

HIPERINFLACIÓN Y REFORMA MONETARIA EN BOLIVIA, ESTUDIADAS DESDE UNA PERSPECTIVA GENERAL*

Peter Bernholz

1. Introducción

Bolivia ha sido el único país en esta generación que experimentó una hiperinflación y le puso fin con una reforma monetaria efectiva. Según la definición de Cagan (1956), existe hiperinflación a partir del momento en que la inflación alcanza, por lo menos una vez, un índice mensual del 90 % o más. En Bolivia, la inflación produjo un aumento mensual promedio del índice del costo de vida del 45,53 % en el año transcurrido desde junio de 1984 hasta junio de 1985. De enero a febrero de 1985, el índice se elevó al 182,77 % (véanse cuadros I y II del Apéndice), con lo que se cumple la condición de Cagan. La reforma monetaria se llevó a cabo en agosto de 1985, y a partir de ese momento el índice de inflación descendió en forma espectacular (cuadro 2). Se supuso entonces que en 1987 alcanzaría "sólo" el 10-14 %.

El propósito de este trabajo es investigar si en el caso de Bolivia estuvieron presentes también las características cualitativas que se dieron históricamente en otros casos de hiperinflaciones resueltas por reformas monetarias exitosas. Por lo tanto, no nos interesan de

* Permiso para traducir y publicar en *Libertas* otorgado por el autor. Publicado originalmente en el *Journal of Theoretical Economics* N° 144 (1988).

modo primordial las causas específicas de la hiperinflación boliviana ni la historia detallada de su reforma monetaria (véase Sachs, 1986, y Morales, 1987). Sin embargo, vale la pena hacer un breve comentario en relación con las causas de la hiperinflación y con las medidas tomadas para estabilizar la moneda.

Como ocurre en todas las hiperinflaciones en sus etapas iniciales (véase, por ejemplo, Jaksch, 1986), la boliviana fue provocada por el déficit del presupuesto público financiado mediante un aumento inflacionario de la base monetaria. A partir de 1975, el presupuesto gubernamental (incluyendo las pérdidas de las empresas del estado) comenzó a mostrar crecientes déficit. Según Morales (1987) (pero no de acuerdo con el cuadro 1), éstos fluctuaban en torno al 10 % del producto bruto nacional. Al principio fueron cubiertos por créditos externos. A medida que iba creciendo la deuda externa, sus servicios demandaban sumas crecientes, por lo cual se hizo cada vez más difícil obtener nuevos créditos en el exterior. En marzo de 1982 se produjo una crisis en el mercado de divisas cuya consecuencia fue una importante devaluación del peso y que agravó el proceso inflacionario debido al aumento de los precios de los productos de importación. Ante el incremento del déficit presupuestario y la imposibilidad de conseguir crédito externo, se recurrió a la emisión monetaria. La inflación se aceleró y se incrementó el déficit presupuestario real, porque en el lapso transcurrido entre el ingreso de las rentas públicas y su desembolso, se reducía su valor real, a la vez que el gasto público crecía con la inflación. Así, en 1984 las rentas públicas normales sólo alcanzaban a cubrir el 7,84 % de los gastos, y el déficit gubernamental llegaba al 30,61 % del producto bruto nacional (cuadro 1).

CUADRO 1

Déficit presupuestario de Bolivia como porcentaje de los gastos totales y del producto bruto nacional (1973-1986)

Año	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
Déficit público como porcentaje de los gastos públicos totales	14,31	8,24	11,05	4,44	16,00	18,92	34,25
Déficit público como porcentaje del producto bruto nacional	1,55	1,03	1,41	2,02	2,20	2,66	4,44

Año	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Déficit público como porcentaje de los gastos públicos totales	40,11	37,46	82,88	87,10	92,16	17,67	-14,71 ¹
Déficit público como porcentaje del producto bruto nacional	6,42	6,65	22,27	17,47	30,61	1,51	

Nota: ¹ Superávit.

Fuente: Müller y Machicado, 1987, pp. 90-92.

El 29 de agosto de 1985 el gobierno del presidente Paz Estenssoro, mediante el decreto presidencial N° 21.060, dio comienzo a una reforma monetaria para estabilizar la moneda. Como el mercado de capitales boliviano era muy reducido y resultaba imposible obtener más créditos externos, las principales medidas consistieron en reducir con la mayor rapidez el déficit presupuestario fiscal, hasta llegar a cero. Para esto se decidió: 1) congelar los salarios y las inversiones en el sector público; 2) reducir el empleo en el sector público aproximadamente en un 10 %; 3) dismantelar varias empresas públicas, y 4) aumentar los precios de los productos del petróleo y otros bienes y servicios producidos por el estado por lo menos hasta sus niveles

internacionales, para incrementar rápidamente los ingresos del erario. Como se puede ver en el cuadro 1, estas medidas fueron muy efectivas. Aunque la reforma se realizó a fines de agosto de 1985, el déficit presupuestario de ese año cayó de 30,61 % en 1984 a sólo 1,51 % del producto bruto nacional.

Otra de las medidas consistió en elevar el tipo de cambio oficial alrededor del 500 por ciento (cuadro 2). También esto produjo un marcado aumento de los ingresos públicos, a causa de las obligaciones del comercio exterior y de las ventas externas de empresas gubernamentales.

Asimismo, es importante señalar que fueron eliminados todos los controles de cambios y abolida la indexación de los salarios. Se liberaron todos los mercados de productos, crédito, capital y trabajo.

Las medidas tomadas para reducir el déficit del presupuesto fiscal implicaron una reducción similar en el monto del crédito otorgado por el Banco Central de Bolivia al gobierno y a las empresas públicas. De este modo, disminuyó rápidamente la emisión monetaria destinada a financiar los gastos del estado, causa de la hiperinflación.

Esta estricta reducción de los créditos del Banco Central al sector público no fue acompañada por una política similar respecto del sector privado, puesto que el gobierno deseaba eliminar las causas reales de la inflación y no imponer restricciones al sector privado, sino promover su expansión. Además, como las medidas tomadas pronto restablecieron la confianza, algunos de los capitales colocados en el exterior retornaron al país. El tipo de cambio libre y la convertibilidad permitieron que las ganancias obtenidas en otros países por la economía oculta (la exportación de cocaína) pudieran entrar más fácilmente en la circulación normal. De todo ello se deduce que el aumento del stock real de dinero después de la reforma (y por ende, del stock nominal, dado un nivel de precios estable o que aumentaba muy lentamente), como veremos más adelante, se debió a la compra de divisas por parte del Banco Central de Bolivia y a la concesión de créditos al sector privado.

Dos observaciones para concluir este análisis de la reforma monetaria. Primero, las medidas contenidas en el decreto presidencial del 29 de agosto de 1985 pronto fueron complementadas por otras. Entre éstas, las más importantes fueron: 1) una reforma tributaria; 2) una reforma del sistema de aranceles; 3) un presupuesto nacional; 4) una renegociación de la deuda externa con los acreedores oficiales

(Club de París), y 5) una reforma de la Corporación Minera de Bolivia, empresa del estado que había arrojado fuertes pérdidas.

Segundo, la combinación de medidas que hemos denominado "reforma monetaria" no debe confundirse con la introducción de una nueva moneda, el boliviano. Esta unidad monetaria fue creada legalmente el 1 de enero de 1987, al cambio de 1 boliviano = 10.000.000 pesos. Los billetes y las monedas expresados en la nueva denominación entraron en circulación a partir de septiembre de 1987. Es importante tener en cuenta que el caso de Bolivia muestra nuevamente que una reforma monetaria efectiva no requiere, como condición necesaria, la creación de una nueva moneda. Mucho antes de que se introdujera el boliviano, el peso se había estabilizado. Si bien una nueva moneda puede ayudar a restablecer la confianza, no es imprescindible para el éxito.

