

# INFLACIÓN E HIPERINFLACIÓN

el infierno tan temido

Roberto Frenkel

Centro de Estudios de Estado y Sociedad

¿Cómo se puede pasar, en pocos meses, del cinco al cien por ciento de inflación mensual? La respuesta se encuentra en la adaptación previa a largos períodos de inflación alta que acaba constituyendo un régimen de funcionamiento de la economía, la última línea de defensa de la economía monetaria. Pero se trata de una línea muy frágil que, frente a un nuevo *shock*, puede derribarse. Su caída es la hiperinflación.

**E**ste artículo analiza algunos aspectos de la economía argentina como ejemplo de una economía que ha experimentado por largo tiempo un proceso de inflación alta. Para nuestro propósito resultará fructífero considerar a la economía como una trama de contratos explícitos e implícitos, que tienen el dinero como denominador común, y por medio de la cual se organizan el trabajo, la producción y las transacciones.

No intentaremos proponer un modelo macroeconómico completo, sino llamar la atención sobre algunos temas poco considerados. La advertencia sirve a modo de recaudo ante la ausencia de tratamiento, en lo que sigue, de temas obviamente muy relevantes. En particular, las crisis fiscal y del sector externo están presentes sólo como telón de fondo de los *shocks* cambiarios y de tarifas públicas. Tampoco se tratan las formas que asume la riqueza financiera y el funcionamiento de los mercados financieros, aunque estas cuestiones resultan imprescindibles en un análisis más completo del funcionamiento de una economía de inflación alta.

Una economía que experimenta altas tasas de inflación durante un período prolon-

gado tiende a adaptarse al fenómeno. Ello implica cambios en las formas de pensar y en las conductas de individuos y empresas, en los hábitos y convenciones y en las reglas e instituciones que enmarcan las relaciones entre los agentes económicos.

Designaremos con el término "instituciones" a esas características y diremos, por tanto, que el *régimen de inflación alta* es el conjunto de instituciones que adquiere la economía expuesta a un proceso más o menos prolongado de tasas altas de inflación.

Las formas de pensar y actuar de individuos y empresas, y las de relacionarse entre sí de modos más o menos formalizados son plásticas, pero no se modifican instantáneamente. Las instituciones cambian, pero lo hacen con relativa lentitud. Además, el cambio de las instituciones es un proceso colectivo que implica coordinar entre numerosos individuos un nuevo sentido común de normalidad y justicia contractual. Ese proceso de coordinación también requiere tiempo.

La mención a la relativa lentitud de los cambios, que fundamenta la noción de *régimen* de alta inflación, procura poner el énfasis en que, avanzado el proceso de adaptación, esas instituciones constituyen un

"dato" de la economía y hacen a su forma específica de funcionamiento. Que la economía argentina de los años recientes se encontrase en un régimen de inflación alta, implicó que exhibiera un comportamiento macroeconómico específico, diferente, por ejemplo, del que tenía durante la década de los años sesenta.

Uno de los elementos más notables de la experiencia del Plan Austral es la persistencia del régimen inflacionario, pese a que la tasa de inflación se ubicó durante casi dos años consecutivos en niveles que no se experimentaban desde 1974. La ostensible propensión a la aceleración inflacionaria que mostró la economía tiene una de sus explicaciones en esa continuidad del régimen de inflación alta. Más precisamente, la propensión a la aceleración resulta de la conjunción del régimen de inflación alta con importantes desequilibrios estructurales en el sector externo y en el financiamiento fiscal.

En lo que sigue consideramos las instituciones más relevantes del régimen de inflación alta desde un punto de vista macroeconómico. Mostraremos de qué manera se asocian a la inflación alta, de modo que ésta aparece como *causa*. Pero esa causalidad debe ser calificada por lo dicho anteriormen-

te. En primer lugar: no existe una asociación mecánica entre nivel de inflación e instituciones sino un proceso de adaptación relativamente lento y conflictivo que, una vez cristalizado, tiene su propia inercia. En segundo lugar: las instituciones del régimen de inflación alta son, por su parte, determinantes de la propensión a la aceleración y, más generalmente, de la volatilidad de la economía.

**L**a inflación es la pérdida del valor real del dinero, es decir, la declinación del valor del dinero con relación a los bienes y servicios. Por tanto, el dinero es el principal actor de su análisis. Ello justifica nuestra afirmación anterior de que un camino fructífero para analizar una economía monetaria es concebirla como una trama de contratos explícitos e implícitos que tienen al dinero como denominador común y mediante la cual se organizan el trabajo y las transacciones.

El contrato nominal es el compromiso de pago futuro de cierta cantidad de dinero. A cambio de la provisión de un bien o servicio que se efectiviza en algún momento, el contrato nominal fija anticipadamente el precio que se pagará en otro momento determinado del futuro. La extensión temporal del contrato nominal es el máximo período pactado en el cual el precio no experimenta modificaciones.

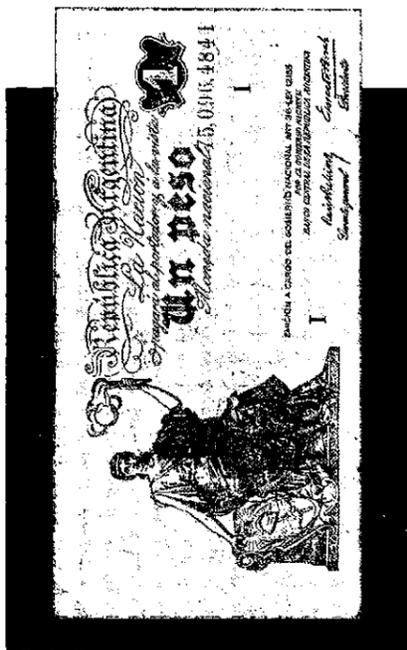
Por ejemplo, en el caso de un contrato de trabajo, la extensión del contrato nominal es la longitud del período para el que se conviene un salario nominal determinado. En el caso de un préstamo, la extensión es el período máximo para el cual se pacta una tasa de interés determinada.

Esos son dos ejemplos de contratos explícitos. Otros son implícitos. Una oferta de precio, por ejemplo, implica algún compromiso de que dicho precio se sostendrá por cierto tiempo, aunque el compromiso no se haga generalmente explícito, ni se explicita tampoco la extensión del mismo.

En tanto se hace efectivo en el futuro, el valor real de un contrato nominal es siempre incierto. El valor real sería totalmente predecible sólo en el caso en que, para el período en que se extiende el contrato nominal, fuese perfectamente predecible la evolución de otros precios con los cuales resulta relevante comparar el valor nominal del contrato. Pero esto no es posible.

