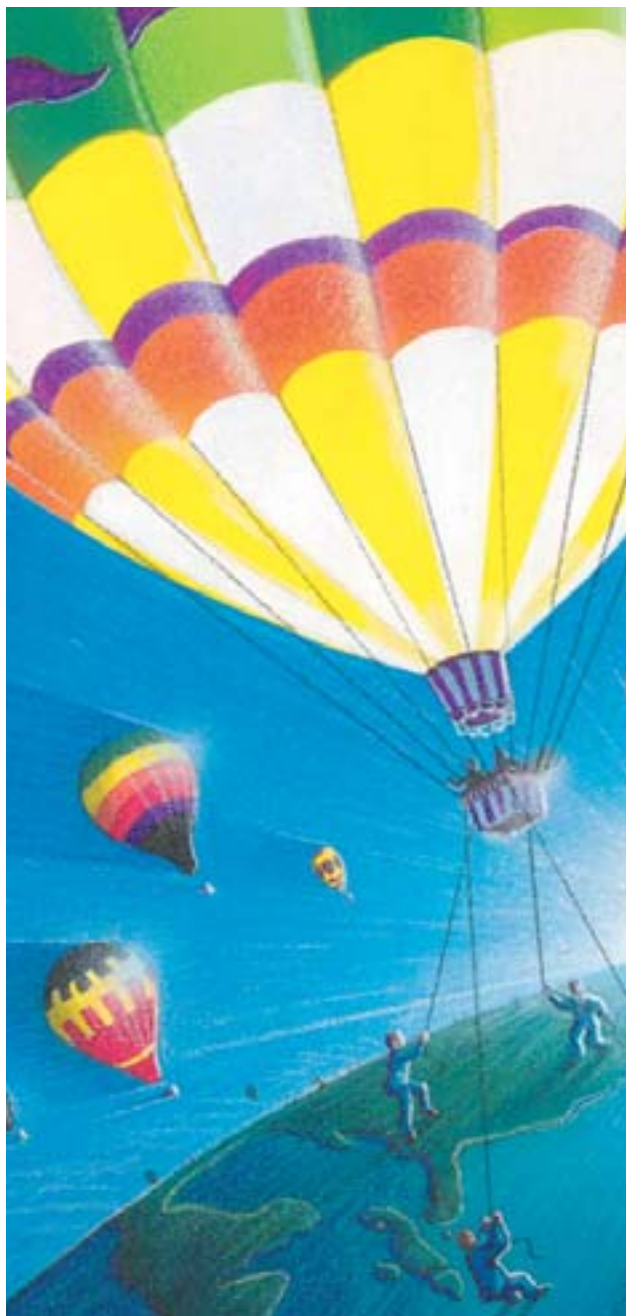


---

# Contra la inflación

El azar, la oportunidad y las instituciones políticas

*A. Javier Hamann y Alessandro Prati*



**L**OS PAÍSES con alta inflación suelen emprender varias luchas, y a veces la victoria dura un tiempo. Quizás América Latina ofrezca los ejemplos de fracaso mejor documentados: la “tablita” que adoptó el Cono Sur a fines de los años setenta y principios de los ochenta (que consistía en anunciar oficialmente el futuro tipo de depreciación cambiaria para guiar las expectativas inflacionarias) y los programas heterodoxos de mediados de los años ochenta (con controles de precios y salarios). Otros países de América Latina —como Bolivia a mediados de los años ochenta, y Nicaragua y Perú a principios de la siguiente década— lograron resultados espectaculares. Fuera de la región, el éxito de Israel a mediados de los años ochenta es bien conocido, y, a pesar de los esfuerzos infructuosos de mediados de los años setenta, Islandia consiguió dominar la inflación 10 años después.

Como F. J. Veiga parece ser el único en haber intentado aislar empíricamente las causas de muchos fracasos antiinflacionarios, realizamos un estudio de 51 episodios de estabilización (véanse el cuadro y el recuadro) que se distingue por el tamaño de la muestra y la variedad de aspectos abordados, y también por estar centrado en la durabilidad de la estabilización. Según nuestras conclusiones, los factores más determinantes son el azar, las condiciones originales y las instituciones políticas. La evolución de las variables macroeconómicas desvinculadas de la política económica —tipo de cambio real, aumento del PIB, niveles de reservas internacionales— y de las variables vinculadas —ajustes monetarios y fiscales— tuvo una influencia menor, pero aun así importante, quizá debido al hecho de que el ajuste macroeconómico mismo depende de las condiciones originales y de los factores políticos.