2. Características generales de las hiperinflaciones y de las reformas monetarias efectivas

Las hiperinflaciones suelen presentar las siguientes características generales:

- A1. Al comienzo de una inflación, el stock real de dinero, es decir, el stock nominal de dinero dividido por el nivel de precios, aumenta.
- A2. Si un país da comienzo a una política monetaria más expansionista que la de los principales países con los que comercia, los tipos de cambio correspondientes (flexibles) se elevan más rápida y sostenidamente que el nivel de precios relativos. Como consecuencia, se produce una subvaluación de su moneda y desaparece la paridad de su poder adquisitivo. Con tipos de cambio fijos, se desarrollará una sobrevaluación.
- A3. Cuando la inflación ya ha durado cierto tiempo y se acelera cada vez más, comienza a disminuir el stock real de dinero dentro del país. En la última etapa de la hiperinflación, alcanza un nivel muy inferior al del stock normal de la época anterior a la inflación.
- A4. Durante los últimos meses de la hiperinflación, los precios se elevan más fuertemente que los tipos de cambio. La subva-

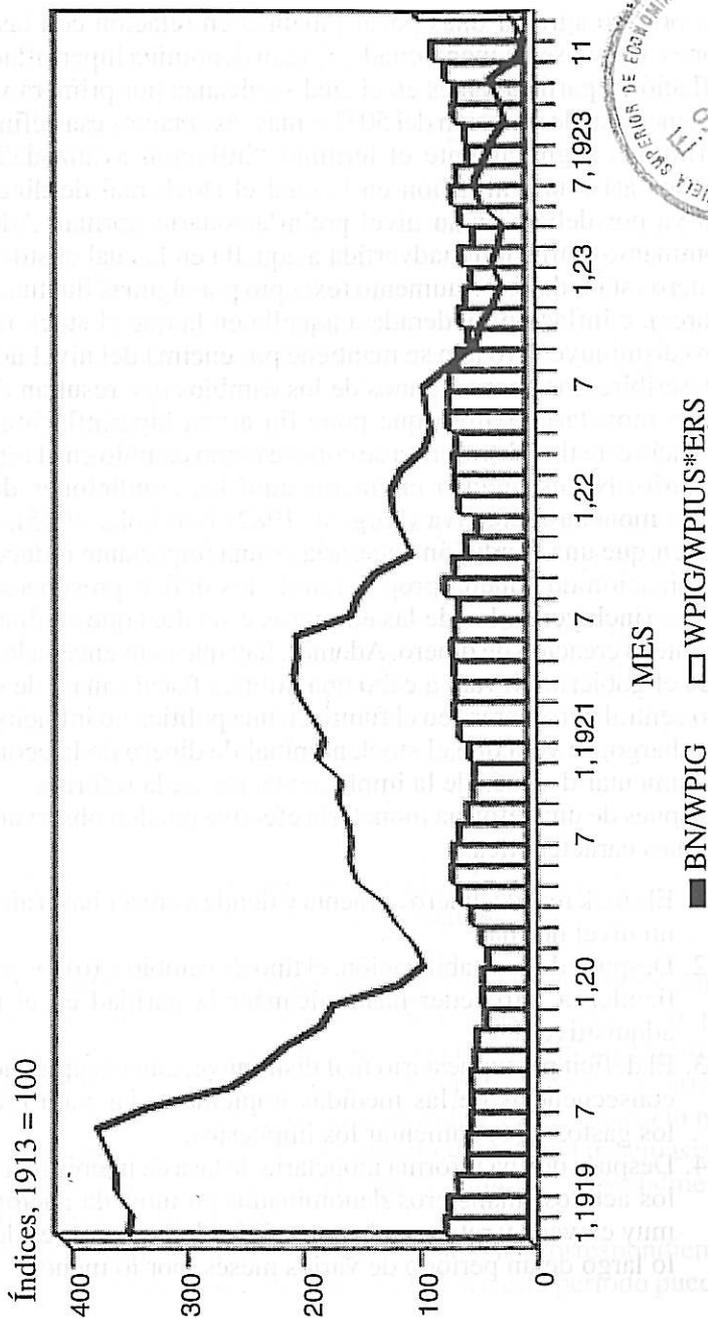
luación disminuye y el sistema se mueve hacia la paridad en el poder adquisitivo. Lo mismo ocurre si se detiene el crecimiento de la oferta monetaria en relación con la de su correspondiente contraparte comercial.

- A5. Cuando un país entra en una inflación avanzada, o en hiperinflación, aumenta el déficit presupuestario real.

Muchos observadores advirtieron estas características de la hiperinflación, en la mayoría de los casos sin reconocer su generalidad. La causa de A5 ya ha sido establecida en la introducción. En cuanto a A3, fue descrita por muchas personas, y Cagan (1956) y Allais proporcionaron una explicación teórica de los hechos empíricos correspondientes a varias hiperinflaciones, utilizando una función de demanda monetaria juntamente con supuestos acerca de la formación de expectativas inflacionarias.

En Bernholz (1982) se presentan evidencias empíricas concernientes a A2 y a A4 en relación con once casos de inflación y se demuestra que esas características ya eran conocidas por varios de los primeros economistas, algunos de los cuales intentaron dar de ellas explicaciones teóricas (por ejemplo, Storch, 1823). Bernholz, Gärtner y Heri (1985) señalaron que A1-A4 fueron válidas en catorce casos históricos. Emplearon un modelo del tipo del de Dornbusch (1976), especialmente adaptado en relación con la formación del proceso de las expectativas, con el fin de explicar estas características y simularlas en varios casos históricos. La figura 1 ilustra A1-A4 para la hiperinflación alemana de 1919-1923.

Fig. 1. Hiperinflación alemana, 1919:7-1923:11. Circulación real de billetes y tipo de cambio real con el dólar



Nota: En noviembre de 1923 se puso fin a la hiperinflación con una reforma monetaria.



Es preciso agregar unas pocas palabras en relación con las definiciones. Como se ha mencionado, Cagan denomina hiperinflación a la inflación a partir del mes en el cual se alcanza por primera vez un índice mensual de inflación del 50 % o más. Aceptamos esa definición, y definimos seguidamente el término "inflación avanzada". Designamos así a una inflación en la cual el stock real de dinero ha caído ya por debajo de su nivel preinflacionario normal. Además, denominamos inflación inadvertida a aquella en la cual el stock real de dinero está todavía en aumento (excepto por algunas fluctuaciones menores), e inflación moderada a aquella en la que el stock real de dinero disminuye pero aún se mantiene por encima del nivel normal.

Describiremos ahora algunos de los cambios que resultan de una reforma monetaria exitosa que pone fin a una hiperinflación. Con frecuencia este tipo de reforma se conoce como cambio en el régimen monetario. No es preciso enumerar aquí las condiciones de una reforma monetaria efectiva (Sargent, 1982; Bernholz, 1985). Basta con decir que una condición necesaria es una importante reducción o la eliminación de aquella proporción de los déficit presupuestarios públicos (incluyendo los de las empresas estatales) que se financian mediante la creación de dinero. Además, hay que convencer a la gente de que el gobierno llevará a cabo una política fiscal sana y de que el banco central perseverará en el futuro en una política no inflacionaria. Sin embargo, se verá que el stock nominal de dinero de la economía debe aumentar después de la implementación de la reforma.

Después de una reforma monetaria efectiva pueden observarse las siguientes características:

- B1. El stock real de dinero aumenta y tiende a crecer hasta alcanzar un nivel normal.
- B2. Después de la estabilización, el tipo de cambio y (o) los precios tienden a retroceder hasta alcanzar la paridad en el poder adquisitivo.
- B3. El déficit presupuestario real disminuye, aun exceptuando las consecuencias de las medidas implementadas para recortar los gastos y (o) aumentar los impuestos.
- B4. Después de una reforma monetaria, la tasa de interés real sobre los activos financieros denominados en moneda nacional es muy elevada y retorna a la normalidad lentamente, es decir, a lo largo de un período de varios meses, por lo menos.

Las causas de la característica B3 son obvias. La efectividad de la reforma monetaria determina una fuerte reducción del índice inflacionario, de modo que la devaluación del ingreso nominal, hasta que se lo desembolsa para hacer frente a los gastos gubernamentales, es mucho menor.

En cuanto a B1, varios economistas (Cagan, 1956; Sargent, 1982; Bernholz, 1988) afirmaron que se trata de una característica general y la explicaron. Bernholz (1982, 1988) se refiere a B2 como a una característica general. En lo que respecta a si B2 puede observarse después de una reforma monetaria exitosa, el hecho de que la moneda ya haya sido subvaluada o posiblemente sobrevaluada en el momento de producirse la reforma, y si esta última ha introducido un tipo de cambio fijo o uno flexible, tiene evidente importancia. Si se ha establecido un tipo de cambio fijo, como en la mayoría de los casos históricos, el nivel de precios cambia hasta alcanzar la paridad en el poder adquisitivo. Por lo general, éste es un proceso lento que demanda varios años. Además, es preciso notar que debido a razones de política interna (véase un análisis al respecto en Bernholz, 1986) los tipos de cambio fijos suelen ser introducidos con una tasa ligeramente subvaluada.

Por otra parte, si la reforma monetaria no ha determinado una paridad fija, los tipos de cambio se mueven más rápida y firmemente que los precios hacia la paridad en el poder adquisitivo. Incluso puede haber cierto exceso en esta relación.

3. Características generales de la hiperinflación y la experiencia boliviana

Veamos ahora si las características generales de las hiperinflaciones, A1-A5, estuvieron presentes en el caso boliviano. Para hacerlo, primero debemos decidir qué año tomaremos como base para nuestros cálculos. Es obvio que deberíamos elegir, si pudiéramos, un período libre de inflación o, por lo menos, con un índice inflacionario lo más bajo posible. En segundo lugar, ese año no debería estar demasiado alejado del presente, para mantener otros cambios, especialmente reales, dentro de ciertos límites.