Existen, sí, grados de predictibilidad de la evolución futura de los otros precios relevantes para los agentes que contratan (predictibilidad que es subjetiva, porque el futuro es irremediamente incierto). La incertidumbre es mayor cuanto más extenso es el contrato y cuanto más alta es la tasa de inflación en el momento de suscribirlo.

Cuando la economía experimenta el



aumento de la tasa de inflación, acortar la extensión de los contratos nominales es un recurso que tiende a compensar el aumento de la incertidumbre. Contratos de extensión más reducida permiten revisar las decisiones y convenios de precio con mayor frecuencia. Cuanto más alta es la inflación, mayor es la preferencia por esa flexibilidad.

**U**n freno a la reducción de la extensión de los contratos es el costo de recontractación. En los bancos, por ejemplo, depósitos de menor plazo multiplican el número de operaciones. En el mercado de trabajo, convenios salariales más cortos implican mayores costos de información, negociación y conflicto.

El contrato indexado incluye una cláusula de revisión automática del contrato nominal vinculada a la evolución pasada de un índice convencional de precios. El mecanismo procura minimizar los costos de información, negociación y conflicto asociados a una frecuente revisión de los contratos nominales. Incluye además un acuerdo sobre el período de reajuste, es decir, el tiempo durante el cual el precio nominal permanece constante. El contrato indexado es una sucesión de contratos nominales de determinada extensión, cuyo valor se modifica de acuerdo con la evolución pasada de un índice de precios.

El valor real de un contrato indexado es también incierto. Luego de cada reajuste el valor del contrato depende de la evolución futura de los precios, de modo que ese valor es más incierto cuanto más alta es la inflación y mayor el período de reajuste. Cuando la inflación se acelera, también tiende a reducirse la extensión del período de reajuste de los contratos indexados, como forma de defensa frente al aumento de la incertidumbre.

Si el período de ajuste pudiera acortarse hasta hacerse prácticamente nulo, el valor nominal del contrato podría ajustarse en forma casi continua, haciéndolo prácticamente proporcional al índice de precios y garantizando su valor real. Esta idea teórica se denomina *indexación perfecta* y es imposible en la práctica.

Lo es, en primer lugar, por la variabilidad de los precios relativos. No necesariamente los precios relevantes para diferentes agentes evolucionan según un índice convencional, y la probabilidad de esa discrepancia es mayor cuanto más elevada es la tasa de inflación. La segunda causa de la mencionada imposibilidad es más importante. El período de reajuste puede acortarse, como de hecho lo hace, pero el límite mínimo al período de reajuste de un contrato indexado está determinado por la frecuencia con que se dispone de los índices convencionales de precios. La recolección de información, su sistematización y publicación requieren de cierto tiempo, que establece en la práctica una cota inferior al período de reajuste.

La frecuencia mensual que adquirieron en la Argentina en años recientes los reajustes salariales, de alquileres, de servicios, etc., está determinada por la disponibilidad mensual de los índices de precios a los que están vinculados explícita o implícitamente (véase "IPC, el índice 'estrella'"). Pero ante tasas de inflación como las experimentadas por la economía argentina, incluso contratos indexados mensualmente están expuestos a variaciones reales comparables a las que pueden sufrir contratos nominales de varios años de extensión en economías más estables.

**L**os trabajadores, las empresas, los comerciantes y los demás agentes económicos involucrados en el proceso de producción y distribución de bienes y servicios compran en algunos mercados y venden en otros. Cada agente está ubicado en algún punto de una trama de relaciones que enmarcan las transacciones. La gran mayoría de las relaciones toma la forma de contratos monetarios explícitos o implícitos.

Difícilmente un agente económico puede modificar por su sola voluntad las modalidades de contrato que lo involucran. Por ejemplo, los trabajadores de una empresa pueden reclamar aumentos con mayor frecuencia, pero es poco probable que la empresa esté dispuesta a rediscutir mensualmente los salarios si por sus condiciones de venta debe sostener ofertas de precio por varios meses. Por la misma razón, un trabajador que alquila su vivienda resistirá un contrato con indexación mensual si su salario permanece fijo por varios meses.

La gran mayoría de los agentes económi-

## IPC, el índice "estrella"

Resulta evidente para cualquier observador la notoriedad del Índice de Precios al Consumidor (IPC) como medida de la inflación. La razón más obvia de la atención que concita reside en que ese índice constituye la base principal de contratos indexados de diverso tipo. La preeminencia como indexador y la notoriedad se explican mutuamente, de modo que resta aclarar por qué el índice adquiere características de "estrella".

Cabe señalar, en primer lugar, que éste no es un fenómeno exclusivamente argentino, sino un rasgo asociado al proceso de inflación alta. Todo índice de precios es convencional. En condiciones de inflación baja, las discrepancias entre diversos índices son pequeñas, pero tienden a incrementarse en inflaciones más altas. En estos últimos contextos, observados, por ejemplo, en Uruguay, Brasil y Chile, tiende a producirse la selección del IPC como indexador más o menos universal de contratos.

Como se menciona en el texto principal de este artículo, la cláusula de indexación tiende a reducir los costos de recontratación, esto es, a minimizar los costos de una frecuente renegociación de los contratos nominales. Observemos con mayor detalle esta cuestión en el mercado de trabajo.

El valor real del salario nominal fijado en algún momento para regir cierto período futuro dependerá de la evolu-

ción de los precios relevantes durante el mismo. Los precios relevantes no son iguales para los trabajadores y la empresa. Una negociación de los salarios basada en las expectativas de ambas partes supondría enormes dificultades y conflictos. Indexar el salario con la inflación pasada provee una solución práctica, que a su vez plantea la necesidad de convenir el tipo de información en la que se basará la indexación. Convenir un índice *ad hoc* y recolectar la información tiene costos que lo hacen impracticable en la enorme mayoría de los casos. Se utiliza entonces la información provista por una entidad independiente de las partes, como el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC).

