

Unidad 11

- Cómo detener una alta inflación.

Cómo Detener una Alta Inflación

En el capítulo 11 describimos cómo una inflación persistente puede originarse en políticas monetarias y fiscales expansivas. Mostramos cómo los gobiernos están en posición de usar el impuesto inflación para financiar los déficit del sector público cuando, por una u otra razón, el gasto público está persistentemente por encima de los ingresos fiscales. En el capítulo 15, discutimos múltiples aspectos relevantes para terminar con la inflación y examinamos los “trade-offs” de corto plazo entre desempleo e inflación.

En este capítulo, regresamos a estos dos temas, pero en un contexto especial. Aquí nos centraremos en países que han llegado a tasas extraordinariamente altas de inflación, limitando nuestra atención a los casos de *muy alta inflación*, que definimos como una tasa de inflación anual de 100% o más, y casos de *hiperinflación*, que, según la clásica definición del economista de Columbia University Phillip Cagan, corresponde a una inflación de más de 50% al mes.¹ (Aunque 50% al mes no parezca espectacular, nótese que 50% al mes compuesto para sólo 12 meses lleva a una tasa de inflación anual de casi 13,000%.)

Los casos de inflación muy alta y de hiperinflación pueden parecer rarezas teóricas —quizás como la exhibición de “fenómenos”, en un circo económico—. En realidad, hasta 1990 sólo se habían dado 15 casos de hiperinflación en toda la historia mundial conocida. Desafortunadamente, en los años recientes estos flagelos económicos se han suscitado con frecuencia. Aunque no hubo hiperinflaciones en el mundo en los 34 años entre 1949 y 1983, hubo siete hiperinflaciones en la segunda mitad de los años 80. Y durante los 80, muchos otros países han experimentado altas inflaciones en que la tasa excedió 100% a lo largo de un período de 12 meses.²

Hay pocos fenómenos más destructivos socialmente que una hiperinflación. Por ejemplo, los penosos recuerdos de la hiperinflación de 1923 en Alemania, todavía sobreviven y muchos consideran que son justamente esos recuerdos una de las razones para que el banco central alemán, el Bundesbank, se mantenga tan celosamente en guardia contra los excesos inflacionarios. Una razón importante para que los economistas estudien las

¹ Cagan definió las hiperinflaciones “comenzando en el mes en que el aumento de los precios excede 50% y terminando en el mes antes de que el aumento mensual de precios caiga bajo esta cifra y permanezca bajo ella durante por lo menos un año”. Ver P. Cagan, “The Monetary Dynamics of Hyperinflation”, en Milton Friedman, editor, *Studies in the Quantity Theory of Money*, University of Chicago Press, Chicago, 1956.

² Hay unos 50 casos originados en 15 países. Así, muchas de estas economías han experimentado varios años de inflación muy alta, como lo muestra el cuadro 23-2.

hiperinflaciones es aprender cómo prevenir su erupción y sus tan dañinos efectos. Hay también otras razones. Dado que son casos tan extremos, las hiperinflaciones nos ayudan a percibir ciertos fenómenos económicos con más claridad que cuando los miramos en casos más “normales”. Entonces, en la primera mitad de este capítulo, examinamos las circunstancias que conducen a inflaciones muy altas e hiperinflaciones. En la segunda parte, consideramos los posibles enfoques de política para acabar con ellas.

23-1 UNA PERSPECTIVA HISTÓRICA DE INFLACIONES MUY ALTAS E HIPERINFLACIONES

Es un hecho ciertamente interesante que todas las hiperinflaciones de la historia mundial hayan ocurrido en este siglo. La historia ha registrado episodios anteriores de altas inflaciones, pero ninguno de ellos llegó a alcanzar ni de cerca las extraordinarias tasas que se han presentado durante el siglo veinte.

Casos Antiguos de Alta Inflación

El caso más conocido de alta inflación en el mundo antiguo ocurrió en el imperio romano en el siglo tercero de nuestra era. En esa época, los métodos más tradicionales de recaudación tributaria —y en ocasiones de confiscación de la riqueza— habían perdido importancia como medios de financiamiento del gasto oficial. En su lugar, los emperadores romanos optaron por el camino de “envilecer” la moneda, esto es, reducir el contenido metálico de las monedas que circulaban con un valor nominal. Así el *denario de plata*, que tenía más de 90% de contenido de plata en el siglo primero, fue reducido a 28% de contenido de plata bajo el emperador Gordiano en el año 238 y a sólo 0.02% bajo Claudio Victorino en el año 268. Esto llevó al famoso edicto de Diocleciano (año 301), que es el primer esquema detallado de controles de precios y salarios que se conoce en la historia, y que fijó precios tope para más de 900 productos y estableció límites de salarios para unos 130 tipos distintos de trabajo. Algunos historiadores han sostenido que la inestabilidad monetaria y la alta inflación contribuyeron en forma efectiva a la caída del imperio. Sin embargo, por nociva que ésta pueda haber sido, la mejor evidencia muestra que la inflación durante este período alcanzó un promedio de 3 a 4% al año.³

Otra famosa inflación antigua es la de España en el siglo dieciséis, después del descubrimiento de grandes yacimientos de metales preciosos en América, especialmente en México y Perú. Siguiendo la tradición mercantilista, los reyes españoles alentaron el flujo a España de tanto metálico como fuera posible e intentaron bloquear su salida del país. El flujo de entrada de oro y plata incrementó la oferta monetaria e hizo subir los precios significativamente, pero también en este caso las tasas anuales de inflación fueron muy bajas de acuerdo a los estándares de hoy. En la cima de la tendencia inflacionaria en la segunda mitad del siglo dieciséis, la tasa de inflación en Andalucía, la región más afectada, alcanzó alrededor de 20% al año para 1561 y 1562. Sin embargo, la tasa promedio de inflación para el período 1551-1600 fue probablemente menor que 2% al año.⁴

³ Ver, por ejemplo, H. Michell, “The Edict of Dioclecian: A Study of Price Fixing in the Roman Empire”, *Canadian Journal of Economics and Political Science*, febrero de 1947.

⁴ Earl Hamilton de Duke University es el autor de un estudio muy bien documentado de la inflación española en los siglos dieciséis y diecisiete, basado en muchos años de investigación en antiguos archivos españoles. Ver

Hay sólo tres casos conocidos de inflaciones verdaderamente altas antes de este siglo, y ninguno alcanzó el umbral de hiperinflación definido por Cagan. Los tres episodios tienen que ver con guerras civiles y revoluciones, que, como veremos, son propensas a causar altas inflaciones. El primer caso es la Guerra de la Independencia en Estados Unidos (1775-1783). Las colonias americanas de reciente independencia se apoyaron poco en la tributación y el endeudamiento externo para financiar su esfuerzo de guerra. A cambio, imprimieron papel moneda, los llamados “continentales”, para así cubrir cerca del 80% del gasto bélico. Los precios subieron en alrededor de 1,000% durante el período bienal de más alta inflación, 1779-1780. Esta tasa de inflación, aunque impresionantemente alta, equivalía a una tasa mensual cercana al 10%.

La siguiente inflación alta vino con la Revolución francesa. El gobierno que se estableció en Francia en 1789 después de la Revolución estaba necesitado de fondos y recurrió al medio más fácil de financiamiento que tenía disponible, imprimir dinero. El nuevo papel moneda, llamado *assignats*, entró en circulación a raudales y los precios naturalmente empezaron también a subir. En 1794, la inflación alcanzó 100%, pero aún faltaba lo peor, que sobrevino al año siguiente, cuando los precios subieron en más de 3,000%. Aunque alta, esta inflación todavía estuvo bajo el umbral hiperinflacionario.

El tercer caso de inflación muy alta antes del siglo veinte se produjo en la época de la Guerra Civil en Estados Unidos (1861-1865). Tanto el Norte como el Sur recurrieron a la impresión de moneda, pero el gobierno de la Confederación en el Sur resultó ser más inflacionario, ya que se apoyó menos en impuestos y venta de bonos públicos y más en la emisión monetaria. Entre octubre de 1861 y febrero de 1864, la inflación en la Confederación se mantuvo relativamente estable en alrededor de 10% al mes. La tasa de inflación mensual más alta, 40%, ocurrió en marzo de 1864. Los aumentos de precios en el Norte fueron mucho menos dramáticos: durante 1863 y 1864 las tasas de inflación alcanzaron en promedio 20% al año. Esta discrepancia entre el Norte y el Sur no se debió sólo a una mayor monetización del déficit. A medida que los ejércitos del Norte ocupaban territorios del Sur, se empezaba a encoger la región en que se aceptaba el dinero de la Confederación. Por lo tanto, la gente que vivía en esa área enviaba el dinero sureño adonde todavía era aceptado. Pero en esas regiones remanentes, este proceso causaba el mismo efecto que un gran déficit fiscal, esto es, un agudo incremento de la oferta monetaria que alimentaba la inflación.⁵

La Aparición de las Hiperinflaciones en el Siglo Veinte

Si se mira la historia del dinero (ver recuadro 8-1 en el capítulo 8), el hecho de que las hiperinflaciones sólo hayan ocurrido en este siglo no debe ser una sorpresa tan grande. Las altas inflaciones deben estar siempre precedidas de enormes incrementos en la oferta de dinero y estos incrementos de la oferta monetaria sólo pueden ocurrir en los sistemas con dinero de curso forzoso. Bajo los sistemas de moneda en metálico, la oferta de metales no aumenta a las tasas necesarias para producir altas inflaciones o hiperinflaciones. Es sólo cuando los

American Treasure and the Price Revolution in Spain, 1501-1650, Harvard University Press, Cambridge, Mass., 1934.

⁵ Una interesante reseña de esta experiencia se encuentra en dos artículos de Eugene Lerner: “The Monetary and Fiscal Programs of the Confederate Government, 1861-65”, *Journal of Political Economy*, diciembre de 1954, y “Money, Prices and Wages in the Confederacy, 1861-65”, *Journal of Political Economy*, febrero de 1955.

gobiernos abandonan el estándar metálico que son posibles inflaciones tan altas. Antes del siglo veinte, los sistemas de papel moneda fueron raros y, de hecho, se introdujeron con frecuencia justamente para afrontar circunstancias extraordinarias como revoluciones o guerras civiles. En períodos normales, la tasa de inflación se mantenía baja por el nexo entre el dinero y la oferta de metales preciosos.

En el siglo veinte, por supuesto, el dinero de curso forzoso se transformó en la regla y no en la excepción. Un efecto lateral ha sido el desencadenamiento de hiperinflaciones y el hecho aún más común de altas inflaciones. Es interesante comprobar que las 15 hiperinflaciones de este siglo no se presentaron como acontecimientos aislados, sino más bien como oleadas conectadas con eventos económicos y políticos globales. Está claro que eventos externos han jugado un papel fundamental en todas las hiperinflaciones del mundo.

Hay tres períodos de tiempo claramente identificables en que grupos de países han sucumbido a la hiperinflación: después de la Primera Guerra Mundial, durante las secuelas de la Segunda Guerra Mundial y en la crisis de deuda de los años 80. El cuadro 23-1 muestra algunas características indicadoras de cada una de las 15 hiperinflaciones de la historia, definidas de acuerdo a Cagan. Estos datos describen la cronología (el primer mes de hiperinflación, el último mes y la duración) y los precios (incremento total de los precios durante el episodio, inflación media mensual y máxima inflación por mes). Una característica interesante se destaca en todas las hiperinflaciones: el incremento en los precios es siempre mayor que el aumento de la oferta monetaria y, en consecuencia, los saldos *reales* de dinero disminuyen a niveles muy bajos. (Más adelante en este capítulo mostraremos cómo nuestro modelo analítico simple de oferta y demanda por dinero explica esta importante observación).

En las secuelas de la Primera Guerra Mundial, cinco países de Europa Central y Asia cayeron en las garras de la hiperinflación, Austria, Alemania, Hungría, Polonia y la Unión Soviética.⁶ Todas estas hiperinflaciones ocurrieron dentro de un período de tiempo relativamente corto, de 1921 a 1924, y todas surgieron de las caóticas condiciones que surgieron al final de la Primera Guerra Mundial.

Austria y Hungría fueron demarcadas después del colapso del imperio de los Habsburgo al final de la Primera Guerra Mundial. Ambos países perdieron mucho de su extensión tradicional, mientras que, al mismo tiempo, tenían que absorber la gran burocracia del antiguo Imperio. Como derrotados en la Primera Guerra Mundial, también tenían que enfrentar la sombría perspectiva de los pagos de reparación a las potencias aliadas victoriosas. Además, pesaba sobre el gobierno austríaco la necesidad de realizar enormes pagos de transferencia a los desempleados. Las autoridades húngaras extendieron montos elevados de créditos altamente subsidiados al sector privado. De este modo, los presupuestos públicos estaban sometidos a fuertes presiones en ambos países. Eventualmente, estas presiones estallaron como hiperinflaciones.

Polonia también era un estado nuevo. Después de las divisiones de Polonia a fines del siglo dieciocho, sus partes habían sido absorbidas por el imperio de los Habsburgo, el imperio ruso y el alemán. De estas piezas, se volvió a crear Polonia a fines de la Primera Guerra Mundial. No sólo tuvo que sufrir Polonia los dolores de parto de un país nuevo y frágil, armado de remiendos al final de la guerra, sino que también debió afrontar los pesados costos de una guerra con la Unión Soviética que se prolongó hasta bien entrados los años 20. La Unión

⁶ Para una buena descripción y análisis de las experiencias austríaca, alemana, húngara y polaca, ver Thomas Sargent, "The Ends of Four Big Inflation", en Robert Hall, editor, *Inflation: Causes and Effects*, National Bureau of Economic Research, University of Chicago Press, Chicago, 1982.

CUADRO 23-1

UNA VISIÓN HISTÓRICA DE LAS HIPERINFLACIONES

	Después de la Primera Guerra Mundial				Después de la Segunda Guerra Mundial				Década de 1980						
	Austria	Alemania	Hungría	Polonia	Rusia	China*	Grecia	Hungría	Argentina	Bolivia	Brasil	Nicaragua†	Perú†	Polonia	Yugoslavia
Mes de comienzo de la hiperinflación	Oct. 1921	Ago. 1922	Mar. 1923	Ene. 1923	Dic. 1921	Feb. 1947	Nov. 1943	Ago. 1945	May. 1989	Abr. 1984	Dic. 1989	Abr. 1987	Sep. 1988	Oct. 1989	Sep. 1989
Mes final de hiperinflación	Ago. 1922	Nov. 1923	Feb. 1924	Ene. 1924	Ene. 1924	Mar. 1949	Nov. 1944	Jul. 1946	Mar. 1990	Sep. 1985	Mar. 1990	Mar. 1991	Abr. 1989	Ene. 1990	Dic. 1989
Duración (no. de meses)	11	16	12	13	26	26	13	12	11	18	4	48	8	4	4
Razón entre los precios finales y los precios iniciales	69.9	1.02(10 ⁶)	44	699	1.24(10 ⁵)	4.15(10 ⁶)	4.7(10 ⁶)	3.81(10 ³⁷)	664.5	1,028.5	8.0	5.53(10 ⁵)	23.54	3.96	5.18
Tasa de inflación promedio mensual	47.1	322	46	81.4	57	79.7	365	19,800	65.95	48.1	68.6	46.45	48.4	41.2	50.9
Tasa de inflación mensual máxima	134	32,400	98	275	213	919.9	85.5(10 ⁶)	41.9(10 ¹⁵)	196.6	182.8	81.3	261.15	114.1	77.3	59.7

* China: Costo de vida en Shangai.

