

6 hechos estilizados de los planes de estabilización en Latinoamérica.

Joaquín Waldman – CONICET-Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CEDES) y Equilibra

Resumen:

La literatura sobre planes de estabilización realizados con el objetivo de reducir inflaciones crónicas se concentró mayormente en los casos exitosos, dejando de lado los numerosos intentos fallidos. Este trabajo realiza un relevamiento amplio de planes en Latinoamérica para mostrar las diferencias entre aquellos que muestran un éxito sostenido, los que tienen un éxito temporario y los intentos fallidos. Para eso, se indaga sobre la evolución de las variables económicas antes, durante y después del lanzamiento del plan, con la intención de comprender qué elementos mejoran las chances de reducir duraderamente la inflación y cómo se comportan las economías luego de la aplicación de un programa. Esta contribución puede ayudar a optimizar el diseño de políticas de estabilización en la Argentina contemporánea. Las conclusiones se resumen en 6 hechos estilizados: (1) los planes que reducen la inflación son los que logran estabilizar el tipo de cambio nominal; (2) los planes exitosos aprecian el tipo de cambio real; (3) los planes exitosos son expansivos; (4) que un plan sea exitoso es más factible con mejores resultados externos y (5) condiciones internacionales más favorables; y (6) la sostenibilidad de la desinflación es más probable cuanto mejores sean los balances fiscales.

6 hechos estilizados de los planes de estabilización en Latinoamérica.  
Joaquín Waldman

Introducción .....	2
Marco conceptual .....	3
Cuándo y dónde encontramos planes de estabilización .....	4
Caracterización según éxito .....	6
Evidencia empírica .....	7
Los planes exitosos estabilizan el TCN .....	8
Los planes exitosos aprecian el TCR .....	9
Los planes exitosos son expansivos .....	11
Los planes exitosos parten de mejores resultados externos .....	12
Los planes exitosos muestran condiciones internacionales más favorables .....	13
Los planes exitosos parten de mejores balances fiscales .....	15
Conclusión .....	15
Apéndice.....	17
Referencias.....	19

## 1. Introducción

Una elevada inflación tiene consecuencias duraderas y negativas sobre el desempeño de la economía. Considerando ello, muchos países realizaron planes de estabilización con el objetivo de reducir la inflación y retomar el crecimiento. Sin embargo, la evidencia muestra tanto casos de estabilización exitosos como experiencias fallidas. Este trabajo se propone realizar un relevamiento amplio de planes de estabilización, distinguirlos según su éxito e identificar algunas características que permitan comprender mejor las dinámicas de cada caso. La presente investigación se ve motivada por la aceleración inflacionaria observada en la última década y media en Argentina. Este proceso estuvo acompañado de un estancamiento en el producto y persistió a pesar de los intentos realizados por los hacedores de política por llevar a cabo una desinflación.

El aporte de este trabajo será la caracterización de los planes de estabilización que muestran un éxito sostenido a lo largo del tiempo, en contraposición a aquellos que no perduran y a los intentos fallidos, para comprender qué elementos mejoran las chances de reducir duraderamente la inflación y cómo suelen comportarse las economías luego de la aplicación de un programa de este tipo. Comprender mejor esta distinción puede contribuir a optimizar el diseño de políticas públicas, algo especialmente útil para un país que aún no logró resolver de forma definitiva el problema de la inflación. Dicho estudio se realizará utilizando la evidencia empírica en el continente en los últimos 50 años.

Analizar las características distintivas de los planes de estabilización exitosos requiere poder identificarlos entre la vasta experiencia de intentos desinflacionarios. En este sentido, se propondrá una definición taxativa que permita separar unas de otras experiencias. Luego, se analizará el desempeño de las economías en que se realizan planes de estabilización en la dimensión inflacionaria, en su desempeño real, su evolución externa, fiscal y las condiciones internacionales existentes. Los hechos estilizados que surgirán de este análisis son: (1) los planes que reducen la inflación son los que logran estabilizar el tipo de cambio nominal (TCN), ya sea utilizándolo directamente como variable de política o afectándolo indirectamente mediante otras herramientas. (2) Al hacer esto, los planes exitosos aprecian el tipo de cambio real (TCR), ya que la inflación se desacelera más lentamente que el TCN. (3) Los programas que disminuyen duraderamente la inflación son expansivos para la actividad económica. (4) Controlar el tipo de cambio nominal en simultáneo al crecimiento del producto es más factible con mejores resultados externos y (5) condiciones internacionales más favorables. (6) Por último, la sostenibilidad de la desinflación es más probable cuanto mejores sean los balances fiscales. Para abordar estas cuestiones, se presentará una base de datos novedosa construida a partir de la literatura especializada y otras fuentes de datos disponibles. El estudio estará acotado a 15 países latinoamericanos desde 1970 hasta la actualidad, y la metodología utilizada será exploratoria en función de la construcción de estadísticas descriptivas.

El trabajo se organizará de la siguiente forma: en la segunda sección se presentará el marco conceptual y la revisión de la literatura; en la tercera sección se expondrán los planes identificados según su distribución temporal; en la cuarta sección se presentará el criterio con el que se clasificarán los planes, de acuerdo a su grado de éxito; en la quinta sección se presentará la evidencia empírica con las estadísticas elaboradas organizada en torno a 6 hechos estilizados. Por último, la sexta sección retomará los principales resultados y posibles extensiones del presente trabajo.

## 2. Marco conceptual

Los planes de estabilización se definen como programas de políticas para la resolución de problemas de corto plazo (Fanelli y Frenkel, 1989), realizados en respuesta a shocks macroeconómicos que afectan la balanza de pagos y el nivel de inflación (Taylor, 1988). En este trabajo, se considerará una visión más acotada de los mismos, centrándonos en aquellos planes que tienen como objetivo -único o central- la disminución de la inflación. Estos planes han sido frecuentes en la historia latinoamericana, ya que muchos países sufrieron inflaciones crónicas. Este fenómeno comprende a aquellos eventos de inflación "moderada" (entre 15 y 30% anual) y "alta" (mayores a 30% pero debajo del límite de las hiperinflaciones) que, a diferencia de los episodios hiperinflacionarios, pueden prolongarse durante muchos años, ya que generan en la sociedad mecanismos de adaptación que perpetúan el aumento de precios (Dornbusch, Sturzenegger, Wolf, Fischer y Barro, 1990; Dornbusch y Fischer, 1993; Morra, 2014; Reinhart y Végh, 1994; Frenkel, 1989; Heymann y Leijonhufvud, 1995).

La literatura sobre planes de estabilización estableció ciertas regularidades empíricas o hechos estilizados comunes a distintos planes. Estas características fueron enumeradas por Reinhart y Végh (1994)<sup>1</sup>, quienes afirman que los planes producen una apreciación cambiaria, un aumento de las reservas internacionales y una lenta convergencia de la inflación a un ancla nominal, que sirve como guía de los precios (usualmente el tipo de cambio o la cantidad de dinero). Siguiendo a estos autores, la elección del ancla no es trivial, ya que produce dinámicas distintas: mientras que los planes en que se usa al tipo de cambio producen una expansión inicial de la actividad -y el consumo- seguida de una caída, aquellos que utilizan un ancla monetaria muestran en primera instancia una recesión y luego una recuperación. Esta hipótesis fue conocida como 'recesión ahora vs. recesión después'. En los planes con ancla cambiaria, las cuentas externas se deterioran. Las tasas de interés reales suben en las etapas iniciales de las desinflaciones con ancla monetaria, aunque no siempre en los programas que utilizan un ancla cambiaria. Adicionalmente, los planes exitosos muestran una importante contracción fiscal (en este punto coinciden también Dornbusch y Simonsen, 1987). La necesidad de consolidar las cuentas públicas estaría vinculada a la credibilidad que los agentes privados asignen al esfuerzo del sector público por disminuir el financiamiento monetario (Sargent, 2013; Sargent y Wallace, 1981).

