

## Lineamientos para un Programa de Estabilización de Ajuste Drástico

Serie: Documento de Trabajo No. 1

*Este estudio forma parte de las investigaciones efectuadas en el marco del Consorcio de Investigación Económica, apoyado por el Centro Internacional de Investigación para el Desarrollo (CIID) y la Agencia Canadiense para el Desarrollo Internacional (ACDI).*

**Julio Velarde  
Martha Rodríguez**

# **LINEAMIENTOS PARA UN PROGRAMA DE ESTABILIZACIÓN DE AJUSTE DRÁSTICO**



**UNIVERSIDAD DEL PACÍFICO**  
CENTRO DE INVESTIGACIÓN



consorcio  
de investigación económica

**LIMA - PERÚ  
1992**

© Universidad del Pacífico  
Centro de Investigación  
Avenida Salaverry 2020  
Lima 11, Perú

**LINEAMIENTOS PARA UN PROGRAMA DE  
ESTABILIZACIÓN DE AJUSTE DRÁSTICO**

**Julio Velarde**

**Martha Rodríguez**

1a. Edición: Julio 1992

Esta publicación ha sido hecha con el auspicio del Centro Internacional de Investigaciones para el Desarrollo (CIID) y de la Agencia Canadiense para el Desarrollo Internacional (ACDI).

**BUP - CENDI**

**Velarde, Julio**

Lineamientos para un Programa de Estabilización de Ajuste Drástico / Julio Velarde y Martha Rodríguez. -- Lima : Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico, 1992.

/INFLACION/POLITICA DE ESTABILIZACION/PERU/

36.748.12(85) (CDU)

Miembro de la Asociación Peruana de Editoriales Universitarias y de Escuelas Superiores (APESU) y miembro de la Asociación de Editoriales Universitarias de América Latina y el Caribe (EULAC).

El Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico no se solidariza necesariamente con el contenido de los trabajos que publica.

Derechos reservados conforme a Ley.

## ÍNDICE

<b>1. Diagnóstico de la Situación en Julio de 1990.....</b>	<b>4</b>
<b>2. Objetivos del Programa de Estabilización y Características del Proceso Hiperinflacionario Previo.....</b>	<b>5</b>
<b>3. Principios Básicos del Programa de Estabilización y Conflicto de Objetivos: Gradualismo Versus Choque.....</b>	<b>10</b>
<b>4. Selección de las Anclas Nominales.....</b>	<b>13</b>
4.1 La Meta o Ancla Cambiaria .....	13
4.2 La Junta de Convertibilidad .....	15
4.3 La Meta o Ancla Monetaria .....	18
<b>Bibliografía.....</b>	<b>23</b>

## **1. Diagnóstico de la Situación en Julio de 1990\***

La situación de la economía peruana en julio de 1990 estaba caracterizada por<sup>1</sup>:

- Un proceso hiperinflacionario que ya duraba 24 meses y que en los últimos doce meses mostró tasas de inflación mensual del orden del 40%<sup>2</sup>.
- Una caída dramática de los salarios reales, que en el caso del salario mínimo alcanzó el 50%.
- Un déficit fiscal del orden del 7% del PBI, como consecuencia fundamental de la caída de la recaudación fiscal a menos del 4% del PBI, y del enorme retraso en los precios relativos de los bienes y tarifas públicos.
- Un nivel de actividad en descenso, habiendo el PBI caído en 8.4% y 11.8% en 1988 y 1989 respectivamente.
- Una precaria situación de la balanza de pagos reflejada en un nivel negativo de RIN de 105 millones de dólares y una posición de cambio también negativa de 1,071 millones de dólares.
- Un tipo de cambio oficial (denominado MUC, donde se transaban aproximadamente el 30% de las importaciones) que era menos de un tercio del tipo de cambio del mercado paralelo.

---

\* Este trabajo fue concluido en julio de 1990. Posteriormente, se revisó la versión final introduciendo cambios menores. Agradecemos la colaboración de Juan Mendoza Pérez por su eficiente labor como asistente de investigación.

1. Ver Velarde y Rodríguez (1991).  
2. Ver Banco Central de Reserva del Perú (1990).

- Un aislamiento de la comunidad financiera internacional, habiendo la deuda externa alcanzado los 20,000 millones de dólares, con atrasos del orden de 2,000 millones de dólares con los organismos multilaterales.
- Una disminución significativa de la intermediación financiera.
- Una pérdida total de credibilidad en el gobierno.

## **2. Objetivos del Programa de Estabilización y Características del Proceso Hiperinflacionario Previo**

El objetivo central del programa de estabilización era la reducción drástica de la inflación. Este objetivo debería ser alcanzado al menor costo posible en términos de caída del nivel de actividad económica y de los ingresos reales.

El diseño de un programa para reducir drásticamente la inflación depende ciertamente de las características de la misma. Si bien el desequilibrio fiscal y su financiamiento con emisión monetaria fue la principal causa de la inflación, es necesario conocer la importancia de la inercia en este proceso inflacionario. Si el elemento inercial existe y es muy importante, entonces se requiere no solamente corregir los desequilibrios fundamentales existentes en la economía tales como, por ejemplo, el déficit fiscal, sino también utilizar políticas complementarias para eliminar dicha inercia.

El elemento inercial de la inflación se presenta generalmente en procesos de altas tasas de inflación abierta. Se afirma que existe inercia cuando la inflación presente es función básicamente de la inflación pasada. Esta relación entre la inflación presente y pasada proviene, a su vez, de los mecanismos formales e informales de indexación que operan en una economía.