Veamos el cuadro 2, que contiene cifras anuales correspondientes a las décadas que van desde 1951 hasta 1986. En este período pueden

distinguirse dos fases inflacionarias. La primera se produjo en la década del '50 y fue controlada a principios de la del '60 (véase Wilkie, 1969); la segunda comenzó lentamente a fines de la década del '60 y culminó con la hiperinflación que se inició en abril de 1984 con un índice mensual de inflación del 92 % (véase cuadro II del Apéndice), medido por el índice de costo de vida. En el período intermedio entre estos dos asaltos inflacionarios hubo algunos años de relativa estabilidad, aproximadamente, de 1965 a 1969. Los índices anuales de inflación durante estos años fueron de 2,86; 6,95; 11,2; 5,84, y 2,22 por ciento. La oferta monetaria relativa, M^B/M^{US} , incluso descendió desde 1966 hasta 1968, y lo mismo ocurrió con el índice de precios relativos, CPI^B/CPI^{US} , entre 1968 y 1971. El tipo de cambio oficial se mantuvo fijo con la misma paridad del dólar desde 1959 hasta 1971 (cuadro 2). A juzgar por todo esto y considerando la importancia de la oferta monetaria relativa, tomaremos el año 1967 como base para nuestros cálculos. Además, esta decisión influye sobre las tendencias que se calcularán en contra de nuestra hipótesis A2 para los últimos años, puesto que el tipo de cambio oficial se mantuvo fijo en el mismo nivel hasta 1971 y no hubo un tipo de cambio no oficial (fijado en el mercado negro) hasta 1976.

Veamos ahora el cuadro 3, que toma como base el año 1967. En la última columna podemos observar que A1 y A3 son claramente distinguibles en la inflación boliviana. Hasta 1978, el stock real de dinero M^B/CPI^B creció hasta aproximadamente un 208 % de su valor de 1967. Éste fue un período de inflación lenta, seguido por una época de "inflación moderada" que duró hasta el último trimestre de 1983. Si bien el stock real de dinero disminuyó durante estos años, se mantuvo por encima de lo normal. Posteriormente, decreció muy por debajo de lo normal, es decir, 100 %, para alcanzar sus niveles más bajos en febrero de 1985 (36,46 %) y en septiembre del mismo año (38,68 %). O sea que fue durante este período cuando Bolivia experimentó una inflación avanzada y una hiperinflación.

Es interesante notar que el cambio de una inflación "inadvertida" a una "moderada", tal como se las define utilizando la evolución del stock real de dinero, corresponde a importantes cambios en el índice inflacionario cuando el stock nominal de dinero se encuentra todavía en aumento. Mientras que desde 1977 hasta 1978 el índice de inflación llegó al 10,36 %, en el año siguiente trepó al 19,73 %. Una evolución similar puede observarse en lo que respecta al índice de inflación

trimestral alrededor de la época en la cual la inflación "moderada" se transformó en "avanzada".

Veamos ahora A2. Aquí preferimos el tipo de cambio no oficial (fijado en el mercado negro) en lugar del oficial, porque influye en la medida de subvaluación o sobrevaluación en contra de nuestra hipótesis. Las cifras de la segunda a la última columna del cuadro 3 evidencian que hasta 1981 no se desarrolló ninguna subvaluación duradera en comparación con la base de 1967. $(CPI^B/CPI^{US})/ER_{BM}$ incluso muestra una tendencia a sobrepasar el 100 % por lo menos dos veces, es decir, a moverse hacia una cierta sobrevaluación. Ahora bien, según el cuadro 2, el tipo de cambio oficial se mantuvo estrictamente fijo a diferentes paridades con el dólar hasta 1981, de modo que podía esperarse, de acuerdo con A2, una tendencia a la sobrevaluación. Hasta 1975, o sea antes de que el tipo de cambio no oficial adquiriera importancia, sólo podía observarse una subvaluación en caso de que hubiera una fuerte depreciación o una relativa estabilización de la oferta monetaria (véase A4). La última se produjo en 1968, con una caída de M^B/M^{US} por debajo del 100 % (cuadro 3). Según el cuadro 2, también ocurrió lo mismo en 1967. Por lo tanto, no es sorprendente que con un tipo de cambio fijo se desarrollara cierta subvaluación en los años siguientes. Esta tendencia fue reforzada por la devaluación de 1973.

La tendencia hacia la sobrevaluación retornó con el acelerado crecimiento de M^B/M^{US} a principios de la década del '70. Con un tipo de cambio no oficial (flexible) desde 1976 e índices crecientes de relativa expansión monetaria, la sobrevaluación desapareció en el primer trimestre de 1982 y dejó paso a una fuerte y pronunciada subvaluación, de acuerdo con lo predicho por A2. Observamos que el índice de $(CPI^B/CPI^{US})/ER_{BM}$ fluctuó alrededor del 30 % y alcanzó su punto más bajo, con 23,36 %, en el tercer trimestre de 1984. En agosto de 1985, o sea, en el mes de la reforma monetaria, se mantenía aún en el 40,19 %, con lo cual había trepado un poco desde su posición más baja. La última tendencia parece confirmar la primera parte de A4, aunque, por cierto, la recuperación fue pequeña comparada con otras experiencias históricas.

Por último, ya hemos visto en la introducción cuán intensamente cayó la proporción de los gastos públicos cubiertos por los ingresos normales (es decir, no por los gravámenes inflacionarios) durante el proceso de hiperinflación (cuadro 1), de modo que A5 queda confirmada.

CUADRO 2
Oferta monetaria relativa, índice de precios y tipo de cambio en Bolivia, 1951-1986

Año	M^b_1	M^{us}_1	M^b_1/M^{us}_1	$CPPI^2$	CPI^{us}	CPI^b/CPI^{us}	ER_{BH}^2	ER_{OM}^2
1951	100	100	100	100	100	100	100	100
1952	150,00	103,69	144,66	124,45	102,07	121,93	121,93	100
1953	266,67	105,13	253,66	250,00	102,90	242,95	242,95	316,67
1954	450,00	108,42	415,05	560,95	103,31	542,98	542,98	316,67
1955	933,33	110,91	841,52	1009,49	103,11	979,04	979,04	316,67
1956	3283,33	112,11	2928,67	2814,23	104,55	2691,76	2691,76	12,933
1957	4850,00	111,23	4360,33	6054,74	108,28	5591,74	5591,74	13,883
1958	5016,67	115,72	4335,18	6242,70	111,18	5614,95	5614,95	16,163
1959	6433,33	116,76	5509,87	7509,49	112,22	6691,76	6691,76	19,800
1960	6983,33	117,48	5944,27	8375,91	113,87	7355,68	7355,68	19,800
1961	8266,67	121,41	6808,89	9009,12	115,11	7826,53	7826,53	19,800
1962	9266,67	124,46	7445,50	9538,69	116,36	8197,57	8197,57	19,800
1963	11,083	128,47	8626,92	9471,53	117,81	8039,67	8039,67	19,800
1964	13,383	134,56	9945,75	10,436	119,25	8751,36	8751,36	19,800
1965	15,717	141,06	11,142	10,734	121,33	8846,95	8846,95	19,800
1966	19,217	144,43	13,305	11,480	125,05	9180,33	9180,33	19,800
1967	19,867	165,25	12,797	12,766	128,36	9954,47	9954,47	19,800
1968	21,450	167,76	12,786	13,466	133,75	10,068	10,068	19,800
1969	22,683	173,38	13,083	13,765	140,99	9763	9763	19,800

1970	25.553	180,83	14.120	14.305	149,28	9583	19.800
1971	29.433	192,54	15.287	14.821	155,69	9520	19.800
1972	36.833	210,02	17.538	15.786	160,87	9813	22.158
1973	49.483	221,89	22.301	20.768	171,01	12.144	33.333
1974	70.950	228,63	31.352	33.799	189,65	17.822	33.333
1975	79.317	239,21	33.158	36.496	207,03	17.628	33.333
1976	108.283	252,85	42.825	38.138	219,05	17.411	35.327
1977	130.917	274,98	47.610	41.226	233,33	17.669	34.983
1978	147.183	298,80	49.258	45.497	250,93	18.131	37.472
1979	171.733	322,61	53.232	54.475	279,30	19.504	38.641
1980	246.867	340,42	72.518	80.203	316,98	25.302	40.850
1981	293.117	359,02	81.644	105.948	349,96	30.274	40.840
1982	963.783	378,99	254.303	236.920	371,18	63.829	106.867
1983	2.958.567	405,77	729.124	889.772	383,23	232.177	382.967
1984	36.013.319	429,89	8.377.334	12.030.450	399,71	3.009.795	196.001.650
1985	3.440.580.725	483,19	712.055.449	145.327.836	413,66	35.132.195	14.432.343.000
1986	4.520.956.315 ¹	562,79	867.577.337 ²	570.644.345 ³	421,90	134.346.860 ⁴	3.203.335.556

Notas:

¹ Fin del año.

