

HETERODOXIA E HIPERINFLACIÓN¹

Eduardo Morón • Diego Winkelried

1. Introducción

Después de más de 50 años de su fundación, la Alianza Popular Revolucionaria Americana (APRA), el partido más longevo del país, llegó al poder en 1985. El presidente electo, Alan García, había sido el locuaz líder de la oposición desde la Cámara de Diputados durante la administración del presidente Fernando Belaúnde entre 1980 y 1985. Dicho Gobierno vino cargado de esperanza por significar el retorno a la democracia después de 12 años de dictadura militar. No obstante, la gestión de Belaúnde, lejos de resolver la endeble situación económica resultante de las políticas del Gobierno militar, terminó decepcionando en el plano económico, pues se continuó el ciclo de crisis económicas con cada vez más inflación, acentuando así las brechas y los desequilibrios heredados de la década de 1970.

La arrolladora victoria electoral del nuevo Gobierno fue un claro reflejo de la renovada expectativa de que el país podía aspirar, como tituló en un manifiesto el presidente García, a un “Futuro Diferente”. Lamentablemente, la ilusión de cambio duró poco y el futuro efectivamente terminó siendo diferente, pero para peor. El Gobierno aprista terminaría siendo recordado no solo como el arquetipo del populismo latinoamericano, tal y como es descrito en Edwards (2019), sino sobre todo por su desastrosa gestión económica que llevó al Perú a experimentar su único episodio de hiperinflación. Este periodo hiperinflacionario empezó con un mal implementado programa de estabilización, coloquialmente conocido entre los peruanos como paquetazo, en setiembre de 1988, que condujo a una inflación mensual de 114% (2,6% diaria). El pésimo manejo económico durante ese periodo obligó a que, en agosto de 1990, el Gobierno siguiente implementara un severo programa de ajuste que llevó a la inflación mensual a 397% (5,5% diaria). Perú aparece en el puesto seis de la lista de episodios inflacionarios severos de Fischer et al. (2002) y en la posición 12 de la lista de eventos hiperinflacionarios registrados en Hanke y Krus (2003).

¹ Agradecemos a los editores por invitarnos a participar en este volumen y por facilitarnos el acceso a mucho del material bibliográfico que utilizamos.

Asimismo, Llosa y Panizza (2015) muestran que la recesión que inicia a finales de 1987 produjo una contracción del producto bruto interno (PBI) per cápita de casi 30%, regresándolo a niveles previos a 1960. Le tomaría al país quince años en recuperar el nivel de 1987. Más aún, se trata de una de las recesiones más agudas y costosas del mundo entre 1960 y 2004, comparable con los colapsos experimentados por efectos de guerras civiles o de drásticas transiciones de economías de planificación central a economías de mercado. Por supuesto, esta situación acarreó enormes costos sociales. Según Webb (1991) y Glewwe y Hall (1994), entre 1985 y 1990 el gasto social se contrajo en 47% en términos reales, mientras que el consumo real per cápita de las familias lo hizo, en promedio, en más de 53%.

Varios estudios previos describen la evolución de la economía y sus acentuados desequilibrios durante este periodo. Parodi (2007) provee una perspectiva general con énfasis en programas sociales, mientras que Ortiz y Winkelried (2021) se enfocan en aspectos institucionales. Morón (1989a, 1989b), Terrones y Nagamine (1993) y Guevara (1999) orientan la discusión hacia la política monetaria, mientras que Martinelli y Vega (2022) lo hacen sobre la política fiscal. Asimismo, existen valiosos trabajos que se centran en las decisiones de política económica, particularmente el diseño de los programas de estabilización, que derivaron en el descalabro macroeconómico. Destacan los minuciosos recuentos de Dornbusch y Edwards (1990), Lago (1991), Cáceres y Paredes (1991a, 1991b) y Velarde y Rodríguez (1992a). Por su parte, Pastor y Wise (1992) y, de manera más indirecta, Kiguel y Liviatan (1992) proveen una discusión menos crítica del diseño de los programas, pero igualmente dura en cuanto a la implementación de estos. Finalmente, Dornbusch et al. (1990), Marcet y Nicolini (2003), Sargent et al. (2009), entre otros, incluyen a la hiperinflación peruana en estudios comparativos internacionales.

En este capítulo ofrecemos una revisión de este caótico episodio en la historia económica peruana, 35 años después de ocurridos los eventos. Ello no solo da la ventaja de incorporar en la discusión la literatura producida desde entonces, sino que da una perspectiva más clara sobre los aciertos y errores de la administración de García, tras conocer los resultados de las reformas que se adoptaron a raíz, y en respuesta, a la crisis que precipitó. Véase Armas (2016) y Rossini (2016). Por otro lado, tuvimos acceso a los archivos históricos de la revista *Moneda*, publicada por el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), lo que nos permitió consultar reportes de investigación, columnas de opinión y entrevistas de la época, para así tratar de reflejar, en este capítulo, la atmósfera académica y política en la que las decisiones de política fueron tomadas.