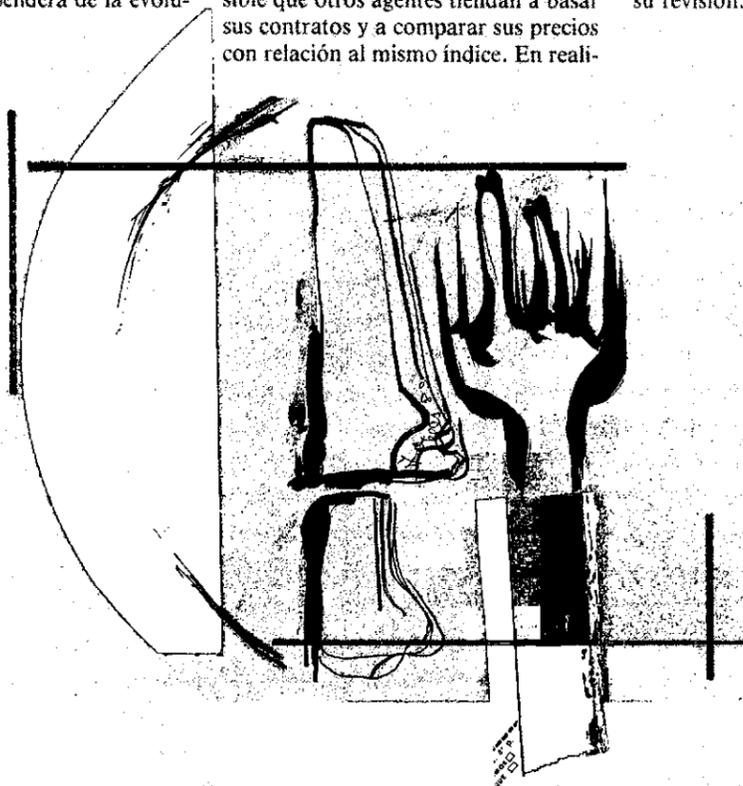
La publicación de los índices de precios por la entidad oficial es la producción de un bien público, la distribución gratuita de un producto costoso que satisface esa demanda de información con los suficientes recaudos de objetividad e independencia de las partes. En ese conjunto, la tasa del IPC resulta la *mejor alternativa disponible* para resolver el problema que plantea la frecuente renegociación de salarios.

El carácter crucial del mercado de trabajo explica que la utilización del IPC se generalice. Si el principal costo primo de la economía está implícita o explícitamente vinculado al IPC, es comprensible que otros agentes tiendan a basar sus contratos y a comparar sus precios con relación al mismo índice. En reali-

dad, basta suponer que un índice adquiere preeminencia para hacer comprensibles las razones de su progresiva extensión por la trama de contratos explícitos o implícitos de la economía. En el proceso de adaptación a la inflación alta, la notoriedad y relevancia del IPC se refuerzan mutuamente de manera acumulativa.

Por ser la principal base de los contratos indexados y el principal referente respecto del cual los agentes juzgan sus precios relativos, las características del IPC (los bienes que lo componen, sus ponderaciones, los procedimientos convencionales de cálculo, etc.), tienen efectos objetivos sobre el proceso inflacionario. Cuando algo afecta la tasa de inflación, lo hace principalmente por la vía de los componentes, de la forma y según la intensidad con que afecta la tasa del IPC, porque es a través de esta tasa que tiende a transmitirse hacia el futuro.

En muchos casos, particularmente en el de los trabajadores, la convención está profundamente arraigada como sentido de justicia. La "recuperación de la inflación pasada", medida por la tasa del IPC, es así percibida como una noción autoevidente. Sin embargo, la convención puede ser revisada si algún acontecimiento (por ejemplo un *shock* devaluatorio) tiene suficiente entidad como para justificar los costos y conflictos de su revisión.



Ilustraciones: Raul Torres

cos tratan de reducir riesgos "calzando" las modalidades de contratación en las que se encuentran involucrados como compradores y vendedores.

En la adaptación a inflación alta, las nuevas formas de contratación se van extendiendo por la trama de relaciones, en un proceso (conflictivo) de creciente coordinación entre agentes y mercados.

El régimen de inflación alta tiene un elevado grado de coordinación de las modalidades de contratación de los diferentes mercados. En el mercado de trabajo se observa la generalización de la indexación con un mínimo periodo de reajuste; en los mercados de bienes, alta frecuencia de las modificaciones de precios, esto es, breves periodos (días) para los cuales se sostienen las ofertas de precios; en el mercado financiero, plazos muy cortos de los depósitos y créditos. También se coordina con esas modalidades de contratación la frecuencia de ajustes del tipo de cambio, de las tarifas y de otras variables que decide el sector público.

Cabe destacar que la interconexión de las modalidades de contratación propias de los distintos mercados implica que no puede producirse un cambio significativo en uno de ellos si no experimentan cambios semejantes los otros. Este es el fundamento de la inercia institucional ya mencionada.

En una economía estable o que presenta tasas muy bajas de inflación se observa una gran proporción de contratos nominales de duración muy extensa. Son normales, por ejemplo, contratos salariales de dos años de duración o contratos financieros cuya tasa de interés se pacta por varios años.

Cuando se experimentan durante cierto lapso tasas más altas de inflación, la indexación emerge como un mecanismo más o menos formalizado. La generalización de la indexación y el progresivo acortamiento de los periodos de reajuste aparecen asociados a procesos inflacionarios de mayor magnitud. En un régimen de inflación alta los contratos nominales no indexados han prácticamente desaparecido o tienen una extensión de días, y la extensión de los periodos de reajuste de los contratos indexados llega al límite impuesto por la disponibilidad de información sobre índices de precios.

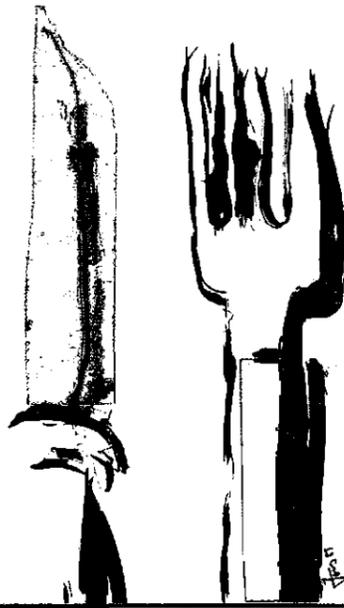
La generalización de la indexación y la reducción de la extensión temporal de los contratos son mecanismos de defensa frente a la incertidumbre, pero no eliminan a ésta. Cuanto más alta es la inflación, mayor es el componente impredecible de cualquier resultado económico. Se produce, en consecuencia, una generalizada disminución de la eficiencia. Además, en la medida en que los resultados económicos son crecientemente aleatorios, el proceso de inflación alta desestimula el trabajo: la asignación de recursos (el trabajo, más específicamente)

tiene un fuerte componente de lotería que la indexación no puede eliminar.