§ Nicaragua: Consideramos que, a pesar de una tasa de inflación sobre 50% en junio de 1986, la hiperinflación comenzó en abril de 1987. En el momento de escribir este libro, Nicaragua no había tenido doce meses consecutivos de inflación bajo 50%.

† Perú: Sólo en septiembre de 1988 la tasa de inflación fue superior a 50%. En los meses restantes, ha estado ligeramente bajo ese nivel. Consideramos abril de 1989, en que la inflación fue de 48.6%, el último mes de la primera hiperinflación de Perú.

Fuentes: *Los datos para Austria, Alemania y Hungría son de Phillip Cagan, "The Monetary Dynamics of Hyperinflation", en Milton Friedman, editor, Studies in the Quantity Theory of Money, University of Chicago Press, Chicago, 1956, pág. 26; los datos para China son de Shun-Hsin Chou, The Chinese Inflation, 1937-1949, Columbia University Press, Nueva York, 1963; y los datos para la década de 1980 son de IMF, International Financial Statistics, varias ediciones, y datos de fuentes propias de cada país.*

Soviética fue creada en las circunstancias más caóticas de todos los nuevos estados. Este país se estableció a través de una violenta revolución y guerra civil, que siguieron a la costosa participación de Rusia en la Primera Guerra Mundial. La hiperinflación brotó como secuela de la devastación económica y la guerra civil.

Alemania no era un estado nuevo, aunque el régimen de preguerra había sido aplastado. Se estableció un nuevo y frágil régimen democrático, conocido como la República de Weimar, que se vio abrumado de inmediato por las cargas resultantes de la guerra. Con las gigantescas reparaciones impuestas por el Tratado de Versalles, el nuevo estado se inició con una carga fiscal aplastante. La situación se deterioró enormemente en 1923, cuando los franceses ocuparon el área del Ruhr, el corazón industrial de la nación. Los alemanes respondieron a la ocupación con resistencia pasiva y huelgas laborales generales. El gobierno pagó a los huelguistas tomando préstamos del Reichsbank (como se llamaba en esa época el banco central alemán). Finalmente, explotó una hiperinflación. En un período de 15 meses, los precios subieron en alrededor de 1 billón%. En su punto máximo, la tasa de inflación mensual se remontó a ¡30,000%!

La siguiente ola de hiperinflaciones ocurrió después de la Segunda Guerra Mundial, cuando tres países muy alejados entre sí, China, Grecia y Hungría, cayeron en el caos monetario. Después de casi una década de guerra con Japón, en 1945 se desató en China la guerra civil entre la facción nacionalista bajo Chiang Kai-Shek y los comunistas bajo Mao Tse-Tung. La fuerte presión sobre el presupuesto durante la guerra se intensificó aún más bajo la confrontación interna, de donde se siguió la hiperinflación.

Un aspecto interesante de China en esa época era la proliferación de monedas. El territorio ocupado por los japoneses tenía tres monedas diferentes que circulaban en paralelo; el gobierno nacionalista estableció una moneda básica, el *fapi* (reemplazado después por el *yuan* de oro, que a su vez dio lugar al *yuan* de plata), y monedas regionales separadas para Manchuria y Taiwan; y los comunistas tenían varias monedas regionales que circulaban en las áreas bajo su control. Entre 1947 y comienzos de 1949, hubo en China varias hiperinflaciones, en paralelo y en diferentes monedas. En 1949, después de retirarse la facción nacionalista a Taiwan, la inflación declinó de sus niveles astronómicos, pero de todos modos se mantuvo alta por algún tiempo (aunque fue más suave en Taiwan que en el continente).⁷

También en Grecia una guerra civil siguió a la Segunda Guerra Mundial. Los alemanes ocuparon el país de 1940 a 1944 e hicieron severas demandas al gobierno, las cuales se cumplieron imprimiendo dinero en forma creciente. Cuando, en 1944, los alemanes fueron expulsados por los británicos, estalló una guerra civil entre los dos grupos principales de la resistencia: los monarquistas y los comunistas, con la administración civil controlada por no comunistas. La hiperinflación se desencadenó en medio de la guerra civil.

La hiperinflación húngara de 1946 es notable en dos sentidos. Primero, es el único país que ha experimentado *dos* hiperinflaciones en el corto período de 20 años. Segundo, es la hiperinflación más alta en la historia mundial. Los precios subieron en la abismante proporción de 3.8 octillones de veces (3.8×10^{27}) en tan sólo un año y la tasa promedio de inflación mensual fue 19,800%. Hungría, que a principios de los años 40 se había aliado con las potencias del Eje, fue un campo de batalla importante y se estima que perdió un 40% de su capital físico. Derrotada en la guerra, tenía que pagar gigantescas reparaciones a los aliados, especialmente a los soviéticos. Se calcula que los costos de reparación y ocupación (esto es, los pagos al ejército soviético de ocupación) representaron del 25 al 50% del gasto

⁷ Ver Shun-Hsin Chou, *The Chinese Inflation, 1937-1949*, Columbia University Press, Nueva York, 1963.

fiscal en 1945-1946. Una explicación adicional para la extraordinaria tasa de inflación de Hungría era su uso generalizado de depósitos indexados y, más tarde, de una moneda indexada (el *tax pengó*). Esta práctica contrajo la demanda por dinero no indexado, que era la base del impuesto inflación, y, en consecuencia, recaudar un monto dado de ingresos requería tasas de inflación crecientes.⁸

La tercera oleada de hiperinflaciones ocurrió en los años 80, cuando Argentina, Bolivia, Brasil, Nicaragua, Perú, Polonia y Yugoslavia se afiliaron a este club ya no tan exclusivo. La guerra no fue un factor en estas hiperinflaciones, con la excepción parcial de Nicaragua. En todos estos países, la crisis de deuda externa contribuyó a su caos financiero, con una carga de servicio de la deuda que representaba una alta proporción de sus gastos presupuestarios. Al mismo tiempo, las políticas populistas contribuyeron en forma significativa al desencadenamiento de la hiperinflación en los países latinoamericanos. Finalmente, las hiperinflaciones en Polonia y Yugoslavia reflejaron en parte las tensiones generadas al reformar una economía planificada para llevarla a un sistema de mercado.

Casos Recientes de Alta Inflación

Además de los 15 casos de hiperinflación, hay muchas más experiencias de inflaciones muy altas que no terminaron en hiperinflaciones. Si consideramos “inflaciones muy altas” (aquellas en que el incremento de los precios es de 100% o más al año), el grupo de casos que califica crece significativamente.

El cuadro 23-2 muestra una lista de estos países para el período 1952-1989, junto con sus tasas promedio de inflación. Hasta este recuento, hay 20 países que han experimentado inflaciones muy altas en las últimas cuatro décadas, de los cuales siete cayeron efectivamente en hiperinflación.

23-2 CONDICIONES CLAVES QUE DESATAN LA HIPERINFLACIÓN

Las hiperinflaciones de este siglo han tenido muchos elementos comunes. Por supuesto, cada una tiene algunas características únicas que dependen del país en que ocurrieron, el período de tiempo y las circunstancias externas. Pero *todas* las hiperinflaciones comparten elementos significativos y esto es lo que ha permitido a los economistas formular una teoría general del fenómeno. En la siguiente sección observaremos el proceso por el cual los grandes déficit fiscales se transforman en importantes explosiones de los precios. Sin embargo, antes tenemos que determinar cuáles son las condiciones en el entorno que hacen posibles estos enormes desequilibrios presupuestarios.

Tenemos que recordar, por supuesto, que las hiperinflaciones sólo han ocurrido en regímenes con dinero de curso forzoso. Bajo una moneda metálica o el patrón oro, el stock de metal precioso sencillamente no puede subir a una tasa suficiente para sostener los incrementos de precios. El acto de imprimir papel moneda de denominación cada vez más alta, por otra parte, es tecnológicamente factible, además de demasiado fácil. Pero la existencia de dinero de curso forzoso es sólo la condición básica para una hiperinflación. Hay otros eventos que usualmente provocan el despegue inflacionario.

⁸ Un interesante análisis de esta experiencia fue publicado por William Bomberger y Gail Makinen, “The Hungarian Hyperinflation and Stabilization of 1945-46”. *Journal of Political Economy*, octubre de 1983.

CUADRO 23-2

EXPERIENCIAS DE INFLACIÓN MUY ALTA,
1952-1989

Régimen	Período	Inflación (tasa promedio anual)
Africa		
Ghana	1977	116.5
	1978	103.2
	1981	116.5
	1983	122.9
Sierra Leona	1987	178.7
Uganda	1981	108.7
	1984	132.4
	1986-1988	195.3
Zaire	1983	100.8
	1987-1989	113.1
Asia		
Corea	1952	144.7
Indonesia	1962-1965	162.2
	1967-1968	115.4
Europa Oriental		
Polonia	1982	100.8
Turquía	1980	110.2
Yugoslavia	1987-1988	154.8
Medio Oriente		
Israel	1980-1985	183.5
América Latina		
Argentina	1975-1985	244.8
	1987-1988	220.1
Bolivia	1982-1983	193.4
	1986	276.3
Brasil	1981	105.6
	1983-1988	237.8
Chile	1973-1976	348.9
México	1983	101.8
	1986	104.3
	1987-1988	122.8
Nicaragua	1985-1986	399.7
Paraguay	1952	119.0
Perú	1983-1985	127.0
	1987	127.0
Uruguay	1968	125.3

Fuente: *International Monetary Fund*, *International Financial Statistics*, Washington, D.C., varias ediciones.

Guerra, Guerra Civil y Revolución

Un punto de vista tradicional vincula las hiperinflaciones con la guerra. De acuerdo a esta visión, la presión sobre el presupuesto fiscal causada por el financiamiento del esfuerzo bélico lleva a considerables déficit públicos que eventualmente se monetizan.⁹ Forrest Capie de City University, Londres, ha refinado recientemente esta visión. Señala que las hiperinflaciones no han estado asociadas estrechamente con guerras de agresión entre dos países, sino más bien con guerras civiles, revoluciones o estados de profunda agitación social. De acuerdo a la hipótesis de Capie, no es la guerra en sí misma la condición crítica que desata la hiperinflación, porque una guerra exalta el patriotismo y hace así más fácil financiar el presupuesto por medio de la recaudación de impuestos y los préstamos del público.¹⁰ Pero si las hostilidades ocurren entre distintos grupos dentro de un país, la recaudación de impuestos se hace extremadamente difícil porque grupos importantes de la población evaden los impuestos como parte de su lucha. A falta de otras alternativas, las dificultades de la confrontación interna llevan al gobierno a recurrir a las máquinas impresoras para financiar su presupuesto.

Hay considerable respaldo para el escepticismo de Capie sobre el papel de la guerra en sí misma. Todas las hiperinflaciones de los años 20, por ejemplo, ocurrieron varios años después de haber terminado la Primera Guerra Mundial. Como se muestra en el cuadro 23-1, ellas empezaron entre octubre de 1921 y marzo de 1923, al menos tres años después del fin de la guerra. En Alemania, la inflación del tiempo de guerra ya se había controlado para 1920 y la explosión en los precios sobrevino dos años más tarde. Polonia y Rusia continuaron luchando entre sí después de haber terminado la Primera Guerra Mundial, pero su conflicto terminó en 1920, uno a tres años antes de que la hiperinflación se desarrollara en estos países (ver cuadro 23-1). Es aún más claro que la guerra en sí misma no tuvo parte en ninguna de las hiperinflaciones de los años 80, con la posible excepción de Nicaragua.¹¹

El papel de la guerra civil, las revoluciones o una agitación social profunda es, por otra parte, un factor en muchas de las hiperinflaciones, especialmente en aquellas anteriores a los años 80. En la Unión Soviética, la revolución y la guerra civil fueron los factores detrás del caos monetario. Hungría experimentó grandes confrontaciones internas, con una sucesión de gobiernos, que iban de la monarquía a la dictadura bolchevique y a represivas dictaduras de extrema derecha, que se derrocaban rápida y violentamente una tras otra después de la Primera Guerra Mundial. Polonia sufrió sustanciales disturbios sociales y políticos cuando el fin de la Primera Guerra Mundial no trajo la paz sino una continuada confrontación con Rusia que sólo terminó en 1920. Alemania experimentó varios levantamientos armados en 1922 y 1923 e importantes colapsos del orden público. Las mismas condiciones de inestabilidad interna pueden encontrarse en dos de los tres países que experimentaron hiperinflaciones a fines de los años 40. China y Grecia estaban pasando por una guerra civil, aunque éste no fue el caso de Hungría.

En los años 80, la guerra civil puede haber sido un elemento importante sólo en Nicaragua. Perú enfrentaba una profunda agitación social por la fuerte actividad de la guerrilla insurgente de Sendero Luminoso, pero la violencia no alcanzaba las dimensiones de una guerra civil o

⁹ Este punto de vista lo expresa, entre otros, Earl Hamilton, "The Role of War in Modern Inflation", *The Journal of Economic History*, marzo de 1977.

¹⁰ Ver su artículo, "Conditions in Which Hyperinflation Has Appeared", *Carnegie-Rochester Conference Series in Public Policy*, Vol. 24, 1986.

¹¹ Técnicamente, Nicaragua no estaba en guerra en la época de la hiperinflación, pero ciertamente enfrentaba una severa lucha interna que se financiaba parcialmente desde el extranjero.

una revolución. Sin embargo, en las otras economías no existían formas significativas de violencia. En 1984, Bolivia fue el primer país en experimentar una hiperinflación totalmente desvinculada de toda lucha armada, interna o externa. Este fue también el caso de Argentina, Brasil, Polonia y Yugoslavia.

Gobiernos Débiles

Hemos sostenido que las hiperinflaciones muchas veces han ocurrido en países que están atravesando algún tipo de disensión interna. No todas las revoluciones o guerras civiles han provocado hiperinflación, sin embargo, y no todas las hiperinflaciones han surgido bajo estas condiciones. Se ha señalado que la existencia de gobiernos débiles es otra condición importante que provoca hiperinflaciones.