Los hechos estilizados no están exentos de controversias, ya que existen trabajos que cuestionaron su veracidad a partir de muestras más amplias de datos y formas distintas de definir planes de estabilización. En particular, en contraposición a los artículos que estudiaron los planes de estabilización a partir de los anuncios de los hacedores de política económica, surgió otra rama empírica que busca identificar las desinflaciones a partir de algoritmos de selección aplicados directamente sobre los datos. Aisen (2004) llama a la primera de estas tradiciones la "aproximación episódica" y a la segunda "la aproximación mecánica". Bruno y Easterly (1995), pioneros de la aproximación mecánica, definen a una "crisis de alta inflación" como un evento en que un país tiene un aumento de precios superior al 40% por dos o más años consecutivos. Easterly (1996) propone que una estabilización se da cuando un país que previamente estaba en ese estado muestra dos años consecutivos con inflaciones menores al 40%. Utilizando este método de identificación, afirma que no se corrobora la hipótesis de 'recesión ahora vs. recesión después', ya que todas las estabilizaciones son expansivas, algo que reafirman posteriormente los estudios de Hamann (2001) y Hamann y Prati (2002). Veiga (2008)

---

<sup>1</sup> En coincidencia con Kiguel y Liviatan (1992), Végh (1992) y Calvo y Végh (1994).

también plantea una ruptura con los hechos estilizados que encuentra la literatura previa, ya que evidencia que el nivel de inflación inicial y el tipo de ancla utilizada no modifican la probabilidad de éxito de una estabilización, en contraposición a Végh (1992) y Heymann y Leijonhufvud (1995), quienes afirman que las hiperinflaciones permiten una rápida estabilización a partir de la fijación del tipo de cambio.

Existe un faltante en esta literatura, ya que los estudios previos se centraron mayormente en las estabilizaciones exitosas, a pesar de la abundante evidencia de intentos fallidos. Por este motivo, este trabajo pretende identificar y describir, con una base de datos construida a tal efecto, las características en común de los planes de estabilización que reducen perdurablemente el aumento de precios en contraste con aquellos que no lo logran o lo hacen sólo transitoriamente. Con la intención de considerar también a los planes que no dieron resultados en desinflar, la base de planes de estabilización se construyó a partir de una aproximación episódica. A partir de ella se revisarán los hechos estilizados y discusiones de la bibliografía y se buscará aportar evidencia empírica sobre cómo diseñar un plan de estabilización exitoso, considerándolos así cuando logran cambiar el régimen inflacionario vigente en un lapso prolongado. En este sentido, se postulará que existen ciertas pre-condiciones locales e internacionales que incrementan la probabilidad de éxito. Este asunto posee una relevancia fundamental para el diseño de un plan de estabilización y consideramos que su abordaje hasta el momento ha sido incompleto. De esta forma, se pretende contribuir al diseño de políticas económicas en la Argentina contemporánea, ya que, aunque la mayoría de los países que mostraban inflaciones crónicas resolvieron este problema, la suba de precios sigue siendo central en nuestro país, que se mantiene entre los 10 con mayor inflación del mundo desde hace una década

### 3. Cuándo y dónde encontramos planes de estabilización

La presente investigación está centrada en países de Latinoamérica en el período que va desde 1970 hasta la actualidad. La elección del lapso temporal responde a que la globalización financiera y el cambio en el contexto internacional durante esta etapa marcaron un antes y un después en la respuesta de las economías a diferentes políticas (Frenkel y Rapetti, 2010). Esto hace que, aunque la experiencia en planes de estabilización ya fuera abundante en las décadas previas a 1970, el tratamiento unificado de eventos previos y posteriores no resultaría adecuado. El recorte en los últimos 50 años nos permite indagar en políticas realizadas en presencia de flujos financieros globales sin perder generalidad acerca de las conclusiones obtenidas. A su vez, el recorte geográfico se motiva en que Latinoamérica fue un continente particularmente afectado por la inflación en el período bajo observación. Además, es el continente que concentra la mayoría de las experiencias de estabilización, si dejamos de lado las economías de transición de la ex-Unión Soviética. Se considera que estos procesos tienen una naturaleza y objetivo diferentes al foco principal de este estudio.<sup>2</sup>

La selección de planes se realizó con el método episódico, considerando como plan de estabilización a un conjunto de medidas tomadas de forma coordinada para bajar sostenidamente la inflación, junto con un anuncio que pretende incidir en las expectativas de la sociedad, modificando el proceso previo de formación de precios. Las medidas incluyen políticas fiscales, monetarias y cambiarias, entre otras. En la mayoría de los casos, el plan utiliza un ancla (cambiaría o monetaria) y en muchos coincide con la implementación de un programa del Fondo Monetario internacional. Dentro de los planes que se realizan con el objetivo específico de

---

<sup>2</sup> Para mayor información sobre estas experiencias, consultar Fischer, Sahay y Végh (1996).

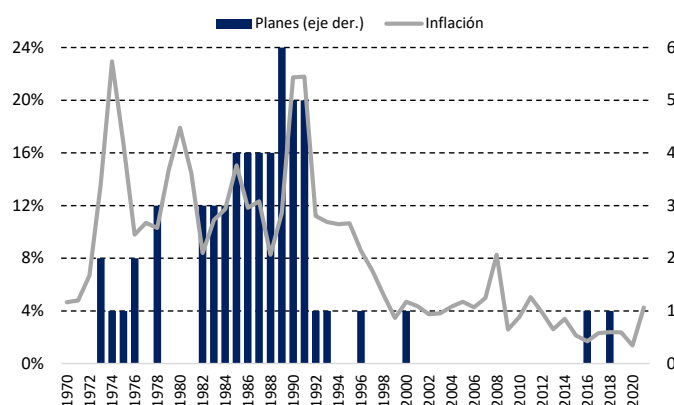
6 hechos estilizados de los planes de estabilización en Latinoamérica.  
Joaquín Waldman

reducir la inflación, solo se considerarán casos en que la suba de precios promedio de los últimos 24 meses se ubique por encima del 15% anual.

Con este criterio, se encontraron 56 planes en 15 países, con una fuerte concentración temporal en la primera mitad del período. Esto tiene su causa en que fueron años de mayor inflación (regional y global), por lo que eran más necesarias las políticas de este tipo. En estos 26 años (desde 1970 hasta 1995) la inflación en Latinoamérica y el Caribe promedió 12%, mientras que en los siguientes 26 años (desde 1996 hasta 2021) promedió 4%.

GRÁFICO 1

Inflación y planes de estabilización en Latinoamérica



Fuente: Elaboración propia en base a Banco Mundial

La inflación inicial en el mes en que se lanza un plan de estabilización va desde 15% hasta 63.845% anual, por lo que el rango de experiencias comprende intentos de reducir inflaciones muy variadas. Para caracterizarlas, se utilizará el concepto de régimen inflacionario, que será útil también para construir el criterio de éxito. Un régimen inflacionario es un rango de inflación que genera pautas de comportamiento particulares por parte de los agentes económicos. Cada uno de estos tiene características propias, ya que incentiva diferentes estructuras de contratos y motiva mecanismos de formación de expectativas distintos. La literatura los agrupó en inflaciones bajas, moderadas, altas e hiperinflaciones. Los regímenes de inflación muestran persistencia, en el sentido de que la probabilidad de quedarse en el mismo rango de inflación es elevada. Sin embargo, los regímenes de menor nominalidad son más estables, mientras que las inflaciones más altas tienen una tendencia hacia la aceleración (Bruno y Easterly, 1995; Fischer, Sahay y Végh, 2002).

A efectos de este trabajo, se clasificará a los regímenes de inflación según el avance interanual del IPC en:

- Régimen de inflación baja, cuando la inflación se ubique por debajo del 15%;
- Régimen de inflación moderada, cuando esté entre 15% y 30% anual;
- Régimen de inflación moderada alta, cuando sea mayor a 30% y menor a 80%;
- Régimen de inflación alta, cuando esté entre 80% y 200%;
- Régimen de inflación muy alta, cuando sea mayor a 200% pero menor a 1.000%;
- Hiperinflación, cuando supere el 1.000%.

Esta clasificación se construyó ad hoc, pero es compatible con los criterios utilizados por la literatura. Además, será de utilidad para distinguir éxitos de fracasos. Dentro de la base, 3 de los

6 hechos estilizados de los planes de estabilización en Latinoamérica.  
Joaquín Waldman

planes hallados se realizaron en regímenes de inflación moderada; 15 en inflaciones moderadas altas; 11 en inflaciones altas; 11 en inflaciones muy altas; y los 16 restantes en hiperinflaciones.