En el caso peruano hay quienes han señalado la existencia de inercia en el proceso inflacionario durante el régimen de García. Así, los mecanismos formales estarían dados por la indexación mensual de los salarios, sobre la base de la inflación del mes anterior y, en alguna medida, de los precios y tarifas públicas y el tipo de cambio MUC, que se venían reajustando mensualmente tomando en cuenta también la inflación del mes anterior. Sin embargo, cabe resaltar que los reajustes de estos precios no se realizaban estrictamente por montos que reflejaban el total de la inflación pasada.

Sin embargo, los incrementos salariales estaban sujetos a topes y los precios públicos fueron creciendo en forma más bien errática, generalmente en montos menores o iguales a la tasa de inflación pasada, excepto en el caso de los llamados "paquetes", donde los incrementos se realizaban por encima de la inflación, con el fin de tratar de "recuperar" el atraso incurrido. Estos "paquetes" no se habían producido desde 1989. De esta manera, la indexación formal de estos precios al efectuarse por una proporción menor a la inflación pasada, contribuiría más bien, manteniendo otras variables constantes, a una reducción paulatina de la tasa de inflación.

Los mecanismos de indexación informal se originan fundamentalmente en las expectativas de los agentes económicos, sobre la base de las cuales fijan los incrementos de precios. Estas expectativas para que provoquen inercia inflacionaria tendrían que ser semejantes a las del tipo adaptativo. Si los agentes económicos esperaran que las políticas y la situación económica en general no variaran significativamente en el futuro, ellos esperarían que la inflación futura fuera similar a las de los períodos anteriores. Los agentes económicos, en ausencia de información relevante sobre el futuro, toman como referencia la inflación pasada para el incremento de sus precios. Sin embargo, este comportamiento de los agentes económicos refleja más bien una racionalidad con respecto a sus proyecciones sobre el futuro inmediato, y no una adapta-



ción pasiva, por lo que a este tipo de expectativas se les ha llamado expectativas "cuasiracionales"<sup>3</sup>.

En situaciones donde los mecanismos de indexación están muy generalizados, existe el peligro de que los plazos en los que se reajustan los precios se vayan tornando más cortos en la medida en que la inflación se acelere. El caso extremo se produce cuando los plazos son tan cortos que prácticamente se hace imposible la operación de los mecanismos de indexación. Es entonces cuando todos los precios se indexan a un precio clave tal como el dólar. Paralelamente, la base monetaria en términos reales va cayendo en forma significativa, de tal manera que aun déficits fiscales relativamente pequeños alimentan la expansión monetaria. Una vez que todos los precios se indexan al dólar, la inflación tiene las características de una hiperinflación avanzada, donde el dinero pierde sus funciones principales. Cuando ello sucede, la estabilización de los precios se obtiene estabilizando el precio del dólar al cortar las fuentes de emisión de dinero.

En el caso de la hiperinflación peruana, el tipo de cambio real fue altamente fluctuante. Ello muestra que los precios internos no se movían en el corto plazo siguiendo al dólar, motivo por el cual no se llegó a una situación de las características que usualmente se asocian a la de una hiperinflación avanzada.

Asimismo, en el caso peruano, existe evidencia empírica sobre la existencia de "inercia", producto de estas expectativas cuasiracionales. Un estudio econométrico realizado por Bonifaz y Mac Auliffe<sup>4</sup> muestra que para el período entre 1985 y 1989, no se rechaza la hipótesis de que los agentes económicos basan sus incrementos de precios en las tasas de inflación pasadas, ni la hipótesis de que este comportamiento respondía a expectativas racionales.

---

3. Ver Hanson (1980).

4. Ver Bonifaz y Mac Auliffe (1990).

Sin embargo, en la situación de julio de 1990, ante un próximo cambio de gobierno, las expectativas de los agentes económicos, basadas en la información que tenían sobre el pasado, no hubieran sido racionales. Más bien los agentes económicos trataban de obtener información sobre lo que sería el nuevo programa económico. Es decir, esperaban que hubiera un cambio en las políticas económicas en la medida en que el nuevo gobierno tratara de resolver de alguna manera los problemas que existían en la economía, particularmente el de la inflación misma.

Este comportamiento se evidenció en encuestas que fueron realizadas por Apoyo S.A.<sup>5</sup>, por encargo del Banco Mundial, donde los resultados mostraron que los agentes económicos miraban hacia adelante para tomar sus decisiones. Este tipo de formación de expectativas es ciertamente de suma relevancia para evaluar las opciones del programa de estabilización; es decir, para predecir los posibles efectos de las políticas sobre las principales variables macroeconómicas.

Sin embargo, el elemento central que explica el proceso inflacionario se refiere a los desequilibrios fundamentales que existen en la economía, en particular el desequilibrio monetario. Como es conocido, la creación de dinero a tasas por encima de lo que los agentes económicos demandan se traduce en un mayor gasto nominal, que es absorbido por un incremento en la producción, un incremento de precios, un mayor consumo de divisas o una combinación de los tres. Cuando existe capacidad ociosa generalizada, ausencia de expectativas inflacionarias y existencia de las divisas necesarias para sustentar un crecimiento de la actividad productiva, el incremento en el gasto nominal se vería reflejado en una reactivación en el corto plazo y en una mayor demanda de divisas.

Pero aun en este caso, la transmisión monetaria a los precios puede darse en forma indirecta, ya sea a través del desencadenamiento de

---

5. Ver Apoyo S.A. (1990).

expectativas inflacionarias o de la devaluación, si se tiene en cuenta que la disponibilidad de divisas no es ilimitada. El deterioro en la balanza de pagos y la caída en reservas inducen a las autoridades a una devaluación del tipo de cambio que, a su vez, induce a un incremento en los precios.