Sin embargo, hay algunos problemas prácticos de importancia en la especificación de la hipótesis referente a los gobiernos débiles. Primero, es frecuentemente difícil separar la debilidad de un gobierno de la presencia de agitación social o guerra civil. Un gobierno débil puede conducir a una situación de agitación interna, la que a su vez acentúa aún más la debilidad del gobierno. Segundo, la debilidad es difícil de medir. Tercero, el argumento puede convertirse en meramente tautológico: cada vez que existe hiperinflación, la gente calificará al gobierno de débil.

A pesar de estos problemas, algunos prominentes analistas han intentado identificar esta condición en los diversos episodios hiperinflacionarios que hemos mencionado.¹² Los gobiernos de debilidad más conspicua vinieron después de la Primera Guerra Mundial. Austria y Hungría eran ambos estados nuevos creados de las piezas del imperio austro-húngaro y existían dudas significativas dentro y fuera de estos países respecto de su futura viabilidad. Alemania estaba regida por un gobierno socialista inexperto que no pudo lograr la aprobación de una reforma tributaria muy necesaria. El nuevo estado de Polonia después de la Primera Guerra Mundial quedó con una administración civil inexperta después de que muchas de sus autoridades civiles de la preguerra abandonaron el país. Hungría también se ajusta al modelo de un gobierno débil. Aunque el partido gobernante, los Pequeños Agricultores, había sido elegido con el 60% de la votación en 1945, la soberanía del país estaba severamente comprometida por la Comisión de Control Aliado, encabezada por la Unión Soviética. Cuando el banco central intentó frenar la emisión monetaria, por ejemplo, la Comisión se negó a permitirlo.¹³

En general, los gobiernos débiles o inexpertos carecen de la capacidad para imponer la recaudación de impuestos e implementar las reformas presupuestarias necesarias. Por otra parte, ceden fácilmente a la tentación de apaciguar a distintos grupos de la población con transferencias y subsidios con el fin de crearse una base política. Bajo estas condiciones, tienden entonces a recurrir a financiamientos inflacionarios y esto prepara el escenario para una alta inflación.

¹² Entre los que argumentan con vigor en favor de la condición de gobierno débil está Forrest Capie, "Conditions in Which Hyperinflation Has Appeared", *Carnegie-Rochester Conference Series in Public Policy*, Vol. 24, 1986.

¹³ William Bomberger y Gail Makinen, "The Hungarian Hyperinflation and Stabilization of 1945-46", *Journal of Political Economy*, octubre de 1983.

Shocks Externos con Implicancias Presupuestarias

Un interesante paralelo entre las experiencias de hiperinflación de los años 20 y las de los años 80 se encuentra en el papel desempeñado por los shocks externos que tuvieron efectos adversos de importancia sobre el presupuesto fiscal. En los años 20, el problema se centraba en las reparaciones de guerra que Austria, Hungría y, especialmente, Alemania debían pagar a los aliados, como estipulaban los tratados de Trianón y Versalles. En el caso de Alemania, el monto aplastante de los pagos de reparaciones que el país debía enviar al exterior fue el elemento crucial de las finanzas públicas de 1919 a 1923. (Esto motivó los primeros escritos famosos del más grande de los economistas políticos del siglo veinte, John Maynard Keynes, quien argumentó apasionadamente en contra de imponerle a Alemania una carga de reparaciones imposible de pagar.)¹⁴

En Austria y Hungría, se temía que las obligaciones de reparación serían grandes, aun cuando la Comisión de Reparaciones de las potencias aliadas no llegó a ninguna programación fija de los pagos. No obstante, el sólo hecho de que la Comisión de Reparaciones tuviera un derecho importante, aunque desconocido, sobre los activos de ambos gobiernos arrojaba una sombra significativa sobre las finanzas públicas de los dos países. Bajo un régimen de curso forzoso, el valor de la moneda reside en último término en la capacidad del gobierno de mantener su presupuesto bajo control, no sólo en el presente sino también en el futuro. Si los agentes económicos poseen la sensación de que las finanzas públicas podrían sufrir un colapso —digamos, por ejemplo, debido a los futuros pagos de reparación— pueden provocar un ataque especulativo contra la moneda (recordemos nuestro análisis de un ataque especulativo contra la moneda en el capítulo 11). Después de la Segunda Guerra Mundial, Hungría fue otro caso en que grandes reparaciones efectivas y los pagos de ocupación contribuyeron a una crisis fiscal.

Durante los años 80, el shock externo que dejó huella en los presupuestos fiscales no fueron las reparaciones de guerra sino la crisis de deuda (analizada en el capítulo anterior). El problema de la deuda no fue ciertamente el único factor detrás de la explosión de los precios, pero en varios países fue un ingrediente importante. Todos los países en cuestión tenían niveles muy altos de deuda externa (como proporción del PIB) que afectaba principalmente, o de modo exclusivo, al gobierno. En la mayoría de los casos, estos gobiernos continuaron sirviendo la mayor parte o la totalidad de los intereses de la deuda hasta que las consecuencias macroeconómicas se volvieron insostenibles. Varios países, entre ellos Argentina, Bolivia, Brasil y Polonia, sirvieron en alta proporción sus pagos de intereses hasta el desencadenamiento de la hiperinflación, después de lo cual suspendieron parcial o totalmente los pagos.

23-3 LA DINÁMICA ECONÓMICA DE LA HIPERINFLACIÓN

Como hemos visto, una característica común de todas las hiperinflaciones es un incremento colosal de la oferta monetaria, que se ha producido porque un gobierno necesita financiar un enorme déficit presupuestario. Una vez que la inflación comienza, se alimenta de sí misma de un modo muy dramático. Una inflación más alta causa una abrupta caída del valor real de la recaudación tributaria. Esto incrementa a su vez el déficit presupuestario o requiere

¹⁴ Ver John M. Keynes, "The Economic Consequences of the Peace", publicado originalmente en diciembre de 1919. Una edición reciente se encuentra en *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Macmillan, Londres, 1971.

reducciones adicionales del gasto público sólo para mantener el déficit al mismo nivel. Si el gobierno es demasiado débil o está fragmentado, no podrá responder a la vez al déficit presupuestario inicial y al crecimiento del déficit causado por el debilitamiento de la recaudación tributaria. En esta sección, estudiaremos este proceso con mayor detalle, desarrollando en el camino un modelo simple de hiperinflación que sigue el trabajo clásico de Phillip Cagan.

La semilla de la hiperinflación es un aumento importante en el financiamiento monetario del déficit presupuestario. Típicamente, se produce un shock externo o interno que empuja al gobierno hacia un déficit fiscal grande. Una vez que sube el déficit, el gobierno usualmente hace esfuerzos para encontrar medios no monetarios de financiamiento, mediante créditos externos si es posible o, si eso no es posible, puede tratar de obtener préstamos en el mercado de bonos o en los bancos privados. Si el déficit resulta ser transitorio, el gobierno puede de hecho evitar poner en marcha una alta inflación en la medida en que la política monetaria se mantenga bajo control.

Después de un tiempo, si el stock de deuda sigue acumulándose, los acreedores se vuelven en extremo reticentes a continuar financiando el déficit fiscal ante la evidencia del riesgo de incumplimiento (si se trata de deuda externa) o del riesgo inflacionario (si es endeudamiento interno). Por lo común, el gobierno recurre al financiamiento monetario cuando sus otras fuentes de recursos se han agotado. Si está tratando de demorar el inicio de la inflación tanto como sea posible, mantendrá un tipo de cambio fijo incluso después de haber comenzado el financiamiento monetario. Como vimos en el capítulo 11, el resultado ahora es una caída de las reservas de divisas, la cual continúa hasta que ocurre un ataque especulativo sobre la moneda que pone término al régimen de tipo de cambio fijo.

Si el déficit que tiene que cubrirse por medios monetarios es suficientemente alto, la inflación que sigue puede desarrollarse hasta llegar a una hiperinflación. En base a la evidencia disponible de los casos históricos, parece que un déficit persistente financiado monetariamente debe ser de alrededor de 10 a 12% del PNB para generar hiperinflación. Incluso con este déficit, la hiperinflación no empieza inmediatamente después del cambio a financiamiento monetario. Como veremos, hay muchos eventos importantes que por lo común se suceden a medida que se desarrolla una alta inflación.

El Caso de Bolivia

Para ilustrar este dinámico proceso, es útil examinar un caso concreto histórico con algún detalle. Hemos escogido el caso de Bolivia en gran medida porque fue el primer país que desarrolló una hiperinflación en los años 80 y el único caso de estabilización exitosa de una hiperinflación en ese período.¹⁵ Fue también, incidentalmente, la primera hiperinflación en la historia hasta esa fecha sin un nexo claro con guerras, guerra civil o revolución, aunque otros casos como éste se han presentado después en los años 80.

La figura 23-1 muestra el ingreso del gobierno por señoriaje como proporción del PNB en base trimestral para el período 1978-1985 en Bolivia. Un patrón que puede notarse es el

¹⁵ Otra razón es que los autores de este libro tenemos conocimiento de primera mano de este caso, por nuestra experiencia como asesores económicos del gobierno del presidente Víctor Paz Estenssoro, que terminó con la hiperinflación. Para un análisis detallado de la situación boliviana, ver Jeffrey Sachs y Juan Antonio Morales, "Bolivia's Economic Crisis", en J. Sachs, editor, *Developing Country Debt and Economic Performance*, Vol. 2, University of Chicago Press, Chicago, 1990.

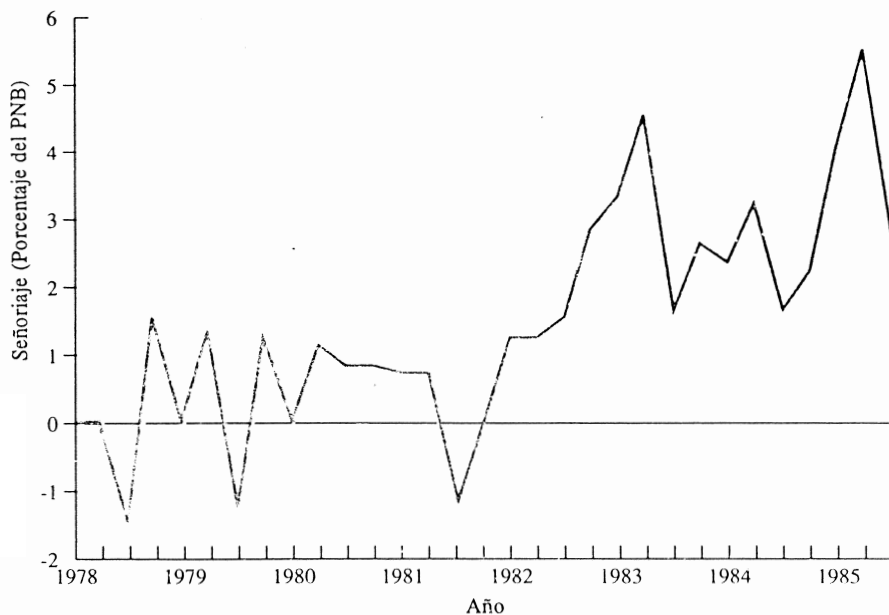


Figura 23-1

Recaudación del señoraje como porcentaje del PNB en Bolivia, 1978-1985

(Fuente: Jeffrey Sachs, "The Bolivian Hyperinflation and Stabilization", NBER Working Paper No. 2073, noviembre de 1986.)

incremento estacional del señoraje en el cuarto trimestre de la mayoría de los años, que se asocia con los gastos de fin de año del gobierno. Sin embargo, el patrón más importante en la figura es el significativo incremento del señoraje después de mediados de 1982, que continuó hasta el tercer trimestre de 1985. Durante el período mostrado, la recaudación del señoraje dio un promedio de alrededor de 12% del PNB al año (o 3% del PNB anual por trimestre).

Parte de la explicación para esta alza del señoraje está en el aumento del déficit presupuestario causado en forma importante por el costo creciente del servicio de la deuda externa. Pero lo cierto es que Bolivia ya había estado operando con un enorme déficit desde antes de 1982. El factor clave para comenzar a imprimir moneda fue un *desplazamiento* en la financiación del déficit, desde medios no monetarios, principalmente créditos externos, a medios monetarios.

Como ocurrió con otros países en desarrollo, el acceso de Bolivia al crédito externo se extinguió a comienzos de los años 80 (por razones que describimos en el capítulo 22). De hecho, Bolivia abrió el camino, al caer en una crisis de deuda externa un año antes que los otros países, debido en parte al extraordinario caos político interno entre 1979 y 1982, el período en que Bolivia estaba pasando de un régimen militar a un gobierno democrático. Agotadas las fuentes externas de financiamiento, el gobierno boliviano recurrió a su banco central. El desplazamiento al financiamiento monetario condujo a un aumento de la tasa de inflación, más no en forma repentina. Como se ve en la figura 23-2, la inflación comenzó a subir después de 1981, pero sólo alcanzó tasas hiperinflacionarias en 1984. Durante este período de inflación en aumento, sin embargo, el señoraje se mantuvo bastante estable, al nuevo nivel de alrededor de 12% al año.

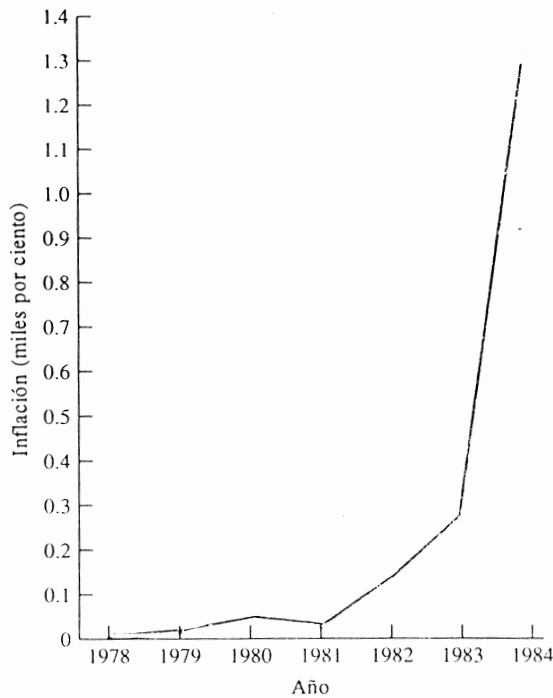


Figura 23-2

Tasa de inflación en Bolivia, 1978-1985

(Fuente: *International Monetary Fund*, *International Financial Statistics*, varias ediciones.)