² Promedios anuales.

³ Fin del tercer trimestre.

⁴ Promedio del tercer trimestre.

Fuentes: Fondo Monetario Internacional: Estadísticas financieras internacionales, *Yearbook 1985*, agosto y octubre de 1984, junio de 1987.

Para el tipo de cambio no oficial: *World Currency Yearbook 1985*, publicado en 1986.

Símbolos: Véase el cuadro 3.

CUADRO 3

Oferta monetaria relativa, índice de precios, stock real de dinero y tipo de cambio en Bolivia, 1967-1987

Periodo	$M^p / M^{US 1}$	$M^{US 1}$	$M^p / M^{US 1}$	$CPPI^2$	$CPPI^{US 3}$	$CPPI / CPI^{US}$	ER_{DM}^4	$CPPI / CPI^{US} \cdot ER_{DM}$	M^p / CPI^p
1967	100	100	100	100	100	100	100	100	100
1968	107,97	108,06	99,91	105,48	104,20	101,14	100	101,14	102,36
1969	114,17	111,58	102,23	107,83	109,84	97,81	100	97,81	105,88
1970	128,52	116,48	110,34	112,06	116,30	96,27	100	96,27	114,69
1971	148,15	124,02	119,46	116,10	121,29	95,64	100	95,64	127,61
1972	185,40	135,28	137,05	123,66	125,33	98,58	111,91	88,09	149,93
1973	249,07	142,92	174,27	162,68	133,23	122,00	168,35	72,47	153,10
1974	357,12	147,27	244,99	264,76	147,75	179,04	168,35	106,35	134,88
1975	399,24	154,08	259,11	285,88	161,29	177,08	168,35	105,19	139,65
1976	545,04	162,87	334,65	298,75	170,65	174,91	178,42	98,03	182,44
1977	658,97	171,12	372,04	322,94	181,78	177,50	176,78	100,46	204,05
1978	740,84	192,46	384,92	356,39	195,49	182,14	189,25	96,24	207,87
1979	864,41	207,80	415,97	426,72	217,49	195,93	195,16	100,39	202,57
1980	1242,60	219,27	566,68	628,25	246,95	254,18	244,82	103,82	197,79
1981	1457,40	231,25	637,99	829,92	272,64	304,12	281,80	107,92	177,78
I. T. de 1982	1651,04	219,78	751,22	1081,62	283,29	381,81	478,08	79,85	152,65
2 T.	2218,27	221,46	1001,66	1326,66	287,48	461,48	1022,59	45,13	167,21
3 T.	3289,04	225,62	1457,78	2271,56	292,97	775,36	2547,65	30,43	144,79
4 T.	4851,18	244,11	1987,29	3332,44	293,71	1134,60	2806,77	40,42	145,57
I. T. de 1983	5838,12	238,02	2452,79	4132,64	293,45	1408,29	4712,63	29,88	141,27
2 T.	7332,09	246,02	2980,28	5049,46	297,17	1699,18	4282,94	39,67	145,21
3 T.	8811,20	248,35	3547,90	8147,80	300,63	2710,24	7547,86	35,91	108,14
4 T.	15,348	277,79	5525,26	14,279	303,34	4707,26	12,335	38,16	107,49
I. T. de 1984	20,852	273,97	7611,05	23,233	306,56	7653,51	24,365	31,41	89,75
2 T.	38,563	283,01	13,626	58,127	310,01	18,750	32,387	57,89	66,34

3 T.	771.931	283,37	27.501	96.547	313,47	30.799	131.876	23,36	80,72
4 T.	288.824	294,78	97.980	325.168	315,70	103.094	228.665	45,09	88,82
Enero de 1985	405.737	293,70	138.147	548.756	315,44	173.966	541.848	32,11	73,94
Febrero	565.690	288,64	195.985	1.551.725	317,67	488.471	1.231.304	39,67	36,46
Marzo	796.580	291,79	272.998	1.938.737	319,15	642.147	1.197.717	53,61	41,09
Abril	1.129.228	300,46	375.833	2.167.178	320,39	676.419	1.584.818	42,68	52,11
Mayo	1.867.535	297,62	627.490	2.940.166	321,62	914.174	2.577.937	35,46	63,52
Junio	2.434.462	305,94	795.732	5.247.073	322,61	1.626.445	4.547.844	35,76	46,40
Julio	4.149.063	309,45	1.340.786	8.726.045	323,11	2.780.642	7.896.909	34,20	47,55
Agosto	6.512.317	310,69	2.096.082	14.525.436	323,85	4.485.236	11.158.957	40,19	44,83
Septiembre	8.793.816	314,62	2.795.059	22.733.750	324,84	6.998.445	10.783.597	64,90	38,68
4 T. de 1985	16.864.265	330,58	5.101.417	26.890.293	326,81	8.228.112	17.015.397	48,36	62,72
1 T. de 1986	15.444.770	325,67	4.742.460	38.595.731	327,55	11.831.570	19.462.786	60,54	40,02
2 T.	18.992.335	345,97	5.489.590	42.088.865	326,81	12.878.696	19.303.549	66,72	45,12
3 T.	20.471.345	357,02	5.733.949	44.103.933	329,28	13.394.052	19.081.637	69,83	46,42
4 T.	28.200.388	385,59	7.313.568	44.603.397	332,25	13.424.649	19.207.252	69,89	63,22
1 T. de 1987	27.553.619	376,55	7.317.387	46.582.050	334,22	13.937.541	19.739.767	70,61	59,15
2 T.		387,04							

Notas:

¹ Fin del período.

² Promedio del período. Para datos trimestrales, promedio del último mes del trimestre.

³ Promedio del período.

⁴ Tipo de cambio no oficial para U.S.S.

Fuentes: Fondo Monetario Internacional: Estadísticas financieras internacionales desde 1981: *World Currency Yearbook 1985*, publicado en 1986 (ex *Pick's Currency Yearbook*). Para datos sobre Bolivia y los tipos de cambio no oficiales (de mercado negro) desde 1982: Miller y Machicado (1987); Morales (1987).
Simbolos: M^B, M^{US} Billetes y depósitos corrientes pertenecientes al público en Bolivia y en los Estados Unidos, respectivamente, de acuerdo con las definiciones oficiales.

CPI^B, CPI^{US} Índices de costo de vida en Bolivia y en los Estados Unidos.

ER^{BM} Tipo de cambio no oficial para U.S.S.

4. Las consecuencias de las reformas monetarias que ponen fin a las hiperinflaciones y la experiencia boliviana

Veamos ahora las consecuencias de las reformas monetarias, de acuerdo con B1 a B4. ¿Se las puede observar en Bolivia en el pasado reciente? Miremos primero el stock real de dinero y veremos que aumentó del 38,68 % en septiembre de 1985 y el 44,83 % en agosto del mismo año a 62,72 % en el último trimestre de 1985 (cuadro 3). Como la reforma monetaria se llevó a cabo (mediante un decreto del presidente Paz Estenssoro) el 29 de agosto de 1985, no es sorprendente que el stock real de dinero fuera incluso superior en septiembre a lo que era en agosto de ese año. El aumento posterior corresponde a B1.

Hay un hecho más preocupante, y es que el stock real de dinero experimentó una caída que lo retrotrajo hasta niveles más bien bajos en el período que va del primer al tercer trimestre de 1986, y sólo se recuperó después hasta aproximadamente un 60 %. Aunque el último hecho corresponde a B1, el primero parece contradecirlo. Sin embargo, esta declinación intermitente puede explicarse por acontecimientos específicos que constituyen una amenaza para las reformas anti-inflacionarias. Citemos a Morales (1987, p. 84): "En diciembre de 1985 y enero de 1986 se produjo una reactivación de la inflación que hizo poner en duda la continuidad de la Nueva Política Económica. Se debió básicamente a dos factores: 1) la repercusión, un poco desfasada, del colapso del mercado del estaño en octubre de 1985, que determinó una presión sobre las reservas de divisas y sobre el tipo de cambio; 2) una expansión no buscada del gasto público causada en parte, pero no totalmente, por un cálculo incorrecto de la bonificación salarial de Navidad. A partir de febrero de 1986 el gobierno pudo controlar la inflación poniendo en vigor medidas fiscales y monetarias aun más restrictivas que las que había implementado antes". Si observamos los índices mensuales de inflación veremos, en realidad, que crecieron de 3,2 % en noviembre y -1,9 % en octubre a 16,8 % en diciembre de 1985 y 32,9 % en enero de 1986. Después, volvieron a descender a 7,9 % en febrero y a 0,1 % en marzo de 1986. No obstante, y como es obvio, tuvo que transcurrir mucho tiempo para que se restableciera la confianza en las reformas, que era precaria. Si observamos ahora B2, esto queda claramente confirmado por las cifras de $(CPI^B/CPI^{US})/ER_{BM}$, puesto que aumentaron desde 40,19 % en agosto de 1985 hasta 70,61 % en el primer trimestre de 1987. Así,

puede observarse una tendencia hacia la paridad en el poder adquisitivo. Sólo el último trimestre de 1985 parece mostrar una interrupción de esta tendencia. ¿También esto fue provocado por los factores que hemos mencionado? En realidad, parece ser así, porque el tipo de cambio aumentó 29,6 % en diciembre de 1985, mucho más que la subida de 16,8 % en el nivel de precios, mientras que en enero de 1986 el tipo de cambio creció menos (29,5 %) que el nivel de precios (32,9 %), e incluso descendió en febrero (10,8 %).

