciales deben valuar su posición en divisas conforme al tipo de cambio para operaciones financieras de la fecha del cierre del ejercicio. El Banco Central registra los ingresos al costo histórico y los egresos según el principio FIFO, las diferencias de cambios están también incluidas en el concepto del sector externo neto de su balance.

dona la aplicación del modelo de política monetaria activa. La tasa de inflación, decía, está en gran medida influida por las tendencias registradas en el pasado reciente y la política monetaria actúa, en realidad, sobre el nivel de precios a través de la expansión monetaria en forma tendencial y con demora; es en las razones de tal expansión donde debe encontrarse la raíz del problema inflacionario. Consecuente con tal posición, si bien no debía cejarse en el esfuerzo por controlar la evolución de la base monetaria, el objetivo era provocar una ruptura en el proceso de formación de expectativas. Para ello se recurrió a diversos mecanismos de desindexación, fundamentalmente asociados con la fijación de precios de las empresas públicas. Se estableció un sistema obligatorio de depósitos en pesos para todas las operaciones de financiamiento en moneda extranjera, equivalente al 20% de los préstamos y al 10% de las operaciones comerciales, tendiente a equilibrar la relación entre el costo interno y externo del dinero y se anunció la salida del Banco Central de la regulación de los precios en el mercado de divisas, el que quedaría librado a la oferta y demanda de particulares. En julio se habilitó el mercado a término para divisas y en octubre se autorizaron las operaciones con oro.

La base monetaria quedó prácticamente estancada en términos reales durante la primera parte de 1978, puesto que los aumentos en las reservas eran compensados con la caída en la posición del sector oficial. El Banco Central, sin embargo, abandonó la línea restrictiva y comenzó a aumentar la capacidad prestable de los bancos, por la vía de la paulatina disminución en los requisitos mínimos de efectivo sobre depósitos, que se redujeron al 44% en diciembre de 1977, al 43 en abril de 1978, al 42 en julio y al 39 en septiembre. El proceso de expansión secundaria se impulsaría rápidamente de allí en más, tal que en diciembre el efectivo mínimo llegaba al 29%, permitiendo bajar en forma significativa el *spread* entre tasas de interés activas y pasivas del circuito bancario y mantener un razonable control sobre los valores reales de las tasas, las que pasaron a ser negativas en la segunda parte del año. Por su parte, la baja en las tasas nominales y en el coeficiente de reservas permitía disminuir el impacto de la creación de dinero base a través del mecanismo de la llamada Cuenta de Regulación Monetaria. Este sistema fue creado al ponerse en marcha la reforma financiera, con el fin de poder unificar las tasas de efectivo mínimo para depósitos en cuenta corriente y a interés y hacerlos compatibles con la relación entre la base monetaria y los recursos monetarios de particulares vigente en el régimen de centralización anterior. El Banco Central cobraba un cargo por el uso de la capacidad

prestable apoyada en depósitos a la vista, que no devengan interés como costo, y pagaba por la inmovilización de depósitos a plazo, que sí los devengan; a pesar de que el sistema debía operar sobre saldos compensables y suma cero, la violenta expansión de la tasa nominal de interés y el consiguiente crecimiento de los depósitos a plazo fijo, llevó a que durante 1977 y 1978 la cuenta de regulación presentara un fuerte saldo negativo, equivalente a fines de 1977 y 1978, al 21% y 61% de los préstamos registrados por el BCRA al sector oficial, ya que el Banco los consideraba un activo contra el gobierno nacional.³

A partir de enero de 1978 entró en vigencia el nuevo régimen de prefinanciación de exportaciones promocionales, bajo el cual estas operaciones se indexaban al dólar con una tasa de interés del 1% anual. De esta manera, se ajustaba el último sector de tasas nominales fijas que integraba el mercado crediticio en 1976.

En el segundo semestre de 1978 los hechos, al menos en lo que a inflación concierne, continuaban sin reflejar las expectativas del gobierno. La tasa de inflación trimestral, luego de caer levemente a lo largo de los tres primeros periodos del año desde 26,6 a 24,6 y 21,6, repuntó a 26,9 entre septiembre y diciembre; a esta altura, dada la menor rigidez de la política monetaria, la tasa de interés real comenzaba a ser nuevamente negativa y el producto industrial volvía a crecer, si bien los niveles absolutos de producción continuaban por debajo de los alcanzados en el año anterior.