Los mecanismos de propagación del desequilibrio monetario son diferentes en un proceso de altas tasas de inflación que contienen un elemento inercial<sup>6</sup>. En este caso, la expansión monetaria generalmente convalida el proceso inflacionario existente, tornándose pasiva la política monetaria. Así, si se pusiera en marcha una política monetaria contractiva, sería el nivel de actividad el que sufriría en el corto plazo, ya que los precios tendrían su propia dinámica originada en los mecanismos de indexación existentes, tal como se explicara anteriormente. La inflación tendería a bajar eventualmente después de un período relativamente largo, durante el cual se produciría una recesión, cuya magnitud dependería del grado de contracción y de la importancia del elemento inercial en la inflación.

Es a raíz de esta ineffectividad de las políticas contractivas que nacen los llamados programas "heterodoxos" de estabilización<sup>7</sup>. Es decir, se establecen políticas complementarias para eliminar la inercia inflacionaria, tales como el congelamiento de precios y la reforma monetaria. Sin embargo, la utilización de estos instrumentos "heterodoxos" de ninguna manera implica que la corrección del desequilibrio monetario debe dejarse de lado. Más aun, el posible éxito de los programas "heterodoxos" en combatir la inflación requiere de una política monetaria restrictiva, es decir, de la eliminación del déficit fiscal financiado por emisión y del control de otras fuentes de emisión. Si bien se reconoce que cuando la tasa de inflación se reduce drásticamente, la demanda de dinero se incrementa, esto no quiere decir que la expansión de la oferta

---

6. Ver, por ejemplo, Lopes (1989).

7. Ver, por ejemplo, Arida y Lara Resende (1985).

monetaria deba ser generosa. En este caso, se corre el riesgo de que el programa fracase, si se proyectara en forma optimista el posible incremento de la demanda de dinero.

En consecuencia, exista o no inercia en un proceso inflacionario, la corrección de los desequilibrios fundamentales es un ingrediente necesario en cualquier programa de estabilización<sup>8</sup>.

En el caso peruano, los desequilibrios fundamentales correspondían al déficit fiscal financiado enteramente por emisión monetaria y a la fuerte distorsión que existía en los precios administrados por el gobierno. En efecto, la disminución dramática en la recaudación fiscal al 4% del PBI, no podía sostener el gasto mínimo que se requería para que el gobierno y las empresas públicas operaran. De esta manera, en ausencia de fondos externos, el déficit fiscal se financiaba a través de la creación de dinero<sup>9</sup>.

Asimismo, este déficit fiscal se explicaba por el nivel de subsidios que existía en la provisión de bienes y servicios por parte del Estado. Los enormes retrasos que existían en los precios de los combustibles y tarifas públicas no solamente hacían que las empresas públicas que los proveían operaran en forma ineficiente, sino que, como sucedía con Petroperú, no podían transferir al fisco los impuestos que le correspondían, por falta de recursos.

Otro tanto sucedía en el caso de algunos alimentos comercializados por Enci, los cuales recibían subsidios al ser importados a un dólar MUC que se encontraba en un nivel equivalente a un tercio del tipo de cambio paralelo, y que se vendían además a precios por debajo de los precios internacionales al tipo de cambio MUC. Asimismo, el retraso de este

---

8. Ver Dornbusch, Sturzenegger y Wolf (1990), y Dornbusch y Simonsen (1987).

9. Ver World Bank (1989), y Velarde y Rodríguez (1991).

último redundaba no solamente en una menor rentabilidad de las exportaciones, sino que favorecía las actividades especulativas, en la medida en que los agentes económicos que tenían acceso al mercado oficial sobreimportaban productos que después eran comercializados con altos márgenes.

En consecuencia, el desequilibrio fiscal se encontraba íntimamente relacionado con las distorsiones de los precios relativos de los bienes y servicios provistos por el Estado. A esto habría que agregar otras fuentes de emisión monetaria, como eran los créditos subsidiados al sector agrícola y la remuneración al encaje de los bancos en el Banco Central. Este último factor se convirtió en importante fuente de emisión, dada la alta tasa de encaje y la alta tasa de interés, haciendo que la oferta monetaria en gran medida se endogenice.

La evolución de la emisión en los últimos meses del gobierno aprista fue más bien errática. Si bien el Banco Central hacia finales del gobierno trató de aplicar una política monetaria contractiva con el objeto de evitar el incremento en el tipo de cambio paralelo, la expansión monetaria en general convalidó la inflación. En los meses en que se intentó una contracción monetaria, ésta se vio reflejada en un desaceleramiento o caída temporal del tipo de cambio paralelo, sin mayor efecto en la tasa de inflación.

### **3. Principios Básicos del Programa de Estabilización y Conflicto de Objetivos: Gradualismo Versus Choque**

En el caso peruano, el ajuste a aplicarse debía ser drástico. Una opción gradualista, dadas las condiciones existentes en julio de 1991, hubiera sido sumamente riesgosa, tal como se verá en la discusión posterior.

Como se mencionó anteriormente, el objetivo central del programa de estabilización era la reducción drástica de la inflación. El logro de este objetivo requería de dos elementos básicos: la corrección de los desequilibrios fundamentales y el cambio radical en las expectativas de los agentes económicos.

Los desequilibrios fundamentales, tal como también se mencionó previamente, se veían reflejados en la falta de control monetario y en la fuerte distorsión de precios relativos, estando ambos aspectos íntimamente relacionados. Las distorsiones de precios relativos estaban dadas por el significativo retraso de los precios públicos, del tipo de cambio MUC y de los salarios. De esta manera, los retrasos en los precios públicos incidían en el desabastecimiento y en el déficit fiscal; el retraso del dólar MUC incidía en la precaria situación del sector externo; y el bajo nivel de salarios reales, en una distribución del ingreso sumamente desigual. En consecuencia, se requería incrementar significativamente los precios relativos públicos y la unificación del tipo de cambio a un nivel que permitiera una recuperación de las reservas, evitando una erosión muy grande en los salarios reales.