#### 4. Caracterización según éxito

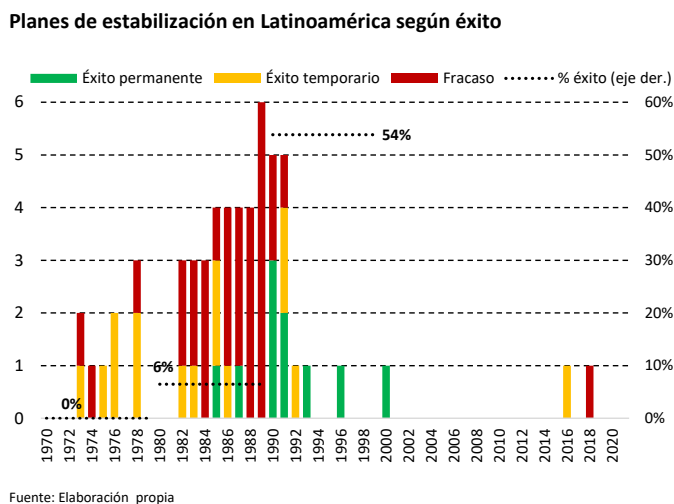
Para distinguir las dinámicas que favorecen una desinflación, se utilizará un criterio de éxito con tres categorías: éxito permanente, éxito temporario y fracaso.<sup>3</sup> La distinción de las categorías contemplará resultados cualitativos (un cambio de régimen inflacionario que pueda adjudicarse al plan implementado y no a otros) junto con parámetros cuantitativos (una reducción efectiva de la inflación de magnitud relevante). Para esto se evaluarán dos momentos posteriores a la implementación del plan, una primera etapa a los 18 meses del inicio y otra a los 5 años.

Un plan se considerará un fracaso cuando luego de un año y medio de su aplicación a) se haya realizado un nuevo intento por estabilizar, ya que cualquier resultado favorable posterior podría deberse al segundo evento y no al primero; y/o b) la inflación interanual en el decimoctavo mes de la implementación (t+18) sea superior al 75% de la inflación en el mes previo al lanzamiento del plan (t-1). Si un plan fue duradero (no se reemplazó por otro) y redujo la inflación en al menos un cuarto del valor inicial, consideramos que tuvo algún grado de éxito. Entre estos eventos, consideraremos como éxitos permanentes a aquellos que, a los cinco años de su comienzo (y sin haber mediado la implementación de otro plan), hayan reducido al menos tres regímenes de inflación (con la caracterización planteada previamente) respecto al mes previo al lanzamiento. Más específicamente, los planes implementados en una hiperinflación (una variación de precios de más de 1.000% interanual) deben mostrar una inflación de hasta 80% para ser considerados éxitos permanentes; planes aplicados con inflación de entre 200% y 1.000% deben tener inflaciones de hasta 30%; y planes aplicados con inflaciones menores a 200% deben haber alcanzado un régimen de inflación baja (menor a 15% anual). Por último, aquellos planes que no sean fracasos (hayan mostrado una desaceleración inicial) pero tampoco alcancen la condición de éxito permanente (por el lanzamiento de un nuevo intento o por no haber reducido lo suficiente la inflación) se considerarán éxitos temporarios. Este criterio genera los siguientes resultados:

---

<sup>3</sup> Hamann y Prati (2002) utilizan una categorización similar al distinguir entre estabilizaciones temporarias y durables pero, al utilizar una aproximación mecánica, no incluyen casos fracasados.

GRÁFICO 2



10 planes son exitosos de forma permanente (18% del total), 15 son considerados éxitos temporarios (27%) y 31 fracasaron (55%). Aunque el criterio de éxito puede parecer laxo (un caso podría entrar en esta categoría manteniendo por cinco años consecutivos inflaciones de 80% anual, algo que podría considerarse intolerable), contamos con una baja proporción de exitosos permanentes y todos cumplen con mucha holgura los parámetros elegidos.<sup>4</sup>

Como puede verse, estos resultados no son homogéneos en el tiempo, ya que la tasa de éxito es significativamente mayor en la década del '90 que en la del '80, mientras que no hay ningún plan completamente exitoso en la década del '70 (no se incluye la comparación con las décadas del 2000 y 2010 por tener pocos eventos). Esto puede leerse de dos formas. Por un lado, podría tomarse una postura optimista y considerarse que hubo mejoras en la implementación de políticas económicas, aprendiendo de los fracasos previos. Por otra parte, sin ir en desmedro del aprendizaje en la implementación de políticas, argumentaremos que las condiciones internacionales en esa época fueron más favorables y eso permitió una mejor tasa de éxito que en los años previos (en particular, hubo una tasa de interés global menor).

## 5. Evidencia empírica

La evidencia empírica se analizará para cada plan en una ventana de 79 meses: los 18 previos a la aplicación y los 60 (5 años) posteriores.<sup>5</sup> Dentro de ese lapso, se comparará la mediana de las variables para cada momento del tiempo agrupando los planes según su grado de éxito. Se tomó la mediana y no el promedio como estadística principal por la dispersión de los resultados, lo que sesga las medias hacia los valores más lejanos (*outliers*). En particular, la presencia de hiperinflaciones distorsiona las lecturas que brindan las medias.

En las variables trimestrales, se analizará una ventana análoga, compuesta por 27 trimestres, desde año y medio antes del trimestre 't' (aquel en que se realizó el plan) hasta 5 años (20

<sup>4</sup> De hecho, todos los éxitos permanentes terminan con inflaciones por debajo del 20%.

<sup>5</sup> Veiga (2008) toma ventanas de hasta 5 años, siguiendo a Calvo y Végh (1994). Como prueba de robustez, utiliza también ventanas de 7 años y obtiene los mismos resultados. En este caso, se eligió utilizar 5 para poder ampliar la muestra (no truncar el evento de 2016) y obtener conclusiones más robustas.



6 hechos estilizados de los planes de estabilización en Latinoamérica.  
Joaquín Waldman

trimestres) después de su implementación. Para las variables anuales, la ventana tendrá 7 años, desde el año previo hasta el quinto año posterior a la aplicación de la política de estabilización.

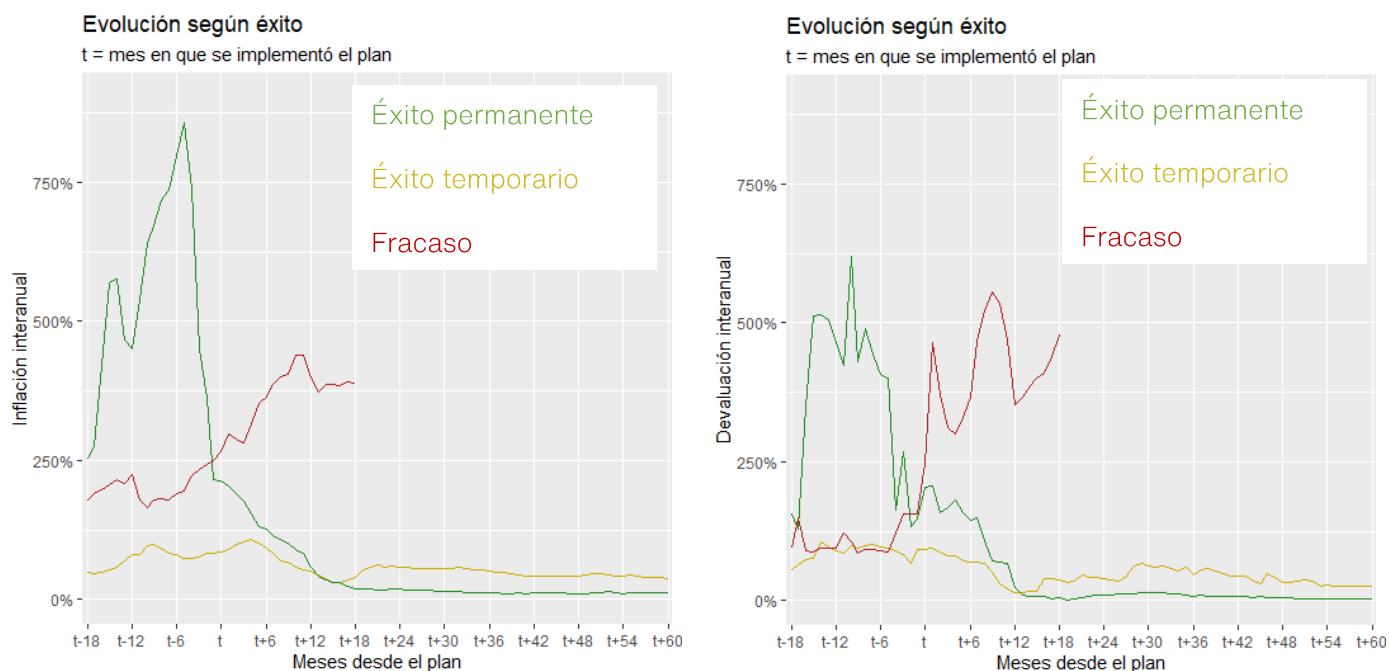
Dado que la base no es balanceada (existen datos que no están disponibles o no existían para algunos momentos de la ventana mencionada), en cada variable se eliminarán todas las observaciones de las experiencias que no posean datos para cada momento del tiempo. En este sentido, se trabajará en submuestras según la disponibilidad de datos para cada variable. La “muestra completa” comprenderá 56 casos para evaluar cada variable, pero cuando alguna experiencia se elimine por falta de datos, se aclarará el tamaño muestral para no alterar la rigurosidad de los datos expuestos. Una aclaración adicional es que una gran cantidad de fracasos muestran, inmediatamente después, otro intento de estabilización. Por este motivo, solamente se mostrará el primer año y medio luego de la implementación, para evitar que el solapamiento de planes distorsione las dinámicas asociadas al plan fallido.