Es oportuno recordar a esta altura, que los intentos de explicar la inflación actual por el comportamiento anterior de la oferta monetaria, nunca habían dado en el pasado resultados muy satisfactorios. Las investigaciones de Diz (1966), Díaz Alejandro (1970) y Mallon y Sourrouille (1975), si bien coinciden en encontrar una relación de cerca de 0,6 entre las variaciones proporcionales en la oferta monetaria (en general M 1) y en los índices de precios en el mismo trimestre o con un leve retraso, muestran que los coeficientes de determinación son bajos y que su significación decrece considerablemente cuando se incluyen otras variables nominales igualmente retrasadas, como el tipo de cambio o los salarios. Observando la evolución de las variaciones de M1 y particularmente M2 en 1976 y 1977, cuesta imaginar cuál era en realidad el modelo de formación

³ En los cuadros monetarios el saldo de la cuenta regulación está incluido en los préstamos al sector oficial efectuados por el Banco Central, pero es oportuno señalar que las cuentas del gobierno no los incluyen, a su vez, entre los créditos recibidos ni entre sus gastos.

de expectativas en la opinión del ministro, pero cualquiera haya sido éste queda claro también en la lectura de los datos, que los esfuerzos por controlar ambos agregados durante 1978 no dieron los resultados esperados.

En la Memoria del Banco Central para 1978 —al evaluar las dificultades de la política monetaria seguida durante el año— se señala que:

“...el efecto monetario del sector externo puso de manifiesto la limitación que enfrenta el control monetario en una economía abierta si el mismo no es acompañado por la liberación del mercado cambiario. Fue por ello que el Banco continuó durante el año con la política de reconstruir ese mercado, eliminando las restricciones subsistentes y restableciendo el mercado de cambio a término. No obstante, dada la dificultad de liberar totalmente a corto plazo el mercado cambiario (entendiendo por tal la determinación del precio de las divisas) se recurrió transitoriamente en la segunda parte del año, a la implementación de un encaje sobre los préstamos del exterior, como medio de limitar los efectos monetarios del sector externo” (p.5).

La orientación de la política no persistiría, sin embargo, sobre el control de los factores de expansión de la base o en la lucha por quebrar expectativas. En diciembre de 1978 se produce un cambio trascendente en la estrategia antiinflacionaria y el modelo de inflación por expectativas, formadas sobre la base del comportamiento histórico de la oferta monetaria, cede su lugar al enfoque monetario del balance de pagos. A partir de allí el tipo de cambio nominal no sólo no será librado al juego del mercado, sino que será preanunciado por el gobierno con una razonable antelación. Se postula entonces la hipótesis de que la tasa de inflación interna deberá ser igual a la internacional más la tasa de devaluación. En los hechos, entre mayo, cuando se anuncian los ajustes al programa incluyendo el retiro del Banco Central del mercado de cambios, y enero de 1979, cuando se inicia la nueva política, el tipo de cambio nominal continuó siendo controlado en un proceso de continua revaluación real (ver Anexo C y los datos de la tasa de inflación y de devaluación en el Cuadro 2). A su vez, el paso hacia la posición pasiva del Banco con respecto a la fijación de la tasa de interés nominal durante el periodo monetario activo, puede apreciarse volviendo a observar a lo largo del año la relación entre M 4 y M 3, la que de un promedio de 1,17 durante la segunda parte de 1977, cae paulatinamente hasta 1,13 a fines de 1978. La situación de las cuentas externas sobre las que se ponía en marcha la nueva

etapa de la política abierta era realmente notable. Las reservas internacionales del Banco Central llegaban a 6.037 millones de dólares, dos mil más que a comienzos del año, sin perjuicio de haber cancelado créditos compensatorios por 1.367 millones; a fin de año sólo quedaban incluidos dentro de los pasivos de este tipo 380 millones de dólares correspondientes a bonos externos. La deuda con el exterior en tanto había crecido a cerca de 12.500 millones de dólares, de los cuales 8.357 correspondían al sector público y 4.139 al sector privado, valores que a fin de 1975 llegaban a 5.295 y 3.853 millones respectivamente (ver Cuadro 1.4).