El resto del capítulo se organiza de la siguiente manera. En la segunda sección presentamos el contexto previo al Gobierno aprista. En la tercera sección discutimos cómo una situación económica tirante, junto con el descrédito de los denominados programas ortodoxos, dio pie a una corriente de políticas heterodoxas. Estas rindieron

frutos en el corto plazo, pero no estaban libres de inconsistencias y de prestarse a las exigencias de un gobierno populista. Reflexionamos cómo el programa económico de la administración aprista tenía en sus propios fundamentos las semillas de su propia destrucción, lo que a la larga desató un proceso hiperestancamiento. En la cuarta sección repasamos algunos planes que no pudieron abatir la hiperinflación. En la quinta sección, describimos las nefastas consecuencias de la hiperinflación sobre la economía peruana. Finalmente, la sexta sección la reservamos para nuestras conclusiones.

2. Contexto previo y ortodoxia

A pesar de algunos esfuerzos iniciales del régimen de Belaúnde por implementar reformas estructurales, la economía que recibió el primer Gobierno de García era, en esencia, el sistema intervencionista y estatista heredado del periodo gubernamental militar de la década de 1970. Siguiendo a Parodi (2007), ello incluía la operación de decenas de empresas estatales, restricciones al comercio internacional, controles de cambios y de precios, subsidios a industrias protegidas, entre muchas otras distorsiones. Como evidencian Martinelli y Vega (2019), los drásticos cambios de orientación, contra la inversión privada y a favor del intervencionismo, tuvieron impactos profundos y duraderos sobre la acumulación de capital y la productividad de los factores, desacelerando el crecimiento potencial de la economía, respecto a décadas previas. Vera Tudela (2013) estima que la contribución de la productividad total de factores al crecimiento económico pasó de un promedio anual de 3,9%, en la década de 1960, a 1,2% en la década de 1970 y a -3,5% en la década de 1980.

DÉFICITS GEMELOS Y TIPO DE CAMBIO

Como indica Parodi (2007), desde la década de 1960 la política económica tuvo una orientación inapropiada, ciertamente insostenible, para una pequeña economía abierta como la peruana. Se apostó insistentemente por un modelo de desarrollo, basado en el fomento de la industria local, y a través de protecciones artificiales a empresas y sectores sin mayores ventajas comparativas. Al no desarrollar un sector exportador autosostenible, el esquema enfrentaba enormes dificultades para generar los recursos suficientes con los cuales financiar la adquisición del capital, los insumos y la tecnología que demandaba el esfuerzo industrializador. Tampoco proveía de suficientes divisas por lo que, lejos de lo planeado, el sistema supuso un constante deterioro en la balanza comercial y una constante presión devaluatoria sobre la moneda (véase, *inter alia*, Thorp, 1987).

Asimismo, la preferencia por ampliar el sector público, por ejemplo, creando ministerios, agencias gubernamentales o empresas públicas, junto con la multiplicación

de gastos gubernamentales improductivos ligados al financiamiento de los controles estatales, hizo que la economía peruana se encontrara en un recurrente déficit fiscal, por lo menos, una década antes del inicio del gobierno de García. Los continuos desbalances fiscal y externo reflejaron una creciente necesidad de obtener recursos externos, lo que no se lograría a través de superávit comerciales o de mayores flujos de inversión extranjera directa, sino por la vía de un mayor endeudamiento público. En la Tabla 8.1 se aprecia el ritmo de crecimiento de la deuda pública externa al comenzar la década de 1980, continuando una tendencia iniciada a mediados de los años setenta, tanto medida con respecto a los ingresos (deuda/PBI) como en términos del costo de su servicio (intereses/exportaciones). Toda vez que el uso de dicha deuda no se tradujo en una expansión sostenida de la actividad económica productiva, la presión sobre las cuentas fiscales se hizo cada vez más evidente.

Tabla 8.1: Reservas internacionales y deuda externa, 1980 a 1990

	Reservas internacionales netas (millones de USD)	Servicio de la deuda externa (% de las exportaciones de bienes y servicios)	Deuda externa pública de mediano y largo plazo (% del PBI)
1980	1 276	28,6	29,3
1981	772	45,8	24,7
1982	896	36,7	33,0
1983	856	20,1	41,5
1984	1 103	17,4	44,0
1985	1 383	16,3	48,7
1986	866	14,7	51,2
1987	81	11,7	55,2
1988	-317	4,3	58,1
1989	546	5,6	66,9
1990	682	5,8	72,4

Fuente: Memorias del BCRP.

En este punto es importante brindar un poco de perspectiva sobre cómo se estructuraba la deuda externa de un país como Perú. La mayor parte del financiamiento no venía, como hoy, de los mercados financieros internacionales privados, sino que era contratada directamente con organismos multilaterales (Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial, Banco Interamericano de Desarrollo), acuerdos directos con otros Gobiernos o negociando con proveedores internacionales (por ejemplo, con el consorcio japonés JAPECO que construyó el Oleoducto Norperuano). De hecho, los flujos de deuda externa que se obtuvieron a través de préstamos sindicados con la banca privada internacional se interrumpieron desde 1983, año en que, al igual

que otros países de la región, el Perú declaró la suspensión unilateral de sus pagos al exterior (Lago, 2022).