La indexación y el acortamiento de los contratos son mecanismos que tienden a preservar la utilización del dinero. La medición de la evolución de índices de precios intenta calcular la pérdida de valor del dinero, de modo de introducirlo en la suscripción de un contrato monetario. Por las razones ya señaladas, dicho cálculo constituye un remedio imperfecto de la estabilidad, peor cuanto más alta es la tasa de inflación. Pero la adaptación permite a la economía monetaria continuar funcionando durante largos periodos con tasas de inflación que resultan inconcebibles en regímenes de mayor estabilidad.

Las *dificultades de información*, particularmente la irreductibilidad del periodo mínimo con que se puede disponer de información sobre índices de precios, imposibilitan, como ya señalamos, la indexación perfecta y establecen un tope práctico a su utilidad. Cuando la magnitud de la inflación supera ciertos límites, los mecanismos de indexación de más corto periodo de reajuste son insuficientes para preservar la supervivencia de los contratos nominales. Estos tienden a desaparecer y, con ellos, el dinero en sus funciones de denominador de contratos y unidad de cuenta.

La subsistencia de una masa significativa de contratos nominales, posibilitada por la indexación y el acortamiento de su extensión, traza la frontera entre inflación alta e hiperinflación. Esta última es el proceso de desaparición de los contratos nominales y su sustitución por otras formas de contrato (por ejemplo, en moneda extranjera). En el régimen de inflación alta, la economía se ha colocado en el límite de las posibilidades de supervivencia de los contratos nominales, por lo que tiene como amenaza inmediata la hiperinflación.



**E**n la mayor parte de los mercados de bienes, las transacciones se realizan en base a precios de oferta, es decir fijados por el vendedor. Estas decisiones de precios pueden ser revisadas, y pueden serlo con frecuencia, pero cada caso implica una decisión de precios que se sostiene por algún tiempo. En condiciones de inflación alta, la decisión que debe tomarse se refiere, más específicamente, a la tasa de aumento del precio. ¿Cuál es la información relevante que debe tomar en cuenta el agente que decide la tasa de aumento de su precio?

En primer lugar debe considerar el crecimiento nominal de la demanda efectiva de su mercado. Entre las ventas realizadas al precio anterior y las que se realizarán al nuevo precio media cierto tiempo durante el cual tiene lugar un incremento de la demanda nominal que debe ser explícita o implícitamente conjeturado.

En segundo lugar debe considerar la tasa de aumento de sus costos. El agente puede contar con una información al día de aquellos, pero esto no agota la información que requiere. Entre la decisión de precios y el cierre de circuito de venta que tiene lugar con la recuperación líquida del capital de trabajo invertido, transcurre cierto tiempo. En condiciones de inflación alta los costos pueden aumentar significativamente en ese lapso. El lapso tiende a ser reducido en el proceso de adaptación a la inflación alta, pero no es eliminado. En consecuencia, la tasa relevante de aumento del costo es una tasa futura, que también es explícita o implícitamente conjeturada por quien decide precios.

En tercer lugar, en muchos mercados interesa también considerar la tasa de aumento de los precios de empresas o productos competitivos. Por la rápida obsolescencia de la información que tiene lugar en un régimen de inflación alta, también este ingrediente de la decisión de precios tiene un gran componente conjetural.

Este conjunto de conjeturas imprescindibles es lo que denominamos *expectativas inflacionarias*: ellas gobiernan las decisiones de precios. Se trata de hipótesis sobre tasas de aumento de distintos precios e ingresos nominales relevantes para quien decide precios. En particular, involucran hipótesis sobre "precios clave", como los de los bienes y servicios públicos y el tipo de cambio; sobre los salarios, como costo y como componente de la demanda efectiva; sobre otros ingresos nominales; y también sobre decisiones de precios de otros agentes económicos relevantes.

El solo enunciado de los requisitos de las decisiones de precios en contextos de inflación alta pone de manifiesto la magnitud de las exigencias y dificultades que éstas im-

ponen a tales decisiones cruciales. Dependiendo de su grado de sofisticación y de su ubicación en la trama de mercados, las empresas hacen una mayor o menor desagregación de esas expectativas, y colocan mayor atención y ponderación en variables que se relacionan específicamente con sus costos o su demanda. Este refinamiento, sin embargo, es prácticamente inalcanzable en la gran mayoría de los casos, en los cuales las conjeturas se funden en una única expectativa inflacionaria que fundamenta la tasa de aumento decidida por el agente.

En términos generales y en las llamadas *condiciones normales del régimen de inflación alta* (que definiremos más adelante) las expectativas inflacionarias son una combinación de las tasas de inflación pasadas y las tasas de crecimiento de algunas variables notorias que proveen información adicional sobre tendencias a la aceleración o desaceleración. Debemos destacar que esas variables no son necesariamente siempre las mismas, sino que dependen, en diferentes períodos, de su grado de actividad y notoriedad.

Por ejemplo, en un período en el cual el sector público se propone un aumento real del precio de los bienes y servicios que suministra por la vía de sobreindexar los ajustes, la tasa esperada de inflación combina la tasa de las tarifas públicas con la tasa de inflación pasada. La tasa esperada de inflación de cada agente supera la inflación pasada en la proporción en que entran las tarifas en su función de expectativas. En cuanto una cantidad significativa de decisiones de precios procuran alinear su tasa de aumento con esa tasa esperada, el promedio de dichos precios se incrementará a una tasa que supera la inflación pasada en la misma proporción en que las tarifas entran en el promedio de dichas expectativas.

Las implicaciones y el significado del modo en que se conforman las expectativas inflacionarias pueden ser mejor analizados en las siguientes condiciones hipotéticas. Supongamos un período durante el cual el tipo de cambio y las tarifas públicas son indexados y ninguna otra variable provee señales suficientemente notorias para incidir en las expectativas. En estas condiciones, la tasa esperada de inflación tiende a igualarse a la tasa pasada y lo mismo ocurre con las tasas decididas. En consecuencia, la tasa de inflación resultante es muy similar a la tasa pasada.

Deben señalarse dos cuestiones con relación a este comportamiento de las expectativas y las decisiones de precios. En primer lugar, en tanto es generalizado, el comportamiento tiene las características de una predicción autoconfirmada. En segundo lugar, la coincidencia de la tasa efectiva de inflación con la tasa esperada confirma la ex-

pectativa y consecuentemente el modo en que ésta se conforma.

En estas condiciones, el modo de formación de expectativas es racional, en el sentido de que provee la mejor predicción de inflación. La inflación pasada, como insumo de la formación de expectativas y las decisiones de precio, actúa a modo de coordinador de las acciones individuales.