3. POLITICA MONETARIA EN UNA ECONOMIA ABIERTA

A partir de 1979 la nueva política cambiaria consistió en anticipar explícitamente las cotizaciones diarias del tipo de cambio (originalmente por ocho meses) y liberalizar considerablemente el movimiento externo de capitales. En la política monetaria por lo tanto, se abandonó el intento de controlar la oferta total trasladando el peso de la atención a la expansión de los recursos monetarios de origen interno. Las medidas implicaban "...una orientación de la economía hacia una vinculación sin restricciones con el sector externo, en forma prácticamente inmediata en lo que hace al movimiento de capitales y en forma más gradual en lo que respecta al movimiento de bienes" (BCRA, Memoria, 1978, p. 7).

Bajo estas circunstancias, como se señala en la Memoria del Banco para 1979, se procuce una estrecha vinculación entre la oferta monetaria y el saldo del balance de pagos excluidas las operaciones de la autoridad monetaria, ya que ésta debe comprar o vender cambio al tipo prefijado y el resto de la economía podrá entonces ajustar la cantidad nominal de sus tenencias de dinero a los niveles que desee exportando o importando sus excedentes, los que se reflejarán en el saldo del balance de pagos. El Banco Central sólo puede afectar la composición de los recursos monetarios en función de su origen, sea interno o externo, razón por la cual pasó a establecer metas para la expansión de recursos monetarios de origen interno (los que corresponden al sector oficial y financiero de la base monetaria), a la vez que continuaba manejando por la vía del efectivo mínimo la expansión secundaria del sistema. Conforme a este razonamiento, una creación por exceso o defecto con relación a la demanda, puede

ser inicialmente absorbida por medio de variaciones del nivel de precios, el nivel de actividad económica y tasas de interés interna. Sin embargo, finalmente —estando el tipo de cambio fijado— habría repercusión sobre las reservas internacionales si es que no existe equilibrio entre el precio interno de los bienes que se exportan o importan y su precio externo, o si las tasas de interés internas no están equilibradas con las externas (BCRA, Memoria, 1979, p. 4).

Los supuestos en que se apoya este modelo requieren, sin embargo, algunos comentarios. Bajo el argumento de que el libre movimiento de capitales equivale a la unificación de los mercados financieros, la tasa de interés real interna debería ser igual a la internacional —también en términos reales— más los eventuales costos de transacción, incluidos los impuestos. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que esta hipótesis no surge de la observación del comportamiento del mercado, sino de un razonamiento teórico que supone la existencia de una curva de oferta de fondos del exterior con muy alta elasticidad. En consecuencia, el análisis de corto plazo debe admitir, por lo menos, la posibilidad de la existencia del llamado riesgo cambiario, o sea el eventual diferencial entre la expectativa de cotización futura de la moneda extranjera y el anuncio explícito o implícito por parte de las autoridades monetarias (ver, por ejemplo, Frenkel, 1980). Por otra parte, al suponer también la vigencia de la teoría de la paridad del poder de compra, se acepta que la tasa de devaluación nominal deberá ser igual a la diferencia entre la tasa de inflación interna y la internacional; en tanto el tipo de cambio es utilizado como instrumento de política antiinflacionaria, tal relación se utiliza para predecir la tasa de inflación interna. También en este caso es necesario admitir la posibilidad de que tal ajuste no sea instantáneo, resultado, por ejemplo, de la distinción entre la formación de precios en los mercados de bienes comercializables y no comercializables a nivel internacional, la existencia de contratos de largo plazo o de acuerdos comerciales entre países, imperfecciones en los mercados, etcétera. De esta forma la expresión más simple:

$$i^* = (r - P_x) + q$$

donde $i^* = i - p$ es la tasa de interés real en el mercado interno, p_x la tasa de inflación internacional, r la tasa de interés nominal internacional y q los costos

de transacción expresados como tasas comparables, debe transformarse en:

$$i^* = (r + q + s) + (t - p)$$

donde s es la prima de incertidumbre sobre la pauta o política cambiaria del gobierno, t la tasa de variación del tipo de cambio nominal y p la tasa de inflación interna.