Una dificultad adicional se relaciona con el pecado original descrito en Hausmann & Panizza (2003): como en casi todas las economías pequeñas y abiertas, el Perú no podía endeudarse en su propia moneda, sino en monedas internacionales (dólares o yenes, por ejemplo), lo que introduce un componente de riesgo cambiario en las cuentas fiscales. Considerando que los ingresos fiscales están mayoritariamente denominados en moneda nacional, una depreciación grande o una devaluación, en el contexto de tipo de cambio fijo, podría comprometer la capacidad del Gobierno de honrar sus obligaciones con el exterior. Como se discute en Ortiz y Winkelried (2021), ello enfatiza aún más la necesidad de mantener cuentas externas sostenibles.

La economía peruana, que había gozado de estabilidad cambiaria la mayor parte de la década de 1960, tuvo dos fuertes crisis cambiarias antes de 1980: la primera ocurre en 1967, en medio de turbulencia política, y la moneda local se devaluó 44%; la segunda sucede entre 1975 y 1978, cuando acontecen varias devaluaciones, que acumuladas ascienden a más de 230%. Ello obligó al Gobierno a abandonar el sistema de tipo de cambio fijo y adoptar uno de bandas cambiarias. Durante el gobierno de Belaúnde, de julio de 1980 hasta julio de 1985, el tipo de cambio se multiplicó por un factor de 40 (véase la Tabla 8.2) y el Gobierno firmó nueve acuerdos de apoyo financiera *stand-by* con el Fondo Monetario Internacional (FMI), lo que revela con elocuencia que el país nunca pudo superar su vulnerabilidad financiera internacional. De hecho, los apuros financieros encontraban cierto alivio cuando el precio de algún producto exportable (harina de pescado o plata, en esos años) crecía muy por

Tabla 8.2: Tipo de cambio (soles de oro, fin de periodo), 1980 a 1990

	Tipo de cambio oficial	Tipo de cambio bancario	Tipo de cambio paralelo
1980	0,34	0,34	0,34
1981	0,51	0,51	0,51
1982	0,99	0,99	1,00
1983	2,27	2,31	2,35
1984	5,70	5,82	5,82
1985	13,95	17,38	17,38
1986	13,95	20,03	20,03
1987	33,00	62,82	92,00
1988	500,00	500,00	1 700,00
1989	5 261,40	12 643,24	12 940,00
1990	516 922,57	516 922,57	547 500,00

Fuente: Memorias del BCRP.

encima de lo normal, pero no fue una estrategia prudente dejar tanto a la suerte que nunca apareció: como se discute en Winkelried (2016) y Llosa (2022), los términos de intercambio, que habían sido más bien neutros hacia fines de la década de 1970, registraron una caída persistente durante toda la década de 1980.

POLÍTICA MONETARIA E INFLACIÓN

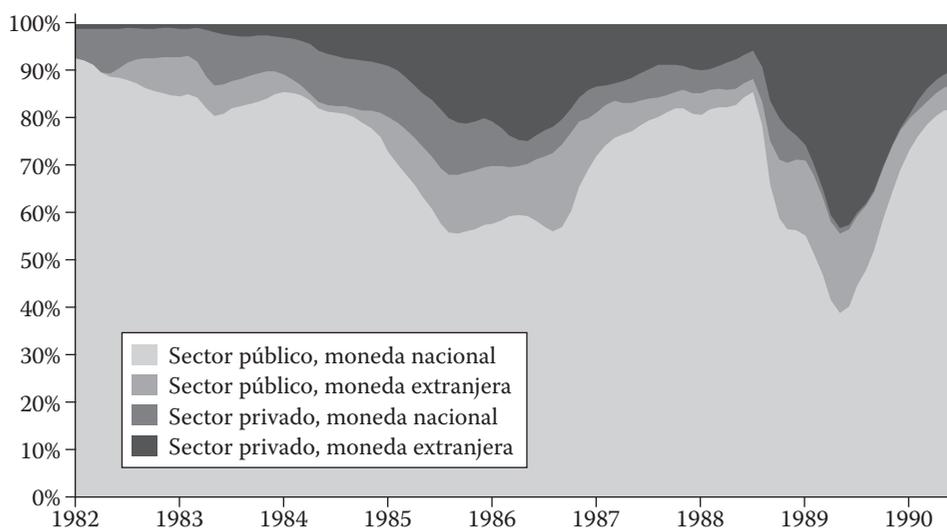
Usualmente se utiliza la emisión primaria como el agregado monetario relevante para describir a la política monetaria: véase, por ejemplo, Rossini (2016). No obstante, como se discute ampliamente en Morón (1989a, 1989b), durante el periodo de estudio, los movimientos de la emisión primaria no siempre representaron las verdaderas intenciones de expansión del BCRP. Siguiendo a Dancuart (1988), ello se entiende al considerar los dos componentes de la emisión primaria: uno endógeno, acomodaticio, y el otro que puede considerarse exógeno, propio de las decisiones de política monetaria.²

