

---

# Realidades de las hiperinflaciones modernas

**Pese a que las tasas de inflación han bajado en el mundo entero, la hiperinflación no ha sido erradicada**

*Carmen M. Reinhart y Miguel A. Savastano*



**U**N puñado de economías europeas sucumbió a la hiperinflación al término de la primera guerra mundial. En Alemania, Austria, Hungría, Polonia y Rusia hubo enormes aumentos de precios: en Alemania, llegaron a la astronómica cifra de 3,25 millones en un solo mes de 1923. A partir de los años cincuenta, sin embargo, la hiperinflación solo ha afectado a las economías en desarrollo y en transición. El fenómeno menos extremo de una inflación alta y crónica desapareció de las economías avanzadas en los años ochenta y de los países en desarrollo en los noventa (gráfico 1). En América Latina y el Caribe la tasa promedio bajó de 233% al año en 1990–94 a 7% en 2000–02. En las economías en transición, en el mismo período, la disminución fue aun mayor, del 363% al 16%; y los países asiáticos —siempre de baja inflación, comparativamente— han mantenido en los últimos tiempos la inflación en un nivel estable de un 5% anual.

La estabilidad relativa de los últimos años quizá lleve a algunos a pensar que la inflación alta y crónica y la hiperinflación han sido erradicadas para siempre. La historia no justifica esta conclusión. Con el propósito de no olvidar esta lección, este artículo examina brevemente todos los episodios de hiperinflación que han ocurrido en economías de mercado desde mediados de los años cincuenta. Según la definición clásica de Philip Cagan (1956), un episodio de hiperinflación comienza el mes en el que el aumento de los precios supera el 50% y termina el mes anterior al cual ese aumento cae por debajo de esa tasa y permanece así por lo menos durante un año. Desde fines de los años cincuenta, todos los episodios de este tipo no relacionados con conflictos armados (internos o externos) ocurrieron en países que ya tenían un historial de inflación crónicamente alta: Argentina, Bolivia, Brasil y Perú. Para efectos comparativos, incluimos en nuestro análisis también a Ucrania, la ex república soviética que sufrió de inflación crónica durante más tiempo.

## Principio y fin

Las hiperinflaciones modernas son distintas a las que ocurrieron poco después de la primera guerra mundial. Aquellas hiperinflaciones se desencadenaron y terminaron con rapidez, sin ocasionar costos muy elevados para el empleo y la

producción, una vez que los gobiernos adoptaron drásticas reformas fiscales y monetarias que restauraron la convertibilidad de la moneda y otorgaron a los bancos centrales independencia plena para la conducción de la política monetaria.

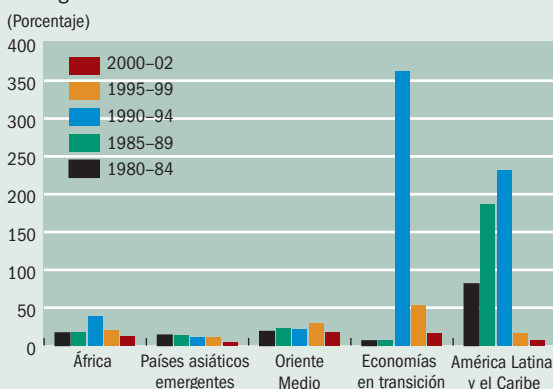
Los episodios modernos de hiperinflación, en cambio, no han sido breves ni rápidos. Estos episodios casi siempre fueron precedidos por muchos años de inflación alta y crónica. Por ejemplo, en Argentina, Brasil y Perú la inflación anual se mantuvo por encima del 40% durante 12–15 años antes de llegar a la hiperinflación (cuadro 1). A pesar de que una inflación alta y crónica no termina necesariamente en hiperinflación, este sí fue el caso en los países aquí analizados debido principalmente a una expansión descontrolada de la oferta monetaria, alimentada por desequilibrios fiscales endémicos.