En tanto s sea inestable, es evidente que su variabilidad impondrá una alta volatilidad a la tasa de interés interna o al flujo de crédito externo y por consiguiente, al nivel de reserva del Banco Central. Por otro lado, como señalamos en el modelo presentado en el apéndice B, a medida que se produce una revaluación del tipo de cambio real más allá de su valor de equilibrio (o sea que se verifique que el ajuste de la tasa de inflación interna a las pautas de devaluación no es inmediato), el efecto precios genera, en este tipo de modelos, un deterioro de la cuenta corriente con el exterior que no sólo implica una presión sobre las reservas —que podrá inducir a tratar de aumentar la tasa real de interés por parte del Banco Central—, sino que también tiende a aumentar el diferencial entre las tasas internas y externas por el riesgo de una súbita devaluación, ejerciendo una presión adicional sobre el componente externo de la base monetaria. Como es obvio, la incorporación de la incertidumbre bajo estas hipótesis acarrea serias consecuencias para un programa antiinflacionario que utiliza como instrumento básico de desaceleración del tipo nominal de cambio y que se pone en marcha en un proceso inflacionario agudo. En los hechos implica, siguiendo una vez más el modelo expuesto en el apéndice B, una caída mayor que la prevista en el nivel de actividad económica interna. Si el gobierno —considerando que son un componente importante de la función de “credibilidad”— quiere evitar fluctuaciones bruscas en las reservas internacionales ante cambios de opinión del sector privado en cuanto a la composición óptima de sus activos líquidos, debe imperiosamente influir sobre las tasas de interés. Esto no sería extremadamente serio si la prima de riesgo fuera pequeña, pero es obvio que ella guarda una estrecha relación con la velocidad de la inflación y con el ciclo de proceso dinámico de ajuste que hemos descrito antes (ver capítulo I, el apéndice B y Frenkel, op. cit.). A medida que la revaluación continúa y que la tasa de interés real aumenta, el peligro de un ajuste cambiario significativo que revierta el saldo crecientemente negativo de la cuenta corriente y recree posibilidades de expansión al proceso productivo interno, sacrificando avances sobre la disminución

de la inflación, se hace cada vez mayor. En cuanto correcta, esta hipótesis de riesgo impone entonces un precio más alto, medido en términos de tasa real de interés interna, para el mantenimiento de las reservas en divisas del Banco Central.

Por otro lado, como resulta de inmediato de la observación de la última ecuación, la tasa real de interés está influida por la potencial variabilidad de los precios, en particular cuando, como se ha visto en la Argentina, el proceso de convergencia de la tasa de inflación interna hacia la tasa de devaluación nominal, no es ni estable ni muy rápido. En tales condiciones, todo intento de dejar librada la tasa de interés a las fuerzas del mercado, en los hechos, la deja atada a la política cambiaria; en procesos de alta inflación, a menos que la autoridad monetaria pueda anticipar razonablemente bien la tasa de inflación, la tasa real de interés experimentará, a corto plazo, grandes fluctuaciones. Como por otro lado, y debido a las mismas razones de incertidumbre aquí mencionadas, el plazo medio de las operaciones de crédito tiende a disminuir, tales variaciones no influyen ahora sólo marginalmente sobre la cartera de créditos, sino que alteran prácticamente las condiciones de todo el mercado.

La observación del Cuadro 3 permite apreciar lo que ha ocurrido con las variables monetarias entre fines de 1978 y marzo de 1981. La desaceleración de la tasa de devaluación, que había comenzado en el último trimestre de 1978, se oficializa conforme a la "tabla" de cotización del dólar, inicialmente anunciada hasta agosto de 1978. El efecto inmediato es una disminución sensible en el riesgo cambiario y en tanto los precios y la tasa de interés nominal interna no ajustan inmediatamente, una clara señal para el endeudamiento externo. Hacia junio de 1979 los pasivos netos de operaciones de crédito con el exterior de los bancos habían aumentado un 50% en términos reales frente a su posición al iniciarse el año; al tipo de cambio corriente esto implicaba un aumento de 1.600 millones de dólares en un semestre. El balance de pagos, a su vez, indica que frente a una salida neta de 238.1 millones de dólares en el último trimestre de 1978, en el que el riesgo fue sin duda influido por el conflicto con Chile sobre el Beagle, en los dos primeros trimestres de 1979 hubo entradas netas por 1.060 y 969 millones; las reservas, que habían caído 212 millones el último trimestre de 1978, aumentan 997 y 1.479 millones durante esos mismos periodos.