Las fuentes de información principales para la realización de este trabajo fueron el *International Financial Statistics* del Fondo Monetario Internacional, los indicadores de la base de datos del Banco Mundial, los tipos de cambio nominales del Banco de Pagos Internacionales (BIS), los tipos de cambio reales de Darvas (2021), la base de producto real de Monnet y Puy (2019), las bases de datos fiscales de Kehoe y Nicolini (2022) y Mauro, Romeu, Binder y Zaman (2013), los términos de intercambio de Gruss y Kebhaj (2019) y la tasa de la FED de la Reserva Federal de Saint Louis. Adicionalmente, se completaron con fuentes domésticas los faltantes en la medida en que fue posible.

### 5.1. Los planes exitosos estabilizan el TCN

La evolución de la inflación antes y después de los planes nos indica lo que, por construcción, era de esperar: los planes exitosos logran reducir significativamente la nominalidad. Además, puede apreciarse que aquellos planes exitosos parten de inflaciones, en mediana, superiores a aquellos que tienen éxitos parciales o que fracasan (no necesariamente en el momento inicial del plan -t-, pero sí en los meses previos). Esto se debe a que 4 de los 10 éxitos permanentes son en hiperinflaciones y otro en inflación muy alta, apenas saliendo de una hiper, lo que eleva la mediana de inflación. Una última observación respecto de la inflación mediana es que, mientras que en los éxitos temporarios la nominalidad desciende, pero no lo suficiente, en los fracasos sigue trepando. De hecho, muchas de estas experiencias preceden hiperinflaciones y nuevos intentos de estabilización -tanto fallidos como exitosos-.

GRÁFICO 3



En línea con el descenso en la inflación, el ritmo de avance del tipo de cambio nominal se reduce fuertemente en los éxitos permanentes, no logra contenerse en los éxitos temporarios y se dispara en los fracasos. El descenso de la velocidad de devaluación en los casos exitosos es más temprano y brusco que la baja en la inflación: desde el mes t+13 en adelante, la mediana de la variación interanual del TCN de los éxitos permanentes se ubica por debajo de 15% hasta el final de la serie, mientras que la inflación interanual cruza esta barrera -en mediana- en el mes t+30. En este sentido podemos afirmar que la historia de los planes de estabilización exitosos es la de cómo contener sosteniblemente las subas del TCN.

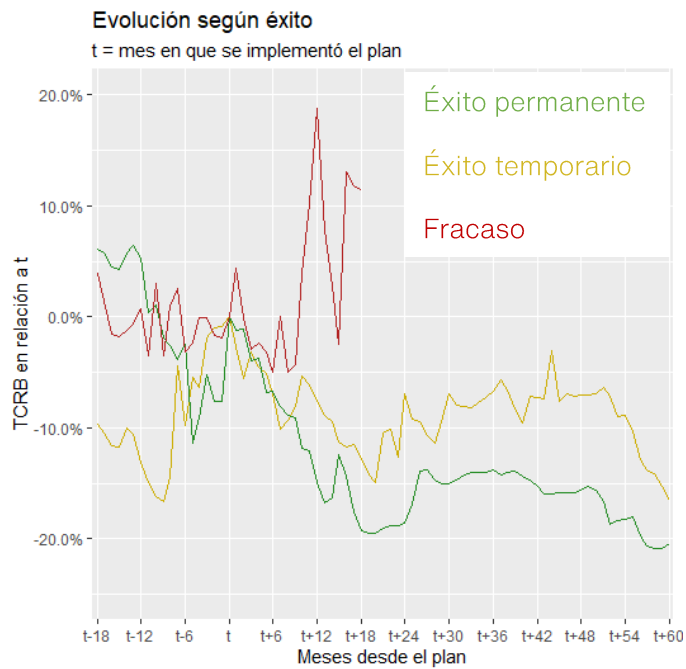
Por el contrario, los casos que fracasan evidencian saltos del tipo de cambio o aceleraciones en el ritmo de devaluación luego del plan. Así, los fracasos podrían estar asociados, en buena medida, a corridas cambiarias en que el tipo de cambio nominal escapa al control de los hacedores de política, dando por tierra con la estabilización.

## 5.2. Los planes exitosos aprecian el TCR

Como ya fue dicho, la inflación de los casos exitosos permanece por encima del ritmo de suba del TCN. Esta lenta convergencia de los precios al ancla está en línea con la literatura tradicional sobre planes de estabilización y produce una apreciación del TCR. Esto ocurre tanto en los éxitos permanentes como en los temporarios, aunque es más marcado en los primeros, en los cuales el TCR se estabiliza, en mediana, entre 10% y 20% por debajo del nivel inicial. En los éxitos temporarios, esta magnitud oscila entre el 5% y el 15%, con mayores reversiones.<sup>6</sup>

<sup>6</sup> La mediana de los datos se construyó utilizando el tipo de cambio real bilateral con Estados Unidos ya que en esta variable se cuenta con datos para los 56 planes. Alternativamente, se cuenta con información para 51 de los 56 casos del tipo de cambio real multilateral. Las conclusiones que aporta ese gráfico no difieren significativamente de las expuestas en el texto principal, por lo que se reporta en el apéndice.

GRÁFICO 4

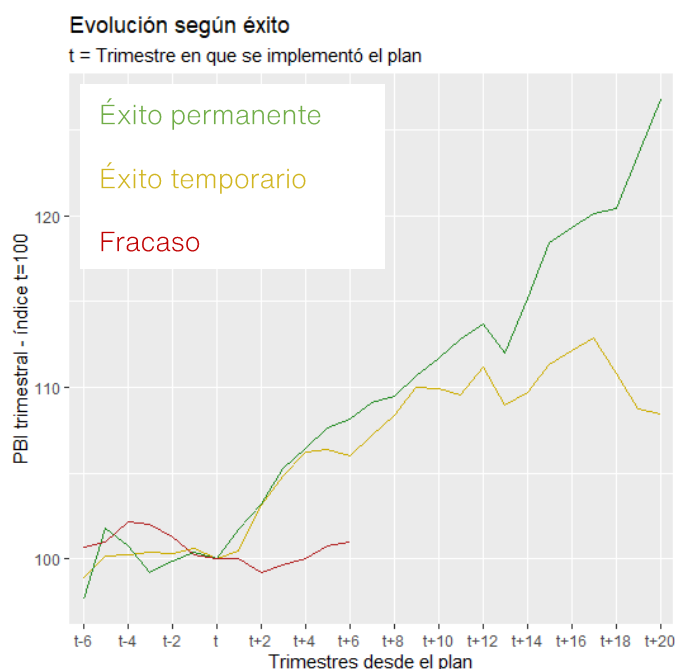


Por otra parte, observando la mediana de los fracasos, encontramos depreciaciones reales en el primer año y medio de aplicación del plan, debidas a los saltos cambiarios que llevan al término de la experiencia. Estos datos verifican la intuición previa de que los planes exitosos son aquellos que logran apreciar el tipo de cambio real, disminuyendo el ritmo de devaluación, mientras que aquellos que fallan en este propósito no logran contener el aumento de precios. Para su implementación exitosa, los planes podrían beneficiarse de puntos de partida de mayor competitividad cambiaria (aunque no pueda inferirse de los datos expuestos). Otros factores como cuentas fiscales y externas más robustas, mejores términos de intercambio y mayor acceso al financiamiento también permitirían hacer sostenibles dichas apreciaciones reales, algo que testaremos a continuación.