En las hiperinflaciones modernas la estabilidad de precios tampoco se recuperó de la noche a la mañana. Se necesitaron 14 meses en Bolivia y más de tres años en Perú para que la tasa de inflación anual cayera por debajo del 40%, y aún más tiempo para lograr una tasa de un dígito: tres años y medio en Argentina y unos siete años y medio en Bolivia. En Brasil, la incapacidad de concretar las reformas fiscales y monetarias necesarias durante 1989–90 propició el resurgimiento de la inflación y una segunda cuasi-hiperinflación en 1994.

Gráfico 1

### ¿Inflación en retirada?

Las tasas de inflación han disminuido en la mayoría de las regiones.



Fuente: FMI, *Perspectivas de la economía mundial* (varios años).

Una diferencia adicional es que no todas las hiperinflaciones modernas terminaron con el restablecimiento pleno de la convertibilidad de la moneda o el simple otorgamiento de independencia al banco central. Salvo Argentina, que adoptó una caja de conversión, los países que derrotaron la hiperinflación utilizaron sistemas monetarios y cambiarios híbridos. Bolivia y Perú, por ejemplo, emplearon metas numéricas para la oferta monetaria e intervinieron activamente en el

Cuadro 1

### Hiperinflaciones modernas

Un vistazo a cinco episodios

Episodio	Tasa de inflación máxima en 12 meses (Porcentaje)	Período con inflación anual superior al 40%		Principal ancla nominal	Régimen cambiario
		Antes del máximo	Después del máximo		
Argentina Mayo de 1989–marzo de 1990	20.266 (Marzo de 1990)	15 años, 2 meses	1 año, 10 meses	Tipo de cambio	Régimen de convertibilidad, abril de 1991–1 de diciembre de 2001.
Bolivia Abril de 1984–septiembre de 1985	23.447 (Agosto de 1985)	3 años, 5 meses	1 año, 2 meses	Oferta monetaria	Flotación sucia (agosto de 1985–octubre de 1987), seguida por régimen de paridad móvil <i>de facto</i> .
Brasil Diciembre de 1989–marzo de 1990	6.821 (Abril de 1990)	14 años, 3 meses	5 años, 1 mes	Tipo de cambio	Breve desinflación (Plan Collor). La inflación aumentó sostenidamente desde julio de 1991 hasta junio de 1994, cuando se adoptó el Plan Real, basado en una banda móvil. La banda resistió hasta enero de 1999, cuando fue reemplazada por una flotación.
Perú Julio de 1990–agosto de 1990	12.378 (Agosto de 1990)	12 años, 5 meses	3 años, 3 meses	Oferta monetaria	Mercados cambiarios múltiples fueron unificados en agosto de 1990, y el tipo de cambio flotó hasta octubre de 1993, cuando se adoptó una banda móvil <i>de facto</i> .
Ucrania Abril de 1991–noviembre de 1994	10.155 (Diciembre de 1993)	11 meses	2 años, 10 meses	Híbrida	Mercados paralelos, con intentos periódicos de fijar el tipo oficial. Los mercados se unificaron en septiembre de 1998, cuando se adoptó una paridad móvil <i>de facto</i> .

Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*; Fischer, Sahay y Végh (2002); Reinhart y Rogoff (2002); Reinhart y Savastano (2002).

Cuadro 2

**Raíces fiscales**

Para eliminar la hiperinflación es fundamental reducir los déficit fiscales.

	Tasa de inflación anual (Promedio del período)						
	t-3	t-2	t-1	t	t+1	t+2	t+3
Argentina (1989-90)	90,1	131,3	343,0	2.697,0	171,7	24,9	10,6
Bolivia (1984-85)	32,1	123,5	275,6	6.515,5	276,3	14,6	16,0
Brasil (1989-90)	147,1	228,3	629,1	2.189,2	477,4	1.022,5	1.927,4
Perú (1990)	86,3	667,3	3.398,5	7.485,8	409,5	73,5	48,6
Ucrania (1991-94)	n.d.	2,1	4,2	1.613,7	376,4	80,2	15,9