Esto significaba que cualquier corrección sustancial de los precios públicos y del tipo de cambio tenía que ser contrarrestado con un incremento inicial del salario mínimo que compensara parcialmente el incremento en los precios y, en lo posible, con medidas tales como subsidios directos dirigidos específicamente a los grupos de menores ingresos. Este ajuste de los ingresos sería seguido por una liberalización salarial. El incremento inicial se constituiría en un "respiro" para los asalariados, mientras que los precios privados encontrarán su nuevo nivel de equilibrio. Para facilitar este equilibrio y para poner un techo a los precios privados, simultáneamente se debería liberalizar las importaciones, eliminando los controles cuantitativos y reduciendo y uniformando las tasas arancelarias.

Adicionalmente, el incremento en el tipo de cambio real, induce a una ganancia de reservas, incidiendo ésta en una mayor expansión moneta-

ria. En consecuencia, existe conflicto en alcanzar los niveles deseados de precios relativos y entre éstos y el control monetario. Estos dilemas ("trade offs") tienen que ver con la selección del ancla nominal, como se verá posteriormente.

En cuanto al cambio radical en las expectativas, éste requería de dos condiciones básicas. La primera era que debía existir una diferencia marcada entre la política económica a aplicarse, comparada con la política que estuvo siendo aplicada. La segunda, era que el programa debería ser creíble para los agentes económicos en dos sentidos: que se tuviera confianza en que se iba a reducir la inflación, y que hubiera certeza de que el gobierno mantendría dicho programa.

Un esquema de ajuste de corte gradualista no cumplía con estas dos condiciones. Los agentes económicos interpretarían este tipo de programa con el continuismo del enfoque del régimen aprista, aun cuando el programa gradualista fuera realizado y anunciado en forma ordenada, en contraposición al desorden que caracterizó la política anterior. De esta manera, no se cumpliría con la primera condición, no habría un cambio radical en la política económica. Tampoco se cumpliría con la segunda condición, es decir, al haber fracasado las políticas gradualistas, los agentes económicos apostarían al fracaso y como éstas no podrían ser sostenidas por un período largo, tampoco esperarían que se mantuvieran, creándose así una desconfianza generalizada, que no solamente impediría romper con el elemento inercial de la inflación, sino que ésta podría incluso desembocar en una hiperinflación avanzada.

Este posible resultado del esquema gradualista impediría la corrección de los desequilibrios fundamentales. Al continuar la inercia inflacionaria, la corrección de los precios relativos requeriría de tasas de inflación cada vez más altas, se exacerbarían los conflictos entre los objetivos a alcanzar y los instrumentos a ser utilizados, cuyo resultado final sería precisamente una hiperinflación avanzada.

Es en este sentido que los llamados "paquetazos" aplicados por el régimen aprista no funcionaron. A pesar de los incrementos significativos de los precios que querían corregirse, éstos no fueron realizados en magnitudes suficientes para eliminar los desequilibrios. Los agentes económicos no percibían las políticas aplicadas como cambios radicales en las acciones del gobierno, ni tenían confianza en su éxito.

Este fue el caso por ejemplo del anuncio que se hiciera en setiembre de 1988 de un congelamiento de los precios privados después del ajuste. La falta de confianza hacía que los agentes económicos apostaran en contra de los paquetes; el elemento inercial no desaparecía, con lo cual se impedía a su vez la eliminación de los desequilibrios fundamentales, ya que el gobierno evitaba los ajustes posteriores para impedir una aceleración en la tasa de inflación. Se entraba, pues, a un círculo vicioso entre paquetes incompletos y períodos de control insostenibles.

Asimismo, a medida que la inflación se aceleraba, el valor real de la base monetaria se erosionaba, por lo que incluso el financiamiento de déficits fiscales temporalmente menores requería de tasas crecientes de expansión monetaria.

Si bien existen casos exitosos de control de la inflación mediante esquemas concertados gradualistas, tales como los casos de Israel y México, estos programas han sido llevados a cabo en contextos diferentes. En estos casos, las tasas de inflación existentes eran mucho menores que en el caso peruano; los desequilibrios existentes no eran de las magnitudes de las observadas en el caso peruano; la política económica anterior si bien había fracasado, no había sido tan desprestigiada como lo fue la política económica en el Perú; y finalmente los equipos económicos que diseñaron y llevaron a cabo el programa, contaban con un nivel alto de prestigio tanto dentro del país como en la comunidad financiera internacional. Es por estas razones que aun cuando un esquema de concertación tiene una connotación en general positiva, en el caso del Perú era muy difícil de llevarse a cabo, en el marco de una propuesta de ajuste gradualista.



Así como un esquema gradualista hubiera fracasado, un choque "heterodoxo" a través de un congelamiento de precios tampoco hubiera sido exitoso. Las magnitudes de los desequilibrios existentes y la imposibilidad de conocer los precios de equilibrio "correctos" no permitían la fijación y posterior congelamiento de los precios. De otro lado, el congelamiento hubiera sido rechazado por parte de los agentes económicos, lo que hubiera llevado a su fracaso.

Los agentes económicos hubieran relacionado el congelamiento de precios con la política del régimen anterior; no se hubiera producido un cambio en las expectativas, sino que, por el contrario, éstas se hubieran tornado más negativas. La historia en América Latina de los congelamientos señala claramente que éstos sólo pueden repetirse después de un tiempo suficientemente largo como para que los agentes económicos se hubieran olvidado del congelamiento anterior. Así, frente a la eventualidad de un posible congelamiento, los agentes económicos tienden a protegerse fijando precios de lista que exceden en mucho a los precios que se transan inicialmente, por lo que el congelamiento resulta ineficaz.