### 5.3. Los planes exitosos son expansivos

Los países que implementan con algún grado de éxito un plan de estabilización muestran una expansión en el producto en los años posteriores a dicha implementación. Este hallazgo parece colisionar con la curva de Phillips (Phillips, 1958), que relaciona inversamente a la variación nominal de los salarios -o la inflación- y el nivel de desempleo. Sin embargo, esta aparente contradicción entre la Curva de Phillips y los efectos positivos de la desinflación puede saldarse proponiendo que la primera resulta útil en contextos de baja inflación, pero menos significativa en entornos inflacionarios. Este argumento es compatible con los estudios empíricos que han mostrado que una inflación mayor a cierto nivel tiene efectos nocivos sobre el crecimiento.<sup>7</sup>

GRÁFICO 5



El impacto negativo de la inflación sobre la actividad económica puede explicarse por el impuesto inflacionario que licúa el valor real de las tenencias de dinero, las distorsiones de precios relativos que genera la alta nominalidad, el acortamiento del horizonte de planeamiento que afecta a la inversión y al sistema financiero. Estabilizar una economía con inflación crónica o hiperinflación reduce o elimina estos problemas, elevando el ingreso disponible y mejorando la asignación de recursos. Además, considerando que la estabilización reduce el tipo de cambio real, podría incrementar el poder de compra de los salarios, elevando la demanda agregada.

El efecto expansivo de las estabilizaciones exitosas se verifica desde los primeros trimestres posteriores a la implementación de cada plan. Este hecho es notorio tanto en los éxitos permanentes como en los temporarios, aunque los primeros muestran un crecimiento -en mediana- más prolongado, acumulando un alza de 27% en los 5 años posteriores (un ritmo de 4,9% anualizado). Los éxitos temporarios muestran -en mediana- un estancamiento tras tres años de crecimiento (a un ritmo anualizado de 3,6%). Esto podría estar vinculado a un rebrote

<sup>7</sup> Dicho umbral no ha sido determinado de forma unívoca. Para una mayor discusión sobre el nivel a partir del cual la inflación afecta a la actividad económica, ver Barro (1995), Bruno y Easterly (1995), De Gregorio (1991), Ghosh y Phillips (1998), Ibarra y Trupkin (2011), Khan y Ssnhadji (2001) y Sarel (1995).

inflacionario y/o una devaluación real producto de no poder sostener la apreciación cambiaria.<sup>8</sup> Por último, en los casos fallidos se observa un estancamiento de la actividad económica en torno al mismo nivel en el que se aplicó el plan en los primeros 6 trimestres tras su implementación.<sup>9</sup>

#### 5.4. Los planes exitosos parten de mejores resultados externos

De acuerdo a lo planteado hasta el momento y en línea con la literatura previa, estabilizar la inflación expande la actividad económica y aprecia el tipo de cambio. Estos dos efectos tienden a incrementar el déficit externo. Los canales por los que esto sucede son varios. Por un lado, el aumento de la producción demanda insumos y bienes de capital del exterior, al mismo tiempo que la mejoría del ingreso dinamiza la demanda de bienes de consumo importados (efectos ingreso). Por otra parte, la apreciación cambiaria empeora la competitividad de los bienes y servicios locales en relación a los extranjeros, tanto para los consumidores finales domésticos como para la demanda intermedia local y para los compradores del resto del mundo (efectos sustitución). En definitiva, para que la desinflación (y la apreciación cambiaria) sea duradera, las cuentas externas deben poder deteriorarse sin derivar en crisis cambiarias, ya sea por partir de posiciones superavitarias, por contar con reservas suficientes para hacer frente a los pagos externos o por obtener endeudamiento para financiar los déficits.

En los planes relevados, se observa un deterioro externo (medido mediante el resultado de cuenta corriente de la balanza de pagos como porcentaje del PBI en dólares corrientes) tanto en los planes con éxito permanente como en aquellos con éxito temporario. Esto no sorprende, ya que en ambos grupos de planes se verificó la apreciación del tipo de cambio real y la expansión de la actividad económica. No se encuentran diferencias de gran magnitud entre ambos grupos de planes: en el año  $t$ , la mediana de unos y otros muestra un déficit algo menor al 1% del producto, que se deteriora hacia la zona de 4,0%-4,6% en el segundo año posterior a la aplicación del plan y luego revierten parcialmente este deterioro en los siguientes años (terminando entre 2,7% y 3,2%).

Esta dinámica difiere de la que exhiben los planes que fracasan: su déficit inicial es significativamente mayor (2,9% del PBI). Este luego disminuye, producto del estancamiento de la actividad, la depreciación real y, posiblemente, la falta de financiamiento externo, de cara a un nuevo intento desinflacionario.<sup>10</sup>

---

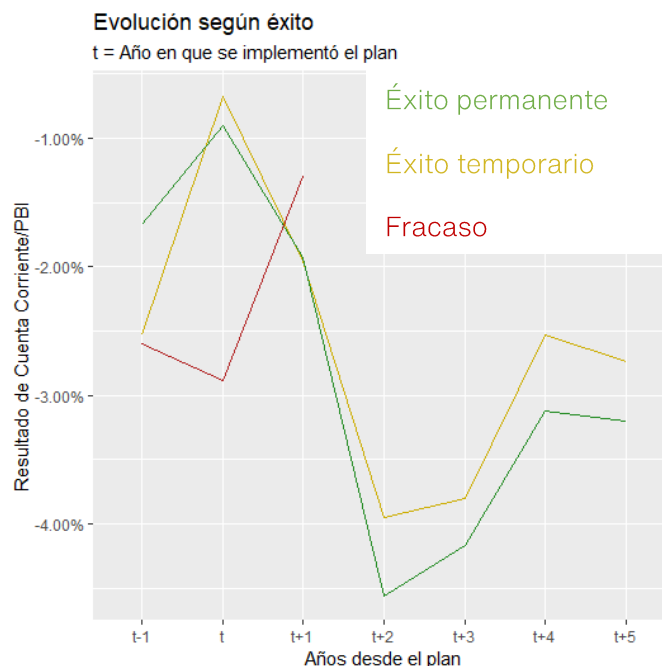
<sup>8</sup> Los episodios de estabilización con apreciación cambiaria, expansión de la demanda y financiamiento vía deuda externa de déficits comerciales que muestran reversiones del flujo de capitales y crisis cambiarias se conocen como “ciclos de Frenkel”. Ver Frenkel (2003), Frenkel y Rapetti (2009) y Frenkel y Rapetti (2010).

<sup>9</sup> Las medianas se calcularon en una submuestra de 44 casos para los que se poseen datos trimestrales. En el apéndice se repiten las estimaciones con una base de datos anual que contiene información para la muestra completa. Sin embargo, las conclusiones no se modifican significativamente.

<sup>10</sup> En una submuestra acotada de 26 casos para los que se cuenta con datos trimestrales se ve una dinámica algo diferente. Los éxitos permanentes muestran en el momento  $t$ , en mediana, un superávit de cuenta corriente acumulado en los últimos 4 trimestres de 2,4% del producto, mientras que los éxitos temporarios parten de un déficit de 1,6% del PBI. Ambos grupos se deterioran y luego se estabilizan en déficits en la zona de 2,5%-4% del PBI. Por su parte, los fracasos muestran, en mediana, un resultado negativo inicial de 2,5%. Estos últimos, como en la base anual, tienden al equilibrio en los primeros 6 trimestres de aplicación, mientras que ambos casos de éxito muestran un marcado deterioro.

Las conclusiones que se derivan de los datos trimestrales son aún más favorables al argumento que se pretende hacer: contar con balances externos superavitarios es una precondition que favorece las

GRÁFICO 6



#### 5.5. Los planes exitosos muestran condiciones internacionales más favorables

Alcanzar una desinflación exitosa depende no solamente de las condiciones domésticas y las decisiones tomadas por los hacedores de política del país en cuestión, sino también de las circunstancias que globales existentes durante la implementación del plan. En particular, evaluaremos si las condiciones financieras internacionales (captadas utilizando como *proxy* a la tasa efectiva mensual de los fondos federales estadounidenses) y los términos de intercambio que enfrenta el país que pretende desinflar juegan un rol en sus probabilidades de éxito.

El financiamiento externo condiciona la implementación de las políticas económicas que requiere una estabilización, ya que puede establecer límites al crédito disponible para financiar desbalances fiscales y/o externos. A su vez, la liquidez global genera flujos de capitales que favorecen o perjudican la apreciación cambiaria necesaria para desinflar. Por último, como plantea Llach (1987), las “hiperestabilizaciones” tienen una dimensión institucional, dentro de la cual obtener credenciales de crédito internacionales puede jugar un rol muy importante y aportar a la credibilidad en el plan.