Un Modelo Monetario de Hiperinflación

Podemos formalizar nuestra discusión de los eventos monetarios que siguen a un alza en el financiamiento por señoriage empleando el modelo clásico de hiperinflación desarrollado por Phillip Cagan.¹⁶ Cagan fue el primero en observar que, en tiempos de hiperinflación, el nivel de demanda por saldos reales de dinero depende casi enteramente del nivel de *inflación esperada*. En el capítulo 9, mencionamos que la demanda por dinero depende de la tasa de interés nominal (*i*), que es aproximadamente igual a la tasa real (*r*) más la inflación esperada (\hat{P}^e). Podemos entonces escribir la función de demanda por dinero en la forma siguiente:

$$\frac{M}{P} = m(i) = m(r + \hat{P}^e) \tag{23.1}$$

En tiempos de inflación muy alta, casi todos los desplazamientos en *i* se deben a desplazamientos en \hat{P}^e más que a cambios en *r*. La tasa de interés real anual puede variar en unos pocos

¹⁶ P. Cagan, "The Monetary Dynamics of Hyperinflation", en Milton Friedman, editor, *Studies in the Quantity Theory of Money*, University of Chicago Press, Chicago, 1956.

puntos porcentuales, mientras que la tasa de interés nominal puede variar en centenares o miles de puntos. Por tanto, Cagan reescribió (23.1) en una forma simplificada:

$$\frac{M}{P} = m(\hat{P}^e) \quad (23.2)$$

Esta simplificación estratégica le permitió centrarse en la dinámica de la inflación esperada. Notemos que, cuando la inflación esperada es alta, las familias querrán mantener saldos reales de dinero muy bajos (M/P), ya que el costo de oportunidad de mantener dinero (en lugar de activos que devengan interés o bienes durables) es muy alto. Cuando \hat{P}^e es bajo, mantendrán un nivel alto de M/P .

Si la economía alcanza una tasa estable de inflación, eventualmente la inflación esperada y la inflación efectiva serán iguales. En este caso, (23.2) se reescribirá para mostrar los saldos reales de dinero en función de la inflación efectiva:

$$\frac{M}{P} = m(\hat{P}) \quad (23.2')$$

Pasemos ahora a la oferta de dinero. La oferta de dinero crece con el tiempo porque el gobierno está tomando préstamos del banco central (esto es, está “imprimiendo dinero”) a fin de pagar sus cuentas. Sea SE el monto de gasto real que debe cubrirse imprimiendo dinero. Entonces,

$$SE = \frac{\Delta M}{P} \quad (23.3)$$

en que ΔM es el incremento en el stock de dinero, P es el nivel de precios y SE , el señoriaje, es el valor real de los bienes que pueden comprarse usando el dinero recién emitido. Notemos que $\Delta M/P$ puede reescribirse como $(\Delta M/M)(M/P)$. En palabras, el nivel del señoriaje es igual a la tasa porcentual de crecimiento del dinero ($\Delta M/M$) multiplicada por el nivel de los saldos reales de dinero (M/P). La ecuación (23.3) puede reescribirse en consecuencia como

$$SE = \left(\frac{\Delta M}{M}\right)\left(\frac{M}{P}\right) \quad (23.4)$$

El concepto de señoriaje se encuentra relacionado muy de cerca con el concepto de impuesto inflación, aunque no son exactamente la misma cosa. El *señoriaje* mide el monto de recursos reales que el gobierno puede capturar imprimiendo moneda. El *impuesto inflación* mide la declinación en el valor de los saldos reales de dinero a causa de la inflación y está dado por la expresión:¹⁷

$$TI = \left(\frac{\Delta P}{P}\right)\left(\frac{M}{P}\right) \quad (23.5)$$

Cuando existe inflación, el dinero está constantemente perdiendo su valor real. Las familias tienen que incrementar su tenencia de dinero nominal sólo para mantener sus saldos reales de dinero constantes.

¹⁷ Recuerde, del capítulo 11, nuestra discusión del señoriaje y el impuesto inflación.

Cuando la inflación es constante y los saldos reales de dinero M/P son constantes, las familias estarán incrementando su tenencia de dinero nominal exactamente a la misma tasa en que el gobierno está recaudando ingresos por señoriaje. Esto es, $\Delta M/M = \Delta P/P$, de modo que, de acuerdo a (23.4), vemos que $SE = (\Delta P/P)(M/P)$. Esto es, *en el estado estacionario*, $SE = \pi$.

En consecuencia, en el estado estacionario podemos conectar el aumento de señoriaje que necesita el gobierno con el impuesto inflación. Supongamos que el gobierno debe obtener un monto de señoriaje SE . Como, en el estado estacionario, tenemos que $SE = \hat{P}m(\hat{P})$, podemos calcular el impuesto inflación que corresponde con cada nivel de señoriaje. Al hacer esto, encontramos una relación como sigue:

$$\begin{aligned}
 SE &= f(\hat{P}), & \text{para } \hat{P} < \hat{P}_{MAX} \\
 &+ \\
 SE &= f(\hat{P}), & \text{para } \hat{P} > \hat{P}_{MAX}
 \end{aligned}
 \tag{23.6}$$

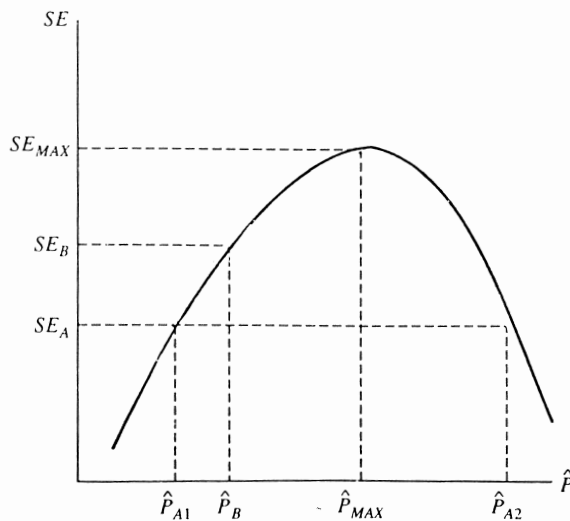
en que $f(\hat{P})$ significa que SE es alguna función de la tasa de inflación.

Esta relación se grafica en la figura 23-3. La tasa de inflación sube con el monto del señoriaje, hasta un cierto nivel máximo de señoriaje, SE_{MAX} . La tasa de inflación \hat{P}_{MAX} produce el monto máximo posible de señoriaje con una *tasa estable de inflación*. Es posible recaudar más señoriaje que SE_{MAX} , pero sólo si la tasa de inflación está creciendo constantemente y en el monto suficiente para engañar a la población (un punto que exploraremos en seguida).

A tasas de inflación más altas que \hat{P}_{MAX} , el señoriaje sería en realidad más bajo y no más alto que SE_{MAX} (como muestran las líneas de segmentos en la figura). La razón es que, a tasas de inflación muy altas, los saldos reales de dinero $m(\hat{P})$ son tan bajos que el impuesto inflación

Figura 23-3

La relación de estado estacionario entre señoriaje e inflación



$\hat{P}m(\hat{P})$ genera muy pocos ingresos para el gobierno. Un gobierno que estuviera tratando de financiar un monto dado de señoría con el impuesto inflación intentaría operar siempre a la izquierda del punto \hat{P}_{MAX} en el gráfico. En otros términos, si se desea un nivel de señoría SE_A , el gobierno siempre apuntará a la tasa de inflación \hat{P}_{A1} y no \hat{P}_{A2} .

Una interpretación de la alta inflación es sencillamente que las necesidades de señoría del gobierno suben, de modo que la inflación de estado estacionario también debe subir. La ecuación (23.5) y la figura 23-3 muestran cuánto debe subir la tasa de inflación en el estado estacionario cuando hay un cambio permanente en el monto de señoría que necesita el gobierno. Si el cambio es de SE_A a SE_B , la inflación (en el estado estacionario) tendría que subir de \hat{P}_{A1} a \hat{P}_B .

Consideremos también un ejemplo numérico simple. Supongamos que un país parte de un estado estacionario en que las necesidades de señoría son 2% del PNB al año y los saldos de dinero son estables al 10% del PNB (esto es, $\Delta m = 0$). De la ecuación (23.5) podemos ver que la tasa de inflación resultante es 0.2, o 20% al año. ($TI/PNB = SE/PNB = 0.2$, $(M/P)/PNB = 0.10$, $\Delta P/P = 0.2$). Ahora, si las necesidades de señoría suben a 6% del PNB y los saldos de dinero caen a 5% del PNB, la tasa de inflación anual sube a 120% ($TI/PNB = SE/PNB = 0.06$, $(M/P)/PNB = 0.05$, $\Delta P/P = 1.2$).

Desafortunadamente, este modelo es demasiado simple. Las hiperinflaciones no son por lo general fenómenos en que la tasa de inflación adopta un nuevo nivel permanente más alto después de un shock presupuestario. Las hiperinflaciones tienden a ser fenómenos explosivos en que la tasa de inflación crece desenfrenadamente hasta que viene la estabilización. La gran diferencia entre el estado estacionario y la dinámica efectiva de la situación está en el hecho de que, en la vida real, las familias por lo común no esperan las altas tasas de inflación que ocurren.

Cagan mostró cuál es la mejor manera de interpretar la dinámica de la hiperinflación extendiendo el análisis más allá del caso de una tasa de inflación estable en el largo plazo. Las hiperinflaciones son fenómenos raros, inesperados. Es razonable suponer, como lo hizo Cagan, que durante una hiperinflación, en que la tasa de inflación está subiendo abruptamente, las expectativas inflacionarias tienden a quedarse rezagadas detrás de las alzas efectivas de precios. Específicamente, $\hat{P}^e < \hat{P}$. Por esta razón, las familias tenderán a mantener saldos reales de dinero *más altos* de lo que tendrían si sus expectativas inflacionarias fueran más exactas. Y como los saldos de dinero son más altos de lo que serían en el estado estacionario, es posible para el gobierno recaudar más ingresos del impuesto inflación para cualquier tasa de inflación dada de lo que podría obtener en el estado estacionario. Recordemos que el impuesto inflación es $\hat{P}m(\hat{P}^e)$. Si $m(\hat{P}^e)$ es mayor de lo que sería en el estado estacionario, porque $\hat{P}^e < \hat{P}$, entonces está claro que el impuesto inflación es también más alto que en el estado estacionario.

Supongamos, por ejemplo, que hay inflación cero en la economía y que el gobierno parte con señoría cero. Aumentan entonces las necesidades de señoría del gobierno (debido, por ejemplo, a un incremento inesperado en el gasto fiscal). ¿Qué pasa con la inflación? Al inicio, tiene un brusco incremento cuando el gobierno empieza a imprimir moneda para pagar sus cuentas, pero sin llegar hasta lo que será su nuevo nivel de estado estacionario. Las familias todavía no esperan la alta inflación, de tal modo que continúan manteniendo un alto nivel de saldos reales de dinero. Es posible para el gobierno, entonces, recaudar un alto nivel de impuesto inflación aún cuando la inflación es relativamente baja.

Con el transcurso del tiempo, a medida que las familias llegan a esperar niveles más altos de inflación, corrigen hacia arriba su estimación \hat{P}^e de la inflación y empiezan a economizar en sus saldos reales de dinero. Por tanto, $m(\hat{P}^e)$ empieza a bajar, y *debe haber una tasa más alta de inflación tan sólo para recaudar el mismo monto de impuesto inflación que se estaba*

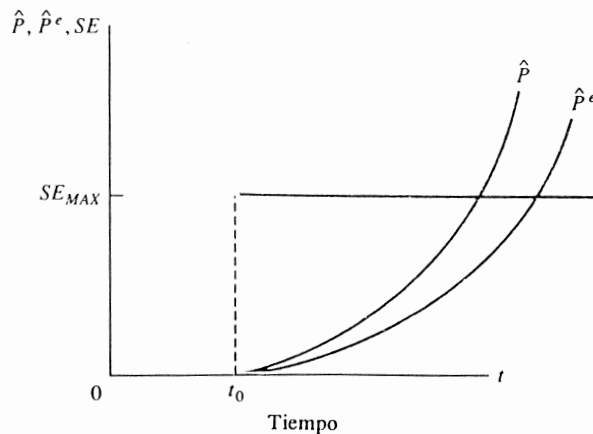
recaudando antes. Así, a medida que las familias advierten que la tasa de inflación está subiendo y reducen los saldos reales de dinero que quieren mantener, la tasa de inflación también sube, de modo que el gobierno puede continuar recaudando el impuesto inflación que necesita para pagar los gastos fiscales.

En casos extremos, las necesidades de señoriaje del gobierno exceden el monto máximo de señoriaje que puede obtenerse imprimiendo dinero para cualquier tasa de inflación constante, por alta que sea. En este caso, no existe una tasa de inflación *estable* a la que el gobierno pueda recaudar el señoriaje que necesita. Lo que ocurre es que, a medida que el gobierno imprime el dinero necesario para pagar sus cuentas, la tasa de inflación sube sin límites. El resultado eventual es una hiperinflación.

Durante el período de inflación creciente, constantemente las familias se engañan por la tasa de inflación (esto es, \hat{P}^e está constantemente por debajo de \hat{P}) y, en consecuencia, mantienen saldos reales de dinero más altos de lo que tendrían si pudieran anticipar correctamente la inflación. De este modo, el gobierno puede recaudar un impuesto inflación que es persistentemente más alto que SE_{MAX} . En otras palabras, durante una hiperinflación, el gobierno recauda más en señoriaje de lo que podría hacer para cualquier tasa de inflación estable. Debido a que la inflación en rápida escalada engaña a la gente y la lleva a mantener más dinero de lo que tendría de otro modo, queda sujeta en consecuencia a que el gobierno le imponga una tributación más alta.

La dinámica monetaria de la hiperinflación, como la describió Cagan por primera vez, se muestra en la figura 23-4. Antes del tiempo t_0 (el comienzo del proceso hiperinflacionario), suponemos que la tasa de inflación es cero, la tasa de inflación esperada es cero y las necesidades de señoriaje también son cero. Se presenta un shock y SE sube, de hecho, a un nivel encima de SE_{MAX} . La inflación empieza a subir a medida que el gobierno imprime moneda para pagar sus cuentas. Inicialmente, toma tiempo para que el público se dé cuenta que la tasa de inflación está subiendo. Las expectativas inflacionarias se quedan rezagadas con respecto a la inflación efectiva, como se muestra en la figura 23-4. Por consiguiente, la demanda por saldos reales de dinero cae gradualmente, no de modo abrupto. Al subir \hat{P}^e , $m(\hat{P}^e)$ cae y la tasa de inflación necesaria para producir un impuesto inflación dado también sube. Con el paso del tiempo, la tasa de inflación aumenta sin límites (suponiendo que SE se

Figura 23-4
La dinámica monetaria de la hiperinflación



mantiene por encima de SE_{MAX}). Sólo con una tasa de inflación en constante aumento puede el gobierno recaudar los ingresos que necesita.