	Déficit fiscal/PIB <sup>1</sup> (Porcentaje)						
	t-3	t-2	t-1	t	t+1	t+2	t+3
Argentina (1989-90)	4,2	6,7	8,6	4,9	1,7	-0,4	0,2
Bolivia (1984-85)	7,8	14,7	19,1	16,7	2,5	7,4	5,7
Brasil (1989-90)	11,3	32,3	53,0	56,3	27,2	44,2	58,1
Déficit operativo	3,6	5,7	4,8	2,8	0,0	-2,2	0,3
Perú (1990)	9,0	6,4	7,2	7,4	1,4	2,6	2,7
Ucrania (1991-94)	n.d.	n.d.	n.d.	14,1	8,7	4,9	3,2

Fuentes: FMI, *International Financial Statistics* (varios años); Reinhart y Savastano (2002).  
Nota: t denota los años de hiperinflación (en paréntesis). n.d. denota la ausencia de datos.

<sup>1</sup>Sector público no financiero o gobierno general. Excluye las pérdidas cuasifiscales.

mercado cambiario (“flotaciones sucias”); Brasil y Ucrania, por su parte, retuvieron *de jure* un tipo de cambio dual durante casi toda la década de los noventa.

**Efectos persistentes**

Importantes ajustes fiscales fueron necesarios para poner fin a todas las hiperinflaciones modernas (cuadro 2). De hecho, excepto

Brasil, los países que derrotaron la hiperinflación redujeron su déficit fiscal en más del 10% del PIB en promedio, en un lapso de tres años.

Aunque consiguieron frenar el colapso de la actividad económica, el crecimiento del producto en el período posterior a la hiperinflación ha sido moderado en casi todos los casos recientes. Esto sugiere que no se debiera esperar grandes resultados en términos de crecimiento después de terminada una hiperinflación (gráfico 2).

Una de las razones por las cuales el fin de la hiperinflación no lleva a un repunte económico sostenido ha sido el estado calamitoso del sistema bancario. La hiperinflación contrae el tamaño del sector financiero y reduce la eficiencia del sistema de precios y la utilidad de la moneda nacional como reserva de valor, unidad de cuenta y medio de pago.

En Bolivia, por ejemplo, los depósitos bancarios cayeron a un 2% del PIB un año después de comenzada la hiperinflación. Aunque los depósitos y los agregados monetarios se recuperan cuando la hiperinflación termina, la intermediación financiera se mantiene a niveles muy bajos por algún tiempo. Por ejemplo, tres años después de la hiperinflación, la relación depósitos bancarios/PIB en los cuatro países latinoamericanos de la muestra oscilaba entre 9% y 20%, o sea entre un tercio y la mitad de la intermediación financiera “normal” en países de ingreso per cápita similar sin historial de inflación alta (gráfico 3).

Debido en parte a la contracción de la intermediación financiera, todas las hiperinflaciones modernas han coincidido con crisis bancarias. Los cuantiosos retiros de depósitos y el aumento de los préstamos en mora que se suceden durante el período de contracción económica tienden a elevar el costo de estas crisis. Los países que tuvieron hiperinflación tampoco tenían acceso a los mercados internacionales de capital. Al inicio de la hiperinflación, cuatro de los países de la muestra ya habían incumplido ciertos pagos de su deuda externa y los incumplimientos se multiplicaron al poco tiempo.

Las hiperinflaciones modernas también han coincidido con una variedad de distorsiones al sistema económico: controles de capital, formas diversas de represión financiera, mercados cambiarios segmentados y corrupción. Estas distorsiones son difíciles de medir, pero el diferencial del tipo de cambio paralelo ha probado ser una buena aproximación para muchas de ellas. En el cuadro 3 se ve que antes de la hiperinflación este diferencial superó siempre el 50%, y en ocasiones alcanzó niveles de cientos. Reducir o eliminar los controles de capital y unificar los mercados cambiarios, además de aplicar una política fiscal estricta, han sido necesarios para reducir el diferencial cambiario y las distorsiones asociadas con este fenómeno.