## El azar

Si un país que está tratando de estabilizar precios y salarios tiene el infortunio de sufrir fuertes sacudidas externas, como la caída de la demanda de sus exportaciones, es más probable que el intento de desinflación naufrague. Existe igual probabilidad si un país tiene una cuenta de capital abierta y Estados Unidos aumenta sus tasas de interés. Estas variables son estadísticamente significativas aun neutralizando las variables vinculadas o no a la política económica, lo que hace pensar que los efectos de las sacudidas externas trascienden

los de las variables macroeconómicas. Por ende, el resultado de la estabilización es en gran medida cuestión de suerte.

### La oportunidad y las condiciones originales

La importancia crítica de las condiciones originales confirma varias predicciones teóricas, incluso algunas que a primera vista parecen poco lógicas.

*Los fracasos del pasado reducen la probabilidad de éxito.* Cuanto más tiempo haya durado la inflación elevada, mayor será la probabilidad de fracaso, lo que parece respaldar la teoría de que una inflación prolongada fomenta la adopción de instituciones y prácticas que dificultan la estabilización, como la indexación. Otra de nuestras conclusiones es que el éxito o el fracaso iniciales tienen más probabilidades de repetirse el año siguiente si se mantienen las demás condiciones, lo que apunta a la importancia de la credibilidad del gobierno. Por ende, el resultado depende de los antecedentes de inflación del país, de la reputación del gobierno y de las primeras medidas que aplique.

*Una mala base puede ayudar.* Nuestras conclusiones sin duda convalidan la “hipótesis de crisis”, según la cual es necesario que las condiciones imperantes empeoren repentinamente para que surja un consenso político a favor de la estabilización. De ahí la paradoja de que una tasa de inflación más alta antes de un programa de estabilización suela implicar mayor probabilidades de éxito.

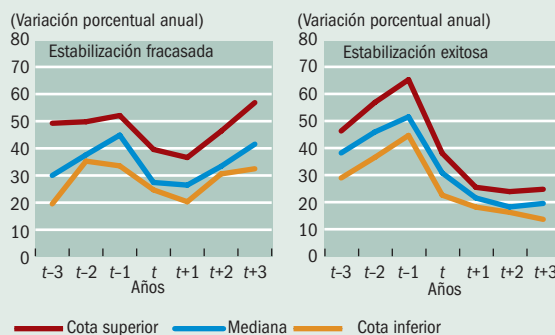
*Algunas bases favorables también pueden ser propicias.* Por ejemplo, un nivel relativamente elevado de reservas internacionales al comienzo del plan de estabilización brinda cierto respaldo si las circunstancias toman un giro contrario y reduce la probabilidad de fracaso.

Estos resultados revelan que, en la medida en que sean las autoridades las que puedan decidir en qué momento se pon-

Gráfico 1

### La trayectoria de la inflación<sup>1</sup>

En los países cuyos programas de estabilización no cumplieron el criterio 1 y se clasificaron como fracasos (véanse el recuadro y el cuadro), la inflación repuntó al año. (Mediana de la muestra e intervalos de confianza al 95%)



Fuentes: FMI, *International Financial Statistics* (varios años); fuentes nacionales, y estimaciones de los autores.

Nota: t es el año de estabilización. El eje de abscisas muestra el trienio previo y siguiente a la estabilización.

<sup>1</sup>Para limitar los efectos de los valores extremos, se ajustó la escala de las tasas de inflación (x) con la fórmula  $x/(100+x)$ .

drá en marcha la estabilización, el resultado final podría depender tanto de esa decisión como del diseño de las políticas, y que es muy importante seleccionar las medidas adecuadas al principio del programa.