El análisis de la situación hipotética precedente se extiende análogamente al caso más general en el que las expectativas combinan la inflación pasada con alguna información adicional que señala aceleración o

La experiencia de la economía en el régimen de inflación alta muestra que tienden a establecerse por períodos condiciones de normalidad inflacionaria en las cuales las expectativas y las decisiones de precios son las que describimos. La experiencia también muestra que esas modalidades y comportamientos no son automáticos, sino que están condicionados por la información adicional que reciben los agentes. Si la "noticia" tiene suficiente entidad, las expectativas dejan de basarse en la inflación pasada y se fundan exclusivamente en conjeturas sobre el futuro.



desaceleración. La condición del carácter autoconfirmatorio y racional del modo de formar expectativas y decidir precios está dada por su grado de generalidad, esto es, por el grado de homogeneidad de la función de expectativas de la mayor parte de los agentes que deciden precios. El modo de formar expectativas y decidir precios se revela correcto para cada agente si es el modo común de gran parte de los agentes que deciden precios.

Esto sólo puede ocurrir en el caso en que las señales adicionales sean más o menos habituales. Es el caso en que la información que se adiciona a la inflación pasada haya sido experimentada suficientemente como para tender a homogeneizar su incorporación a las expectativas inflacionarias.

A estos casos hacen referencia las "condiciones de normalidad" que mencionamos más arriba. Normalidad implica una situación más o menos conocida, en la cual las variables que proveen información adicional de tendencias a la aceleración o desaceleración y la magnitud de sus tasas son señales interpretadas de modo común por la mayor parte de los agentes.

Una situación normal ideal es aquella que hipotetizamos anteriormente, en la cual no existen señales presentes que marquen tendencias de la tasa de inflación.

Cuanto más "sorpresiva" sea la información adicional y mayor su impacto previsible, mayor será la incertidumbre de las expectativas inflacionarias y mayor la confusión (entendida como una mayor diversidad de expectativas inflacionarias). Hay, en consecuencia, más "equivocaciones" en las decisiones de precios. En estas circunstancias, las empresas tienden a cubrirse de las pérdidas de capital que resultarían de decidir tasas de aumento inferiores a la tasa de inflación. Este sesgo hacia arriba de las decisiones de precios en momentos de alta incertidumbre impulsa por su cuenta la aceleración inflacionaria.

El *shock* es la situación opuesta a la normalidad. La noticia tiene entidad suficiente como para que resulte evidente que es irracional fundar la expectativa inflacionaria en las tasas pasadas, de modo que las expectativas inflacionarias descansan exclusivamente en conjeturas sobre el futuro. El *shock* obliga a los agentes a cambiar su manera de crear expectativas, forzándolos a formular explícitas consideraciones sobre el futuro.

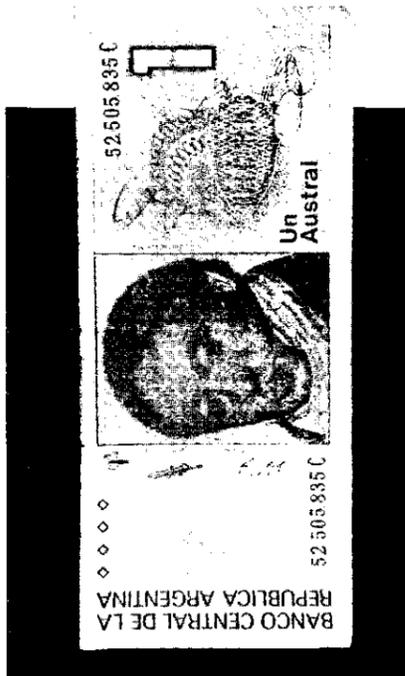
En la Argentina, los episodios más habituales de este tipo han sido las maxidevaluaciones. Un ejemplo muy conocido es el "Rodrigazo", ocurrido en junio de 1975.

En el mercado de trabajo llevó a la "desindexación" de los salarios y a su recontractación en función de la inflación esperada. La maxidevaluación hizo inútiles los modos habituales de formular expectativas. Las decisiones de precios adoptadas como consecuencia del *shock* impulsaron adicionalmente la inflación, produciendo *a posteriori* un incremento de los márgenes sobre los costos primarios.

Vale la pena señalar que durante el proceso de adaptación que llevó a la configuración del régimen de inflación alta, los *shocks* aceleradores actuaron como elemento impulsor de los cambios adaptativos, precisamente porque pueden facilitar su coordinación. El *shock* es una noticia de suficiente notoriedad como para ser recibida simultáneamente por una gran cantidad de agentes. Actúa, entonces, como señal para la modificación simultánea (coordinada) de modalidades de contratación y también de conductas.

Es precisamente esa capacidad de los *shocks* de provocar un quiebre en el modo de formar expectativas lo que fundamenta las políticas de estabilización del tipo del Plan Austral, que consisten en provocar un *shock* estabilizador. El impacto de los anuncios debe ser suficiente para inducir a los agentes a cambiar el modo en que venían formulando expectativas inflacionarias y, al mismo tiempo, provocar una revisión de los contratos indexados explícitos o implícitos. Además, debe proveer señales que induzcan la renegociación de los contratos, las expectativas y las decisiones de precios en función de una nueva (baja) tasa de inflación. Los anuncios sobre el futuro deben ofrecer una señal coordinadora de las decisiones individuales que reemplace a la coordinación que proporcionaba la tasa de inflación pasada.

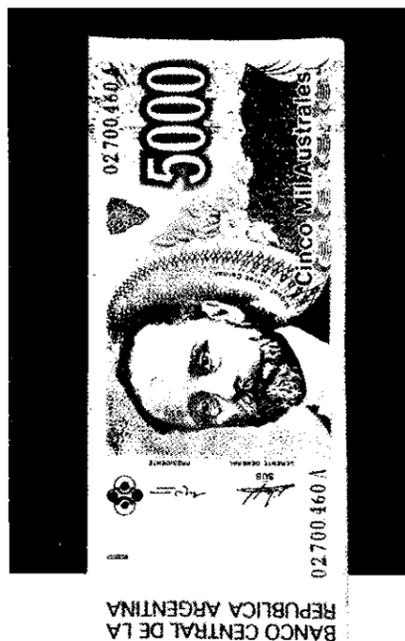
La experiencia del Plan Austral y otros *shocks* estabilizadores, llevados a cabo posteriormente en la Argentina y en otros países, suministra varias lecciones. En primer lugar, el éxito de las experiencias, en lo que hace a la factibilidad de provocar una rápida y drástica reducción de la inflación, señala la verosimilitud del diagnóstico esbozado en las páginas precedentes. En segundo lugar, el comportamiento de la economía con posterioridad al *shock* muestra que la desindexación de los contratos y de las expectativas es transitoria. Aun con tasas de inflación mucho más bajas, las modalidades de indexación, los contratos cortos y los modos de formular expectativas propias del régimen de inflación alta reaparecen muy rápidamente después del *shock*. Como veremos enseguida, la vigencia del régimen de inflación alta impone una gran volatilidad a la tasa de inflación (y a la actividad económica) y, en consecuencia, constituye uno



de los grandes obstáculos a la permanencia de las tasas más bajas de inflación logradas por el *shock*.