El primero es el cambio en las reservas internacionales que, en el contexto de un tipo de cambio fijo o administrado, es imposible de controlar por el BCRP. El segundo es el crédito interno del Banco Central, y recoge los factores de origen interno del incremento de la emisión primaria, registrados en las cuentas monetarias como créditos otorgados al sector público (la suma del Gobierno, el Banco de la Nación, la banca de fomento y Cofide) o al sector privado (la suma de la banca múltiple y préstamos directos a empresas).

El Gráfico 8.1 muestra la composición del crédito del BCRP durante la década de los ochenta, donde se aprecia la fuerte presencia de los créditos al sector público, otra herencia de décadas previas. De hecho, frente a la incesante necesidad de contar con recursos fiscales, en un contexto de débil crecimiento económico y dificultades de financiamiento externo, los Gobiernos optaron, inevitablemente y cada vez con más frecuencia, por el financiamiento monetario del déficit fiscal. También se aprecia un crecimiento sostenido del crédito del BCRP ofrecido al sector privado, particularmente en moneda extranjera. Así, como se muestra en el Gráfico 8.2, el crédito del Banco Central ya venía creciendo a tasas considerables (usualmente mayores al 100%), incluso antes del inicio de la administración de García.

² Salazar (1988) también ilustra bien la diferencia. Muestra que la emisión primaria (que denomina emisión primaria *expost*) se expande en 563% entre julio de 1985 y julio de 1988, mientras que el crédito interno del BCRP (la emisión primaria *exante*) registró un incremento mucho mayor, de 1 974%. Este último da cuenta de una manera más clara de la expansión monetaria, y del posterior comportamiento de la inflación, ya que la emisión primaria es compensada por una sostenida reducción de reservas internacionales en ese lapso. Cáceres (1990) ofrece un análisis similar.

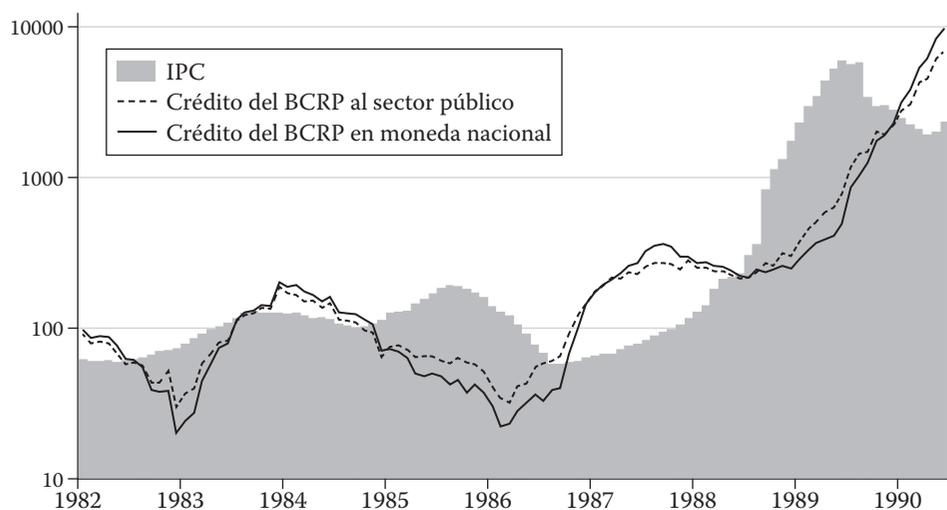
Gráfico 8.1: Composición porcentual del crédito del BCRP, 1982 a 1990



Nota: El sector público es la suma del Gobierno, el Banco de la Nación, la banca de fomento y Cofide. El sector privado resulta de sumar la banca múltiple y préstamos directos a empresas. El periodo abarca de enero de 1982 a julio de 1990. Las series fueron ligeramente suavizadas para facilitar su visualización.

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú (1996), cuadros 40 y 43. Elaboración propia.

