

El arte de caminar por el pretil

Por qué no hay hiperinflaciones en América Latina

por Ramón Díaz

En la hiperinflación más pequeña reconocida como tal —Hungria, marzo de 1923 a febrero de 1924— la tasa media de aumento de los precios fue del 46% por mes (9.200% al año). En América Latina no encontramos nada semejante. Los doce meses que tienen el **record** en el Uruguay son julio del '67 a junio del '68, con un promedio del 9,1 por ciento mensual (185% al año). El mes **record** es enero de 1973, con 20,4%, o sea una tasa del orden del 800%; impresionante, pero nada que nos pudiera hacer concebir esperanzas de ser admitidos en el selecto club de las hiperinflaciones...

No creo que Brasil, pese a su familiaridad secular con la inflación, pueda mostrar alturas semejantes a las nuestras. Argentina sólo recientemente logró superar nuestras marcas, aunque entonces bastante holgadamente. En 1975 la tasa fue del orden del 350% (13,4% al mes) y en el primer trimestre de 1976 anduvo por el 900% anual (21,2% al mes). Un mes (marzo de 1976) superó el 50%, que es precisamente la tarjeta de entrada para ingresar al recinto hiperinflacionario; pero le faltó constancia para poder quedar allí. Ahora es probable que alcance aquel nivel, pero yo dudo de que quede en él mucho tiempo.

Veamos cuáles son las perspectivas. Una de las características salientes de la nueva política monetaria argentina consiste en la fijación de un tope de 5% a las tasas de interés pasivas, con excepción de los depósitos a un mínimo de 90 días. Lo que, para el mercado argentino, acostumbrado a los miniplazos, debe parecer la eternidad. ¿Quién sabe cuánto va a valer el dólar en 90 días? ¿Quién tiene idea de cuánto van a valer los inmuebles, las acciones, los bienes de uso corriente? A la vez, depositar a menos plazo significa perder no menos del 10% mensual de los fondos depositados, quizá mucho más. Por lo tanto, es comprensible que muchos depositantes estén retirando su dinero al vencimiento de los plazos. Aproximadamente la mitad de los depósitos vencidos han sido retirados desde que se implantó el nuevo sistema.

Ningún banco, naturalmente, podría soportar esta tasa de retiros, que implica algo así como una corrida permanente. La solución está en que el banco central emita para suministrar a los bancos la liquidez necesaria. En dos semanas la base monetaria aumentó en 22 billones de pesos (unos mil millones de dólares al tipo oficial) lo que representa un tercio del total. Esta parece una tasa colosal de expansión monetaria, que bien podría alimentar una hiperinflación, pero no debemos apresurarnos.

Cada peso que se emite no aumenta el **stock** de dinero. Simplemente el circulante en poder del público está sustituyendo los depósitos bancarios. En lugar de dinero de una clase lo hay de otra. El acervo total sólo se mantiene.

Existe sin embargo una diferencia. El **stock** monetario en la Argentina estaba compuesto en su mayor parte por depósitos bancarios que ganaban interés, aparte de suministrar liquidez. Ahora ese **stock** se está cambiando por otro que no ofrece la menor protección contra la inflación. Por supuesto, los que retiran sus fondos no lo hacen para conservarlos, sino para deshacerse de ellos lo antes posible, a cambio de activos reales que les protejan contra la inflación, aún, de ser posible, que les haga lucrar. No es nada fácil.

Tomemos el caso de las acciones. Estas han obtenido un aumento espectacular. Por supuesto, ello no se debe a expectativas sobre reactivación de la economía, sino a algo mucho más sencillo. Las sociedades de cuyas acciones se trata son fuertes deudores, y ahora la inflación va a "licuar" su pasivos ("diluir" o "aguar" serían términos preferibles, pero nuestros vecinos dicen "licuar"). ¿A costo de quién? De los depositantes. El juego consiste por lo tanto en pasarse lo antes posible del lado que pierde al lado que gana.