**E**s necesario introducir aquí la noción de inflación inercial, que tiene dos connotaciones diferentes. La primera es la de un concepto teórico; la segunda se refiere a un aspecto del comportamiento efectivo de la economía.

Como concepto teórico, la inflación inercial se refiere al comportamiento de la tasa de inflación en una economía ideal. En esta economía rigen contratos nominales indexados y las expectativas inflacionarias se conforman del modo descrito anteriormente. Los precios que determina el gobierno, como el tipo de cambio y las tarifas públicas, están indexados. En ausencia de perturbaciones de oferta y de demanda y de otras presiones inflacionarias, como las pro-



venientes de la puja distributiva, la tasa de inflación es inercial. Es decir, la tasa de inflación vigente es igual a la pasada y los precios relativos permanecen estables.

Es obvio que tal modelo teórico no pretende describir el comportamiento efectivo de la inflación en ninguna situación económica real. La observación pone el acento en la idea de que una economía indexada puede tener un equilibrio inflacionario, en el cual existe inflación porque existió inflación en el período precedente.

La segunda connotación se refiere al *componente inercial* de la inflación en una economía en la cual predominan contratos indexados y las expectativas se asientan parcialmente en la inflación pasada.

En tal economía se verifican todas las circunstancias que se suponen inexistentes en el modelo teórico descrito. Según los períodos y los objetivos, las políticas cambiarias y tarifarias son más o menos activas y no se reducen a indexar las variables que maneja el gobierno; se presentan perturbaciones de oferta y de demanda y se verifican presiones distributivas.

Estas políticas, perturbaciones y presiones determinan la tasa de inflación en conjunto con el *componente inercial* que "traslada" la inflación pasada por la vía de los contratos y las expectativas.

**C**olocar así la cuestión permite sintetizar las principales conclusiones del análisis del régimen de inflación alta de la siguiente manera.

En primer lugar, el período precedente cuya tasa incorpora la componente inercial a la tasa de inflación presente es más "corto" cuanto menor es la extensión de los contratos y el período de referencia de las expectativas. En el régimen de inflación alta argentino, donde la extensión de los contratos y el período de referencia de las expectativas han sido llevados al límite impuesto por la disponibilidad de información, el componente inercial es la última tasa mensual disponible.

En segundo lugar, la magnitud del efecto inflacionario de los *shocks*, perturbaciones y presiones distributivas, es mayor cuanto menor es la extensión de los contratos y el período de referencia de las expectativas. En las condiciones límites del régimen de inflación alta ya descritas, los *shocks*, perturbaciones o presiones distributivas que impactan la tasa de inflación en un determinado mes "trasladan" su efecto completo a la tasa del mes siguiente por la vía de los contratos mensuales y las expectativas con base mensual. El *shock* o perturbación de un determinado mes adiciona su impacto completo al componente inercial del mes siguiente.

De esta manera, el impacto inflacionario

“permanente” de los *shocks*, perturbaciones y presiones distributivas que se experimentan en toda economía es mayor si ésta opera bajo un régimen de inflación alta y es máximo, si este régimen ha sido llevado al límite de sus posibilidades, como en el caso argentino.

La *volatilidad* de la inflación se refiere a la magnitud de la aceleración inducida por cualquier impulso inflacionario, y ha significado una fuerte variabilidad de la tasa de inflación. Esta puede ser observada en la figura 1, que expone las tasas trimestrales de inflación medidas por el Índice de Precios al Consumidor (IPC) desde comienzos

de 1977. En todos los casos, las desaceleraciones resultaron de la acción de políticas antiinflacionarias. Los factores de aceleración fueron diferentes según los periodos, pero tuvieron primacía los *shocks* cambiarios y de precios públicos que tendieron a ajustar desequilibrios del sector externo y fiscales.

No tenemos espacio suficiente en este artículo para desarrollar un análisis de los efectos reales de las fuertes variaciones de las tasas de inflación, pero algunos gráficos ilustran su significación. El principal punto es que la inestabilidad de la inflación constituye la más significativa fuente de inestabilidad del nivel de actividad. Los efectos de las aceleraciones y desaceleraciones de la inflación dominan las variaciones de la demanda efectiva, constituyendo la explicación más significativa del proceso espasmódico que mostró la actividad productiva desde mediados de la década de los setenta.

La figura 2 se refiere a la relación entre tasas de inflación y poder adquisitivo de los salarios. En la parte superior se muestra la evolución de las medias trimestrales del poder adquisitivo del salario total medio de la industria.

Por los mecanismos de indexación vigentes, la tasa de aumento del salario nominal está principalmente determinada por la tasa pasada de aumento del IPC. Por otro lado, el poder adquisitivo del salario que se fija para regir por un periodo (digamos, un mes) depende de la tasa de inflación del lapso que transcurre hasta que el pago se efectiviza, y de la tasa de inflación del periodo siguiente. De esta manera, la variación del poder adquisitivo del salario está principalmente determinada por las aceleraciones y desaceleraciones de la inflación.

En la parte inferior del gráfico está expuesta la evolución de las tasas de inflación en el periodo considerado. Salvo en el año 1983 (durante el cual se dio una sobreindexación del 4% mensual, en promedio) es clara la relación inversa entre la tendencia de la inflación y la tendencia del poder adquisitivo del salario, y particularmente ostensible en el periodo que se inicia a principios de 1984.

La principal conclusión que puede extraerse de las observaciones es que las aceleraciones y desaceleraciones de la inflación constituyeron el factor explicativo más importante de las fluctuaciones del poder adquisitivo de los salarios. Debe aclararse que el argumento no afirma que las variaciones de la tasa de inflación constituyen la *única* explicación de las tendencias del poder adquisitivo de los salarios, sino que, dadas las violentas fluctuaciones que experimentan las tasas de inflación, éstas constituyen su principal determinante.