*Las estabilizaciones basadas en el tipo de cambio tienen más probabilidades de éxito.* Habiéndose probado que un ancla cambiaria contribuye al buen fin de un plan de desinflación (aun neutralizando los ajustes fiscales y monetarios), coincidimos con otros economistas en que puede ayudar a coordinar las expectativas (y que no se limita a imponer disciplina macroeconómica). Hacemos una salvedad importante: un efecto significativo de las anclas cambiarias puede detectarse

### Cómo se seleccionaron los episodios y cómo se midieron el éxito o el fracaso

Seleccionamos 51 episodios de estabilización aplicando una regla numérica: la inflación anual debía haber sido como mínimo del 40% los dos años previos a la estabilización, haber caído como mínimo  $\frac{1}{4}$  en el año de la estabilización, y permanecer por debajo del nivel original el año siguiente. Hamann (2001) expone la razón de ser de estos umbrales.

Para decidir el éxito o el fracaso, aplicamos dos criterios (véase el cuadro). Según el primero, hubo fracaso si en algún momento del trienio siguiente a la estabilización la inflación superó  $\frac{3}{4}$  de la tasa vigente el año previo a la estabilización. Así, se registraron 34 casos de éxito y 17 fracasos. El segundo criterio fue más estricto: hubo éxito si durante el trienio siguiente la inflación fue igual o inferior a la registrada durante el año de estabilización. Así, se registraron 20 casos de éxito y 31 fracasos. Nuestras principales conclusiones son invariantes de ambos criterios y de un tercer indicador (no dicotómico) del éxito.

El gráfico 1 (basado en el criterio 1) muestra que la trayectoria de la inflación en los países que lograron dominarla difiere bastante de la del grupo que fracasó: tras una caída sensible el año de la estabilización, la inflación siguió bajando en el pri-

mer grupo, pero se mantuvo casi sin cambios en el segundo. En el segundo y tercer año posterior a la estabilización, la diferencia entre los niveles de inflación se acentuó y pasó a ser estadísticamente significativa, lo cual hace pensar que este simple criterio divide al conjunto de datos en dos grupos con trayectorias inflacionarias muy separadas tras la estabilización.

Para las pruebas econométricas, organizamos el conjunto de datos como un panel con trienios posteriores a la estabilización para cada uno de los 51 episodios y realizamos una búsqueda de especificación por etapas, agregando poco a poco bloques de variables explicativas. El primer bloque contenía indicadores de las condiciones externas y originales; entre ellas, el ancla nominal del plan de estabilización. Luego añadimos indicadores de las *instituciones y elementos políticos* a la mejor especificación de la primera etapa. Interpretamos los primeros modelos como la forma reducida de un modelo estructural más complejo. En la última etapa de la búsqueda de especificación, añadimos la trayectoria de las variables *vinculadas o no a la política económica* tras la estabilización, desplazando todos los regresores un año para evitar problemas de simultaneidad.

## Desinflación: Una ardua batalla

Los autores analizaron 51 programas de estabilización en 31 países. Según un criterio, la tercera parte fracasó; con un criterio más estricto, fracasó un 61%.