Gráfico 8.2: Crecimiento del crédito del BCRP e inflación, 1982 a 1990



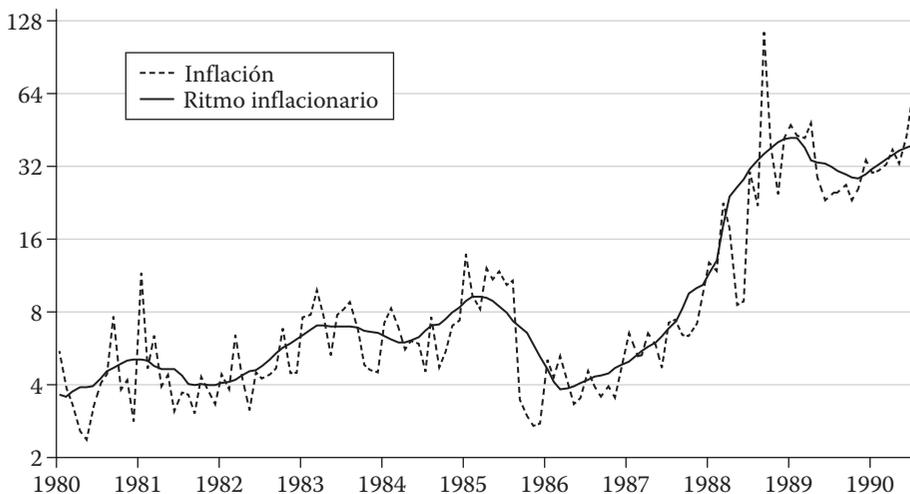
Nota: Variaciones porcentuales respecto a similar mes del año previo, de enero de 1982 a julio de 1990. Escala logarítmica. Ver nota en la Tabla 1 para definiciones.

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú (1996), cuadros 40 y 43, y Estadísticas BCRP (serie PN01270PM). Elaboración propia.

Recordemos que la Constitución de 1933 no establecía límites al BCRP respecto al financiamiento al Gobierno central. De hecho, la contingencia para dicho financiamiento estaba prevista en las precedentes leyes orgánicas del Banco Central, donde se permitía tanto la compra de bonos como créditos directos, con límites, que rara vez eran respetados (véase Pastor, 2014). Incluso durante el gobierno militar la dominancia fiscal llegó a su máxima expresión cuando, como reseña Guevara (1999), en 1970 se crea el Consejo de Política Monetaria (Decreto Ley 18240), presidido por el ministro de Hacienda y superior en autoridad al Directorio del BCRP. El Consejo sería finalmente eliminado con la Constitución de 1979, pero esta no le otorgaría autonomía operativa relevante al BCRP y, por tanto, no cambiaría de manera fundamental la institucionalidad de la política monetaria respecto a la Constitución de 1933 (véase Pérez et al., 2016).

Inevitablemente, la inflación asomó, de manera que, a partir de 1978, sobrepasa la barrera del 40% anualizado, considerada como alta en estudios internacionales como Dornbusch et al. (1990), y adopta una dinámica inestable, casi explosiva. En el Gráfico 8.3 se muestra la inflación mensual: la variación porcentual del índice de precios al consumidor de Lima Metropolitana, junto con una tendencia, calculada mediante el promedio móvil centrado de 13 términos, a la que denominamos “ritmo inflacionario” mensual. Se aprecia que la inflación más que duplica de un ritmo mensual de 4% (60% anualizado) en junio de 1980 a 8,5% (166% anualizado) en junio de 1985. Este

Gráfico 8.3: Inflación mensual y ritmo inflacionario, 1980 a 1990



Nota: Variación porcentual mensual del índice de precios al consumidor y su promedio móvil centrado de 13 términos, de enero de 1980 a julio de 1990. Escala logarítmica.

Fuente: Estadísticas BCRP (serie PN01270PM). Elaboración propia.

cambio en la dinámica inflacionaria es también evidente en estudios cuantitativos, como Sargent et al. (2009, Gráfico 3) y Castillo et al. (2012), y se describe con más detalle en el Apéndice.

Ortiz y Winkelried (2021) argumentan que la inflación alta fue el talón de Aquiles del esquema, al poner en manifiesto sus inconsistencias internas. Por un lado, la inflación doméstica conduciría a una apreciación real, a un aumento en la demanda por importaciones, a una merma en la competitividad del sector exportador y, finalmente, a un progresivo deterioro de la brecha externa. El desequilibrio podría resolverse con la depreciación de la moneda, pero persistiría e incluso se acentuaría en el contexto de controles de cambios, llevando al drenaje las reservas internacionales. Por otro lado, la inflación erosionaría el poder de compra de los ingresos fiscales, generando una mayor dependencia del financiamiento inflacionario, es decir, el efecto Tanzi (véase Flores, 1989; Roca y Simabuko, 1993), mientras que el financiamiento fiscal con la *maquinista* generaría un repentino exceso de moneda nacional, presionando al alza sobre el tipo de cambio que, en defensa de una paridad, serían contrarrestadas con una mayor reducción de las reservas internacionales.

PROGRAMAS ORTODOXOS

Ante las disyuntivas del recurrente contexto inflacionario, la opción más usual de implementar medidas de estabilización fueron los denominados programas ortodoxos, avalados por el FMI y de donde usualmente provenían las condicionalidades de los acuerdos *stand-by*. La premisa era la ya descrita: la alta inflación reflejaba un exceso de gasto agregado, financiado con emisión monetaria, más allá de lo establecido por los fundamentos de la demanda por dinero. El crecimiento del gasto, por encima de la capacidad de producción de la economía, además, incrementaba el desequilibrio externo, cubierto con las reservas internacionales del BCRP hasta que alcanzaran niveles críticos o, simplemente, se agotaran.