En cuanto a los términos de intercambio, un valor alto en este indicador significa que el poder adquisitivo de las exportaciones crece. Por este motivo, la economía puede -a un mismo tipo de cambio real- expandirse más sin tener problemas externos. Dicho de otro modo, al elevar el flujo de ingreso divisas por un mismo volumen de exportaciones netas,<sup>11</sup> unos mejores términos de intercambio permiten hacer sostenibles tipos de cambio reales menores sin derivar en crisis

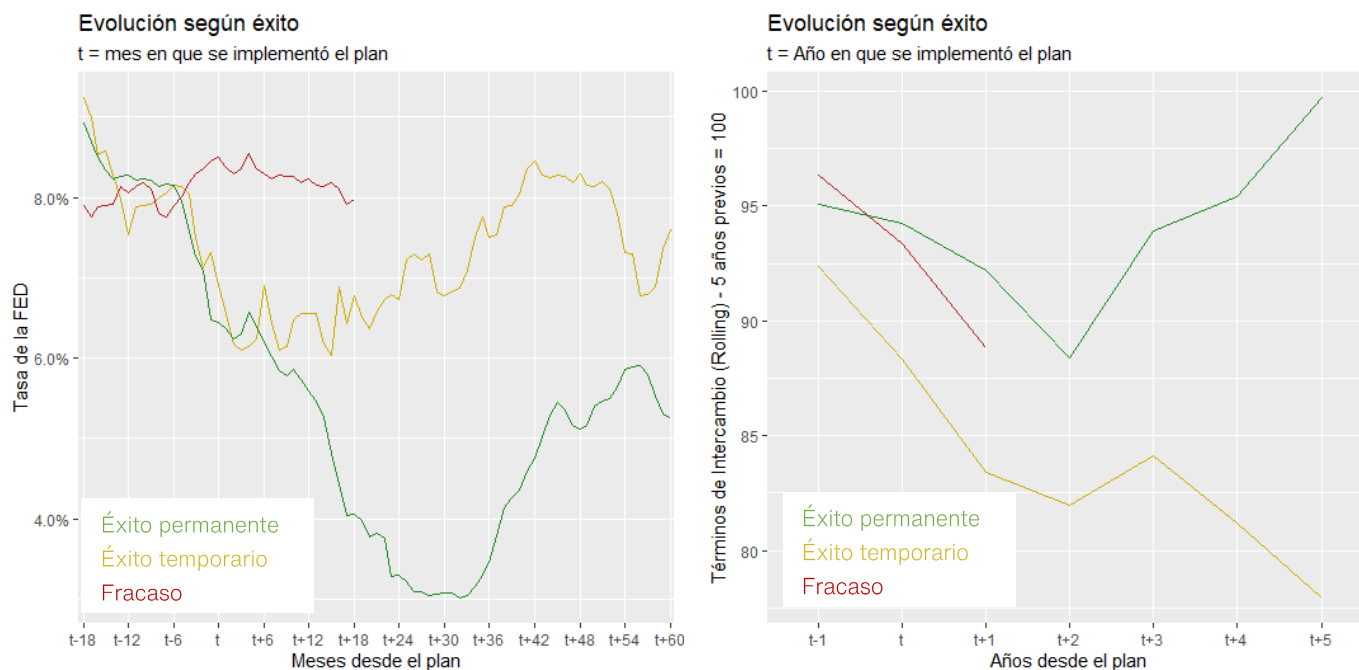
---

chances de estabilizar exitosamente. A pesar de eso, por la baja disponibilidad de datos decidimos exponerlo en el apéndice.

<sup>11</sup> En caso de que el balance sea superavitario. Para un balance deficitario, análogamente, esto implica un menor flujo de salida de divisas.

externas. Para evaluar el nivel de los términos de intercambio, se utilizó la base de datos con ponderadores móviles de Gruss y Kebhaj (2019) y se normalizó con un índice igual a 100 el promedio de los 5 años previos al lanzamiento del plan.<sup>12</sup> En ambas variables, las medianas de los grupos de planes muestran diferencias muy significativas, indicando la relevancia de las condiciones externas para el éxito de una estabilización.

GRÁFICO 7



Respecto a la tasa internacional mediana, esta es significativamente menor en el inicio de los éxitos permanentes y temporarios respecto a la existente durante el lanzamiento de los planes fallidos (6,4%, 6,9% y 8,5%, respectivamente). Además, durante los planes con éxito temporario, la tasa de interés global tiende a incrementarse (hasta 8,5%), mientras que en los planes con éxito permanente la tasa tiende a declinar (hasta 3,0%).

Esta evidencia podría estar sesgada por el hecho de que muchos planes con éxito permanente suceden en la misma época. Sin embargo, es compatible con la teoría y con la literatura previa. En particular, Hamann y Prati (2002) encuentran que tasas internacionales más altas incrementan la probabilidad de fracaso de un plan de estabilización. Parafraseándolos, aunque la evidencia de este trabajo no es conclusiva, el *timing* y la buena suerte parecerían importar.

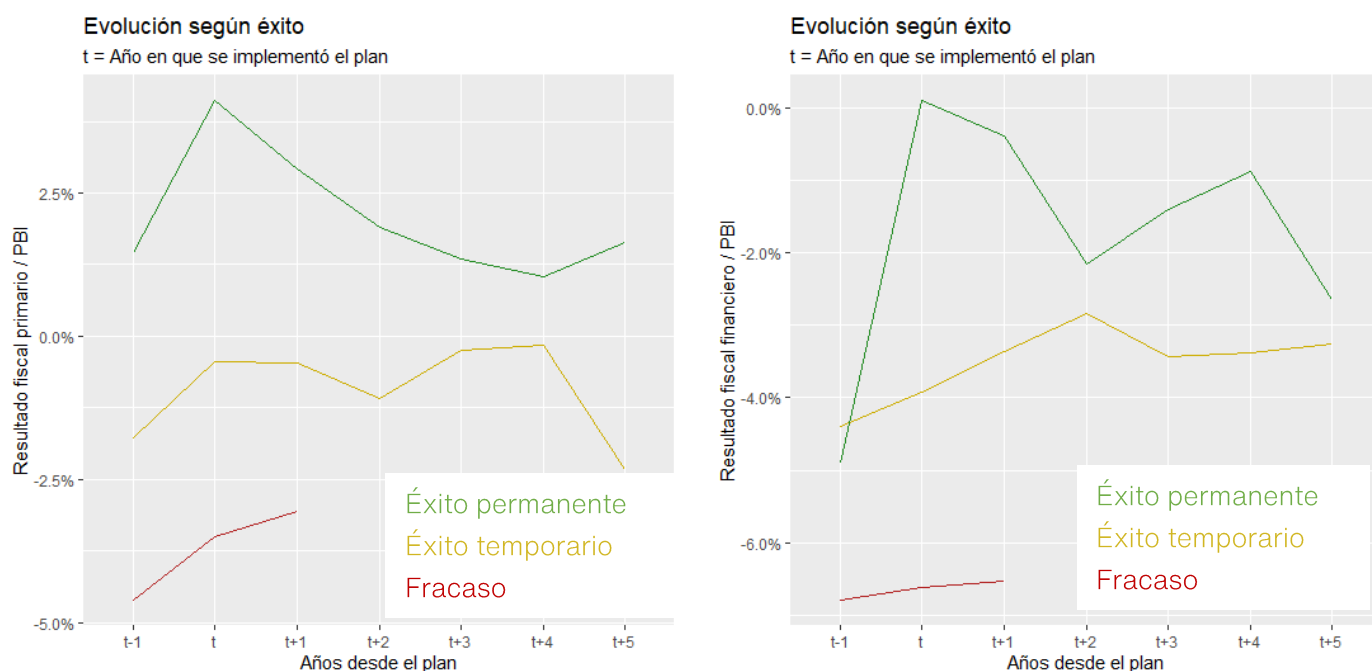
En lo que hace a los términos de intercambio, los planes que son exitosos de forma permanente son lanzados, en mediana, cuando los términos de intercambio son mayores a los que rigen cuando se lanzan planes que fracasan o tienen éxito temporalmente. Además, mantienen este indicador mejor a los otros dos grupos durante todo el lapso analizado. Por último, a diferencia de los otros grupos, que muestran una tendencia declinante, los términos de intercambio de los casos con éxito permanente tienen, desde el año t+3, una mejoría sistemática

<sup>12</sup> En el apéndice se incluyó también, como indicador alternativo de términos de intercambio, el mismo procedimiento aplicado a la base de datos de ponderadores fijos de la misma fuente. El resultado no difiere cualitativamente del hallado con ponderadores móviles.