|                                                         | Fecha de la estabilización | ¿Ancla cambiaria? | ¿Funcionó?              |                         |
|---------------------------------------------------------|----------------------------|-------------------|-------------------------|-------------------------|
|                                                         |                            |                   | Criterio 1 <sup>1</sup> | Criterio 2 <sup>2</sup> |
| Argentina (1)                                           | 1977                       |                   | Sí                      | Sí                      |
| Argentina (2)                                           | 1980                       | Sí                |                         |                         |
| Argentina (3)                                           | 1986                       | Sí                |                         |                         |
| Argentina (4)                                           | 1991                       | Sí                | Sí                      | Sí                      |
| Bangladesh                                              | 1975                       |                   | Sí                      | Sí                      |
| Bolivia                                                 | 1986                       |                   | Sí                      | Sí                      |
| Brasil (1)                                              | 1966                       | Sí                | Sí                      | Sí                      |
| Brasil (2)                                              | 1991                       |                   | Sí                      |                         |
| Chile (1)                                               | 1965                       |                   | Sí                      | Sí                      |
| Chile (2)                                               | 1975                       |                   | Sí                      | Sí                      |
| Congo, Rep. Dem. del (1)                                | 1969                       |                   | Sí                      |                         |
| Congo, Rep. Dem. del (2)                                | 1980                       |                   |                         |                         |
| Congo, Rep. Dem. del (3)                                | 1985                       |                   |                         |                         |
| Costa Rica                                              | 1983                       |                   | Sí                      | Sí                      |
| Ecuador (1)                                             | 1990                       |                   | Sí                      |                         |
| Ecuador (2)                                             | 1994                       | Sí                | Sí                      |                         |
| Ghana (1)                                               | 1978                       |                   |                         |                         |
| Ghana (2)                                               | 1985                       |                   |                         |                         |
| Guinea                                                  | 1988                       |                   | Sí                      |                         |
| Guinea Bissau (1)                                       | 1990                       |                   |                         |                         |
| Guinea Bissau (2)                                       | 1993                       |                   | Sí                      |                         |
| Guyana                                                  | 1992                       |                   | Sí                      | Sí                      |
| Indonesia                                               | 1967                       |                   | Sí                      |                         |
| Islandia (1)                                            | 1976                       |                   |                         |                         |
| Islandia (2)                                            | 1984                       | Sí                | Sí                      |                         |
| Israel                                                  | 1986                       | Sí                | Sí                      | Sí                      |
| Jamaica                                                 | 1993                       |                   | Sí                      |                         |
| Líbano (1)                                              | 1988                       |                   | Sí                      | Sí                      |
| Líbano (2)                                              | 1993                       |                   | Sí                      | Sí                      |
| México (1)                                              | 1984                       |                   |                         |                         |
| México (2)                                              | 1989                       | Sí                | Sí                      |                         |
| Mozambique                                              | 1988                       |                   | Sí                      | Sí                      |
| Nicaragua                                               | 1991                       | Sí                | Sí                      | Sí                      |
| Nigeria                                                 | 1990                       |                   |                         |                         |
| Perú (1)                                                | 1986                       | Sí                |                         |                         |
| Perú (2)                                                | 1991                       |                   | Sí                      | Sí                      |
| República Árabe Siria                                   | 1988                       |                   | Sí                      | Sí                      |
| República Dominicana                                    | 1992                       |                   | Sí                      |                         |
| Santo Tomé y Príncipe                                   | 1992                       |                   |                         |                         |
| Sierra Leona (1)                                        | 1988                       |                   | Sí                      |                         |
| Sierra Leona (2)                                        | 1992                       |                   | Sí                      | Sí                      |
| Somalia (1)                                             | 1982                       |                   |                         |                         |
| Somalia (2)                                             | 1985                       |                   |                         |                         |
| Turquía (1)                                             | 1981                       |                   | Sí                      |                         |
| Uganda (1)                                              | 1982                       |                   |                         |                         |
| Uganda (2)                                              | 1989                       |                   | Sí                      | Sí                      |
| Uruguay (1)                                             | 1969                       | Sí                | Sí                      |                         |
| Uruguay (2)                                             | 1976                       |                   |                         |                         |
| Uruguay (3)                                             | 1981                       | Sí                |                         |                         |
| Uruguay (4)                                             | 1992                       | Sí                | Sí                      | Sí                      |
| Zambia                                                  | 1994                       |                   | Sí                      | Sí                      |
| Número total de estabilizaciones                        | 51                         |                   | 34                      | 20                      |
| Porcentaje que funcionó                                 |                            |                   | 67                      | 39                      |
| Número de estabilizaciones basadas en el tipo de cambio |                            | 13                | 9                       | 5                       |
| Porcentaje que funcionó                                 |                            |                   | 69                      | 38                      |

Fuente: Hamann (2001).

<sup>1</sup>Hubo fracaso si en algún momento del trienio siguiente a la estabilización la inflación superó <sup>3</sup>/<sub>4</sub> de la tasa vigente el año previo a la estabilización.

<sup>2</sup>Hubo fracaso si en algún momento del trienio siguiente a la estabilización la inflación superó el nivel que alcanzó durante el año de la estabilización.

únicamente habiendo neutralizado otras condiciones originales y sacudidas externas. Un simple análisis de dos variables, por el contrario, muestra que las estabilizaciones basadas en el tipo de cambio fracasan en la misma proporción que las que utilizan otras anclas nominales (véase el cuadro). Por ende, el tipo de ancla es uno entre muchos factores.