Veamos ahora las tasas de interés reales. De acuerdo con B4, después de la reforma monetaria deberían ser muy altas, y sólo retornarían muy lentamente a sus niveles normales. El caso de Bolivia confirma esto. En septiembre de 1985 la tasa de interés nominal mensual llegó al 32 %, y cayó al 22,5 % en octubre (cuadro 4), lo que corresponde a tasas de interés reales *ex post* de -25,4 % y de 24,4 %. Después de este mes la tasa de interés real *ex post* es siempre positiva y más bien alta, excepto en enero de 1986, cuando fue del -12,9 %. Esta excepción se debe a las mismas razones que ya hemos analizado.

La tasa de interés mensual real declinó de 24,4 % en octubre de 1985 a 7,5 % en mayo de 1986 y a 2,65 % en mayo de 1987. Estas cifras corresponden a tasas de interés anuales reales de 1260 %, 138 % y 36,87 %, las cuales confirman que las tasas de interés reales eran extraordinariamente elevadas antes de la reforma monetaria y que bajaron durante los 19 meses siguientes, pero que todavía eran muy altas en mayo de 1987. Incluso el 24 de agosto de 1987 la tasa de interés nominal para créditos (el promedio fue obtenido de las tasas cobradas por doce bancos) llegaba al 50,51 % (véase la tabla del Banco Central publicada en *Última Hora* el 19 de agosto de 1987), y ésta, debido a un índice de inflación anual estimado de aproximadamente 10-14 %, podía llegar a una tasa real de 36,40 % *ex ante*. Llegamos a la conclusión de que B4 es confirmada por el caso boliviano.

Analícemos, por último, B3, también confirmada por las cifras de Bolivia. Mientras que en 1984 los ingresos ordinarios cubrían sólo el 7,84 % de los gastos, esta cifra aumentó al 82,33 % en 1985 (cuadro 1), evolución que se concentra en los meses posteriores a la reforma monetaria. En 1986 se elevó al 114,71 %, por lo cual el presupuesto arrojó superávit (Müller y Machicado, 1987, pp. 90-92). Como es obvio, esta tendencia se debió sólo en parte a la disminución de la inflación que condujo a que los ingresos que debían gastarse tuvieran

CUADRO 4

Tasas de interés mensuales nominales y reales (ex post) en Bolivia

Mes	Tasa de interés nominal (sobre créditos bancarios)	Índice de inflación	Tasa de interés real
Septiembre de 1985	32,0	56,5	-24,5
Octubre	22,5	-1,9	24,4
Noviembre	21,6	3,2	18,4
Diciembre	19,2	16,8	2,4
Enero de 1986	20,0	32,9	-12,9
Febrero	19,8	7,9	11,9
Marzo	18,5	0,1	18,4
Abril	13,1	3,6	9,5
Mayo	8,5	1,0	7,5
Junio	8,09	4,3	3,79
Julio	7,53	1,8	5,73
Agosto	6,79	0,7	6,09
Septiembre	6,55	2,2	4,35
Octubre	5,50	0,59	4,91
Noviembre	4,34	-0,11	4,45
Diciembre	4,49	0,65	3,84
Enero de 1987	4,28	2,45	1,83
Febrero	4,21	1,23	2,98
Marzo	3,25	0,70	3,05
Abril	3,78	1,59	2,19
Mayo	2,99	0,34	2,65
Junio	2,49		

Fuentes: Hasta septiembre de 1986: Morales (1987, p. 85). Para la inflación mensual desde octubre de 1986: Müller y Machicado (1987). Las cifras para las tasas de interés nominales desde octubre de 1986 fueron proporcionadas gentilmente por el Swiss Chargé d'Affaires de La Paz.

un mayor valor real. Otra parte fue consecuencia de las medidas fiscales tomadas en el contexto del programa de reforma. Con todo, el rápido crecimiento de los ingresos reales en los primeros meses que siguieron a la reforma del 29 de agosto de 1985 muestra la importancia del primer factor, porque debió transcurrir un tiempo antes de que las medidas fiscales pudieran haber sido ejecutadas y se pusieran de manifiesto en los ingresos y en los gastos.

5. Algunas desviaciones importantes de la evolución de la situación en Bolivia respecto de las normas generales

Bolivia ocupa el segundo lugar entre los países más pobres de Latinoamérica, y su subdesarrollada economía abarca un amplio sector de campesinos indígenas que se autoabastecen y prácticamente no se encuentran integrados en el sistema monetario del país. A pesar de esto, pueden observarse en él las características generales de la inflación, correspondientes a las experiencias registradas en otros países, desarrollados y subdesarrollados. Recordemos que estas características no sólo se pusieron de manifiesto en países como Alemania a principios de la década del '20 y Grecia en la del '40, sino también durante la Revolución Francesa desde 1789 hasta 1796. En el caso de Bolivia, incluso se dieron en una hiperinflación no relacionada con una guerra, como sí lo estuvo en los otros casos. Por lo tanto, aparentemente estas características parecen ser bastante estables.

Hemos afirmado, además, que las condiciones para una reforma monetaria exitosa y las consecuencias generales de ésta fueron las mismas en Bolivia que en otras circunstancias históricas anteriores.¹ Después de haber completado este análisis, es conveniente considerar algunas tendencias observadas en este país que se apartan de la norma general, ya que esas desviaciones pueden llamar la atención hacia algunos problemas que pueden presentarse en cuanto a la preservación y el mantenimiento del éxito de la reforma iniciada en agosto de 1985.

¹ Decimos que la reforma monetaria boliviana fue "exitosa" porque puso fin a la hiperinflación y permitió mantener un índice inflacionario bastante bajo durante más de dos años. Sin embargo, como sostendremos en esta sección, esto no implica que la estabilidad monetaria se mantenga en el futuro.

Puesto que tanto las características generales de la hiperinflación como las consecuencias de una reforma monetaria eficaz son aplicables al caso boliviano, las tendencias específicas producidas en este país sólo pueden verse como desviaciones de aquéllas. Por lo tanto, su naturaleza debe ser tal que, si bien las pautas generales pueden reconocerse, sean observables porque en su forma normal difieren de las características generales. Estas desviaciones son, pues, análogas a las de una bala de cañón con respecto a la trayectoria parabólica predicha por la ley de gravedad, desviaciones causadas por la resistencia del aire y la fuerza del viento. Para medir la importancia de estos últimos factores es necesario saber que, sin su influencia, la trayectoria describiría una parábola. Por supuesto que en la economía las características generales mencionadas sólo pueden ser formuladas hasta ahora en forma cualitativa, no cuantitativa. En consecuencia, lo mismo vale para las causas específicas de las desviaciones que tenemos que buscar. ¿Cuáles son, entonces, las desviaciones de las pautas regulares que se observan a principios de la década del '80 en Bolivia? En cierto sentido, ya las hemos mencionado implícitamente en nuestro análisis anterior. Veámoslas ahora en conjunto.

1. En primer lugar, en los últimos meses de la hiperinflación, hasta agosto o septiembre de 1985, sólo hubo una tendencia muy débil hacia la paridad en el poder adquisitivo. Ya hemos notado este hecho, que contrasta agudamente con lo ocurrido en otras experiencias históricas (Bernholz, 1982, pp. 28-33). Puesto que la evolución de $(CPI^B/CPI^{US})/ER_{BM}$ desde el 23,36 % en el tercer trimestre de 1984 hasta el 40,19 % en agosto de 1985 no es muy pronunciada, y también es muy irregular, incluso son posibles ciertas dudas sobre si realmente estuvo presente A4.
2. El stock real de dinero experimentó una gran disminución durante la hiperinflación, pero se mantuvo en niveles que parecen ser aún muy elevados si los comparamos con los alcanzados en otras hiperinflaciones.
3. Después de la reforma monetaria, el stock real de dinero M^B/CPI^B aumentó al 60 % de su valor de 1967 en el primer trimestre de 1987. Esta cifra parece ser más bien baja para un período de un año y medio después de la reforma monetaria.
4. Las altas tasas de interés reales después de la reforma monetaria son normales; pero las tasas de interés reales de aproxima-

damente 37 % en mayo y agosto de 1987, casi dos años después de la reforma, no corresponden a tendencias normales. En Alemania, la tasa real de interés retornó a los valores normales aproximadamente un año después de la reforma monetaria, realizada en noviembre de 1923 (Bernholz, 1988).