### 5.6. Los planes exitosos parten de mejores balances fiscales

Para que la reducción de la inflación sea sostenida, muchos autores plantean que es central la consolidación de las cuentas públicas. Esto eliminaría el financiamiento monetario, que es inflacionario y afecta la capacidad de sostener la política cambiaria. Además, la reducción del desbalance fiscal serviría como señal al sector privado del compromiso del gobierno con el programa implementado y su continuidad. No contamos con datos fiscales homogéneos para los planes relevados, pero fue posible reconstruir submuestras abarcativas utilizando distintas fuentes. Para el resultado primario del Gobierno General, contamos con datos para 47 casos y para el resultado total (financiero), poseemos información de 49 eventos.

GRÁFICO 8



En ambas variables, los resultados son concluyentes: el balance fiscal, tanto primario como financiero, es mayor en los éxitos permanentes que en los temporarios y en estos últimos es mejor que en los fracasos. Esto vale tanto para el año de implementación del plan (los resultados primarios medianos son 4,1% del PBI, 0,0% del PBI y -3,5% del PBI, respectivamente; y los resultados financieros medianos son 0,0% del PBI, -3,9% del PBI y -6,6% del PBI, respectivamente) como para los años posteriores.

## 6. Conclusión

La construcción de una base novedosa de planes de estabilización muestra un elemento faltante en la literatura previa: existe una gran proporción de intentos de estabilización fallidos, aplicados en condiciones económicas diferentes a las vigentes en los planes con éxito. En este trabajo se mostró que los casos de éxito revalidan en gran medida los hechos estilizados estudiados previamente, mientras que los fracasos se apartan de dichas características.

Así, los planes exitosos bajan la inflación reduciendo el ritmo de devaluación del TCN y apreciando sostenidamente el TCR, ya sea porque usan al TCN como ancla o porque combinan políticas y circunstancias que generan endógenamente este resultado. Los elementos que



6 hechos estilizados de los planes de estabilización en Latinoamérica.  
Joaquín Waldman

favorecen a esta apreciación son mejores balances fiscales y externos y “viento favorable” del resto del mundo (mejores términos de intercambio y menores tasas de interés global). Cuando la combinación de estos factores hace que un país pueda reducir sosteniblemente la inflación, el efecto sobre la actividad económica es expansivo.

Por el contrario, los planes que fracasan parten de posiciones fiscales y externas más débiles, se realizan en contextos internacionales menos favorables y derivan en subas del tipo de cambio (nominal y real). Estas devaluaciones vienen acompañadas por una aceleración inflacionaria y un estancamiento de la actividad económica, dando lugar en muchas ocasiones a un nuevo intento de estabilización.

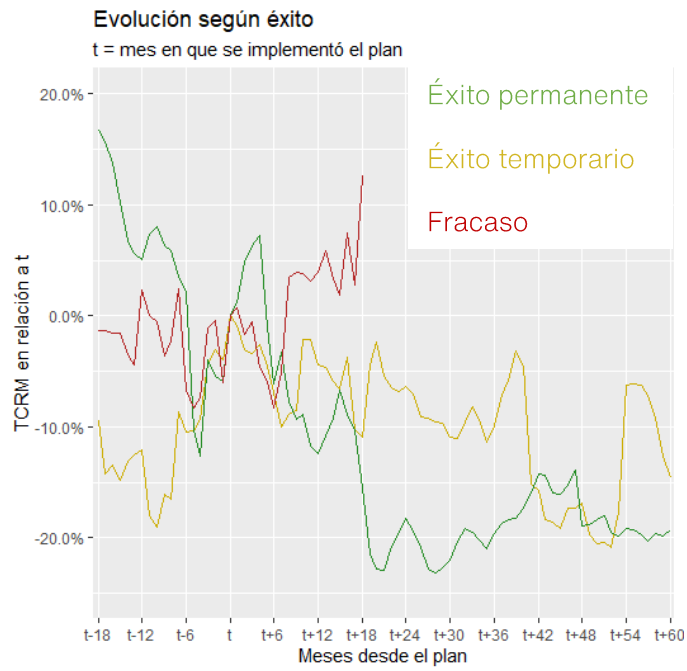
Por último, existen también planes con éxito temporario. Estos no muestran la aceleración inflacionaria de los casos fallidos pero tampoco logran estabilizaciones como las de los éxitos permanentes. En este caso, la distinción respecto a los éxitos permanentes es que no muestran puntos de partida tan favorables, sobre todo en términos fiscales e internacionales.

Una posible extensión de este trabajo podría incluir nuevas variables al análisis, para entender de forma más abarcativa qué elementos incrementan la probabilidad de lograr la apreciación cambiaria requerida. Algunas de ellas podrían ser estimaciones del desalineamiento cambiario y el nivel de reservas internacionales al inicio de cada experiencia. Además, podrían realizarse testeos econométricos que verifiquen la relación causal de las dinámicas que aquí se expusieron de forma exploratoria.

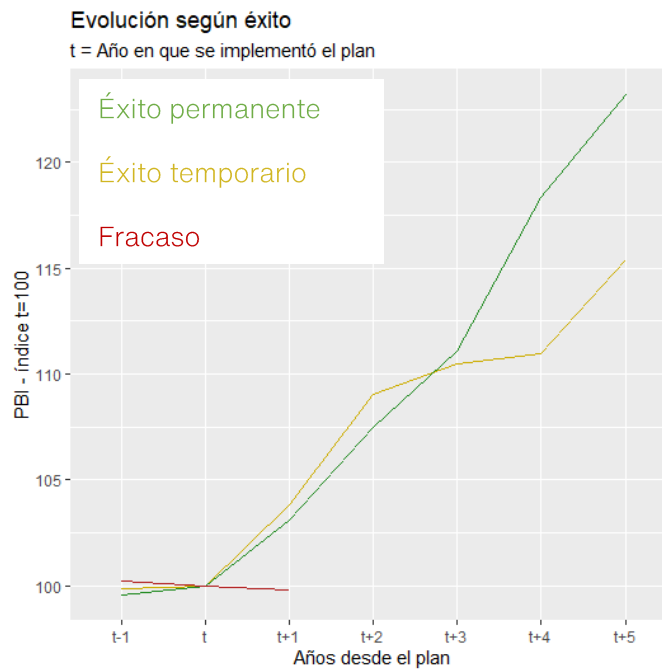
6 hechos estilizados de los planes de estabilización en Latinoamérica.  
Joaquín Waldman