En cuanto al otro mecanismo para combatir la inercia, es decir, la llamada reforma monetaria, ésta no obviaría la necesidad de la corrección de los enormes desequilibrios existentes. Adicionalmente, ésta no sería necesaria si el cambio en la política económica fuera radical y estuviera respaldada por la confianza de los agentes económicos. Más aun, programas de este tipo requieren de un diseño y operación sofisticados, los que a su vez incentivaría el escepticismo, resultando sumamente riesgosa su aplicación en las condiciones que existían.

En consecuencia, a pesar de los riesgos que envuelve un programa de ajuste drástico, tal como se verá posteriormente, era posiblemente la única opción que tenía probabilidades de éxito.

El otro elemento fundamental en el diseño de cualquier programa de estabilización es el de la definición de las llamadas anclas nominales, aspecto que se discute en la siguiente sección.

## **4. Selección de las Anclas Nominales**

Uno de los problemas más complicados que se presentan en los programas de estabilización es escoger entre una meta cambiaria o una meta monetaria.

### **4.1 La Meta o Ancla Cambiaria**

En casi todos los programas de hiperestabilización se fijó un tipo de cambio que servía como referencia para la sincronización de los precios. De esta manera se buscaba la convergencia de los precios privados hacia un punto focal que se mantenía por un tiempo indefinido, con lo cual las expectativas inflacionarias descendían rápidamente disminuyendo la incertidumbre y reforzando el proceso de desinflación.

Al mismo tiempo, el ancla cambiaria disminuye la prima de riesgo de devaluación incorporada en la tasa de interés doméstica, favoreciéndose así un descenso en las tasas de interés, después del ajuste. De otro lado, la fijación del tipo de cambio implica que el Banco Central debe monetizar toda la sobreoferta de divisas que se produzca en la economía, lo cual refuerza el descenso en las tasas de interés.

Sin embargo, en este esquema surgen dos problemas iniciales. El primero se refiere al nivel al cual se fija el tipo de cambio. Como existe un riesgo en la determinación precisa del tipo de cambio de equilibrio en el mediano plazo y como éste tiene que fijarse a un nivel creíble para asegurar el sostenimiento del mismo por un período prolongado, en principio resulta prudente apuntar a un "overshooting". Es decir, el nivel del tipo de cambio establecido debería estar por encima de lo que sería el nivel de equilibrio de corto plazo.

Ciertamente, el tipo de cambio de corto plazo resulta difícil de definir, particularmente en un contexto en el cual se aplica un programa de choque que implica la alteración drástica de los precios relativos, particularmente de los precios públicos. Se puede argumentar que un indicador del tipo de cambio de corto plazo sería el llamado tipo de cambio de paridad. Sin embargo, precisamente por los cambios tan drásticos que se dan en la economía a raíz del ajuste, este indicador pierde relevancia. Más aun, aunque se tuviera un indicador del nivel cambiario de corto plazo, queda el problema de la decisión sobre la magnitud del "overshooting".

El segundo problema que se presenta es el referente al grado de mone-  
tización de la economía. Es decir, un nivel alto del tipo de cambio y la  
persistencia por un tiempo de tasas de interés domésticas mayores a las  
internacionales implican una expansión monetaria significativa que  
puede ir más allá de lo que podría absorber el incremento en la deman-  
da real de dinero que se produce después de aplicado el ajuste. Este  
posible exceso en la expansión monetaria podría inducir a un rebrote  
inflacionario poniendo en riesgo la credibilidad en el programa y en el  
propio tipo de cambio.

Hay quienes consideran que la emisión por ganancia de reservas, no  
representa un exceso de dinero, porque supuestamente la sobreoferta de  
dólares reflejaría una sobredemanda de soles. Este argumento no es  
válido, porque muchas veces el que alguien busque deshacerse de divi-  
sas para realizar un gasto, no significa que exista en contrapartida agen-  
tes económicos que deseen mantener la moneda nacional emitida como  
saldos propios. Este efecto se produce no sólo en el caso de la moneti-  
zación de los saldos de la balanza de pagos como señala Dornbusch<sup>10</sup>,  
sino también como consecuencia de afluencia de capitales o cambios de  
portafolio.

---

10. Ver Dornbusch, Sturzenegger y Wolf (1990).

Asimismo, otros argumentos en favor de la monetización ilimitada, se refieren a que si bien pueden haber excesos de oferta monetaria, éstos serían sólo temporales y se corregirían automáticamente a través de una expansión de gasto nominal que lleve a una pérdida de reservas y en consecuencia a una eliminación del exceso de dinero.

Sin embargo, se presentan dos problemas en este enfoque. El primero es que el ajuste no es inmediato. En el ínterin, el aumento del gasto nominal, aun en una economía abierta, ha podido ejercer presiones sobre los precios de los bienes no transables, sobrevaluando el tipo de cambio fijado. El segundo se refiere a la asimetría usual en el comportamiento del Banco Central. Es decir, si bien el Banco Central está dispuesto a adquirir las divisas ofrecidas, no sucede lo mismo cuando debe contraer la liquidez a través de la venta de divisas, debido a los efectos recesivos que se pudieran generar.

En contraposición a los problemas que existen en la adopción del tipo de cambio como ancla nominal, existe la ventaja de que la remonetización facilita un descenso más rápido de las tasas de interés y una mayor expansión del gasto nominal, la cual, en un contexto de credibilidad y expectativas positivas, induce a una recuperación más rápida del nivel de actividad económica.