5. Dos años después de la reforma monetaria, la inflación no había sido vencida por completo. Para 1987 podía esperarse un índice de 10-14 % debido a la evolución observada en los cinco primeros meses de ese año. Esto no corresponde a las experiencias de, por ejemplo, Alemania y Austria en la década del '20, si bien se produjeron acontecimientos similares en Polonia en esa misma década y en Grecia después de la Segunda Guerra Mundial.

Veamos ahora algunas de las posibles razones de esas desviaciones. En lo que respecta a 1 y 2, no es posible, por el momento, dar una respuesta definitiva. Ambas pueden estar relacionadas con el subdesarrollo de la economía, en el sentido de que el público y los mercados no respondieron a los desarrollos hiperinflacionarios con suficiente prontitud y energía, comprando tanto y tan rápido como fuese posible y haciendo subir de este modo los precios más aceleradamente. Las instituciones menos eficientes y menos desarrolladas del mercado, los sistemas de información y transporte menos evolucionados y la falta de una educación adecuada en amplios segmentos de la población pueden ser, todos ellos, factores causales de relaciones más débiles y menos rápidas a la inflación. Sólo un estudio en el cual se observen las trayectorias temporales del tipo de cambio real y del stock real de dinero en muchas inflaciones en países con diferentes grados de desarrollo permitirá comprobar la corrección de esta hipótesis.

Sin embargo, cabría preguntarse si la caída insuficiente del stock de dinero real no se debe a nuestro descuido respecto del crecimiento del producto bruto nacional real. No obstante, como puede verse en el cuadro 5, esto no cambia el cuadro general. El stock de dinero ajustado según el crecimiento del producto bruto nacional (GDP), es decir, $(M^B/CPI^B)/GDP$, no aumentó tanto de 1970 a 1980 como M^B/CPI^B . Pero aun el nivel más bajo es más alto que el del M^B/CPI^B (véase, por ejemplo, febrero de 1985). Por otra parte, es cierto que después de la reforma monetaria de 1985 se alcanza un nivel más

alto y $(M^B/CPI^B)/GPD$ se eleva a 74,24 % en el último trimestre de 1986 en lugar del 63,22 % al cual sube el M^B/CPI^B . De este modo, la desviación mencionada en 3 se debilita. Todavía sigue siendo válido el cuadro general descripto antes.

A continuación, volvamos a las posibles causas de un bajo nivel del stock real de dinero 19 meses después de la reforma monetaria. Aquí, las razones pueden ser varias, y han sido señaladas por expertos en Bolivia en conversaciones personales con el autor. En primer lugar, se piensa que el valor de exportación de la cocaína llega aproximadamente al 50 % de las exportaciones totales. Estas exportaciones ilegales se pagan en efectivo, es decir, en dólares billetes, y es posible que a los agricultores encargados de los cultivos y a los que trabajan en las plantaciones, en las plantas de procesamiento y en el transporte de cocaína también se les pague con dólares. Además, parte de las ganancias se utilizan para comprar en los Estados Unidos bienes de consumo durables. Éstos son importados por Bolivia, y también pueden ser vendidos parcialmente en efectivo, pagándolos con dólares billetes. Si estos informes son correctos, la circulación de dólares provocada por el tráfico ilegal de cocaína puede ser responsable, en parte, por la escasa demanda real de moneda nacional.

Sin embargo, sospechamos que la escasa demanda real de dinero nacional se debe sobre todo a la desconfianza en la estabilidad a largo plazo de la política monetaria, que todavía persiste. Esta sospecha se nutre de la desviación 4, las muy elevadas tasas de interés reales de los créditos en moneda nacional dos años después de la reforma monetaria. Dado el éxito de la reforma en cuanto a vencer la hiperinflación, las tasas de interés reales pueden llegar todavía aproximadamente a un 37 % sólo si se prevé un fuerte resurgimiento de la inflación y/o una importante devaluación del boliviano. La inflación que persiste puede dar sustento a tales dudas.

Sin embargo, incluso esto es probablemente sólo una parte de la historia. Hasta ahora no hemos dicho todavía que el 19 de agosto de 1987 los créditos denominados en moneda nacional pero con una cláusula de mantenimiento de su valor mostraron una tasa de interés nominal de 30,20 % (promedio). (*Última Hora*, La Paz, 24 de agosto de 1987.) Además, los créditos en dólares tuvieron una tasa de interés promedio del 34,32 % en la misma fecha. Ahora bien, estas tasas de interés fueron más bajas que el interés nominal del 50,51 % cargado a los créditos denominados en bolivianos, pero aún son extraor-

CUADRO 5

Desempleo, stock real de dinero y producto bruto nacional en Bolivia, 1970-1987

Período	Desempleados, como porcentaje de la fuerza laboral total	Producto bruto nacional (GDP) (en precios de 1980)	M ^B /CPI ^B (1967 = 100, del cuadro 3)	M ^B /CPI ^B GPD
1970		100	114,69	114,69
1971		102,39	127,61	124,64
1972		105,70	149,93	141,84
1973		109,97	153,10	139,22
1974		112,83	134,88	119,54
1975		117,28	139,65	119,07
1976		121,29	182,44	150,42
1977		123,20	204,05	165,62
1978		124,08	207,87	167,53
1979		120,88	202,57	167,58
1980	4,77	117,08	197,79	168,94
1981	9,68	114,41	177,78	155,39
4 T. de 1982	10,89	108,27 ¹	145,57	134,45
4 T. de 1983	13,04	98,50 ¹	107,49	109,12
4 T. de 1984	15,41	95,02 ¹	88,82	93,47
Feb. de 1985		95,02 ²	36,46	38,37
Agosto de 1985		90,84 ¹	44,83	49,35
Sept. de 1985		90,84 ¹	38,68	42,58
4 T. de 1985	19,24	90,84 ¹	62,72	69,04
2 T. de 1986		90,84 ²	45,12	49,67
4 T. de 1986	20,50	85.151	63,22	74,24

Notas:

¹ Cifras anuales.

² Cifras anuales correspondientes al año anterior.

Fuentes: Para el porcentaje de desempleados y el producto bruto nacional: Müller y Machicado, 1987, pp. 16-17, 28-29. Pueden verse otras cifras en el cuadro 3.

dinariamente elevadas si se las compara con las existentes en los mercados mundiales. En Alemania, después de la reforma monetaria, las tasas de interés de los créditos denominados en oro, centeno o carbón correspondían mucho más estrechamente a las tasas vigentes en los mercados mundiales, a diferencia de las tasas aplicadas a los créditos denominados en marcos. También fluctuaron desde el comienzo, y sin ninguna tendencia, entre el 8 y el 13 % (Bernholz, 1988).

Estos hechos adicionales parecen apoyar el supuesto de una desconfianza general en las instituciones políticas bolivianas y en la estabilidad de los derechos de propiedad. Cuando se considera históricamente la inestabilidad política del país, y la situación actual, parece estar justificado cierto grado de recelo. Como promedio, los presidentes bolivianos han permanecido en su cargo durante menos de un año. El actual, Paz Estenssoro, de cuyo apoyo dependieron el gabinete reformador y sus reformas, tiene ya ochenta años. Es preciso tener en cuenta que por lo general las reformas se llevaron a cabo sólo mediante decretos presidenciales, y no con el sustento de las leyes. El partido presidencial, el MNR, sólo tiene una mayoría relativa en el Parlamento, de modo que el presidente debió (y debe) contar con el respaldo del partido del ex presidente Banzer. Además, incluso en el propio MNR hay sectores que se oponen firmemente a las actuales políticas de estabilización. Por último, en la historia de Bolivia son muy frecuentes los controles de cambios, lo que lleva a dudar de que los depósitos y los créditos en dólares no sean cambiados por un nuevo gobierno en activos denominados en moneda nacional, como ha ocurrido hace pocos años.