En tanto la competencia externa por el lado de las importaciones, si bien en aumento (ver Cuadro 1.1), no mostraba aún una presión generalizada sobre los márgenes de los productos locales, el nivel de actividad industrial se recuperó

sensiblemente con respecto a 1978, apoyado ahora en la tasa de interés real interna que pasaba a ser negativa y en un incremento en el salario real, en el que comenzaba a influir, en forma sustantiva, el atraso cambiario. Ante la fuerte entrada de capitales el Banco Central mantuvo los efectivos mínimos sin variaciones entre enero y junio de 1979 y logró reducir en forma significativa el peso del sector oficial, incluyendo la cuenta de regulación dentro de los componentes de la base monetaria.

A partir de septiembre, una vez que los precios de la carne —que fueran impulsados desde principios de año por una fuerte alza en los mercados internacionales— dejan de ejercer presión sobre la inflación interna, se produce una significativa inflexión en los indicadores de las relaciones con el exterior. La continua revaluación real del peso sumada al impacto de la reforma arancelaria (que como hemos visto comienza a aplicarse también en enero de 1979) hace, por primera vez desde 1976, negativo el saldo de la cuenta corriente del balance de pagos. Sin embargo, dado el diferencial que se mantenía entre las tasas de interés internas y externas a la luz de la política cambiaria, las entradas de capital continuaban haciendo crecer las reservas internacionales. La rápida caída en el ritmo de crecimiento de precios durante el último trimestre de 1979 —en la que la influencia de los precios agropecuarios es decisiva (ver Cuadro 1.3)— y el retraso con que una vez más ajustaron hacia la baja las tasas nominales de interés —en las que el componente riesgo comenzaba a tener cada vez mayor influencia— provocaron una nueva estampida en las tasas reales. Como ejemplo, puede señalarse que un préstamo típico concertado a 90 días a principios del último trimestre de 1979, debió pagar una tasa real de casi el 20% trimestral si es que el tomador ajustó sus precios conforme a la variación en ese mismo periodo del índice de precios mayoristas. Los depósitos a interés, favorecidos por la posibilidad de hacer colocaciones a plazos mínimos de sólo una semana, eran en diciembre y a precios constantes, un 50% más altos que un año antes y, sobre la misma base de comparación, siete veces mayores a los de marzo de 1976. Los medios de pago se mantenían prácticamente a los mismos niveles que habían alcanzado en 1977 y los préstamos al sector privado eran dos veces y media mayores en términos reales que en el momento de la reforma financiera, periodo en el que el producto apenas había crecido un 4%. El fin del año 1979 marca no sólo el comienzo de una etapa de persistentes tasas reales de interés positivas, sino también el momento en que el tipo de cambio real se sitúa claramente por debajo de cualquiera de las estimaciones posibles para determinar su nivel de

equilibrio de largo plazo (ver los detalles en el apéndice C). El nivel de actividad industrial, y también el del conjunto de la economía, indicaban el comienzo de otra etapa de recesión. El alza en la tasa real de interés, la persistente revaluación y el nivel sin precedentes del endeudamiento privado con los bancos, agregaban, sin embargo, un nuevo elemento de tensión a la evolución coyuntural: marcaban el comienzo de un año crítico en la actividad financiera. En efecto, los bancos y compañías financieras, cuyo número y volumen real de actividad se había expandido notablemente desde 1976, comenzaron ahora a encontrar dificultades generalizadas para la recuperación de sus carteras de préstamos, que habían pasado de 14,1% del producto total a fines de 1977 y 16,8 en 1978 y a 22,3 a fin de 1979.