La dinámica de la inflación y los saldos reales de dinero se ilustran bien en el caso de Bolivia. Después del shock presupuestario de 1982, el gobierno boliviano empezó a imprimir dinero a una tasa aproximadamente constante de 12% del PNB al año. Al principio, los efectos inflacionarios fueron “modestos” (varios centenares por ciento al año). Pero como lo muestra la figura 23-5, los saldos reales de dinero cayeron sostenidamente después de 1982, presumiblemente porque las expectativas inflacionarias de las familias se fueron poniendo en línea con la inflación creciente. La caída en la demanda por dinero es muy espectacular. En 1980-1983, el dinero representaba un promedio de 9% del PIB; en 1985, el dinero cayó a un mero 3.2% del PIB.

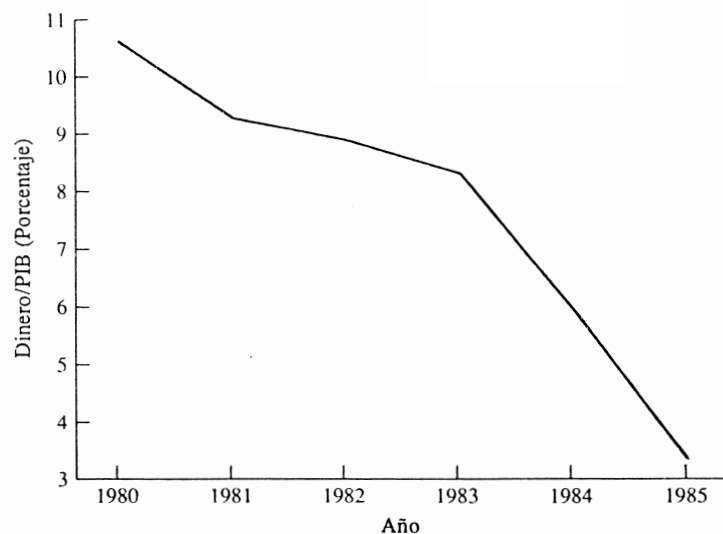
En todas las hiperinflaciones es típico este patrón de colapso en los saldos reales de dinero. La gente descubre que mantener la moneda local es muy costoso, puesto que día a día pierde valor. En el peor momento de la hiperinflación alemana, por ejemplo, los precios se duplicaban cada tres días; en Hungría, los precios se triplicaban en un solo día. Cuando esto ocurre, la velocidad de circulación aumenta significativamente porque todo el mundo quiere deshacerse de la moneda local tan rápidamente como sea posible, aunque en términos agregados esto es imposible. En cierta ocasión el mismo Keynes, bromeando sobre las hiperinflaciones, señalaba que era característico ordenar *dos* cervezas al mismo tiempo (para deshacerse del dinero y para así evitar el próximo aumento de precio) y viajar en taxi en lugar de buses, porque los taxis se pagan al final del viaje (con dinero que vale menos que cuando uno subió al taxi).

La dinámica de precios en crecimiento siempre acelerado lleva a la sustitución de la moneda. La gente no quiere tener moneda local y busca desesperadamente alguna otra unidad de valor estable, inevitablemente una moneda extranjera confiable. Durante las recientes

Figura 23-5

El colapso de los saldos reales de dinero bajo condiciones de alta inflación:
Bolivia, 1980-1985

(Fuente: *International Monetary Fund*, *International Financial Statistics*, varias ediciones.)



hiperinflaciones en América Latina y en Polonia, los residentes locales se pasaron al dólar norteamericano para escapar de la moneda local (en Yugoslavia, el marco alemán fue la moneda alternativa preferida). En este proceso, la economía se va *dolarizando* en forma creciente (o en cualquiera otra moneda extranjera que se adopte). Los precios de los bienes y servicios llegan a cotizarse en dólares y el papel de la moneda local prácticamente colapsa. De los tres usos del dinero, como reserva de valor, como unidad de cuenta y como medio de intercambio, sólo el tercero persiste e incluso ahí encontramos una importante sustitución de monedas en cuanto se usa el dólar para las grandes transacciones.

Dinámica Fiscal

Aun si las necesidades de señoriaje de un país cambian muy poco durante el curso de una hiperinflación (como vimos en la figura 23-1 que ocurría en el caso de Bolivia), es probable que haya turbulencia extrema en la política fiscal. Una hiperinflación causa por lo común una devastación del sistema tributario, que socava toda política fiscal. En el capítulo 11, describimos el llamado “efecto Olivera-Tanzi”, que afirma que la recaudación real de impuestos tiende a caer cuando la inflación se acelera, y la figura 11-6 ilustra este efecto en Bolivia durante el período 1980-1986. En 1980, los ingresos tributarios eran del orden del 10% del PNB; a mediados de 1985, justo antes del término de la hiperinflación, habían declinado a menos de 1.5% al año.

Con el colapso de los ingresos tributarios en Bolivia, el gobierno tenía que seguir reduciendo gastos *tan sólo para evitar que sus necesidades de señoriaje se expandieran aún más*, un patrón que es común en las hiperinflaciones. El gobierno redujo drásticamente el gasto público y virtualmente detuvo todo gasto de inversión, pero sus mejores esfuerzos lograron muy poco más que evitar que el déficit presupuestario siguiera subiendo. De hecho, el déficit fiscal fue de 22% del PNB en 1982, 18% en 1983 y 30% en 1984. La recaudación tributaria sencillamente caía con tanta rapidez que era casi imposible cerrar el déficit presupuestario por medio de reducciones de gastos. Sólo cuando, en 1985, un nuevo gobierno en Bolivia hizo un esfuerzo hercúleo para aumentar la recaudación tributaria, se pudo llegar a controlar el déficit.

23-4 POLÍTICAS DE ESTABILIZACIÓN PARA TERMINAR CON LA HIPERINFLACIÓN

Detener una alta inflación requiere de una combinación especial de políticas económicas que afecten el tipo de cambio, el presupuesto fiscal, la oferta monetaria y, en algunos casos, medidas directas que apunten a los salarios y a los precios. Un elemento clave para el éxito de cualquier programa de estabilización es cuán positivamente responde a él el público. El papel crítico de las expectativas destaca la importancia de las políticas que puedan infundir confianza en el programa.

Con frecuencia las hiperinflaciones no terminan en el primer intento de acabar con ellas, sino sólo después de que hayan fallado varios intentos. Un caso que ilustra el punto es el de Bolivia, en que seis esfuerzos de estabilización colapsaron antes de que se probara la solución exitosa por el nuevo gobierno en agosto de 1985. En los dos primeros intentos, en noviembre de 1982 y abril de 1985, se pusieron en aplicación muchas de las medidas correctas, pero el gobierno era demasiado débil políticamente para resistir las presiones de los diferentes grupos de interés. En varias ocasiones durante 1982-1985, el gobierno sucumbió a las presiones de los sindicatos y otorgó grandes incrementos de salarios para compensar las reducciones en los

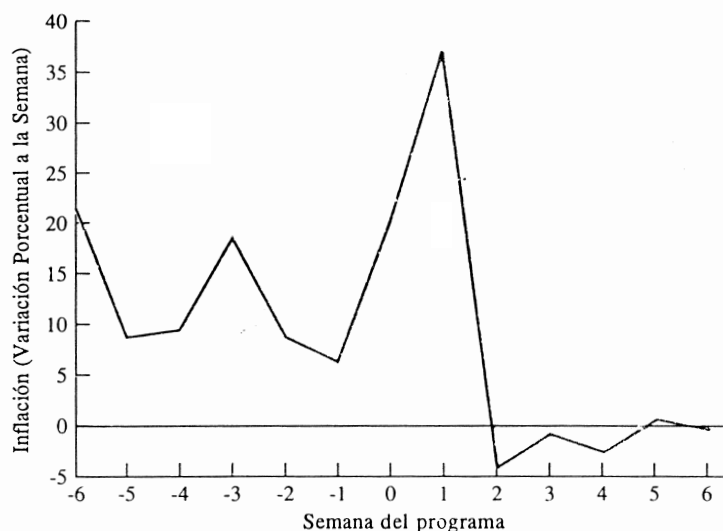


Figura 23-6

Tasas de inflación semanal en Bolivia cerca del anuncio del programa de estabilización (semana 0: 26 de agosto al 1° de septiembre)

(Fuente: Jeffrey Sachs, "The Bolivian Hyperinflation and Stabilization", NBER Working Paper No. 2073, noviembre de 1986.)

subsidios presupuestarios. El gobierno también fue derrotado en su intento de incrementar la recaudación tributaria, debido a la oposición del Congreso boliviano.

Es de particular interés hacer notar que, cuando los programas de estabilización tienen éxito, las hiperinflaciones tienden a terminar casi de un día para otro. La figura 23-6 muestra las tasas de inflación *semanal* en Bolivia antes y después de que se anunciara el programa de estabilización durante la semana del 26 de agosto al 1° de septiembre de 1985 (semana 0). Nótese como la inflación estaba totalmente bajo control ya en la segunda semana del programa, en que los precios efectivamente *declinaron*, para estabilizarse después.¹⁸

En otros episodios de estabilización se encuentra un patrón similar. En Alemania, por ejemplo, la inflación se detuvo en asunto de días en noviembre de 1923. Desarrollos similares ocurrieron en Polonia en enero de 1924 y en Hungría en febrero de 1924. Todas las hiperinflaciones, sin excepción, han terminado abruptamente, aunque con frecuencia después del fracaso de varios intentos previos de estabilización. En el resto de esta sección, examinaremos los diferentes elementos de un programa antihiperinflación y daremos algunas razones para que la inflación se detenga casi de un día para otro.

¹⁸ Algunos meses después, en enero de 1986, la hiperinflación casi retornó, debido a algo de mala suerte (caída de precios de exportación) y algunos errores de política. Con esfuerzo, el gobierno logró mantener el control de la situación.

Estabilización del Tipo de Cambio

Hemos discutido el proceso de dolarización que ocurre durante las hiperinflaciones. En una economía dolarizada, la paridad del poder de compra debería aplicarse notablemente bien. La mayoría de los precios se cotizan efectivamente en términos de dólares, P^* , y después se convierten a precios en moneda local multiplicando por el tipo de cambio vigente. Así, prácticamente en virtud del hecho de que los precios se cotizan en dólares pero se pagan en moneda local, encontramos la relación $P = EP^*$. El *tipo de cambio* es entonces el nexo crucial entre los precios en dólares y los precios en moneda local para la mayoría de los bienes y servicios. Durante una hiperinflación, el tipo de cambio se deprecia aproximadamente a la misma tasa a que aumentan los precios domésticos. Si el tipo de cambio puede estabilizarse, también pueden estabilizarse los precios internos.

En la mayoría de las hiperinflaciones hay al menos dos tipos de cambio, el oficial y una tasa de mercado libre que está sustancialmente por encima de la tasa oficial. De hecho, la brecha entre ambos puede ser a menudo de cientos o de miles por ciento. Por lo general, la paridad del poder de compra se aplica a la tasa de mercado libre o a un promedio ponderado de la tasa oficial y la tasa de mercado libre. Una estabilización exitosa usualmente requiere primero una devaluación importante del tipo de cambio oficial de modo que se nivele con el tipo de cambio de mercado libre y después un valor estabilizado para el nuevo tipo de cambio unificado. El programa típico de estabilización apunta a fijar el tipo de cambio a un nivel sostenible, esto es, un nivel que puede defenderse por el banco central sin un ataque especulativo que agote las reservas de divisas. Sabemos de nuestro análisis en capítulos anteriores, en especial el capítulo 11, que un tipo de cambio estable requiere una política fiscal austera. Si el gobierno trata de imprimir dinero y al mismo tiempo mantener un tipo de cambio fijo, terminará perdiendo reservas de divisas y, en último término, sufriendo un ataque especulativo contra la moneda y una crisis de balanza de pagos.

Por esta razón, una devaluación por sí misma no es por lo general suficiente para estabilizar el tipo de cambio. Debe también ajustarse la política fiscal, aunque tal vez no tanto como para equilibrar el presupuesto justo al comenzar el programa de estabilización. Si el banco central tiene algunas reservas de divisas con las que defender la moneda o si el gobierno logra negociar un préstamo del exterior para incrementar sus reservas, esto fortalecerá la capacidad de las autoridades para estabilizar el tipo de cambio en el corto plazo. Pero en el largo plazo, hay una sola manera de mantener el tipo de cambio estable, que es a través de una política fiscal austera que libere al gobierno de la necesidad de apoyarse en financiamiento por señoría.

Como casi todos los precios domésticos están vinculados al dólar por medio de la paridad del poder de compra, una vez que se estabiliza el tipo de cambio se puede detener casi de un día para otro la inflación. Como veremos más adelante, la distinción clave entre hiperinflación e inflación simplemente “muy alta” es que, en una hiperinflación, se eliminan casi todos los vestigios de la inercia inflacionaria, puesto que las empresas y los trabajadores ya no se basan en contratos de largo plazo y en la indexación que mira hacia atrás. Por el contrario, los precios están dolarizados y vinculados, por lo tanto, al tipo de cambio. Estabilizando el tipo de cambio, se termina entonces con la alta inflación.

Políticas Fiscales Integrales

Ningún tipo de cambio puede permanecer estable a menos que se tome control sobre el déficit fiscal —y la necesidad de señoría—. Esta es la razón de que el paso *fundamental* para terminar con las hiperinflaciones sea eliminar los problemas presupuestarios básicos que con-

dujeron originalmente a la hiperinflación. En una contribución seminal a la economía monetaria, Thomas Sargent destacó que las hiperinflaciones terminan cuando se realiza un cambio fundamental en la política fiscal, tanto respecto al tamaño del déficit como a su financiamiento. Esta conclusión se basa en su análisis de cuatro de las cinco hiperinflaciones de los años 20 (omitiendo Rusia). En palabras de Sargent,

. . . los cambios que terminaron con las hiperinflaciones no fueron acciones restrictivas aisladas dentro de un conjunto dado de reglas del juego o política general. Intentos anteriores de estabilizar el tipo de cambio en Hungría bajo Hegedus, y también en Alemania, fallaron precisamente porque no cambiaron las reglas del juego bajo las que tenía que conducirse la política fiscal.¹⁹

Con frecuencia, un elemento importante en este proceso es aumentar la independencia política del banco central, de modo que pueda resistir las presiones para financiar el déficit presupuestario del gobierno mediante la impresión de moneda. En Alemania, por ejemplo, el nuevo e independiente Rentenbank asumió las funciones del antiguo Reichsbank. Una prueba importante de la independencia del Rentenbank se presentó muy pronto, en diciembre de 1923, un mes después de haberse alcanzado la estabilización, cuando el gobierno pidió al Rentenbank que excediera los límites que se habían fijado para el nuevo endeudamiento del gobierno. El Rentenbank simplemente rehusó, estableciendo así su independencia, y requirió que el gobierno encontrara nuevos medios de financiamiento no monetario o redujera gastos y aumentara sus ingresos.