Si bien el final de la hiperinflación no ha conllevado a un repunte sostenido en la tasa de crecimiento ni a una recuperación del acceso formal a los mercados de capital, hay indicios

Cuadro 3

**Indicios de recuperación**

Al finalizar la inflación, cae el diferencial del mercado paralelo y se reduce la fuga de capital.

	Diferencial promedio del mercado paralelo <sup>1</sup> (Porcentaje)		
	t-3	t	t+3
Argentina (1989-90)	66,7	67,7	10,9
Bolivia (1984-85)	54,0	119,1	7,3
Brasil (1989-90)	111,5	102,3	18,1
Perú (1990)	278,8	32,7	6,4
Ucrania (1991-94)	n.d.	n.d.	11,1

	Fuga de capital acumulada <sup>2</sup> (Millones de dólares)		
	De t-3 a t	Durante t	De t a t+3
Argentina (1989-90)	8.662	7.938	-27.434
Bolivia (1984-85)	73	190	-70
Brasil (1989-90)	38.757	-8.932	-30.476
Perú (1990)	2.310	-669	-11.318

Fuentes: *World Currency Yearbook* (varios números); Reinhart y Savastano (2002).

Nota: t denota los años de hiperinflación (en paréntesis). n.d. denota la ausencia de datos.

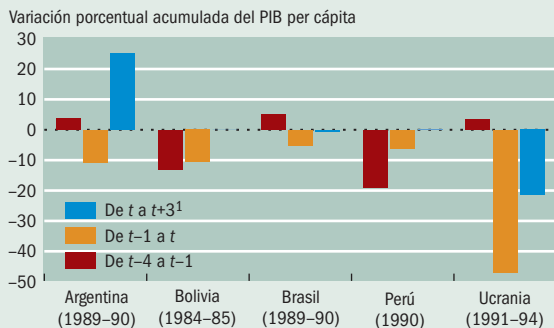
<sup>1</sup>El diferencial del mercado paralelo se define como  $100 * (ep - e) / e$ , siendo *ep* el tipo de cambio paralelo, y *e*, el oficial. En el caso de Argentina, Brasil y Perú, las estimaciones de la fuga de capital llegan hasta 1992 (es decir, t+2).

<sup>2</sup>El signo de más denota fuga de capital (una salida); el de menos, repatriación de capital (una entrada).

Gráfico 2

**¿Qué tan grande es el repunte?**

Las políticas de desinflación no pueden compensar del todo el colapso económico.



Fuentes: FMI, *International Financial Statistics* (varios años) y *Perspectivas de la economía mundial* (varios años).

Nota: t denota los años de hiperinflación (en paréntesis).

<sup>1</sup>De t a t+3 el PIB real per cápita de Bolivia no varió. En Brasil, la variación fue de -0,6%, y en Perú, de -0,1%.

de que la escasez aguda de financiamiento externo se atenuará un poco con la repatriación de los capitales que fugaron del país durante la hiperinflación (cuadro 3). Cuando la inflación baja, al menos parte de los activos que los residentes sacaron del país regresan al sistema financiero, aunque no en montos suficientes para financiar un crecimiento sostenido. Pese a que estos flujos facilitan la reintermediación financiera, rara vez conllevan un aumento en la demanda por moneda nacional o por activos financieros denominados en esa moneda. La “dolarización” de los activos financieros y otras formas de indexación son un legado persistente de la hiperinflación que es muy difícil eliminar (gráfico 3, panel inferior).

**Siete lecciones**

Es útil tener presentes las siete lecciones que se derivan de nuestro análisis de las hiperinflaciones modernas.

1. La hiperinflación rara vez surge de la noche a la mañana, y suele estar precedida de un período prolongado de inflación alta y variable.

2. Eliminar la hiperinflación puede tomar años si la política fiscal no se ajusta debidamente. Incluso con ese ajuste, se necesita tiempo para reducir la inflación a niveles bajos, sobre todo si el ancla nominal es la oferta monetaria.