Los programas ortodoxos usualmente iniciaban con una gran devaluación y una posterior fijación del tipo de cambio. La corrección cambiaria permitiría una depreciación real para aliviar los desbalances externos, encareciendo las importaciones e impulsando las exportaciones, permitiendo una recuperación de las reservas internacionales. El fisco, por su parte, debía mejorar su posición operativa y financiera, tanto reduciendo gastos excesivos, por ejemplo, recortando subsidios o abandonando algunos controles, como incrementando ingresos, usualmente a través del reajuste de los precios de servicios públicos o de los productos de las empresas públicas o del incremento de impuestos. Finalmente, el exceso de oferta monetaria sería moderado con restricciones cuantitativas sobre la cantidad de crédito financiado con emisión del banco central, de modo que la inflación se anclara a cada vez menores tasas de emisión. Estos ajustes son, en neto, recesivos.

El Gobierno militar se dispuso a implementar, entre 1976 y 1978, programas de ajuste ortodoxos ante el evidente descontrol fiscal y del endeudamiento externo. Roca y Prialé (1987) y Ramírez (1988) documentan que estos esfuerzos no brindaron la estabilidad prometida, principalmente, por el incumplimiento del Gobierno con los acuerdos *stand-by* con el FMI. Como señala Parodi (2007), el Gobierno militar simplemente no tuvo la voluntad política de enfrentar el descontento popular que derivaría del ajuste.

Ramírez (1988) también indica que, con el retorno a la democracia, el Gobierno de Belaunde se embarcó en la implementación de reformas, orientadas a liberalizar la economía y controlar la inflación. No obstante, estos programas tenían serias contradicciones internas. Por ejemplo, el precio de los combustibles, insumo esencial de las empresas públicas, era fijado en dólares, siguiendo una paridad internacional, haciendo que la depreciación de la moneda deteriorara rápida y directamente las cuentas fiscales. Más aún, muchas iniciativas reformistas fueron postergadas ante un durísimo año 1983, cuando a la crisis de deuda externa internacional se le sumó las graves consecuencias del muy severo Fenómeno del Niño, que destruyó buena parte de la infraestructura en el norte del país. Todo ello provocó una caída sin precedentes en el PBI de 13%. Véase Lago (1991, 2022) y el capítulo 7 de este libro.

A pesar de ello, hacia el final de esta gestión se hizo un esfuerzo significativo por dejar a la administración siguiente una economía en mejor posición (véase Roca y Prialé, 1987). El último ministro de Economía y Finanzas, Guillermo Garrido Lecca, en coordinación con el FMI, consiguió implementar un programa de ajuste ortodoxo. Cáceres y Paredes (1991a, 1991b) hallan que el programa ciertamente redujo el déficit fiscal, mejoró las cuentas externas, aumentó el tipo de cambio real y acrecentó la presión tributaria (véase las tablas 8.1 y 8.3). Sin embargo, como se aprecia en el Gráfico 8.3, no fue particularmente exitoso en bajar la inflación.

3. El plan heterodoxo

El Gobierno de García inició con los mismos desafíos de su predecesor: controlar la inflación, crecer sin terminar en una nueva crisis de balanza de pagos, disminuir la carga de la deuda externa, y encontrar una senda de consolidación fiscal creíble. La respuesta sería, sin embargo, distinta.

Los programas ortodoxos no eran apreciados por los Gobiernos por lo impopulares que resultaban sus medidas de ajuste y austeridad fiscal. Los políticos de la época, además, solían sostener que la severidad de los planes respondía a las condicionalidades del FMI, quien seguía una agenda “imperialista”, más que a una necesidad real por restituir equilibrios macroeconómicos básicos. Como sugieren Pastor y Wise (1992),

Tabla 8.3: Finanzas públicas (% del PBI), 1980 a 1990

	Ingresos corrientes del Gobierno central	Gastos corrientes del Gobierno central	Ingresos corrientes del sector público no financiero	Gastos corrientes del sector público no financiero	Gastos de capital del sector público no financiero	Resultado económico sector público no financiero
1980	17,0	15,0	45,0	42,4	7,0	-3,9
1981	14,4	14,2	38,9	38,3	7,9	-6,7
1982	14,2	14,1	40,4	40,4	8,7	-7,6
1983	12,0	16,2	42,7	45,0	8,8	-10,2
1984	13,9	15,1	38,4	37,5	8,1	-6,6
1985	14,8	14,7	41,0	38,0	6,3	-2,8
1986	12,6	13,7	31,0	31,3	5,6	-5,6
1987	9,2	13,1	25,5	28,5	4,6	-7,3
1988	9,4	11,4	25,8	30,4	4,1	-8,5
1989	7,1	10,5	21,3	24,8	3,9	-7,1
1990	9,5	11,8	22,3	24,1	2,7	-4,5

Fuente: Memorias del BCRP.

si a ello se agrega el descrédito de los planes ortodoxos fallidos, entre fines de los setenta e inicios de los ochenta, se facilitó las condiciones para implementar un plan heterodoxo durante la administración de García (véase, además, Zúñiga, 1988).