La serie de salarios que analizamos en este punto corresponde a los promedios mensuales de remuneraciones de la Encuesta Industrial del Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC). Pero, dado que las tasas de inflación pasadas son el principal componente explicativo de su dinámica, las variaciones de la serie del poder adquisitivo de los salarios industriales pueden considerarse una aproximación de las variaciones del poder adquisitivo de otros ingresos nominales, cuyo valor se determina principalmente por la indexación como, por ejemplo, otros ingresos asalariados. (Cabe se-



Fig. 1. Evolución de las tasas de inflación (IPC) por trimestres en el período 1977/1988.

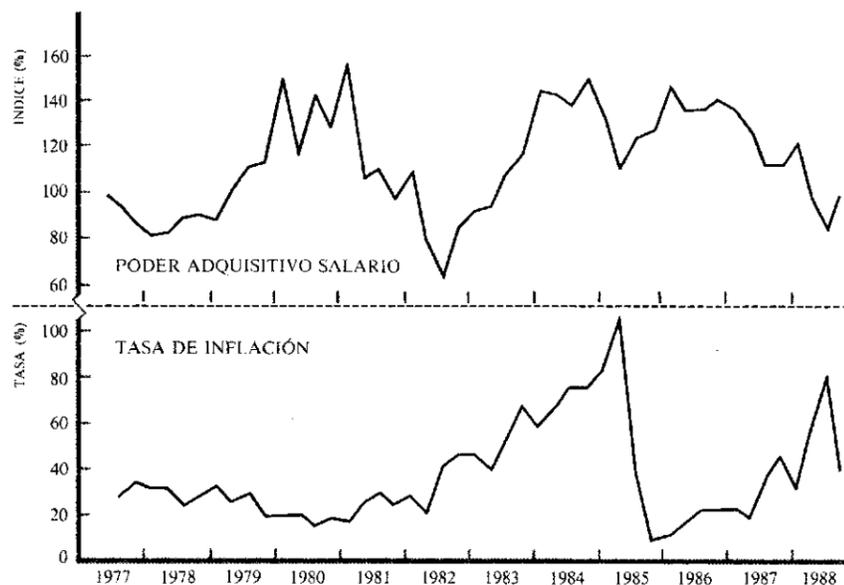


Fig. 2. Evolución de las tasas de inflación (IPC) y del poder adquisitivo del salario (salario total medio de la industria) en el período 1977/1988.

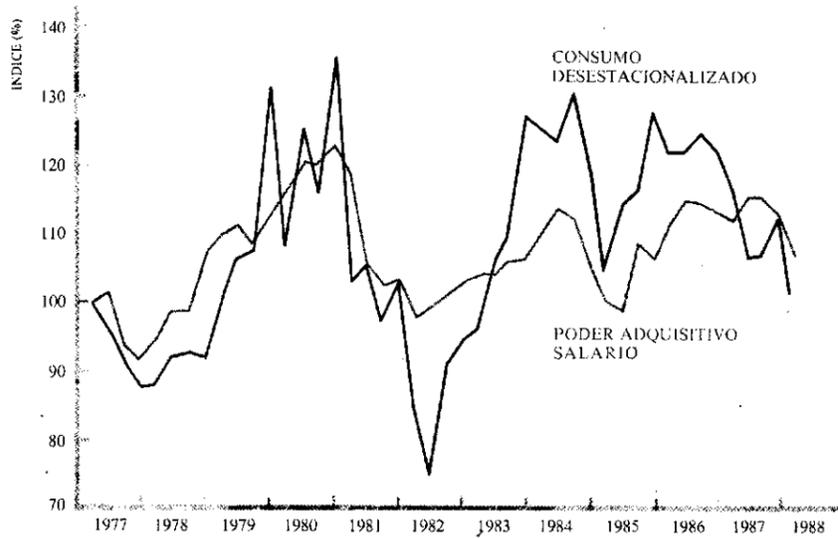


Fig. 3. Evolución del consumo desestacionalizado y del poder adquisitivo del salario en el período 1977/1988.

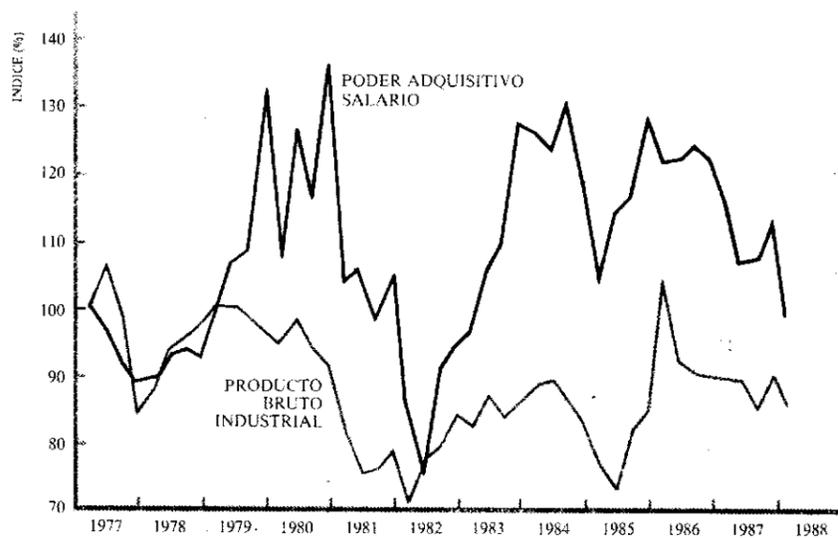


Fig. 4. Evolución del Producto Bruto Industrial y del poder adquisitivo del salario en el período 1977/1988.

ñalar que, interpretada de esta manera, la serie indica tendencias del poder adquisitivo de esos ingresos, pero no se presta para comparaciones de largo plazo.)

En la figura 3 aparecen superpuestas las series correspondientes al consumo desestacionalizado y el poder adquisitivo del salario, como índices con base 1 en el segundo trimestre de 1977. El consumo es el medido por las cuentas nacionales. Por el método de construcción no mide exactamente ni las transacciones de consumo ni la producción de bienes y servicios con ese destino. Sin embargo, en tanto lo que interesa son las variaciones de la serie, no se incurre en distorsiones muy significativas.

La asociación entre las fluctuaciones del poder adquisitivo del salario (explicadas por las aceleraciones y desaceleraciones de la inflación) y las variaciones del consumo resulta evidente. La existencia de una proporción de la demanda de consumo relativamente estable (independiente del ingreso corriente) explica la menor amplitud de las fluctuaciones del consumo con relación a las del poder adquisitivo del salario.