Ahora bien, si la inestabilidad institucional del sistema político y, por ende, de los derechos de propiedad, fuera la causa principal de las desviaciones 3 y 4, también podría ser responsable de la desviación 5, la inflación restante. En efecto, si el stock real de dinero nacional hubiera aumentado hasta un 100 %, en lugar de llegar a un 60 o a un 70 %, debido a la mayor confiabilidad de las perspectivas de una estabilidad a largo plazo, la inflación restante habría sido erradicada, como en Alemania y en Austria a comienzos de la década del '20.

Antes de concluir esta sección es preciso mencionar algunos puntos adicionales. Primero, se ha dicho que las altas tasas de interés reales pueden ser, por lo menos en parte, resultado de la falta de competencia en el sistema bancario boliviano, de su organización ineficiente y del hecho mismo de que el crecimiento insuficiente de la oferta monetaria

nominal lleva a un stock real de dinero demasiado escaso. El último punto parece bastante dudoso, dada la explicación institucional que hemos visto, el índice de inflación restante y las altas tasas de interés de los créditos en dólares. Sin embargo, los dos primeros puntos pueden aceptarse más fácilmente como posibles explicaciones parciales. Ambos factores tenderían a mantener elevadas las tasas de interés de todo tipo. Además, la diferencia entre las tasas de interés sobre los créditos y sobre los depósitos en los bancos ha sido, verdaderamente, muy grande. Para los créditos en moneda nacional y los depósitos a plazo fijo, el 19 de agosto de 1987 alcanzó, como promedio, no menos de un 22 % (*Última Hora*, 24 de agosto de 1987). Y de acuerdo con las comunicaciones privadas, el sistema contable de los bancos bolivianos es tan deficiente que no pueden determinar si los depósitos y los créditos adicionales cuyas tasas de interés tienen una diferencia del 5 % van a disminuir o a aumentar sus ganancias.

La inflación restante causa otras preocupaciones a las autoridades del país y a los observadores externos. Esas preocupaciones se relacionan en primer lugar con el tipo de cambio del dólar. Aquí es necesario señalar que el Banco Central ha seguido una política de flotación sucia a partir de la reforma monetaria y ha permitido que el tipo de cambio suba menos que el nivel de precios. Pese a que el tipo de cambio estaba claramente subvaluado inmediatamente después de la reforma monetaria, con el tiempo esta subvaluación fue lentamente erosionada por la inflación restante. Esto se debió a la renuencia de las autoridades a devaluar más fuertemente el boliviano, puesto que temían que de lo contrario se reavivarán las expectativas inflacionarias. Incluso se había calculado que, a fines de 1987, podía haber una sobrevaluación del boliviano de alrededor de 13-20 % en comparación con el dólar. De acuerdo con nuestras cifras (cuadro 3), tomando como base el año 1967, esto no es cierto. El índice de $(CPI^B/CPI^{US})/ER_{BM}$ podía subir a aproximadamente 80 hasta fines de 1987. Pero hay que admitir que las cosas parecen diferentes si se toma un período base inmediatamente anterior al comienzo de la hiperinflación (digamos, 1982). Incluso nuestras cifras muestran una importante disminución de la sobrevaluación desde septiembre de 1985, lo que implica un considerable deterioro de la posición competitiva de los sectores exportadores e importadores de la economía. Esto ha ocurrido en un momento en el cual la inflación y la reforma monetaria han reducido la actividad económica y llevado los índices de desempleo

al 20-30 % de la fuerza laboral total (véase cuadro 5). Por último, se debe tener en cuenta que el precio del estaño (tradicionalmente el más importante de los productos exportables de Bolivia, ahora reemplazado por la cocaína) en el mercado mundial cayó a fines de 1985. Considerando todos estos factores, el aumento del tipo de cambio real debe constituir, en verdad, una amenaza para el futuro si no se puede controlar la inflación restante. La situación se tornará aun más peligrosa si el dólar estadounidense se recupera en relación con las otras monedas principales.

6. Conclusión

Bolivia, como ya lo hemos dicho, ocupa el segundo lugar entre los países más pobres de Sudamérica. Su producto bruto nacional ha estado descendiendo desde 1979 debido a la inflación, la caída en el precio del estaño y factores internos (cuadro 5). La exitosa reforma monetaria ha producido otra caída, aunque menor, como podía esperarse de acuerdo con la experiencia histórica. A fines de 1986, el producto bruto nacional era aproximadamente un 15 % menor que en 1970. El desempleo también aumentó mucho, como es habitual, durante la última etapa de la hiperinflación, y la reforma produjo un incremento adicional. De esto se deduce que el éxito de la reforma monetaria no significa que se haya llegado al fin de una situación realmente muy mala. Es comprensible que esto engendre presiones políticas, intranquilidad laboral y huelgas destinadas a modificar las políticas monetarias y fiscales que fueron tan efectivas en la lucha contra la inflación.

Nuestro análisis de la hiperinflación boliviana, de la reforma y de sus consecuencias ha confirmado que presentaron las características cualitativas generales halladas en otros casos históricos. Pero el estudio de las desviaciones respecto de estas pautas y de sus posibles causas ha llevado, necesariamente, a los problemas reales que enfrenta Bolivia y a los factores políticos e institucionales que son, probablemente, su causa. Al parecer, sólo si se logra inspirar confianza en el largo plazo será posible restaurar la estabilidad de la economía boliviana. El stock real de dinero debe aumentar, y las tasas de interés reales que impiden la realización de inversiones auténticamente sanas en una época de profunda depresión tienen que descender hasta un nivel

normal. Es preciso vencer por fin la inflación restante, y hay que encontrar y mantener un tipo de cambio adecuado sin destruir la confianza en una política monetaria y fiscal fidedigna. Para realizar estas tareas es imprescindible garantizar los derechos de propiedad de los individuos y promover una política monetaria y fiscal estable para el futuro, de modo que no se susciten dudas de ninguna índole.

¿Cómo pueden alcanzarse estas metas tan ambiciosas? Sólo mediante cambios institucionales que eviten que las mayorías políticas, que cambian con tanta frecuencia, y los nuevos presidentes alteren las políticas económicas y los derechos de propiedad de un día para otro. ¿Cuáles son las instituciones que pueden ayudar a lograr esa estabilidad? Uno de los elementos sería un banco central independiente al que la ley o la Constitución le exigieran que llevase a cabo una política monetaria sólida, por ejemplo, prescribiendo la estabilidad del tipo de cambio del boliviano con una canasta monetaria fija en la cual estuviesen contenidas todas las monedas de los principales países industriales. Otras medidas institucionales podrían ser la exigencia constitucional de prohibir el déficit fiscal, los controles de cambios y la confiscación de la propiedad privada sin la debida compensación en moneda estable. Tales artículos de la Constitución sólo serían efectivos, por supuesto, si fuera posible reformarla con (por ejemplo) una mayoría parlamentaria de tres cuartos o dos tercios.

Naturalmente, éstos no son los únicos cambios institucionales posibles, y tampoco son completos. Bolivia carece de una fuerte tradición de pensamiento institucional y constitucional. En la situación actual, sin embargo, un cambio en las doctrinas predominantes parece ser necesario para una mejora a largo plazo de las condiciones económicas y políticas. Por lo tanto, resulta al menos estimulante que algunas débiles plantas de pensamiento institucional hayan comenzado a arraigar en suelo boliviano.

APÉNDICE

CUADRO I

Oferta monetaria relativa, stock real de dinero, índice de precios relativos y tipo de cambio en Bolivia, 1982-1987

Mes	M ^B _t	M ^{US} _t	M ^B /M ^{US} _t	CPP	CP ^I ^{US}	CPP ^B /CP ^I ^{US}	M ^B /CP ^I ^B	ER _{tBM}	ER _{ON} /CP ^I ^{US}
Enero de 1982	100	100 ¹	100	100	100 ²	100	100	100	100
Febrero	108,41			116,05			93,42	104,76	175,97
Marzo	121,52			125,52			96,81	114,29	175,97
Abril	137,40			141,37			97,19	188,10	175,97
Mayo	149,06			147,04			101,37	209,52	175,97
Junio	170,15			153,96	106,07 ³	145,15	110,52	245,24	175,97
Julio	214,62			187,19			114,65	354,76	175,97
Agosto	237,94			220,66			107,83	438,10	175,97
Septiembre	273,19			263,62			103,63	611,90	175,97
Octubre	316,05			302,20			104,58	519,04	175,97
Noviembre	329,58			358,88			91,84	550,00	799,67
Diciembre	393,47	105,50	372,60	386,74			101,74	673,81	799,67
Enero de 1983	372,78			398,04			93,65	811,90	799,67
Febrero	402,80			428,92			93,91	1026,19	799,67
Marzo	460,17			479,60			95,95	1130,95	799,67
Abril	501,88			519,73			96,57	954,24	799,67
Mayo	537,96			567,83			94,74	869,05	799,67
Junio	525,33			586,00	109,51 ³	535,11	98,18	1028,57	799,67
Julio	632,87			644,99			98,12	1211,90	799,67
Agosto	652,86			812,29			80,37	1709,92	799,67
Septiembre	696,66			945,57			73,68	1811,90	799,67
Octubre	765,79			1054,66			72,61	2061,90	799,67
Noviembre	858,39			1316,02			65,23	2888,10	2039,98