A nivel intelectual, los planteamientos heterodoxos encontraron inspiración en las experiencias de Brasil (Plan Cruzado), Argentina (Plan Austral) e Israel, muy bien descritas en Schuldt (1988a, 1988b), Ramírez et al. (1988) y Kiguel y Liviatan (1992): ellas fueron inicialmente exitosas en reducir la inflación y estimular la actividad económica. Aunque ahora sabemos que se trataban de victorias pírricas, la promesa heterodoxa despertó mucho entusiasmo en la época. Por ejemplo, se argumentaba que “el éxito político de la heterodoxia tiene su contraparte en el fracaso político de la ortodoxia (por lo menos en democracia)” (Dancourt, 1988, p. 33), ya que se señalaba que la primera induce un proceso de desinflación, reactiva la economía y redistribuye contra las ganancias a favor de los salarios, a costa de generar un déficit comercial, mientras que la política ortodoxa acelera la inflación, redistribuye a favor de las ganancias y restaura el equilibrio externo. *El Perú heterodoxo: Un modelo económico* (1987), un volumen celebratorio escrito por los asesores del Gobierno, es el texto emblemático que condensa los fundamentos de la heterodoxia que sería aplicada en el país.³

³ Los estudios de Pastor (1988) y Mujica (1990) presentan refinamientos y críticas al enfoque original de Carbonetto et al. (1987), y son también ilustrativos del marco conceptual y la modelización matemática bajo la perspectiva heterodoxa.

DIAGNÓSTICOS Y RESPUESTAS DE LA HETERODOXIA

El enfoque heterodoxo promueve el uso intensivo de “políticas de ingreso”, que no son otra cosa que la fijación de precios, salarios y márgenes de ganancias, muy apreciadas por los políticos al tratarse de medidas con visos populistas. Según Kiguel y Liviatan (1992), la lógica de un plan desinflacionario heterodoxo es complementar un plan ortodoxo con estas medidas, basadas en el entendimiento de que los episodios de alta inflación vienen acompañados de procesos de indexación de todos los precios de la economía y, por lo tanto, su descenso requería un ajuste orquestado de todos los precios. De esta manera, el componente de expectativas inflacionarias podía ser controlado, dejando la conquista final del proceso inflacionario a los ajustes fiscal y monetario.

La narrativa heterodoxa mantenía como premisa que la inflación no solo era un fenómeno fundamentalmente inercial, sino que era determinada por presiones de costos, sin guardar necesariamente relación con excesos de demanda, señalados por el diagnóstico ortodoxo. Los costos de producción podían ser muy variados (precios de insumos, tasas de interés, tipo de cambio y márgenes de ganancia) y su contracción estaría ligada directa o indirectamente con el traspaso de precios esenciales, como las tarifas públicas, bajo el control del Gobierno.

Como resume Salazar (1988), los economistas heterodoxos distinguían tres categorías de precios en la economía. Primero: bienes y servicios públicos producidos por empresas estatales, cuyos precios o tarifas eran decididos directamente por el Gobierno, usualmente con objetivos políticos y no bajo criterios técnicos. Segundo: los bienes producidos localmente a cargo de empresas privadas, cuyos precios se fijaban como un margen de ganancia sobre los costos de los insumos que, a su vez, formaban parte del primer grupo (por ejemplo, electricidad) o de insumos importados (por ejemplo, fertilizantes). Finalmente, bienes y servicios, cuyos precios, en efecto, respondían a la libre interacción entre la oferta y demanda. Se argumentaba que eran los dos primeros grupos los que tenían la mayor relevancia en la caracterización del proceso inflacionario.

Por otro lado, en el discurso heterodoxo eran recurrentes las referencias a la existencia de un persistente exceso de oferta, manifestado en los registros de capacidad ociosa en las industrias, lo que daba suficiente espacio para estimular la demanda.⁴ Más aún, primaba una visión de libro de texto sobre el efecto multiplicador keynesiano, que

⁴ Desde una perspectiva más reciente, véase por ejemplo Winkelried (2013), la actividad inflacionaria corresponde al concepto de brecha del producto: los desvíos de la demanda efectiva respecto al producto agregado consistente con la estabilidad de precios. Hnyilicza (2001) señala que los asesores económicos del Gobierno confundían este concepto con el de capacidad ociosa, y que las medidas usuales de capacidad ociosa, como índices de utilización de capacidad instalada en el sector manufacturero, responden a consideraciones ingenieriles o de planta, que poco tienen que ver con la estabilidad de precios.

se potenciaría al estimular el consumo del grupo con mayor propensión a consumir: los pobres. Como se discute en Lago (1991) y Hnyilicza (2001), esta idea hacía que los programas heterodoxos normalmente presentaran dos objetivos paralelos a la estabilización de precios: la reactivación económica y la redistribución del ingreso.