Pero no es fácil. Hay unos que tienen las acciones, y otros que tienen los pesos. Estos quieren hacer el cambio, como es natural. Pero aquéllos estarán, no menos obviamente, muy poco dispuestos. Para lograr que vendan, será preciso tentarlos con precios enormes. A algún nivel esos

precios serán excesivos, en el sentido de que la transferencia a las compañías deudoras operada por la inflación no justificará las cotizaciones. Lo más probable es que los que tenían las acciones desde un principio hayan realizado ya casi toda la ganancia posible.

Si las acciones están demasiado altas, se compran inmuebles, joyas, autos, alfombras, cuadros, lavarropas, televisores, heladeras, bebidas, conservas... Hay un plan para cada bolsillo para cada momento, para cada capacidad de almacenaje.

Mientras tanto todos han querido zafarse de los pesos, pero en conjunto todos tienen la misma cantidad nominal que antes. No hay ninguna ventanilla abierta en el Banco Central para llevarle de vuelta los pesos e irse con dólares. Existe una sola manera en que la cantidad de dinero que hay puede adaptarse a la cantidad que la gente (empresas y consumidores) desean tener: a través del alza de los precios, y la consiguiente caída de los saldos reales.

Evidentemente, va a sobrevenir una colosal inflación. Pero, ¿llegará a ser una hiperinflación?

Hay dos aspectos a considerar. El alza de precios que se necesita para ajustar el **stock** monetario existente al deseado, y la que se generará con la nueva emisión que se lleve a cabo de aquí en más. El primer rubro es muy incierto. Si todos los depósitos a plazo se retirasen la gente tendría tal vez cuatro veces la cantidad nominal de efectivo que antes de la reforma. ¿Y cuánto estarían dispuestos a tener? Ciertamente menos que antes. Aquí ya tenemos un libreto que apunta hacia una cuadruplicación de los precios. Puede ser menos, particularmente en la inflación perceptible, que es la que nos muestran los índices, pero puede ser más. En todo caso, yo esperaba aumentos de orden hiperinflacionario durante algunos meses. Por lo menos en el índice de precios mayoristas, que no contiene precios de servicios (que por no ser almacenables pueden retrasarse considerablemente).

Pero el **stock** podría terminar ajustándose sin un proceso explosivo. La nueva emisión obviamente cuenta, y las expectativas sobre la nueva emisión son importantes también dentro del primer rubro. En este sentido no me parece que la situación torne previsible la aceleración de la inflación hasta límites que pongan en peligro la viabilidad monetaria del peso argentino. El déficit fiscal del primer semestre se situó en algo menos de un 30% de los egresos, que es muchísimo menos de su magnitud relativa en 1975-76. Pero hay más. La emisión va a aumentar, según vimos, desmesuradamente sin incrementar el **stock** monetario total. La base del impuesto inflacionario es precisamente esa emisión. En este aspecto la reforma atenúa el efecto expansivo de la financiación monetaria del déficit. Dicho de otro modo: antes cada peso emitido para pagar el presupuesto generaba cuatro peso de M2. Ahora el multiplicador será la unidad. Encima de ello, hay que computar la rebaja de egresos del orden U\$S 100 millones al mes por la rebaja autodecretada de los intereses sobre la deuda pública interna.

Por lo tanto pienso que va a haber un brote hiperinflacionario, pero no una verdadera hiperinflación. En el peor de los casos, si esa perspectiva llegara a lucir probable, cambiarían la política. Recurrirían a un economista ortodoxo, que dejaría que las tasas de interés fueran fijadas por el mercado. En ningún caso aceptarían la hiperinflación.

Porque aceptar la hiperinflación es, paradójicamente, en último término, renunciar a la inflación. Curarse del mal llevándolo a sus últimas consecuencias, suprimir la moneda enferma por autodestrucción, y poner en su lugar una nueva y sana. Provocar además en la población una aversión profunda y duradera contra la inflación, una especie de vacuna. Entonces habría que arreglárselas por mucho tiempo sin inflación, ese vehículo inapreciable para transferir riqueza. ¿Y a quién se le ocurriría tener que gobernar con semejante restricción?

Por eso, en América Latina, el arte de caminar por el pretil de la inflación, sin caer nunca en la hiper, se ha convertido en una de las bellas artes.