## **4.2 La Junta de Convertibilidad**

Dentro del esquema del ancla cambiaria, existen esquemas extremos que buscan reforzar los mecanismos de credibilidad en el tipo de cambio. Estos son los casos de la dolarización completa de la economía (utilización del dólar como medio de pago) o del establecimiento de una Junta de Convertibilidad. Como ambos esquemas se diferencian sólo en la apropiación del derecho de señoreaje y en que la dolarización es un compromiso más rígido y, por lo tanto, más difícil de abandonar, se discutirá sólo el caso de la Junta de Convertibilidad.

El mecanismo de la Junta de Convertibilidad permite generar una gran credibilidad tanto en la política monetaria como en el valor del tipo de cambio, al limitar estrictamente la discrecionalidad del gobierno, minimizando de esta forma la incertidumbre de los agentes económicos.

Se puede argüir que la credibilidad, aun con este esquema, nunca llega a ser completa por los problemas de inconsistencia dinámica señalados por Kydland y Prescott<sup>11</sup>. Es decir, una vez que la cantidad de saldos reales en la economía haya aumentado, el gobierno puede sentirse tentado ya sea a tomar las reservas que respaldaban a la moneda nacional, o a tratar de obtener nuevamente algo de impuesto inflacionario. Sin embargo, el esquema puede ser creíble puesto que el gobierno incurriría en un alto costo político al cambiar esta regla.

Este esquema ha sido criticado también porque el gobierno perdería el derecho sobre el señoreaje. Lo cierto es que este derecho no desaparece, pues al depositarse las reservas internacionales en el exterior estarían reeditando un interés superior a la tasa de inflación internacional. Sólo se puede perder parte del derecho de señoreaje si es que la demanda real de dinero crece a un ritmo superior al de la tasa real de interés que obtienen los fondos depositados en el exterior. Lo que sí se pierde es la posibilidad de cobrar un impuesto inflación superior a la inflación internacional.

Se puede criticar también la propuesta de la Junta de Convertibilidad por el alto costo de oportunidad que tienen los recursos comprometidos en la estabilidad monetaria. Es decir, el país estaría manteniendo un stock de divisas que podría ser utilizado en gastos indispensables, para lograr una estabilidad que puede obtenerse con una política monetaria responsable. Sin embargo, cabe señalar que lamentablemente nuestros gobiernos han perdido credibilidad. La falta de confianza es tal que no bastaría simplemente una promesa de convertibilidad o una

---

11 Kydland y Prescott (1977).

cobertura parcial de los pasivos monetarios. Un sistema de convertibilidad con un respaldo de 100% es, por definición, resistente a cualquier ataque especulativo del tipo de cambio y se logra una credibilidad casi inmediata.

Por otro lado, la Junta de Convertibilidad que funciona con bastante éxito en Hong Kong o Brunei y parcialmente en Singapur, no tiene por qué ser permanente. Se puede constituir por un período de cinco años, con el compromiso de nombrar, una vez vencido este plazo, una comisión que analice y determine la conveniencia de mantenerla.

Posteriormente se puede ir a un sistema fraccional de reservas, una vez que la economía esté completamente estabilizada y se haya recuperado y fortalecido la confianza de los agentes económicos. Es decir, aproximarnos algo más a los regímenes tradicionales del patrón oro, donde si bien el Banco Central tenía el compromiso de mantener la paridad de la moneda nacional, no había una relación estricta entre reservas y cantidad de dinero. En otras palabras, tradicionalmente, más que un mecanismo automático, el patrón oro era en gran medida administrado.

En este esquema desaparecería la política monetaria, a no ser que el Banco Central mantenga un fondo adicional para ser utilizado como instrumento anticíclico. Esta pérdida de un instrumento macroeconómico, si bien aparece como una desventaja, probablemente sea percibido por los agentes económicos como un mérito, dada la política monetaria desastrosa que se ha seguido en los últimos años.

Los problemas principales que se pueden presentar con este esquema se derivan del carácter rígido y automático de este mecanismo, tal como ocurría con el patrón oro y con el de Bretton Woods, si no se alteraba el tipo de cambio. Así, si por cualquier circunstancia (monetización excesiva que eleve el precio de los no transables, shocks de oferta, etc.) el tipo de cambio quedara desfasado, el proceso de ajuste resultaría sumamente costoso. Esto es así, porque el ajuste requeriría una deflación

o, en todo caso, un largo período durante el cual la inflación doméstica estuviera por debajo de la internacional. En la práctica, dada la rigidez de los precios y salarios a la baja, este proceso además de penoso no siempre consigue el efecto deseado.

Por otro lado, el comportamiento de las autoridades económicas tiende a ser asimétrico. Si bien estarían dispuestas a tolerar la expansión monetaria resultante de una ganancia de reservas, no sucedería lo mismo cuando la pérdida de reservas lleve a una contracción de la liquidez que conduzca a una recesión.

Para establecer una Junta de Convertibilidad, se requiere una serie de condiciones que no se dan actualmente en la economía. Entre ellas se debe señalar una economía más abierta, encajes sustancialmente más bajos, un tipo de cambio que al estarse fijando indefinidamente debe estar a un nivel adecuado. Por último, la cantidad de reservas disponibles del Banco Central debe ser suficiente para cubrir totalmente sus pasivos monetarios. Estas condiciones podrían lograrse, sin embargo, en un período de entre dieciocho a veinticuatro meses.