En un proceso que se inició en marzo de 1980 con el Banco de Intercambio Regional (BIR), y al que seguiría luego el Banco Internacional, el de los Andes y el Oddone, son intervenidos por el Banco Central, en mérito a sus dificultades operativas, una veintena de bancos y compañías financieras. La magnitud del problema puede apreciarse señalando que los cuatro bancos mencionados estaban incluidos entre los diez privados de mayor volumen de depósitos, que su participación alcanzaba a alrededor del 20% del total de depósitos de los bancos privados y al 12% del total del sistema, con un volumen equivalente a 3.200 millones de dólares al tipo de cambio del momento. La caída del BIR produjo una rápida corrida sobre los bancos privados, lo que motivó que el Banco Central se viera obligado a poner en funcionamiento un régimen de redescuento especial por el que las entidades obtenían fondos en proporción al descenso de sus depósitos y a restituir, a su vez, la plena garantía de la Nación por los depósitos captados por bancos privados, proporción que se había ajustado a fines del año anterior al 90%. El monto de los adelantos otorgados bajo este régimen alcanzó su máximo a principios de abril por cerca de 1.000 millones de dólares.

Como era obvio, conociendo la experiencia histórica del país, no sólo se transfirieron recursos entre bancos, sino que también se comenzó a sentir una fuerte presión sobre las reservas del Banco Central. En el segundo trimestre de 1980, por primera vez desde la puesta en marcha de la nueva estrategia, el saldo de la cuenta de capitales autónomos resultó negativo (994 millones de dólares), produciendo una caída aún mayor en las reservas internacionales (1.500 millones), ya que el saldo de la cuenta corriente continuaba siendo negativo. A fines de mayo un alto funcionario del Banco Central afirmaba que habría un

“alza sin límite de la tasa de interés hasta que no se especule más con dólares”.⁴ Mientras tanto, la combinación de caída de reservas con la continua contracción del crédito neto al sector oficial por el Banco Central y el nuevo redescuento transitorio a los bancos, mantenían a la base monetaria prácticamente constante en términos reales.

Sin embargo, tampoco sería éste el camino a seguir por mucho tiempo. Cuando en el mes de julio la tasa de interés real activa llegó al 4,2% mensual, el ministro de Economía anuncia el primer reajuste al programa de política apoyado en el enfoque monetario del balance de pagos, modificando la pauta de devaluación del tipo de cambio nominal, que se estableció en el 1% mensual hasta fines de año y eliminando todas las restricciones temporales a los plazos de cancelación de préstamos externos. Sin perjuicio de una reversión inicial en el movimiento de capitales, el aumento del riesgo cambiario, impulsado tanto por los acontecimientos económicos ya mencionados, como por la reiterada intervención y liquidación de bancos privados por parte del Banco Central y la incertidumbre asociada ahora a los cambios que pudieran ocurrir en la política económica a partir de marzo de 1981, fecha de la sucesión presidencial, continuaron presionando sobre la tasa de interés real compatible con una razonable posición de reservas internacionales del Banco Central. El nivel de las tasas, por otro lado, en un mercado que operaba a muy corto plazo, ponía en situación cada vez más difícil a una parte significativa de la clientela bancaria, tal que se ha llegado a sostener que un 20% de la cartera total de préstamos bancarios debería ser incluida a esta altura bajo el rótulo de dudosa recuperación, proporción que llegaría a un 40% en el sector industrial. De alguna manera estas apreciaciones son avaladas por la evolución de los quebrantos comerciales, los que, a pesar de todas las dificultades de comparación involucradas, tanto en 1979 como en 1980 muestran valores mucho más altos que en los cinco años anteriores en conjunto. Debe tenerse en cuenta, por otro lado, que tal tipo de dificultades llevaron a la aparición en la plaza de dos nuevas formas de operación en el sistema financiero. Una es la organización de los llamados “club de bancos”, mecanismo a través del cual algunas empresas lograron una transformación y consolidación de su deuda a mediano plazo por negociación directa con bancos, tanto oficiales como privados, (la participación de la banca oficial en algunos de estos acuerdos y su negativa a hacerlo en otros, cual fuera el caso

⁴ Declaraciones del Dr. Arriazu, ver *Ambito financiero*, 22/(V/80).

de SASETRU, una de las cinco mayores empresas privadas de capital nacional, abrieron fuertes críticas sobre la arbitrariedad con que se manejó el gobierno, y en particular ciertos funcionarios del Banco Central, en estas operaciones). La otra es la licitación de redescuento a un año de plazo por parte del Banco Central entre la banca comercial, con el objetivo de modificar la estructura de vencimientos en la deuda del sector privado. El impacto de estas operaciones de redescuentos puede verse en la línea correspondiente al sector financiero en el apartado "base monetaria" del Cuadro 3. De valores mínimos hasta marzo de 1980, en junio las líneas de redescuento eran ahora el principal componente de la base, superando su saldo tanto al sector externo como al público.