Por supuesto, no es suficiente detener la financiación del déficit fiscal por el banco central. También es necesario mejorar la situación presupuestaria básica. Por lo general la austeridad fiscal implica varias medidas. Primero, los precios de los bienes y servicios que suministran las empresas públicas caen típicamente a niveles muy bajos en términos reales durante la hiperinflación y usualmente ellos deben subir en forma significativa. La meta es eliminar los déficits de las empresas estatales, que en definitiva son asumidos por el gobierno central y constituyen así una fuente primaria de creación de dinero. En Bolivia, por ejemplo, lo que más contribuyó al mejoramiento presupuestario al poner en marcha el programa de estabilización fue una brusca alza en el precio de los combustibles, que subió las utilidades de la compañía estatal de petróleo en varios puntos porcentuales del PNB.

Segundo, deben subirse los ingresos tributarios. En parte, esto ocurrirá automáticamente cuando los precios dejan de subir (después de estabilizarse el tipo de cambio). En otras palabras, el efecto Olivera-Tanzi también actúa a la inversa: así como una alta inflación baja la recaudación tributaria real, el término de la alta inflación casi con seguridad hace subir la recaudación tributaria real. La figura 23-7 muestra el desplome de los ingresos tributarios de Bolivia durante el período de inflación en rápida aceleración y su pronta recuperación al lograrse la estabilización. Después de que los ingresos tributarios habían declinado a sólo 1.3% del PNB en la primera mitad de 1985 —la inflación había alcanzado casi 40,000% en base anualizada durante ese período— se recuperaron a más del 10% del PNB en la segunda mitad de ese año, una vez que se alcanzó la estabilización. Los ingresos tributarios se han mantenido bien por sobre el 10% del PNB desde 1986. Por supuesto, la declinación de la inflación no fue el único elemento que explica el incremento en los ingresos fiscales —políticas

¹⁹ Thomas Sargent, "The Ends of Four Big Inflations", en Robert Hall, editor, *Inflation: Causes and Effects*, National Bureau of Economic Research, University of Chicago Press, Chicago, 1982, pag. 90.

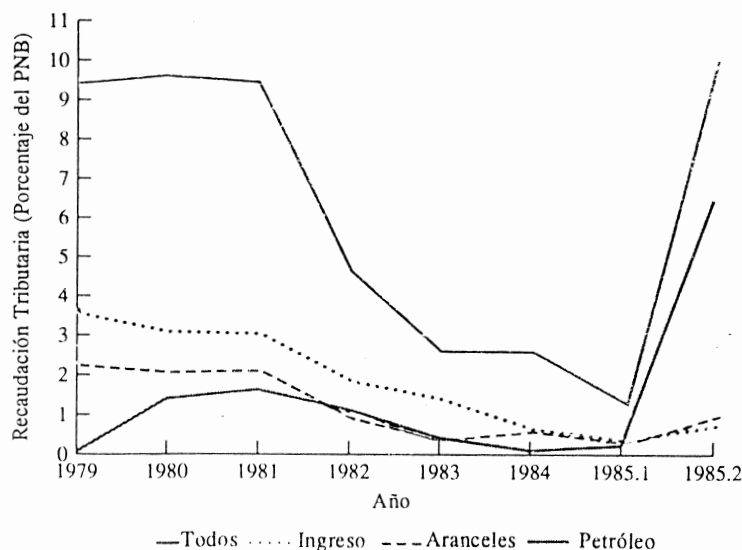


Figura 23-7

Evolución de la recaudación tributaria en Bolivia según categorías de impuesto, 1979-1985

(Fuente: Jeffrey Sachs, "The Bolivian Hyperinflation and Stabilization", NBER Working Paper No. 2073, noviembre de 1986.)

deliberadas de incremento de los precios en el sector público fueron aún más importantes—pero el término de la alta inflación fue importante para la recaudación de algunos impuestos.

El daño causado al sistema tributario no es totalmente reversible, sin embargo, en el muy corto plazo. La declinación en la recaudación tributaria real durante la hiperinflación debilita por lo general el sistema de administración tributaria. En consecuencia, una *reforma tributaria integral* suele ser necesaria inmediatamente después de la estabilización. Toma tiempo, sin embargo, poner en ejecución un plan de reforma tributaria porque normalmente requiere de aprobación legislativa. Mientras se tramita, el gobierno puede ofrecer incentivos para el pago anticipado de impuestos y aplicar penas más severas por incumplimiento.

Otras medidas que mejoran la situación fiscal en el corto plazo incluyen la eliminación de subsidios directos y exenciones tributarias. Una forma popular de subsidio del gobierno es el otorgamiento de créditos al sector privado a tasas de interés real altamente negativas. Los subsidios implícitos en estos préstamos se consideran como un tipo de gasto "cuasi-fiscal". En la alta inflación de Perú, por ejemplo, los créditos subsidiados a la agricultura, la minería y la industria en general provocaron una pérdida cuasi-fiscal de casi 1.5% del PIB en 1987.²⁰ Por lo general, los programas de estabilización exitosos han eliminado en forma rápida esta sangría de recursos.

Es paradójico que muchas de las medidas aplicadas para reducir el déficit presupuestario —fin a los subsidios, devaluaciones de la moneda, precios más altos del sector público e

²⁰ Para un análisis de la hiperinflación de Perú, incluyendo todos los datos fiscales, ver F. Larraín, C. Paredes y J. Sachs, "Elements of a Stabilization Program", en Carlos Paredes y Jeffrey Sachs, editores, *Stabilization and Growth in Peru*, The Brookings Institution, Washington, D.C., 1991.

impuestos más altos al consumo— suelen resultar en un rebrote de inflación “correctiva” en el corto plazo. Por lo tanto, una hiperinflación puede incluso acelerarse en el primer mes del programa de estabilización, justo cuando las medidas correctivas se están poniendo en vigor. Sin embargo, si los ajustes cierran la brecha fiscal, hay buena probabilidad de que la inflación se detenga después del rebrote inicial.

Políticas Monetarias y Crediticias

La estabilización del tipo de cambio y los precios trae consigo un incremento en los saldos reales de dinero que el público quiere mantener. Una cuestión clave en la política es cómo acomodar este incremento en la demanda por dinero. Recordemos del capítulo 9 que el cambio en la base monetaria (o dinero de alto poder expansivo) es igual al cambio en el crédito interno más el cambio en las reservas internacionales.²¹ Para satisfacer esta mayor demanda por dinero, el gobierno tiene entonces tres opciones: puede incrementar el crédito interno al sector público (esto es, el banco central puede comprar bonos de tesorería), puede incrementar el crédito interno al sector privado (esto es, el banco central puede otorgar más crédito a los bancos privados) o puede validar flujos de entrada de divisas a través de la balanza de pagos (esto es, el banco central puede comprar divisas a una tasa de cambio fija).

En el caso de Bolivia, el gobierno escogió la tercera opción, que es claramente la estrategia más segura para mantener la inflación bajo control. Después de terminar la hiperinflación, las familias bolivianas querían incrementar su tenencia de saldos de dinero. En la medida en que poseían activos externos (como era el caso de muchos bolivianos acaudalados), los bolivianos convirtieron sus activos en moneda extranjera y vendieron las divisas al banco central a cambio de moneda local. La oferta monetaria interna subió a medida que el banco central acumulaba reservas de divisas. La confianza en la moneda local aumentó al constatar la gente que había divisas respaldando el incremento de la base monetaria interna. Si el gobierno hubiera seguido el camino de la creación agresiva de crédito interno para así remonetizar la economía sin un incremento significativo de sus reservas externas, el público podría haber dudado del éxito definitivo de su programa de estabilización.

Reforma Monetaria: la Introducción de una Nueva Moneda

La introducción de una nueva moneda suele acompañar a las estabilizaciones exitosas. La manera más común de hacer esto es “cortando los ceros” de una moneda muy depreciada. En Alemania en 1924, por ejemplo, un *rentenmark* nuevo equivalía a un *billón* (10^{12}) de marcos de papel antiguos. Sin embargo, por popular que pueda ser esta política de nueva moneda, ella no es una parte fundamental de un paquete de estabilización. Ni es tampoco el único tipo de reforma monetaria, como veremos.

En el tipo más simple de reforma monetaria, se introduce una nueva moneda para cortar los ceros que se aplican a todos los precios, salarios y activos financieros en la economía. Este es básicamente un cambio *cosmético* que no hace daño y que puede lograr algunos ahorros en costos (de tinta, papel, tiempo, espacio de calculadora, etcétera.). Bolivia hizo este cambio en 1986, varios meses después de la partida del programa de estabilización, a una conversión de un millón de *pesos* antiguos por un *boliviano* nuevo.

En un tipo más complejo de reforma monetaria, se introduce una nueva moneda no sólo para cortar los ceros, también para crear un esquema especial para el pago de contratos

²¹ Ver ecuación (9.1) en el capítulo 9.

existentes en la moneda antigua. El problema es el siguiente. Supongamos que en Argentina en 1985 la gente esperaba que continuara la inflación sin tregua a una tasa de 50% al mes. Un deudor podría estar dispuesto a tomar un préstamo a un interés de 110% por los dos meses. La tasa de interés nominal es alta, pero la tasa de interés real (después de inflación) es bastante baja. Supongamos, sin embargo, que justamente después de firmarse este contrato el gobierno sorprende a todo el mundo y de hecho detiene la alta inflación. El deudor iría a la quiebra si tuviera que pagar el préstamo a la tasa de interés original, que sería ahora una tasa de interés *real* de 110%. Para cubrir situaciones como éstas, en algunos países (incluyendo Argentina en 1985 y Brasil en 1986) se ha diseñado una reforma monetaria de un tipo más complejo, en que los préstamos pueden pagarse en la nueva moneda, pero con la tasa de interés ajustada de acuerdo a una fórmula preestablecida.²²

Finalmente, existe la opción de una reforma *confiscatoria* que cambia la moneda antigua por la nueva sin ajustar la conversión monetaria de acuerdo con los cambios en los salarios y los precios. Por ejemplo, manteniendo los niveles de salarios y precios sin variación, la moneda antigua se puede convertir a la nueva a razón de 10 a 1. Esto provoca una fuerte reducción de los saldos reales de dinero que conduce seguramente a una contracción económica significativa. Este es el tipo de reforma monetaria que tuvo lugar en Alemania en 1948. Por lo general ella puede ser útil en una situación de inflación *reprimida*, en que la oferta monetaria ha subido de manera aguda, pero los controles de precios han impedido que los precios suban de acuerdo al incremento de la oferta monetaria. La reforma monetaria hace bajar entonces la oferta de dinero para ponerla en línea con los precios, en lugar de permitir una brusca subida de los precios para alinearse con la oferta monetaria.

Alivio de la Restricción Externa

Todos los países que experimentan una hiperinflación llegan a un nivel extremadamente bajo de reservas internacionales que les hace muy difícil defender el tipo de cambio para estabilizar con ello los precios. A menudo los países han caído en hiperinflación *debido* a la pesada carga de obligaciones internacionales sobre el presupuesto fiscal. Por tanto, es muy deseable para un gobierno que emprende un programa de estabilización obtener un préstamo de apoyo a la balanza de pagos, con el cual puede subir sus reservas internacionales y negociar un paquete de apoyo internacional para aliviar la carga financiera externa sobre el presupuesto. Este apoyo de largo plazo podría involucrar una combinación de préstamos nuevos y de alivio de la deuda existente.

En los años 20, la Liga de las Naciones proporcionó un importante apoyo a la balanza de pagos para los programas de estabilización de Austria y Hungría. Alemania fue aliviada de una parte de su carga de reparaciones y recibió nuevos préstamos internacionales, aunque el alivio global no fue suficiente en el largo plazo. En los años 80, Bolivia se benefició sustancialmente de una combinación de nuevos préstamos (del FMI, del Banco Mundial y de otras agencias internacionales) y del alivio de su deuda con bancos comerciales y gobiernos extranjeros. Otros países que en los años 80 pasaron por una hiperinflación no han recibido hasta ahora un adecuado apoyo internacional y ésta es una de las razones por las cuales han fracasado los diversos intentos de estabilización en ellos.

²² Este tipo especial de reforma monetaria introducía una "tablita" o programa para el pago de contratos, convirtiendo el monto adeudado en la moneda antigua en un monto menor en la moneda nueva.

El Problema de la Confianza

En todas las experiencias de hiperinflación, las tasas de interés real han permanecido bastante altas (mucho más altas que los niveles mundiales), incluso después de conseguirse la estabilización. ¿Por qué pasa esto? La razón principal es que la gente todavía se encuentra escéptica respecto del éxito continuado del programa. En consecuencia, los agentes incorporan la posibilidad de una devaluación de la moneda a la tasa de interés en moneda local, lo que lleva a una tasa de interés nominal alta —y, de hecho, mucho más alta que la tasa de inflación—. A medida que la credibilidad en el programa de estabilización se vaya afirmando en el público, las tasas de interés caerán.

Altas tasas de interés real en el corto plazo tienden a provocar vigorosos llamados a una expansión del crédito interno. La tentación de forzar estas tasas hacia abajo mediante una expansión del crédito es sumamente peligrosa, sin embargo. Un retorno al dinero fácil al comienzo de un programa de estabilización puede provocar una pérdida de reservas internacionales y el subsecuente ataque especulativo a la moneda local, seguido por una devaluación significativa y el resurgimiento de una alta inflación.

Un caso extremo de altas tasas de interés real después de la estabilización ocurrió en Alemania a fines de 1923. Después de alcanzarse la estabilización a mediados de noviembre, las tasas de interés nominal estaban todavía entre 0.5 y 6.5% *por día*, como se muestra en el cuadro 23-3. Pero con precios estables, éstos eran también los niveles de las tasas de interés *real*. Y un 0.5% diario es equivalente a un 500% anualizado, en tanto que 3% al día es alrededor de 150% *al mes*. Las tasas de interés declinaron rápidamente de estos niveles astronómicos, pero se mantuvieron bastante altas por seis meses después de la estabilización.²³ El cuadro 23-3 muestra también la evolución de las tasas de interés en Bolivia, que exhiben un patrón cualitativo similar al de Alemania. Las tasas nominales en moneda local permanecieron cerca del 20% mensual desde octubre de 1985 hasta marzo de 1986, esto es, después de que los precios se habían estabilizado (excepto por los breves rebrotes de inflación en diciembre de 1985 y enero de 1986).

Es fundamental restablecer la confianza tan rápido como sea posible, para reducir así las tasas de interés internas. De otro modo, las altas tasas de interés pueden por sí mismas socavar el programa de estabilización. Esto puede acontecer de tres maneras. Primero, las altas tasas de interés pueden generar presiones para una rápida expansión de la oferta monetaria, poniendo así en peligro el nuevo tipo de cambio estable. Segundo, las altas tasas de interés pueden deteriorar la situación presupuestaria si el gobierno tiene un alto nivel de deuda interna. Tercero, las altas tasas de interés puede llevar a dificultades financieras a las empresas, causando quiebras, desempleo y tensiones políticas.