3. El control del déficit fiscal es siempre el elemento central de un programa antiinflacionario, cualquiera sea el ancla monetaria elegida.

4. La unificación de los mercados cambiarios y el restablecimiento de la convertibilidad de la moneda suelen ser ingredientes esenciales de la estabilización.

5. La actividad económica colapsa durante un proceso hiperinflacionario. Las medidas de estabilización le ponen una cota inferior a la implosión de la actividad económica, pero hay escasa evidencia de que propicien una reactivación económica sostenida.

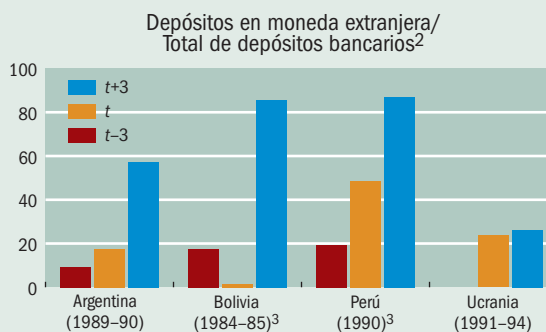
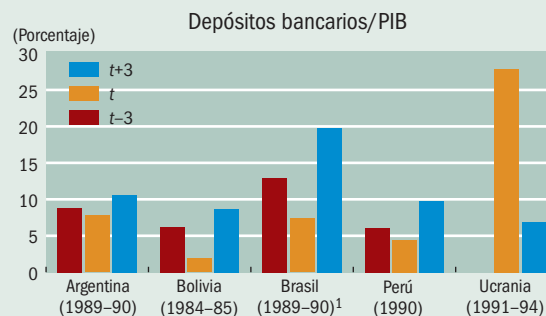
6. La hiperinflación produce una reducción abrupta en el nivel de intermediación financiera.

7. El final de la hiperinflación no restaura la demanda por moneda nacional a sus niveles originales. Los capitales fuga-

Gráfico 3

**Daños colaterales**

La hiperinflación devasta el sistema bancario y fomenta la demanda de activos en dólares.



Fuente: Reinhart y Savastano (2002).

Nota: t denota los años de hiperinflación (en paréntesis). No hay datos sobre Ucrania, t-3.

<sup>1</sup>Excluye títulos públicos depositados en bancos.

<sup>2</sup>Brasil no permitió depósitos bancarios en moneda extranjera.

<sup>3</sup>Los depósitos en moneda extranjera se convirtieron forzosamente a moneda local en 1982 (Bolivia) y 1985 (Perú). Dichos depósitos fueron permitidos nuevamente en 1985.

dos vuelven al país cuando la inflación baja, pero la intermediación financiera continúa dolarizada o sujeta a otras formas de indexación durante muchos años. ■

Carmen M. Reinhart es Subdirectora y Miguel A. Savastano es Asesor del Departamento de Estudios del FMI.

**Bibliografía:**

Cagan, Philip, 1956, “The Monetary Dynamics of Hyperinflation”, en *Studies in the Quantity Theory of Money*, edición a cargo de Milton Friedman (Chicago: University of Chicago Press), págs. 25–117.

Fischer, Stanley, Ratna Sahay y Carlos A. Végh, 2002, “Modern Hyper- and High Inflation”, *Journal of Economic Literature*, vol. 40 (septiembre), págs. 837–80.

Reinhart, Carmen M., y Kenneth S. Rogoff, 2002, “A Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation”, NBER Working Paper 8963 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Reinhart, Carmen M., y Miguel A. Savastano, 2002, “Some Lessons from Modern Hyperinflation” (inédito; Washington: Fondo Monetario Internacional).

Sargent, Thomas J., 1982, “The Ends of Four Big Inflation”, en *Inflation: Causes and Consequences*, edición a cargo de Robert E. Hall (Chicago: University of Chicago Press), págs. 41–97.