Los países con sectores financieros abiertos están en mejores condiciones. Por lo general, si al comienzo de la estabilización el país tiene una cuenta de capital abierta, las probabilidades de éxito son mayores; por otra parte, como ya se ha señalado, también podría agudizarse la susceptibilidad a las sacudidas externas. Los hechos no parecen indicar que una cuenta corriente más abierta propicie la desinflación.

### El papel de las instituciones políticas

La durabilidad y otras características fundamentales de las instituciones y los regímenes políticos contribuyen al buen resultado de un plan de estabilización.

Los países con instituciones políticas de larga data tienen más probabilidades de éxito. Este hecho concuerda con la opinión de que la inestabilidad política está vinculada a la inflación elevada y a la creación de moneda como fuente de ingreso.

Un Poder Ejecutivo sólido incrementa las probabilidades de éxito. Este resultado no está afectado por estabilizaciones satisfactorias bajo regímenes no democráticos en nuestra muestra, lo cual respalda la teoría de que los gobiernos presidenciales tienen más capacidad para limitar el gasto público.

Las democracias con sistemas electorales por mayoría suelen lograr buenos resultados. Una de nuestras conclusiones es que los sistemas electorales por mayoría (a diferencia de los proporcionales) dentro del subconjunto de países democráticos de nuestra muestra tienden a reducir la probabilidad de fracaso. De hecho, se ha demostrado que están vinculados a un menor nivel de déficit y gasto público, reduciéndose así la necesidad de recurrir al impuesto inflacionario.

Los gobiernos nuevos tienen menos probabilidades de fracasar. Los dirigentes que han ocupado sus cargos durante menos de tres años tienen más probabilidades de éxito. Esta conclusión concuerda con los modelos de reputación: los gobiernos nuevos eligen niveles inflacionarios más bajos al margen de su preferencia o capacidad para comprometerse de antemano a lograr un nivel determinado. También está acorde con la idea de que un gobierno nuevo podría perder más capital político que uno que lleva un tiempo en funciones.

La cohesión social contribuye a las probabilidades de éxito pero, llamativamente, la cohesión política, no. Otra conclusión a la que llegamos es que las probabilidades de fracaso aumentan con la agudización de la tensión social, mientras que sucede lo contrario con los gobiernos más polarizados. Esto se debe quizás al hecho de que algunos gobiernos de “unidad nacional” —que cuentan con la cooperación de los principales partidos— logran moderar la inflación pese a una gran polarización. Esta conclusión plantea dudas sobre el modelo de “guerra de desgaste”, según el cual un partido político termina asumiendo todos los costos de la estabilización.

### Variables macroeconómicas desvinculadas de la política económica

La apreciación real del tipo de cambio puede sacar de cauce a los programas de estabilización. Como el fracaso de un intento de desinflación está vinculado por lo general a una fuerte depreciación real, neutralizamos la posibilidad de que un plan

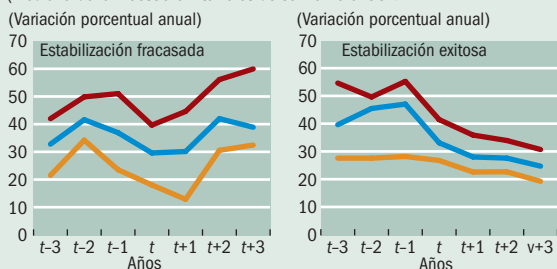
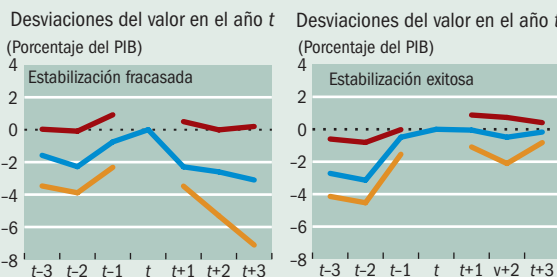
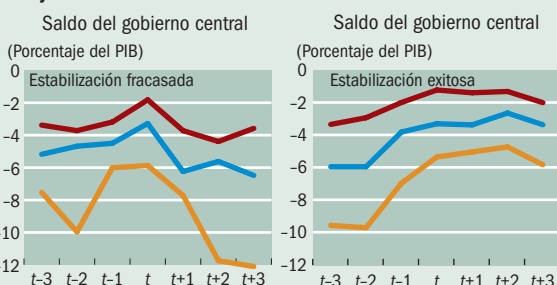
Gráfico 2

**Más posibilidades de éxito**

El ajuste monetario y fiscal sostenido es crítico.