7. Apéndice

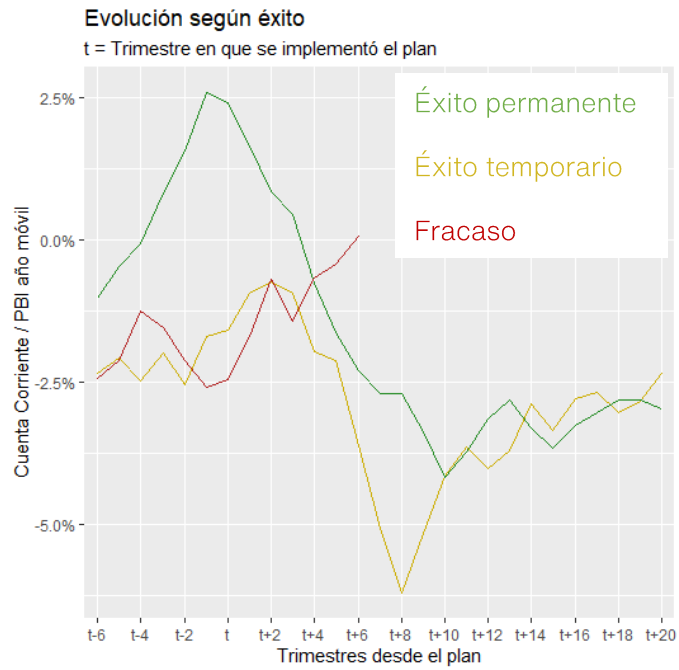
**GRÁFICO 9 - TCRM, 51 CASOS**



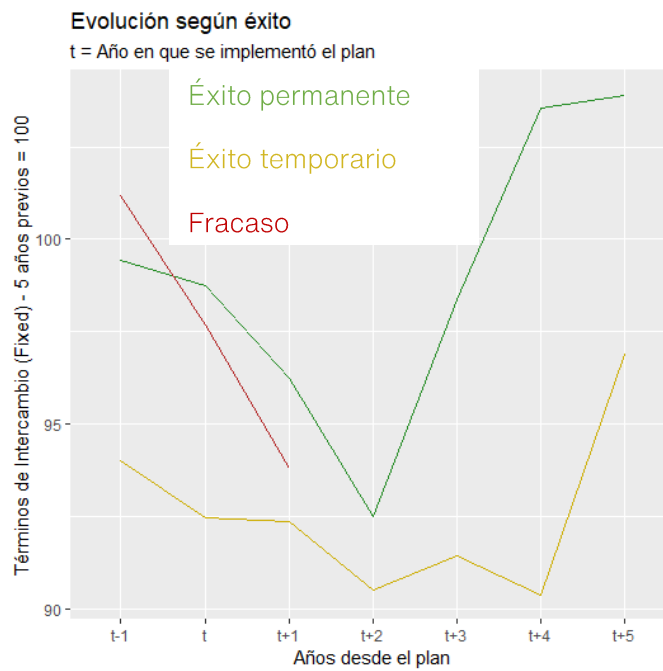
**GRÁFICO 10 – CRECIMIENTO ANUAL, 56 CASOS**



**GRÁFICO 11 – CUENTA CORRIENTE TRIMESTRAL AÑO MÓVIL, 26 CASOS**



**GRÁFICO 12 – TÉRMINOS DE INTERCAMBIO PONDERADORES FIJOS, 56 CASOS**



## 8. Referencias

- Aisen, A. (2004). *Money-Based Versus Exchange-Rate-Based Stabilization: Is There Space for Political Opportunism?* IMF Working Papers, WP/94/04
- Banco Mundial (2022). *Indicadores de Desarrollo Mundial*. Recuperado de <https://datos.bancomundial.org/>
- Banco de Pagos Internacionales (2022). *US dollar exchange rates*. Recuperado de <https://www.bis.org/statistics/xrusd.htm>
- Barro, R. J. (1995). *Inflation and economic growth*. NBER Working Paper 5362
- Bruno, M. y Easterly, W. (1995). *Inflation crises and long-run growth*. NBER Working Paper 5209
- Calvo, G. y Végh, C. (1994) *Inflation stabilization and nominal anchors*. Contemporary Economic Policy, 12(2), pp. 35-45.
- Darvas, Z. (2021). *Timely measurement of real effective exchange rates*. Bruegel Working Paper 2021/15
- De Gregorio, J. (1991). *The Effects of Inflation on Economic Growth: Lessons From Latin America*, IMF Working Paper WP/91/95
- Dornbusch, R. y Fischer, S. (1993) *Moderate inflation*. The World Bank Economic Review, 7(1), pp. 1-44.
- Dornbusch, R. y Simonsen (1987) *Inflation stabilization with incomes policy support: A review of recent experience in Argentina, Brazil and Israel*. Group of Thirty, Nueva York.
- Dornbusch, R., Sturzenegger, F., Wolf, H., Fischer, S. y Barro, R. J. (1990). *Extreme inflation: dynamics and stabilization*. Brookings papers on economic activity, 1990(2), 1-84.
- Easterly, W. (1996). *When is stabilization expansionary? Evidence from high inflation*. Economic policy, 11(22), 65-107.
- Fanelli, J. M. y Frenkel, R. (1989). *Desequilibrios, políticas de estabilización e hiperinflación en Argentina*. CEDES: Documento de trabajo N° 31
- Fischer, S., Sahay, R. y Végh, C. A. (1996). *Stabilization and growth in transition economies: the early experience*. Journal of economic perspectives, 10(2), 45-66
- Fischer, S., Sahay, R. y Végh, C. A. (2002). *Modern hyper- and high inflations*. Journal of Economic literature, 40(3), 837-880.
- Fondo Monetario Internacional (2022). *International Financial Statistics*. Recuperado de <https://data.imf.org/?sk=4c514d48-b6ba-49ed-8ab9-52b0c1a0179b>
- Frenkel, R. (1989). *Inflación e hiperinflación. El infierno tan temido*. Ciencia Hoy, Vol.1 (3), pp. 52-61

6 hechos estilizados de los planes de estabilización en Latinoamérica.  
Joaquín Waldman

- Frenkel, R. (2003). *Globalización y crisis financieras en América Latina*. Brazilian Journal of Political Economy, 23 (3), pp. 437-455.
- Frenkel, R. y Rapetti, M. (2009). *A developing country view of the current global crisis: what should not be forgotten and what should be done*. Cambridge journal of economics, 33(4), pp. 685-702.
- Frenkel, R. y Rapetti, M. (2010). *A concise history of exchange rate regimes in Latin America*. CEDES: Documento de trabajo N° 67
- Ghosh, A. y Phillips, S. (1998). *Warning: Inflation may be harmful to your growth*. IMF Staff Papers, 45(4), 672-710.
- Gruss, B. y Kebhaj, S. (2019). *Commodity terms of trade: A new database*. IMF Working Paper WP/19/21
- Hamann, A. J. y Prati, A. (2002). *Why Do Many Disinflations Fail? the Importance of Luck, Timing, and Political Institutions*. IMF Working Paper WP/02/228
- Hamann, A. J. (2001). *Exchange-rate-based stabilization: a critical look at the stylized facts*. IMF Staff papers, 48(1), 111-138.
- Heymann, D. y Leijonhufvud, A. (1995) *High Inflation: The Arne Ryde Memorial Lectures*. Oxford University Press.
- Ibarra, R. y Trupkin, D. (2011). *The relationship between inflation and growth: A panel smooth transition regression approach for developed and developing countries*. Banco Central del Uruguay Working Paper Series, 6.
- Kehoe, T. J. y Nicolini, J. P. (Eds.). (2022). *A Monetary and Fiscal History of Latin America, 1960–2017*. U of Minnesota Press.
- Khan, M. y Ssnhadji, A. (2001). *Threshold Effects in the Relationship between Inflation and Growth*. IMF Econ Rev 48, 1–21.
- Kiguel, M. A. y Liviatan, N. (1992) *The business cycle associated with exchange rate-based stabilizations*. The World Bank Economic Review, 6(2), pp. 279-305.
- Llach, J. J. (1987). *La naturaleza institucional e internacional de las hiperestabilizaciones: El caso de Alemania desde 1923 y algunas lecciones para la Argentina de 1985*. Desarrollo Económico, pp. 527-560.
- Mauro, M. P., Romeu, R., Binder, M. A. J. y Zaman, M. A. (2013). *A modern history of fiscal prudence and profligacy*. International Monetary Fund.
- Monnet, E. y Puy, D. (2019). *One Ring to Rule Them All? New Evidence on World Cycles*. International Monetary Fund Working Paper 19/202
- Morra, F. (2014) *Moderando inflaciones moderadas*. Documentos de trabajo, IELAT, Instituto Universitario de Investigación en Estudios Latinoamericanos, No. 68, pp. 1-75.

## 6 hechos estilizados de los planes de estabilización en Latinoamérica.

Joaquín Waldman

- Phillips, A. W. (1958). *The relation between unemployment and the rate of change of money wage rates in the United Kingdom, 1861–1957*. *Economica*, 25, 283–99.
- Reinhart, C. y Végh, C. (1994) *Inflation stabilization in chronic inflation countries: The empirical evidence*. University of Maryland, College Park, Department of Economics
- Reserva Federal de Saint Louis (2022). *Federal Funds Effective Rate*. Recuperado de <https://fred.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS>
- Sarel, M. (1995), *Non linear effects of inflation on economic growth*. IMF Working Paper, WP/95/56.
- Sargent, T. J. (2013). *Stopping Moderate Inflations: The Methods of Poincaré and Thatcher*. En *Rational expectations and inflation* (pp. 111-161). Princeton University Press.
- Sargent, T. J. y Wallace, N. (1981). *Some unpleasant monetarist arithmetic*. Federal reserve bank of minneapolis quarterly review, 5(3), 1-17.
- Taylor, L. (1988). *Varieties of stabilization experience: Towards sensible macroeconomics in the Third World*. Oxford University Press
- Végh, C. A. (1992). *Stopping high inflation: an analytical overview*. IMF Staff Papers, 39(3), 626-695.
- Veiga, F. J. (2008). *Why do stabilizations fail?*. *Journal of Economic Policy Reform*, 11(2), 135-149.