¿Por qué los Gobiernos Posponen la Estabilización?

En varias experiencias de alta inflación, las estabilizaciones se demoraron algún tiempo hasta que se lanzó un plan coherente para detener la inflación. Sin embargo, hay amplia evidencia de que, cuanto más se espere para atacar el problema, mayor es el daño al que se ve sometida la economía y mayor será el costo de las reformas que eventualmente se necesitarán para estabilizar la economía. Así pues, ¿por qué se dilatan las estabilizaciones?

²³ Para un análisis de este punto, ver Rudiger Dornbusch, "Lessons from the German Inflation Experience of the 1920s", en R. Dornbusch, S. Fischer y J. Bossons, editores, *Macroeconomics and Finance, Essays in the Honor of Franco Modigliani*, MIT Press, Cambridge, Mass., 1989.

CUADRO 23-3

TASAS DE INTERÉS DESPUÉS DE LA ESTABILIZACIÓN: ALEMANIA, 1923, Y BOLIVIA, 1985-1986 (PORCENTAJE)				
(a) Alemania				
1923			1924	
Tasas de interés diarias			Tasas de interés anualizadas	
Diciembre	3	1-3.5	Enero	87.6
	4	2.25	Febrero	34.9
	5	1.5-2	Marzo	33.1
	7	2	Abril	45.9
	8	1.5	Mayo	27.8
	10	0.25-1.5		
	11	0.5		
	12	0.5		
	13	0.17		
	17	0.5		
	18	0.25-0.5		
	19	0.25-0.75		
	20	1.2		
	21	6.5		
	22	2.5		
(b) Bolivia				
1985	Tasas mensuales	1986	Tasas mensuales	
Septiembre	45	Enero	19	
Octubre	31	Febrero	20	
Noviembre	22	Marzo	20	
Diciembre	21	Abril	19	
		Mayo	13	
		Junio	8	
		Julio	8	
		Agosto	8	
		Septiembre	7	
		Octubre	7	
		Noviembre	3	

Fuente: Los datos para Alemania son de Rudiger Dornbusch, "Lessons from the German Inflation Experience of the 1920's" en R. Dornbusch, S. Fischer, y J. Bossons, eds., *Macroeconomics and Finance, Essays in the Honor of Franco Modigliani*, MIT Press, Cambridge, Mass. (reproducción autorizada). Los datos para Bolivia son de Jeffrey Sachs, "The Bolivian Hyperinflation and Stabilization", NBER Working Paper No. 2073, noviembre de 1986.

Es incómodo achacar la culpa de este comportamiento sólo a irracionales decisiones por parte de las autoridades, aunque por cierto ellas han jugado un papel en tales decisiones en muchos países. Pero también hay otras explicaciones. Alberto Alesina de Harvard University y Allan Drazen de Tel-Aviv University han ofrecido una respuesta que se centra en gobiernos demasiado débiles como para que puedan llevar a la práctica un programa de estabilización contrario a los deseos de grupos de interés organizados.²⁴ Para Alesina y Drazen, el problema de lograr el éxito en una estabilización es básicamente distributivo.

El punto de partida es reconocer que distintos grupos de la población no son indiferentes a la forma como se alcanza la estabilización. Si el gobierno equilibra el presupuesto reduciendo los salarios del sector público y el empleo, por ejemplo, esto afectará a los trabajadores en forma más directa. Si sube los impuestos al ingreso y los derechos de exportación de las compañías, el peso recaerá con mayor fuerza sobre los capitalistas.

¿Cómo se distribuyen entonces los costos de la estabilización? Cada grupo luchará para desviar la carga hacia los otros. Como lo plantean Alesina y Drazen, hay una “guerra de atrición” entre los diversos grupos que poseen objetivos distributivos en conflicto. Si el gobierno es “débil”, no puede imponer una solución que es fuertemente resistida por poderosas fuerzas organizadas de la sociedad. La guerra de atrición continúa entonces y no se lleva a cabo ningún esfuerzo de estabilización. Eventualmente, la confrontación termina y surgen ganadores mediante elecciones políticas, o negociaciones legislativas, a través de una cesión del poder de legislar por decreto a las autoridades, o por otros medios. Los ganadores pueden decidir entonces cómo se asignará la carga entre los diferentes grupos y comienza el programa de estabilización.

Para esta hipótesis, la experiencia histórica ofrece cierto respaldo. Por ejemplo, en Francia, Alemania e Italia, después de la Primera Guerra Mundial, se reconocía ampliamente que sus grandes déficit presupuestarios tenían que reducirse. Había grandes conflictos, sin embargo, sobre cómo distribuir los mayores impuestos que se requerían. Los partidos a la derecha del espectro político defendían los impuestos proporcionales al ingreso y los gravámenes indirectos, mientras que los partidos a la izquierda favorecían los impuestos al capital e impuestos más progresivos al ingreso.²⁵ Por último, el empate político se rompía cuando un grupo u otro era capaz de reunir la fuerza necesaria.

En un notable número de casos, la estabilización avanza sólo después de que un nuevo gobierno asume el poder, con autoridad para “barrer con toda la basura” dejada por el gobierno anterior. Así, uno de los mecanismos claves para romper un empate es una nueva elección y una nueva configuración de fuerzas políticas.

23-5 PROGRAMAS HETERODOXOS DE ESTABILIZACIÓN

Los programas de estabilización “heterodoxos” son los que usan la intervención directa en la fijación de salarios y precios además de las medidas monetarias y fiscales más convencionales. Los programas heterodoxos se basan en la idea de que la inflación tiene un gran componente de inercia que la lleva a perpetuarse a sí misma. Como vimos en los capítulos 14 y 15, la inercia inflacionaria se produce debido a los contratos laborales de largo plazo, la indexación de

²⁴ Ver su trabajo conjunto, “Why Are Stabilizations Delayed?”, *American Economic Review*, diciembre de 1991.

²⁵ Este punto lo destaca el historiador de Harvard University Charles Maier en su libro *Recasting Bourgeois Europe: Stabilization in France, Germany and Italy in the Decade After World War I*, Princeton University Press, Princeton, N.J., 1975.

salarios que mira hacia atrás y otros mecanismos que introducen ajustes automáticos de salarios y precios basados en la *inflación pasada*.

El enfoque heterodoxo sostiene que los ajustes presupuestarios y la política monetaria contractiva son por sí mismos insuficientes para detener las inflaciones altas. Bajo circunstancias de inflación inercial, sigue el argumento, usar sólo medidas ortodoxas puede llevar a una recesión innecesariamente profunda. Incluso después de que se ha fijado el tipo de cambio, los precios domésticos pueden continuar subiendo, produciendo en último término una reducción de las utilidades en el sector transable de la economía. Los defensores de los programas de estabilización heterodoxos sostienen que las *políticas de ingresos* —esto es, alguna forma de controles de salarios y precios— deben ser elementos cruciales de un programa de estabilización. En el extremo, algunos defensores de la heterodoxia van tan lejos como para sugerir que los controles de salarios y precios por sí mismos son suficientes para detener la inflación y que las restricciones fiscales y monetarias ortodoxas sólo juegan un papel menor.

Para romper la inercia inflacionaria, quienes propugnan el programa de shock heterodoxo argumentan en favor de techos coordinados para los salarios y precios al comienzo del proceso de estabilización. Los beneficios de esta política, si tiene éxito, son fáciles de apreciar. Puede romper la inercia y también las expectativas inflacionarias de la gente, lo que promueve la confianza en el programa. Por otra parte, puede reducir la inflación muy rápidamente a niveles bajos.

Los programas heterodoxos, no obstante, tienen varias limitaciones potenciales notables. Primero, los controles de salarios y precios pueden ser superfluos. Si la inercia inflacionaria es muy baja, la inflación se detendrá pronto por sí misma. Segundo, los controles de precios pueden ser difíciles de imponer más allá de un grupo muy pequeño de bienes y esta falta de factibilidad administrativa puede hacer que muchos de los controles sean inefectivos. Tercero, los controles pueden ser anticipados. Las empresas pueden subir sus precios, inclusive en varios cientos por ciento, cuando saben que los controles se aproximan. Cuarto, los controles pueden ser adictivos, dándole a las autoridades la idea de que se puede parar la inflación sin el esfuerzo de emprender cambios importantes en las políticas monetarias y fiscales. Quinto, los controles pueden introducir mucha rigidez en la estructura de precios relativos de la economía y esto puede ser causa de escasez. Finalmente, los controles pueden resultar difíciles de eliminar. Su eliminación ¿debe ser gradual o de una vez? Y, si es gradual, ¿cuál es la programación correcta?

La experiencia reciente en América Latina y en Israel aporta algunas valiosas lecciones sobre el uso de métodos heterodoxos. En Argentina, Brasil y Perú, tres programas heterodoxos han fracasado, el Plan Austral de Argentina en 1985, el Plan Cruzado de Brasil en 1986 y el Plan Inti de Perú en 1985. En estos casos, la inflación se mantuvo baja sólo por algunos meses y después volvió con renovado vigor. En Israel y México, en contraste, se han usado métodos heterodoxos, al parecer con mucho más éxito. Ambos países lograron alcanzar la estabilización duradera después de una inflación que había llegado a tasas de tres dígitos (aunque no hiperinflacionarias).²⁶

Observemos que, en Bolivia, una inflación mucho más alta fue eliminada sin emplear ningún elemento heterodoxo. En lugar de fijar los precios, el gobierno boliviano en la práctica

²⁶ Para un análisis de los programas heterodoxos, ver Michael Bruno, Guido Di Tella, Rudiger Dornbusch y Stanley Fischer, editores, *Inflation Stabilization: the Experiences of Israel, Argentina, Brazil, Bolivia and Mexico*, MIT Press, Cambridge, Mass., 1988.

liberó casi todos los precios al comienzo del programa de estabilización. La diferencia más importante entre los casos en que la estabilización funcionó —Bolivia, Israel y México— y los tres experimentos heterodoxos que fracasaron fue el control del presupuesto fiscal. En los fracasados intentos de estabilización, la persistencia de déficit presupuestarios significativos impidió la estabilización del tipo de cambio más allá de unos pocos meses.

Podemos extraer algunas lecciones importantes de estas experiencias. Primero, un fuerte ajuste presupuestario es absolutamente esencial para el éxito de la estabilización. Segundo, los controles de salarios y precios por sí mismos son insuficientes para detener la inflación. Tercero, no hay claras conclusiones en relación a los controles de salarios y precios cuando se les aplica *adicionalmente* al paquete ortodoxo. No sabemos con exactitud si los costos de la estabilización en Israel y México fueron más bajos por el uso de los controles de salarios y precios y si los costos en Bolivia fueron más altos por los métodos más ortodoxos utilizados. Una fuerte posibilidad es que para un país en real hiperinflación, como Bolivia, la inercia inflacionaria se elimina, de modo que las medidas heterodoxas sobre salarios y precios son irrelevantes. Cuando las tasas de inflación son más bajas, como lo eran en Israel y México, puede quedar todavía suficiente inercia inflacionaria para hacer que los controles de salarios y precios sean útiles.

23-6 ESTABILIZACIÓN EN EUROPA ORIENTAL

En 1989 y 1990, dos economías de Europa Oriental —Polonia y Yugoslavia— experimentaron hiperinflación, como se muestra en el cuadro 23-1. Muchos otros países de la región, incluyendo a Bulgaria, Hungría y la Unión Soviética, también experimentaron incrementos significativos en la inflación a comienzos de los años 90. ¿Hay una razón para considerar que la estabilización en Europa Oriental es un fenómeno distinto que requiere medidas especiales? La respuesta es sí. Las condiciones en la región son suficientemente especiales como para merecer un análisis específico, aunque muchas de las características de un programa estándar de estabilización son también aplicables a este caso.

La estabilización en Europa Oriental es especial en cuanto la inestabilidad macroeconómica ocurre en una economía socialista (esto es, una economía dominada por la propiedad estatal) y la estabilización debe mirarse como parte de un proceso global de transformación. En todos los países de Europa Oriental, los gobiernos de la región han proclamado su intención de reemplazar el régimen unipartidario del partido comunista, la propiedad estatal de la industria y la planificación central por un sistema al estilo de Europa Occidental, de democracia multipartidista, propiedad privada y mercados libres.

La estrategia para esta fundamental reforma económica involucra tres elementos principales: estabilización macroeconómica, liberalización económica y privatización de las empresas estatales.²⁷ La liberalización económica es un término amplio que incluye pasos para abrir la economía al comercio internacional, generar la competencia en los mercados domésticos e instituir un sistema legal de protección a los derechos de propiedad privada. Nuestra preocupación central aquí tiene que ver con la primera de estas cuestiones, la estabilización macroeconómica. Tocaremos las otras en cuanto afectan este proceso. En efecto, los programas de estabilización no se pueden analizar aisladamente de las otras partes de la reforma.

²⁷ Ver David Lipton y Jeffrey Sachs, "Creating a Market Economy in Eastern Europe: The Case of Poland", *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 1, 1990.

En el núcleo de las altas inflaciones de Europa Oriental y de la Unión Soviética están los grandes déficit presupuestarios que conducen al rápido crecimiento del dinero. Esto no es diferente a otros lugares. Hay, sin embargo, importantes características especiales de las economías socialistas que tienen que considerarse en el diseño e implementación de los programas de estabilización: (1) la restricción presupuestaria *blanda* de las empresas públicas, (2) la falta de disciplina salarial en las compañías estatales, (3) la existencia de grandes subsidios al sector familias, y (4) la presencia —en general— de un exceso de dinero (monetary overhang). Analizaremos cada uno de estos temas en los párrafos siguientes.

Las empresas estatales en las economías socialistas han estado sujetas tradicionalmente a una *restricción presupuestaria blanda*, esto es, una cantidad de privilegios como crédito de bajo costo, subsidios directos y exenciones tributarias. Este tratamiento especial ha protegido a las empresas estatales de las realidades de la competencia de mercado. Los gerentes estatales son proclives entonces a sobreexpandir la inversión y a ser muy generosos en lo que se refiere a aumentos de salarios. Si las inversiones no resultan o si se reducen las utilidades a consecuencia de los grandes aumentos de salarios, el efecto sobre el gerente es mínimo o nulo. Por otra parte, los gerentes estatales en el período comunista sabían que el gobierno estaba preparado para apoyar a las empresas que tenían pérdidas. Prueba de esto es que las quiebras han sido extremadamente raras o inexistentes, a pesar de las pérdidas masivas. En Polonia, por ejemplo, sólo 11 empresas han quebrado después de aprobarse la ley de quiebras en 1983.