El cronograma que debería seguirse en el caso de ir a una Junta de Convertibilidad sería el siguiente:

1. Asumir por parte del Banco Central el firme compromiso de no emitir para financiar al gobierno o a la Banca de Fomento. En el margen, toda la emisión debe ser por origen externo, no debiendo existir crédito directo o indirecto para el gobierno o para el sistema financiero.
2. Disponer la libre e irrestricta convertibilidad de la moneda nacional, eliminando cualquier restricción sobre la libre transferibilidad de recursos.
3. Ir limpiando progresivamente los pasivos no monetarios y las cuentas contingentes del Banco Central.

4. Una vez que se estabilicen las cuentas del comercio exterior, devaluar progresivamente hasta alcanzar un tipo de cambio adecuado para las exportaciones y que permita que las reservas libremente disponibles del Banco Central cubran toda la base monetaria.
5. Establecer una Junta de Convertibilidad que administre una cuenta intangible con las reservas del Banco Central, que garantice el 100% del stock de emisión existente.

Una vez establecida la Junta de Convertibilidad, el ruido que introduce el tipo de cambio desaparecería. Los agentes económicos ya no apostarían en contra del tipo de cambio y tendrían una mayor confianza en la evolución de la macroeconomía. Los obstáculos que existen para el establecimiento de una Junta de Convertibilidad son más que de carácter técnico de orden político.

### **4.3 La Meta o Ancla Monetaria**

Como alternativa al esquema anterior, se puede plantear la meta monetaria. En este caso, el Banco Central fija el crecimiento de la masa monetaria, dejando el tipo de cambio libre. La expansión monetaria puede provenir de un incremento del crédito interno u operaciones de mercado abierto y/o compra de divisas. Sin embargo, queda sobreentendido que tanto en este esquema como en el anterior, la emisión para financiar déficits fiscales debe ser nula.

De otro lado, al estar saliendo de una situación en la cual la posición de reservas es negativa, la emisión se debería circunscribir a la compra de divisas, con el objeto no sólo de recuperar reservas sino de reforzar la credibilidad en el programa de estabilización.

Cabe resaltar que si bien existe la alternativa de fijar como ancla la tasa de interés, esta alternativa no sería recomendable al salir de una hiperinflación, pues las expectativas por un tiempo todavía son muy frágiles, lo cual determina que las tasas de interés tengan que ser más elevadas



de lo que serían una vez que el programa de estabilización se hubiera consolidado. De esta manera, el Banco Central estaría poniendo una restricción cuyos resultados serían impredecibles, por lo que sólo queda como alternativa la meta de los agregados monetarios.

El primer problema que se presenta en este caso es la determinación del ritmo de monetización. Si bien resulta claro que al haberse licuado gran parte de la masa monetaria por el ajuste, y al esperarse un incremento en la demanda de dinero, se requiere incrementar la oferta monetaria, la determinación de dicho incremento implica la estimación de la demanda de dinero. Esto resulta difícil, si no imposible, al haber salido la economía de un proceso hiperinflacionario. Incluso algunos indicadores que en condiciones normales podrían utilizarse para detectar si el incremento del dinero está siendo excesivo, resultan inadecuados en un proceso de estabilización de este tipo.

Así, por ejemplo, la tasa de interés puede reflejar no sólo una posible escasez de fondos disponibles, sino también expectativas de rebrote inflacionario o falta de credibilidad en el programa. En el primer caso se tendría que aumentar la expansión; mientras que en el segundo, se tendría que limitarla. Lo mismo sucede con la evolución del tipo de cambio, pues los cambios de portafolio no se producen en forma uniforme en el tiempo, con lo cual el tipo de cambio no sería un indicador adecuado de este grado de monetización. Así, si se observara una caída en el tipo de cambio por una sobreoferta temporal de dólares, esto no necesariamente correspondería a un aumento en la demanda de soles, tal como se explicara anteriormente.

Otro indicador podría ser la velocidad de rotación de depósitos. Nuevamente en este caso un incremento de esta velocidad no necesariamente indicaría una insuficiente expansión monetaria, ya que los patrones de comparación con el pasado no resultan adecuados. Es decir, al haberse producido cambios drásticos en precios relativos, y al modificarse las expectativas de inflación futuras, los cambios observados en la velocidad de circulación responden a una nueva estructura de precios

relativos invalidándola como indicador de lo adecuado del grado de expansión.

Evidentemente, un indicador relevante para determinar un posible exceso de oferta monetaria sería el incremento en el ritmo de inflación. Lamentablemente, esta información se tiene después de haberse cometido el error. Lo mismo sucede en el caso de observar una profundización de la recesión. Todo esto implica que el grado de monetización debe manejarse en forma prudente ya que no se puede conocer de antemano la demanda real de dinero, quedando sólo la alternativa de una sincronización fina y de una respuesta oportuna ante los indicadores de desequilibrio.

Otro problema que se puede presentar en el caso de optar por una meta monetaria es que frente a la sobreoferta de dólares que acompaña a una hiperestabilización, el tipo de cambio puede retrasarse severamente por un tiempo relativamente prolongado, lo cual no sólo agravaría la recesión sino que se perdería la confianza en el programa, despertándose las expectativas de una fuerte devaluación futura o, en su defecto, correr el riesgo de una reversión en el programa.

En consecuencia, en el primer esquema existe la dificultad de estimar el nivel del tipo de cambio adecuado y creíble, y correr el riesgo de una monetización excesiva. Mientras que en el segundo esquema, existe tanto el problema de la estimación de la demanda de dinero como el de un posible surgimiento de un retraso cambiario de partida.

Por otra parte, en el primer esquema, si se fija adecuadamente el tipo de cambio, tanto las reservas internacionales como el nivel de actividad se recuperarían más rápidamente. Además, se favorecería la sincronización de los precios privados hacia el nuevo sendero de inflación baja. La adopción del ancla cambiaria sería menos riesgosa cuanto más abierta sea la economía. Sin embargo, cuando se parte de una economía bastante cerrada, los efectos de la apertura demoran en producirse.