**Frenando el aumento del crédito bancario<sup>1</sup>, aumenta la probabilidad de que la desinflación dé resultado . . .**

(Mediana de la muestra e intervalos de confianza al 95%)

**. . . y lo mismo sucede reduciendo los déficit fiscales.**

— Cota superior — Mediana — Cota inferior

Fuentes: FMI, *International Financial Statistics* (varios años); fuentes nacionales, y estimaciones de los autores.

<sup>1</sup>Para limitar los efectos de los valores extremos, se ajustaron las tasas de aumento del crédito ( $x$ ) con la fórmula  $x/(100+x)$ .

de estabilización no hubiera segregado ya el efecto de una *apreciación real* sobre la probabilidad de fracaso y concluimos que el efecto es estadísticamente significativo, lo que revela el peligro de una apreciación excesiva durante la estabilización.

No hay indicios de una *tasa de sacrificio*. El éxito suele estar vinculado a un mayor aumento del PIB. El crecimiento puede contribuir a la desinflación por vías directas (mejorando la situación fiscal pública) e indirectas (forjando el consenso necesario para sustentar el ajuste). Además, la relación positiva entre el crecimiento y el éxito de la estabilización revela que, al menos en nuestra muestra, no parece haber una tasa de sacrificio (la pérdida de producción necesaria para redu-

cir la inflación), sea cual fuere el ancla utilizada. Sin embargo, es necesario interpretar este resultado con cuidado, ya que en algunos de nuestros análisis el aumento del PIB parece ser ventajoso únicamente mientras no haga que la economía supere su potencial.

Las reservas internacionales importan. El aumento de las reservas internacionales después de la estabilización está vinculado con el éxito. De hecho, una acumulación más rápida de las reservas internacionales puede moderar la vulnerabilidad de la estabilización a las sacudidas externas e inspirar confianza, sobre todo cuando está basada en un ancla cambiaria.

**Ajustes monetarios y fiscales**

Aunque los ajustes monetarios y fiscales incrementan la probabilidad de éxito, puede que no basten. Naturalmente, un ajuste insuficiente al principio puede hacer tambalear un plan de desinflación, como lo muestran los gráficos 2 y 3. El análisis econométrico confirma que la reducción del déficit fiscal y la expansión del crédito bancario mejoran las probabilidades de éxito. Merece señalarse que la mayoría de las variables que reflejan la importancia del azar, el sentido de la oportunidad y las instituciones políticas son estadísticamente significativas aun cuando se incluyen en la regresión variables vinculadas a la política económica. Por ende, parece haber determinantes críticos más allá de los ajustes monetarios y de la política económica.

Tengamos también en cuenta que los ajustes fiscales y monetarios son estadísticamente significativos. El hecho de que la variable de ajuste fiscal sea significativa aun cuando se neutraliza el aumento del crédito hace pensar que la reducción del déficit influye en la desinflación más allá del efecto mecánico directo que tiene sobre el crecimiento monetario. Por otra parte, el hecho de que el aumento del crédito interno sea significativo aun cuando se neutraliza la situación fiscal plantea la posibilidad de que esta última no sea el único determinante de la desinflación. Por ejemplo, un programa de estabilización puede salirse de su cauce si el ajuste fiscal coincide con afluencias de capital que inflen el crédito interno. ■

A. Javier Hamann y Alessandro Prati ocupan el cargo de Subjefe de División en el Departamento de Elaboración y Examen de Políticas y el Departamento de Estudios, respectivamente, del FMI.

El artículo se basa en un estudio de los autores titulado "Why do Many Disinflation Fail? The Importance of Luck, Timing, and Political Institutions", IMF Working Paper 02/228 (Washington).

**Bibliografía:**

Hamann, A. Javier, 2001, "Exchange Rate Based Stabilization: A Critical Look at the Stylized Facts", IMF Staff Papers, vol. 48 (diciembre), págs. 111–38.

Veiga, Francisco José, 1999, "What Causes the Failure of Inflation Stabilization Plans?", en Journal of International Money and Finance, vol. 18 (abril), págs. 169–94.