A partir de septiembre, cuando ya se habían reducido los requisitos de efectivo a lo que puede concebirse como su mínimo técnico (10%), una nueva dificultad se agregaba a las del mercado financiero. Como resultado del paulatino aumento en los requerimientos fiscales, derivados de un crecimiento en los gastos corrientes que excedió a la disminución en la inversión física (ver Cuadro 1.2), los préstamos del Banco Central al gobierno, que venían cayendo en forma relativamente lenta pero permanente en términos reales desde 1976, comienzan a subir en forma espectacular. A fines de diciembre el aumento en el año llegaba al equivalente de 4.100 millones de dólares. La posibilidad de tener bajo control efectivo el manejo de los recursos monetarios de origen interno se hace entonces cada vez más difícil, en un momento en que la recesión y el continuado aumento de las importaciones provocaban un reclamo generalizado por el ajuste del tipo de cambio. Como indicación del grado de presión existente en el mercado financiero puede mencionarse que la tasa de interés real en pesos para los depositantes durante noviembre y diciembre, con caídas en la tasa de inflación, volvió a situarse por encima del 2 y 3% mensual, en tanto que el Banco Central continuaba perdiendo reservas, a pesar de una nueva prórroga en el compromiso temporal de devaluación nominal. Este se extendió ahora hasta marzo y por primera vez introduce una distinción entre el ritmo de ajuste de los tipos compradores y vendedores.

4. LA INFLACION Y LAS HIPOTESIS MONETARISTAS

A lo largo de este capítulo se ha efectuado una reseña de los distintos métodos ensayados por el ministerio con el fin de crear adecuadas condiciones operati-



JUSSARA
TRP 21.11.13

vas en el mercado financiero y, fundamentalmente, para poner bajo un razonable control a la expansión de la oferta monetaria, sobre la base de que ella desempeña un papel central en el proceso de formación de precios. La hipótesis de una relación estable entre las variaciones en la oferta monetaria y en el nivel de precios es, sin embargo, un tema que tradicionalmente ha sido arduamente discutido en el país y lo es más aún luego del escaso éxito obtenido en este programa de cinco años. A continuación presentamos una serie de resultados obtenidos del análisis con modelos de regresión extremadamente sencillos que pueden ayudar a comprender algunos aspectos adicionales del proceso inflacionario y del papel que en él juega la creación de dinero.

Hemos explorado las relaciones entre las variaciones proporcionales trimestrales del índice de precios al por mayor, con diversas versiones muy sencillas de variables independientes que están expresadas en general también en forma de variaciones proporcionales medidas en forma trimestral, introduciendo algunos promedios o retrasos como parte del ejercicio de investigación. Algunos de los resultados más significativos para modelos con una sola variable independiente, pueden observarse en el Cuadro 4, donde aparecen aquellas ecuaciones que presentan mayor atractivo desde el punto de vista de su significación estadística, los casos en los que el coeficiente de la variable independiente es distinto a cero. Es oportuno mencionar que otras especificaciones posibles, que incluyen, por ejemplo, a las variaciones de M_1 y en el producto interno con diversos rezagos, así como a los desvíos del producto con respecto a su valor medio, no alcanzan un nivel de significación mínima aceptable. Las formas utilizadas para representar a los salarios, M_2 y precios indicados con un asterisco corresponden a un promedio de tres trimestres con ponderación declinante y el periodo sobre el cual están tomadas, es qué que hace mayor su contribución a la explicación del alza de precios.