En el caso del ancla monetaria, aun cuando fuera más recesiva, se podría tener un mejor control de la inflación. Además, un error hacia abajo en la tasa de expansión monetaria podría ser corregido con un menor impacto en la credibilidad, comparado con el caso de tener que corregir hacia arriba el tipo de cambio.

Como se puede apreciar, no existen reglas claras para la selección de las anclas nominales. Sin embargo, lo importante para el éxito de cualquiera de los dos esquemas es la persistencia en la aplicación de las medidas y la credibilidad de los agentes económicos en esta persistencia. Además, al pasar de una situación sumamente distorsionada a otra de más libertad en los mercados, se requiere de un seguimiento continuo de una serie de indicadores que permitan tomar el pulso de la economía, de tal manera de aplicar las medidas de contingencia en el momento oportuno.

Otro aspecto que es importante tener en cuenta es que quizás no habría mayor diferencia entre estos dos esquemas polares en situaciones en las que los desequilibrios que tenían que corregirse no eran de magnitudes considerables. En cambio, en contextos donde se trata de salir de un proceso hiperinflacionario con fuertes distorsiones de precios relativos, ambos esquemas podrían resultar rígidos. Es así como en la práctica pareciera más recomendable adoptar en estos casos esquemas que pueden denominarse "híbridos".

Así, en el esquema de ancla cambiaria, dado que no desaparece la relación entre gasto nominal y expansión monetaria, no resulta recomendable mantener una expansión ilimitada del dinero, por lo que paralelamente a la fijación del tipo de cambio se deben introducir los instrumentos que permitan graduar la expansión monetaria, esterilizándose parte de ella cuando fuera necesario.

Alternativamente en el esquema de ancla monetaria, si hubiera una sobreoferta muy grande de divisas, no sería recomendable mantener un retraso cambiario significativo y prolongado, por lo cual tendría sentido introducir ciertos límites en las fluctuaciones del tipo de cambio y evitar las burbujas especulativas. De esta manera se requeriría intervenir en el mercado cambiario y utilizar un menú de instrumentos monetarios para seguir cumpliendo la meta monetaria. Es decir, si bien en cada caso hay un ancla principal, se debe buscar un cierto grado de control en la otra.

Adicionalmente, se debe tener en cuenta que la adopción de un ancla determinada no significa aferrarse permanentemente a ésta. Bien puede ser el caso que de acuerdo al cambio en las circunstancias se puede pasar de un ancla a otra. Por ejemplo, un esquema adecuado, al salir de la hiperinflación, podría ser tener inicialmente una meta cambiaria que permita tanto la remonetización como la convergencia de precios. Una vez alcanzado un nivel bajo de inflación, se podría flexibilizar la meta cambiaria y enfatizar el control monetario. Esto se conseguiría mediante la utilización de una banda de fluctuación del tipo de cambio, dentro de la cual se permite flotar el tipo de cambio y, a la vez, controlar la emisión monetaria, a través de instrumentos de mercado abierto.

Por otro lado, la política de precios públicos debe ser consistente con el esquema de anclas nominales. En ambos casos resulta recomendable un "overshooting" de los precios públicos, para garantizar el equilibrio fiscal frente a una posible erosión inicial en los precios reales de los mismos y evitar, al menos por un tiempo, sus reajustes continuos. Asimismo, la política salarial debe estar orientada a eliminar los mecanismos de indexación y a favorecer la negociación libre de las remuneraciones entre las partes. En el caso del salario del sector público, cualquier ajuste del mismo deberá estar condicionado a la disponibilidad de la caja fiscal. Paralelamente, con el objeto de defender a los grupos de menores ingresos se debe incluir un programa de emergencia social.

Finalmente, un programa de estabilización necesita estar acompañado de un programa de reformas estructurales orientadas a la liberalización de los mercados, con el objeto de permitir que las señales de éstos operen eficientemente.

## Bibliografía

- Apoyo S.A. *Encuesta empresarial sobre formación de precios*, Lima: 1990, mimeo.
- Arida, P. y A. Lara Resende, *Inertial inflation and monetary reform in Brasil*. Río de Janeiro: Pontificia Universidad Católica de Río de Janeiro, 1985.
- Banco Central de Reserva del Perú, *Memoria*, Lima.: 1990.
- Bonifaz, R. y R. Mac Auliffe, *Price inertia and rational expectations in Peru: 1985-1990*, 1990, mimeo.
- Dornbusch, R. y M. H. Simonsen, *Inflation stabilization: the role of incomes policy and of monetization*, 1987.
- Dornbusch, R.; F. Sturzenegger, y H. Wolf, *Extreme inflation: dynamics and stabilization*, M.I.T., 1990, mimeo.
- Hanson, J., "The short run relation between growth and inflation in Latin America", en: *American Economic Review*, Vol. 70, No. 5, diciembre 1980, pp. 972-989.
- Kydland, F. y E. Prescott, "Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans", en: *Journal of Political Economy*, Vol. 85, No. 3, junio 1977, pp. 473-491, The University of Chicago Press.

Lopes, Francisco, *O desafio da hiperinflacao. Em busca da moeda real*, 2a. ed., Río de Janeiro: Editora Campus, 1989.

Velarde, J. y M. Rodríguez, *De la desinflación a la hiperestanflación: Perú 1985-1990*. Documento de Trabajo, Lima: Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico, 1991, mimeo.

World Bank, *Peru: policies to stop hiperinflation*, Washington.D.C.: 1989.