La *disciplina salarial* ha sido por tradición muy débil en las empresas estatales, ya que sus gerentes no se preocupan mucho de las utilidades. Por otra parte, los gerentes estatales son designados con frecuencia por los mismos trabajadores y, por lo tanto, son muy susceptibles a ceder ante las demandas de éstos. Por estas razones, los gerentes no han tenido incentivos para limitar los incrementos de salarios, que siempre podían financiarse con créditos baratos del banco central. Esta situación ha llevado a incrementos de salarios que frecuentemente exceden los mejoramientos en la productividad por un amplio margen. Ejemplos de esto fueron la Unión Soviética en 1988-1991 y Polonia en 1987-1989.

Además, los regímenes comunistas a menudo extendían *grandes subsidios* al sector familias, lo cual contribuía a fuertes déficit presupuestarios. Como los gobiernos comunistas eran tan impopulares, tenían pasar los incrementos de costos a los consumidores y, en su lugar, usaban subsidios presupuestarios para tratar de mantener bajos los precios al consumidor. El resultado, sin embargo, era simplemente un gigantesco déficit presupuestario, que creaba las condiciones macroeconómicas para alta inflación. En Polonia, por ejemplo, los subsidios a los alimentos, insumos agrícolas y al carbón representaban más del 8% del PIB en 1989.

Las economías de Europa Oriental sufren con frecuencia de un *exceso de dinero*, esto es, grandes cantidades de poder de compra que se han estado acumulando como resultado de la creación de dinero en el pasado (usado para financiar los déficit presupuestarios anteriores) combinada con un sistema de precios controlados. En efecto, la inflación que resultaría normalmente de la impresión de dinero está “embotellada” por los controles de precios. Los resultados son escasez e *inflación reprimida* en lugar de inflación abierta. Una vez que se liberalizan los precios, sin embargo, las presiones inflacionarias quedan libres y el nivel de precios tiende a subir abruptamente. Este es obviamente un factor de complicación al comenzar un programa de estabilización.

La mayoría de los economistas que han evaluado la situación considera que las claves para la estabilización macroeconómica involucran los siguientes pasos: imponer restricciones presupuestarias *duras* a las empresas estatales; establecer una estructura de precios realista en la economía, basada en parte en el comercio abierto y la convertibilidad de la moneda; eliminar —o, al menos, reducir significativamente— los subsidios, a fin de controlar el déficit fiscal;

imponer controles de salarios a los trabajadores de las empresas estatales, como sustituto a la disciplina de mercado en los salarios; y terminar con el exceso de dinero, usualmente permitiendo que los precios controlados suban a los niveles de equilibrio de mercado.²⁸

Fijar *restricciones presupuestarias duras* a las empresas estatales equivale a imponer límites muy estrechos al crédito para estas compañías y terminar con el otorgamiento de subsidios. En esencia, se debe forzar a las firmas estatales a independizarse financieramente del presupuesto fiscal y del banco central, con la rentabilidad como único criterio para evaluar el desempeño de la empresa. La privatización de las empresas públicas —aunque no es algo que se pueda alcanzar a muy corto plazo— es, indudablemente, el camino clave para imponer una restricción presupuestaria dura a las empresas a mediano plazo.²⁹

Otra característica particular de la estabilización en Europa Oriental es la necesidad de *liberalizar los precios* que han estado fijados por controles al mismo tiempo que se intenta la estabilización macroeconómica global. Esto significa que los programas de estabilización partirán típicamente con un brote de inflación por una vez, al dejarse libres los precios controlados. Con el propósito de evitar la especulación desestabilizadora y las incertidumbres, lo mejor es llevar a cabo la liberalización de precios con rapidez, en lugar de hacerlo durante un período de meses o años como lo hizo la Unión Soviética en el año 1991. Los episodios de liberalización gradual de precios han dejado casi siempre la situación más desestabilizada que sin los pasos graduales. Como la liberalización de precios se propone establecer una estructura de precios realista en la economía y como los precios internacionales son los mejores indicadores para los precios domésticos, el cese de los controles de precios debe combinarse con acciones para abrir la economía al comercio con el resto del mundo. De este modo, la liberalización de precios debe combinarse con pasos hacia una moneda convertible y una reducción importante de las barreras comerciales artificiales como cuotas, aranceles y licencias.³⁰

La *disciplina salarial* debe imponerse para evitar así que se genere una espiral salarios-precios después de la liberalización de precios. La imposición de una restricción presupuestaria dura y una motivación hacia las utilidades en las empresas estatales ayudarán a mantener la disciplina salarial, pero usualmente se necesitarán también controles salariales directos, teniendo en consideración que los gerentes tienen escasos incentivos para resistir las demandas salariales de los trabajadores. En Polonia, por ejemplo, se implantó un sistema llamado de “impuesto a los excesos de salario”, según el cual las empresas tienen que pagar impuestos punitivos sobre los pagos de salarios que excedan ciertas normas dictadas centralmente. Aunque esto está lejos de ser un sistema ideal de salarios, es quizás una medida transitoria adecuada mientras las empresas estatales se privatizan.

Como parte del esfuerzo para reducir el déficit presupuestario, los *cortes a los subsidios gubernamentales* deben ser profundos. En la estabilización de Polonia, por ejemplo, el corte de los subsidios equivalía a alrededor del 8% del PIB. La reducción de los subsidios puede

²⁸ Algunos economistas también defienden una *reforma monetaria*, usualmente incluyendo una confiscación de parte del exceso de dinero, como alternativa a la liberalización de precios. Otra opción posible que se ha mencionado es la venta en gran escala de activos del gobierno al público en retorno por el exceso de dinero. En la práctica, la idea de absorber el exceso de dinero mediante ventas de activos no se ha demostrado practicable.

²⁹ Para una detallada discusión de la privatización, ver Olivier Blanchard y otros, *Reform in Eastern Europe*, MIT Press, Cambridge, Mass., 1991, y David Lipton y Jeffrey Sachs, “Privatization in Eastern Europe: The Case of Poland”, *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 2, 1990.

³⁰ Para una discusión de la convertibilidad de la moneda, ver el recuadro 10-1 en el capítulo 10.

no producir una reducción similar en el déficit presupuestario, porque hay fuertes presiones para incrementar otros componentes del gasto fiscal. Los cortes en los subsidios se han acoplado con esfuerzos de asistencia focalizada para ayudar a los más necesitados, que son los más vulnerables a la reducción de los subsidios. El gasto en programas sociales—incluyendo el seguro de desempleo— tiende a subir durante una reestructuración económica masiva.

Los países de Europa Oriental han demostrado que es posible estabilizar y liberalizar muy rápidamente una economía previamente socialista, de planificación centralizada. Pero no han logrado todavía privatizar las industrias de propiedad estatal. Hasta que esto no se realice con éxito, los países reformistas correrán el riesgo de nuevos brotes de inestabilidad macroeconómica. Aún con la mejor de las intenciones en los gobiernos, las presiones por aumentos de salarios en las empresas estatales y las presiones políticas que llevan a restricciones presupuestarias blandas en las empresas públicas probablemente sólo podrán resolverse con la transferencia de la propiedad de las empresas al sector privado.

23-7 RESUMEN

En el transcurso de este siglo, varios países han alcanzado niveles de inflación extraordinariamente altos. Definimos como *inflación muy alta* a una tasa de inflación anual de 100% o más y como *hiperinflación* a una inflación de 50% al mes (equivalente a cerca de 13,000% al año). Sólo ha habido 15 casos de hiperinflación en la historia, todos ellos durante el presente siglo.

Hay algunas condiciones claves que han desatado las hiperinflaciones. Primero, estos fenómenos sólo han sucedido durante regímenes de *dinero de curso forzoso*. Segundo, muchas hiperinflaciones han tendido a ocurrir durante períodos de guerra, guerra civil o revolución, o durante sus secuelas, como consecuencia de las presiones sobre el presupuesto fiscal. En los años 80, shocks externos y el alto endeudamiento internacional de los gobiernos jugaron un papel clave.

La característica común de todas las hiperinflaciones es un crecimiento colosal de la oferta monetaria, que es el resultado generalmente de la necesidad de financiar enormes déficit presupuestarios. Por otra parte, una vez que se pone en marcha una alta inflación, la situación presupuestaria puede tornarse inestable: la alta inflación causa una abrupta caída de la recaudación tributaria, lo que a su vez incrementa el déficit fiscal y lleva a más inflación. La evidencia histórica parece indicar que un déficit fiscal persistente del orden de 10-12% del PNB, financiado por medios monetarios, conduce a una hiperinflación.

Detener una alta inflación requiere de una especial combinación de políticas en relación al tipo de cambio, el presupuesto público, la oferta monetaria y, en algunos casos, medidas directas sobre los salarios y los precios. Contribuye al éxito de una estabilización la confianza del público en el paquete de medidas. Las hiperinflaciones, cuando se detienen, tienden a terminar casi de un día para otro, aunque las reformas de políticas que se necesitan para sostener una tasa baja de inflación puedan tomar meses o años para ejecutarse.

Durante una hiperinflación, la *inercia inflacionaria* virtualmente se elimina a medida que las economías se van *dolarizando* en forma creciente. En consecuencia, cabe esperar que se cumpla notablemente bien la paridad del poder de compra. La estabilización del tipo de cambio es entonces un factor clave para detener la inflación, ya que el tipo de cambio es un nexo crucial entre los precios en dólares y los precios en moneda local. Pero no es posible estabilizar el tipo de cambio a menos que se ponga bajo control el déficit fiscal básico —y la necesidad de señoriaje—. Algunas medidas introducidas para reducir el déficit presupuestario (cese de los subsidios, devaluación de la moneda, precios más altos en el sector público) pueden resultar en un brote de *inflación correctiva* en el corto plazo. Por tanto, a veces la tasa de inflación

puede experimentar un salto al comienzo de un programa de estabilización, justo antes de que termine la inflación.

Las reservas internacionales por lo general llegan a niveles muy bajos durante una hiperinflación. Por lo tanto, es altamente conveniente que un gobierno que está echando a andar un programa de estabilización obtenga un préstamo de respaldo a la balanza de pagos o que logre un alivio en el servicio de su deuda en los comienzos del programa de estabilización. Estas formas de respaldo ayudan al banco central a defender el tipo de cambio y también a fortalecer la confianza del público en el programa.

Se llaman *programas de estabilización heterodoxa* los que se apoyan en una intervención directa en la fijación de salarios y precios, además de las medidas monetarias y fiscales más convencionales. Estos programas se basan en la idea de que la inflación tiene una componente inercial importante, como resultado de los contratos laborales de largo plazo, la indexación de salarios que mira hacia atrás y otros mecanismos. Bajo estas condiciones, sostienen sus defensores, las medidas ortodoxas pueden conducir a una recesión innecesariamente profunda. Los programas heterodoxos tienen, sin embargo, cierto número de inconvenientes, entre los que se cuentan que los controles de salarios y precios pueden ser superfluos y difíciles de imponer, que pueden introducir rigideces sustanciales en los precios relativos y que pueden resultar difíciles de eliminar. La evidencia empírica respecto de estos programas es ambivalente. Lo que está claro, sin embargo, es que los controles de salarios y precios por sí mismos son insuficientes para detener la inflación.

La estabilización en Europa Oriental en los comienzos de los años 90 es especial en cuanto forma parte de un esfuerzo global para crear economías capitalistas donde anteriormente había economías socialistas con planificación central. Dos países de esta región, Polonia y Yugoslavia, experimentaron hiperinflaciones comenzando en 1989. En el núcleo de estas hiperinflaciones, y de otras altas inflaciones en Europa Oriental, han estado los grandes déficit fiscales, como ha sido el caso en otros lugares. Hay, sin embargo, algunas características especiales de importancia en estas economías que deben considerarse al diseñar los programas de estabilización: (1) la *restricción presupuestaria blanda* de las firmas públicas, (2) la falta de *disciplina salarial* en las compañías estatales, (3) la existencia de grandes *subsidios* al sector familias, y (4) la presencia general de un *exceso de dinero*.

Los programas de estabilización de la región deben tener especial cuidado de atacar estas características económicas. No obstante, debe reconocerse que es improbable que programas de estabilización macroeconómica de corto plazo puedan tener éxito a menos que se combinen con programas de privatización de la industria estatal, dado que sólo de las firmas de propiedad privada puede esperarse que respondan efectivamente a las fuerzas de mercado.

Conceptos claves

inflación muy alta	hiperinflación
envilecer la moneda	patrón metálico
dinero de curso forzoso	recaudación del señoraje
inflación esperada	impuesto inflación
estabilización de precios	dolarización
paridad del poder de compra	estabilización del tipo de cambio
inercia inflacionaria	indexación que mira hacia atrás
reforma monetaria	reforma confiscatoria
préstamo de respaldo a la balanza de pagos	remonetización
programas ortodoxos	programas heterodoxos

inflación correctiva
 políticas de ingresos
 restricción presupuestaria blanda
 exceso de dinero

inflación reprimida
 controles de salarios y precios
 restricción presupuestaria dura

Problemas y Preguntas

1. “Las hiperinflaciones después de la Primera Guerra Mundial y las de los años 80 tuvieron un origen común en shocks externos”. Comente.
2. Un incremento en la tasa de crecimiento del dinero ¿hace subir o bajar el ingreso fiscal real proveniente de la creación de dinero?
3. “En Alemania en 1923, la depreciación de los ingresos tributarios alcanzó el punto en que se gastaba más en recaudar los impuestos de lo que ellos producían, de modo que el déficit presupuestario y la tasa de inflación habrían sido menores si se hubiera descartado la maquinaria ordinaria de la tributación y el gobierno hubiera dependido solamente de la inflación” (D. H. Aldcroft, *From Versailles to Wall Street, 1919-1929*, 1981). Comente esta afirmación.
4. ¿Cuál es la diferencia entre señoríaje e impuesto inflación? ¿Bajo qué condiciones son equivalentes estos dos conceptos?
5. ¿Cómo puede explicar usted el hecho de que los programas de estabilización exitosos van siempre seguidos de un período de tasas de crecimiento monetario muy altas? ¿Qué implica esto para la conducción de la política monetaria en un programa de estabilización?
6. Algunos analistas han llegado a la conclusión de que, después de la Primera Guerra Mundial, la hiperinflación alemana, aunque tuvo altos costos en el momento, trajo importantes beneficios de largo plazo para el país. ¿Está usted de acuerdo? Explique.
7. Durante las experiencias de alta inflación, los gobiernos pueden recaudar más señoríaje de lo que es posible bajo estado estacionario por períodos largos de tiempo. ¿Es correcta esta afirmación? ¿Por qué?
8. Analice bajo qué condiciones los programas de estabilización heterodoxos pueden ser más efectivos para detener una hiperinflación que los programas ortodoxos.
9. “Debido a que en todas partes las hiperinflaciones son causadas en último término por un déficit fiscal importante, no hay buenas razones para tener una política de estabilización especial para las economías de Europa Oriental”. Comente.
10. Algunos economistas sostienen que la cura para un exceso de dinero es una reforma monetaria confiscatoria. Analice los pro y los contra de esta política. ¿Hay alguna otra manera de corregir el exceso?