Los resultados permiten destacar primero, que la posibilidad de construir aceptables funciones de determinación de precios sobre modelos sencillos es muy difícil, ya que en ningún caso la varianza explicada alcanza a la mitad; segundo, que no es fácil argumentar en favor de que el control de la oferta monetaria fuese por sí solo un determinante significativo de la marcha de la inflación en el corto plazo y que tampoco parece serlo el establecimiento de una pauta cambiaria a la luz del valor que adquiere el atraso o adelanto del tipo de cambio real; tercero, que variables asociadas con modelos que utilizan hipótesis estructurales, aquellas que indican una distinción entre dos o más sectores

en los que difieren las elasticidades de oferta o de demanda o las variaciones en productividad, generalmente acompañadas de una hipótesis de inflexibilidad de precios (o salarios) en sentido descendente, no deberían ser descartados del análisis, y cuarto, que el papel principal que ocupan las variaciones en los salarios nominales —acompañado de la verificación de que entre ellos y la situación de tensión en el mercado de trabajo no se observa una relación estadísticamente aceptable a lo largo del periodo anaizado—, vuelve a llamar la atención sobre factores no monetarios, en este caso particular, estrictamente políticos, en la formación de precios a corto plazo.

El Cuadro 5 presenta los resultados de exploraciones con modelos de dos variables independientes. La posibilidad de mejorar nuestra capacidad de explicar el comportamiento de la tasa de inflación aparece asociada con la combinación de los incrementos de salarios, el tipo de cambio nominal o M 2, con las variaciones en los precios relativos entre la agricultura y la industria —los términos de intercambio internos— o las variaciones en el tipo de cambio real definido como el cociente entre el tipo de cambio nominal y la tasa de paridad de poder de compra (cociente entre precios locales y norteamericanos). La incorporación de las variaciones en el producto total o sus desvíos, no introducen mejoría alguna y tampoco se logran mejores resultados explorando patrones alternativos de rezagos en las variables consideradas.

Los resultados deben tomarse con cautela, ya que por un lado no se corresponden necesariamente con una clara especificación teórica, y por otro lado no llegan —con una excepción— a explicar más de 2/3 de la varianza. Sin embargo, es interesante resaltar algunos casos; conforme a las ecuaciones 1, 3 y 5 la inflación tendería a desacelerarse, *ceteris paribus*, si los precios agrarios se retrasan frente a los industriales, pero por otro lado, conforme a las ecuaciones 2, 4 y 6 un adelanto en éstos frente al tipo de cambio nominal, origina una presión positiva sobre las variaciones en el nivel general de precios al por mayor por la vía de lo que podríamos llamar las expectativas de devaluación, las que aparecen en todos los casos como una variable altamente significativa. La ecuación 4, en la que se combina el efecto de las variaciones en el tipo de cambio nominal y en el tipo de cambio real, es claramente indicativa de los dilemas de administración de la política económica en condiciones de alta inflación. Si se ajusta el tipo de cambio nominal, esto ejerce una influencia positiva en muy corto plazo sobre la variación en los precios internos, pero si no se lo hace (se

retrasa su ajuste frente a la marcha de los precios internos) las expectativas de devaluación ejercen esa misma presión.

En tanto hemos señalado a lo largo de este trabajo el papel muy crucial y cambiante que el Ministerio ha asignado al tipo de cambio real, como instrumento de política económica, y el particular peso que tuvo en la estrategia anti-inflacionaria de la segunda parte de su gestión, aquélla en que se aplica el enfoque monetario del balance de pagos, hemos explorado también la posibilidad de mejorar el ajuste combinando las variaciones en los salarios nominales y precios relativos internos, con el *nivel* del índice de tipo de cambio real. Los resultados se presentan en la Gráfica 1 donde es evidente que el poder explicativo de la ecuación —tomando nota de la tregua de precios a principios de 1977— se incrementa frente a los casos anteriores con excepción de la ecuación 4, en tanto que la constante no difiere significativamente de cero.

Estos resultados, que no pueden ser tomados de otra manera que como ejercicios muy sencillos en formación de precios, no hacen más que ratificar, entonces, las dificultades de aceptar como guía exclusiva de la política antiinflacionaria, a las variables monetarias. A pesar de lo elemental del análisis, es evidente que el peso de los argumentos que abogan a favor de la utilización de modelos de tipo estructural, no debería dejarse de lado en ninguna política de control de la inflación que pretenda tener éxito a mediano plazo ■