La misma correlación puede observarse en la figura 4, donde se expone la evolución del Producto Bruto Industrial.

El examen de los datos es claro. Las aceleraciones de la inflación, de la magnitud que experimentó la economía argentina,

producen fluctuaciones del poder adquisitivo inconcebibles en una economía más estable. Una proporción importante de los ingresos (importante en términos de población y de consumo), de los cuales el poder adquisitivo del salario es una variable aproximada, está expuesta por su forma de determinación a esas fluctuaciones. De esta manera, la demanda efectiva de consumo y la producción industrial están sujetas a la misma inestabilidad.

Esta característica del régimen de inflación alta, derivada de la volatilidad que le impone a las tasas de inflación, no es la única que traba las posibilidades de crecimiento, pero su importancia no puede subestimarse. En este sentido, el análisis converge a señalar la estabilización de tasas bajas de inflación como condición necesaria para la recuperación de la inversión y el crecimiento.

**E**l sector externo de la economía argentina tiene un desequilibrio estructural generado por la deuda y la restricción de financiamiento internacional. Pese a esto, hasta comienzos del presente año, la posición de reservas y las condiciones de negociación con los acreedores, instituciones internacionales y gobiernos extranjeros, permitieron, luego de cada *shock* devaluatorio, estabilizar por un tiempo la tasa de devaluación. En eso consistió, precisamente, que en cada caso la máxima devaluación fuera un *shock*, esto es, un episodio transitorio.

La posición de reservas, las condiciones de negociación y la incertidumbre que se configuró a partir de febrero de 1989 determinaron una tendencia explosiva del tipo de cambio. Esta dinámica no es independiente de la reacción de los precios internos y tampoco de la evolución de otras variables internas. Pero podemos tratarla aquí como un dato exógeno, a los fines de examinar la hiperinflación desde la perspectiva desarrollada en este artículo.

Señalamos anteriormente que el régimen de inflación alta es el límite de las posibilidades de supervivencia de la economía monetaria (es decir, con dinero nacional). En estas condiciones, el *shock* puede no limitarse a acelerar la inflación, sino también inducir cambios más permanentes en las modalidades de contratación y en las formas de formular expectativas y decidir precios.

En los términos del modelo que hemos formulado, la tendencia explosiva del tipo de cambio equivale a una sucesión de *shocks*. Esta empuja, por un lado, la aceleración inflacionaria e induce, por otro, los mencionados cambios en las instituciones. Desde esta perspectiva, la hiperinflación es el proceso de "disolución" del régimen de inflación alta. A medida que se producen dichos cambios, también aumenta la vola-

tilidad de la tasa de inflación, y se realimenta la aceleración.

Consideremos, en primer lugar, las decisiones de precios. Como ya fue mencionado, en condiciones de *shock* ellas se basan exclusivamente en conjeturas sobre inflación futura. Las expectativas tienden a fijarse en el tipo de cambio como variable líder de la aceleración inflacionaria. En tanto el precio decidido se exprese en dinero, el tipo de cambio relevante es el tipo de cambio futuro esperado y, en consecuencia, la decisión de precios está sujeta a riesgos de pérdida de capital. Ante un riesgo creciente, una forma de eludirlo es abandonar la expresión del precio en dinero y fijarlo directamente en dólares. Se observa entonces un proceso de "dolarización" de los precios.

Consideremos ahora los mercados con contratos explícitos, como los de trabajo y otros servicios. Ya señalamos que el *shock* acelerador hace intolerable la indexación a la inflación pasada (aun con mínimo período de reajuste) e induce la negociación en función de la inflación esperada. Ante la sucesión de *shocks* y la persistente aceleración de la inflación, se ensayan diversos recursos, como la reducción de los períodos de pago y de reajuste. Pero dadas las pérdidas de ingreso real y la creciente incertidumbre que conlleva la denominación en dinero, también en estos mercados surge la presión y la tendencia a expresar en dólares salarios y otros pagos contractuales.

Las posibilidades y la velocidad de transformación dependen de diversas condiciones: la ubicación en la trama de mercados, el poder de mercado, la fuerza de las restricciones legales, etc. Resulta evidente que el proceso de "dolarización" es intensamente conflictivo y asimétrico. Es un proceso de descoordinación de un régimen, mientras emerge una incipiente coordinación mediante la "dolarización". En un espectro de posibilidad y velocidad de "dolarización" se ubican en un extremo las empresas con mayor intensidad de insumos importados, mayor poder de mercado y menor efectividad de restricciones legales. En el otro, los asalariados de menor poder de negociación y el estado, sus empleados y las actividades que de él dependen.

Los efectos reales del proceso son muy intensos. Los sectores con menos capacidad y poder de "dolarización" reducen dramáticamente su poder adquisitivo. Los efectos ingreso, del tipo de los expuestos precedentemente pero de inusual intensidad, producen inicialmente una fuerte reducción de la demanda efectiva, que se multiplica si el proceso perdura, con la consiguiente caída de la actividad productiva y el empleo.

Los procesos hiperinflacionarios no se detienen espontáneamente. Constituyen en realidad la descomposición de las relaciones de producción y trabajo que no convergen por sí solas a un nuevo régimen. La experiencia internacional muestra que al ca-

bo de un período más o menos prolongado, de cuya extensión es función directa el costo económico y social del proceso, las hiperinflaciones terminaron con la ejecución de un *shock* estabilizador. El ingrediente común de esas políticas fue la estabilización del tipo de cambio.

Esa estabilización es una condición necesaria de cualquier política de freno de la hiperinflación. Con relación a este punto, los economistas pueden discrepar sobre qué otros ingredientes debe contener un *shock* estabilizador, pero ninguno dejaría de colocar la estabilización del tipo de cambio como una condición indispensable. ☉



#### LECTURAS SUGERIDAS

- FRENKEL, R. (1979), "Decisiones de precio en alta inflación", *Desarrollo Económico*, N° 75, Buenos Aires.
- FRENKEL, R. (1986), "Salarios e inflación en América Latina", *Desarrollo Económico*, N° 100, Buenos Aires.
- HEYMANN, D. (1986), *Tres ensayos sobre inflación y políticas de estabilización*, CEPAL, Buenos Aires.
- LOPES, F. (1986), *O Choque Heterodoxo*, Ed. Campus, Río de Janeiro.
- OCAMPO, J. A. (compilador), *Planes Antiinflacionarios recientes en la América Latina*, Num. Especial de *El Trimestre Económico*, México, setiembre de 1987.