Diciembre	1248,81	115,69	1079,45	1657,12	75,36	2961,90	2039,98
Enero de 1984	1309,55			1815,58	72,13	5476,19	2039,98
Febrero	1427,71			2233,29	63,93	5000,00	2039,98
Marzo	1792,32			2296,28	78,05	6666,67	2039,98
Abril	2141,75			4408,98	48,58	7142,86	8159,93
Mayo	2672,51			6482,05	41,23	8095,24	8159,93
Junio	3405,76			6745,80	50,49	7738,10	8159,93
Julio	4897,73			7094,99	69,03	10.357	8159,93
Agosto	5586,94			8158,96	68,48	15.476	8159,93
Septiembre	6946,94			11.204	62,00	34.762	8159,93
Octubre	9571,99			17.829	53,69	35.714	8159,93
Noviembre	12.445			23.456	53,06	40.690	34.969
Diciembre	28.832	122,57	23.523	37.736	76,40	52.676	34.969
Enero de 1985	40.065			63.684	62,91	150.571	34.969
Febrero	54.031			180.081	30,00	269.262	183.599
Marzo	78.602			224.995	34,93	286.200	183.599
Abril	110.952			251.506	44,12	380.514	183.599
Mayo	184.723			341.213	54,14	618.962	273.358
Junio	248.502			608.934	40,81	1.091.936	273.358
Julio	418.300			1.012.677	41,31	1.980.793	273.358
Agosto	665.621			1.685.709	39,49	2.679.269	305.998
Septiembre	898.812			2.638.302	34,07	2.589.145	4.397.744
Octubre	1.155.204			2.588.967	44,62	2.667.157	4.496.389
Noviembre	1.183.684			2.671.814	44,30	3.254.093	4.885.218
Diciembre	1.723.689	137,76	1.251.226	3.120.678	55,23	4.085.402	6.481.489
Enero de 1986	1.520.515			4.149.254	36,65	5.333.848	8.395.124
Febrero	1.574.012			4.479.119	35,14	4.564.002	7.507.621
Marzo	1.578.603			4.479.120	35,24	4.673.021	7.705.426
Abril	1.717.961			4.639.921	37,02	4.590.860	7.770.706
Mayo	1.885.025			4.684.928	40,24	4.605.543	7.769.482

CUADRO I
Oferta monetaria relativa, stock real de dinero, índice de precios relativos y tipo de cambio en Bolivia, 1982-1987 (cont.)

Mes	M ^b _t	M ^{us} _t	M ^b _t /M ^{us} _{t-1}	CPI ^b	CPI ^{us}	CPI ^b /CPI ^{us}	M ^b _t /CPI ^b	ER _{BM}	ER _{OM} /CPI ^{us}
Junio	1.941.198			4.884.506	120,56 ¹	4.051.515	39,74	4.634.788	7.771.754
Julio	2.036.306			4.971.450			40,96	4.602.726	7.768.654
Agosto	2.085.522			5.004.262			41,67	4.605.607	7.790.902
Septiembre	2.092.367			5.118.359			40,88	4.581.507	7.813.505
Octubre	2.323.303			5.148.557			45,13	4.607.412	7.838.148
Noviembre	2.283.100			5.142.894			44,39	4.613.690	7.854.141
Diciembre	2.282.349	160,56	1.795.185	5.176.323			55,68	4.611.667	7.849.449
Enero de 1987	2.556.736			5.303.143			48,12	4.633.571	7.859.649
Febrero	2.916.947			5.368.372			54,34	4.630.476	7.922.481
Marzo	2.816.243			5.405.950			52,10	4.739.524	8.107.303
Abril	2.935.547			5.488.661			53,48	4.826.524	8.179.600
Mayo	2.887.776			5.507.323					

Notas:¹ Diciembre de 1981.² 1981.³ Promedio anual.

Fuentes: Müller y Machicado (1987), Morales (1987). Para datos sobre los Estados Unidos: Fondo Monetario Internacional: Estadísticas Financieras Internacionales, *Yearbook 1983* (julio de 1987).

Símbolos: M^b_t/M^{us}_{t-1} Billetes y depósitos corrientes poseídos por el público en Bolivia y en los Estados Unidos, respectivamente, de acuerdo con las definiciones oficiales.

CPI^b/CPI^{us} Índices de costo de vida en Bolivia y en los Estados Unidos.

ER_{BM} Tipo de cambio no oficial (de mercado negro) del dólar.

ER_{OM} Tipo de cambio oficial de mercado del dólar.

CUADRO II

Índice de inflación mensual en Bolivia, 1982-1987

Fecha de la inflación	Índice mensual de inflación %	Fecha de la inflación	Índice mensual de inflación %
Enero de 1982	NA	Octubre	59,1
Febrero	16,1	Noviembre	31,6
Marzo	8,2	Diciembre	60,9
Abril	12,6	Enero de 1985	68,8
Mayo	4,0	Febrero	182,8
Junio	4,7	Marzo	24,9
Julio	21,6	Abril	11,8
Agosto	17,9	Mayo	35,7
Septiembre	19,5	Junio	78,5
Octubre	14,6	Julio	66,3
Noviembre	18,8	Agosto	66,5
Diciembre	7,8	Septiembre	56,5
Enero de 1983	2,9	Octubre	-1,9
Febrero	7,8	Noviembre	3,2
Marzo	11,8	Diciembre	16,8
Abril	8,4	Enero de 1986	33,0
Mayo	9,3	Febrero	7,9
Junio	3,2	Marzo	0,1
Julio	10,1	Abril	3,6
Agosto	25,9	Mayo	1,0
Septiembre	16,4	Junio	4,3
Octubre	11,5	Julio	1,8
Noviembre	24,8	Agosto	0,7
Diciembre	25,9	Septiembre	2,3
Enero de 1984	9,6	Octubre	0,6
Febrero	23,0	Noviembre	-0,1
Marzo	2,8	Diciembre	0,7
Abril	92,0	Enero de 1987	2,5
Mayo	47,0	Febrero	1,2
Junio	4,1	Marzo	0,7
Julio	5,2	Abril	1,5
Agosto	15,0	Mayo	0,3
Septiembre	37,3		

Fuente: Véase cuadro 3.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Allais, M., "A Restatement of the Quantity Theory of Money", *American Economic Review* 56 (1966): 1123-56.
- Bernholz, P., "Flexible Exchange Rates in Historical Perspective", *Princeton Studies in International Finance* N° 49 (julio de 1982).
- , "Hyperinflation and Monetary Reform", *Schweizerischer Bankverin: Prospects* 1 (febrero de 1985): 1-6.
- , "The Implementation and Maintenance of a Monetary Constitution", *Cato Journal* 6 (1986): 477-511. Reimpreso en Dorn, J. A., y Schwartz, A. J. (comps.), *The Search for Stable Money*, The University of Chicago Press, Chicago y Londres.
- , "Inflation, Monetary Regime and the Financial Asset Theory of Money", *Kyklos* 41 (1988).
- Bernholz, P., Gärtner, M. y Heri, E., "Historical Experiences with Flexible Exchange Rates", *Journal of International Economics* 19 (1985): 21-45.
- Cagan, P., "The Monetary Dynamics of Hyperinflation", en Friedman, M. (comp.), *Studies in the Quantity Theory of Money*, The University of Chicago Press, Chicago, 1956.
- Dornbusch, R., "Expectations and Exchange Rate Dynamics", *Journal of Political Economy* 84 (1976): 1161-76.
- Jaksch, H. J., "Kleine ökonomische Modelle für sich rasch entwertende Währungen", *Ifo-Studien* 32 (1986): 241-47.
- Morales, A., *Estudio, diagnóstico, debate, precios, salarios y política económica durante la alta inflación boliviana de 1982 a 1985*, Ildis, La Paz, sin fecha.
- Müller, H., y Machicado, *Estadísticas económicas*, Idea, La Paz, 1987.
- Sachs, J., *The Bolivian Hyperinflation and Stabilization*, mimeo, Cambridge, Mass., 1986.
- Sargent, T. J., "The Ends of Four Big Inflations", en Holt, R. E. (comp.), *Inflation: Causes and Effects*, The University of Chicago Press, Chicago, 1982.
- Storch, H., *Cours d'Économie Politique*, 4 vols., París, 1823.
- Diario *Última Hora*, La Paz (19 de agosto de 1987).
- Wilkie, J. W., *The Bolivian Revolution and U. S. Aid since 1952*, University of California, Los Angeles, 1969.