Es así como emerge un marco conceptual que, en un supuesto contexto de exceso de oferta, el control minucioso de salarios, precios de insumos, márgenes de ganancias y precios de bienes, políticamente sensibles —por métodos administrativos o por decreto—, justificaba el uso de políticas macroeconómicas expansivas, sin la necesidad de detenerse en analizar sus inconvenientes consecuencias inflacionarias. La siguiente cita resume con elocuencia esta visión:

Es necesario gastar, aun a costa de un déficit fiscal, pues, si este déficit es resultado de transferir recursos públicos al consumo de los más pobres para que demanden más productos y se reduzcan así los costos unitarios, ese no será un déficit con efectos inflacionarios, sino todo lo contrario (Carbonetto et al., 1987, p. 82).

Por el lado externo, se cuestionaba la prescripción de que una depreciación cambiaria servía como mecanismo de corrección de desbalances externos. Según esta visión, la oferta exportadora de una economía primario-exportadora, como la peruana, se determina únicamente por los precios internacionales de las materias primas y la capacidad extractiva del país, y no por el tipo de cambio. Luego, la única manera para generar un superávit, en la cuenta corriente, era a través de una recesión. En cambio, primaba la opinión de que una depreciación encarecería el servicio de la deuda externa, además de incrementar el precio de bienes importados: los esenciales y los insumos utilizados en la producción local. Por tanto, el tipo de cambio era un precio obvio para ser controlado.

Si bien lo descrito corresponde a la esencia de un plan heterodoxo, como señalan Pastor y Wise (1992), la administración aprista introdujo elementos adicionales, como límites al pago de los intereses de la deuda externa en términos de las exportaciones.⁵ El programa económico inicial del Gobierno se denominó Plan de Emergencia, y

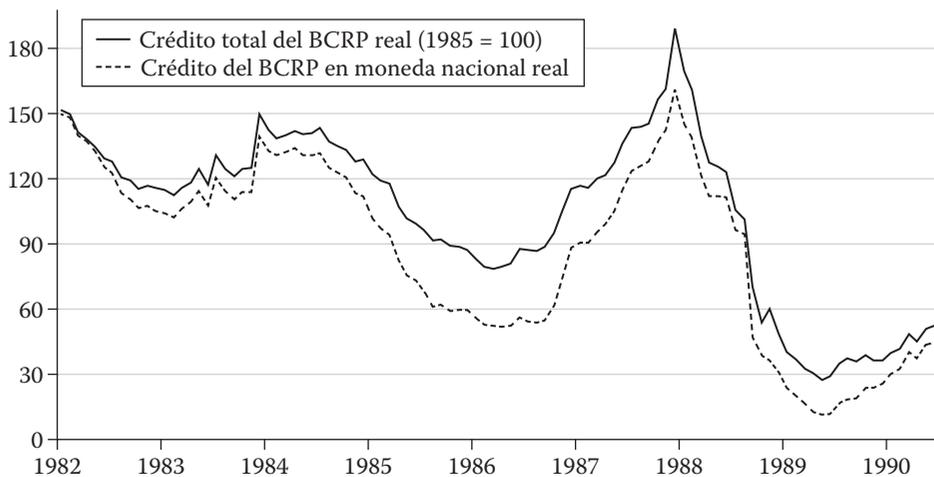
⁵ Como señala Boughton (2001), a pesar de que el Perú no tenía un problema de capacidad de pago, tan severo como otros países de América Latina, García adoptó una política de *default* beligerante, como una decisión exclusivamente política. No obstante, es interesante precisar que, en la práctica y sin la retórica anti-FMI que impulsaría García, el presidente Belaúnde ya había dejado de atender muchas de las obligaciones internacionales, por lo que llevó la ratio de servicio de deuda sobre exportaciones de casi 45,8% en 1981 a 17,4% en 1984 (ver Tabla 8.1). Señalar como un gran avance solo pagar el 10% como lo hizo García no era particularmente audaz, sin mencionar que en los hechos no llegó a rebajar dicho servicio más allá de 3 puntos porcentuales.

consistió en la fijación de varios precios básicos de la economía, incrementos salariales y reducciones tributarias. Un recuento detallado de las medidas del plan se encuentra en Carbonetto et al. (1987), Lago (1991) y Velarde y Rodríguez (1992a). Entre ellas destacan las siguientes: (i) luego de una devaluación inicial de 12%, el tipo de cambio quedó congelado por 12 meses; (ii) se recortaron las tasas de interés; (iii) se congelaron los precios de servicios públicos; (iv) se mantuvieron los precios de los bienes producidos privadamente; los salarios se aumentaron en 25% y se dieron incrementos sucesivos cada cuatro meses; y (vi) se bajó la tasa del impuesto general a las ventas de 11% a 6%.

EUFORIA INICIAL

Inicialmente, el plan fue acompañado por una oportuna moderación de la política monetaria. El crecimiento del crédito del BCRP pasó de tasas de 90% en julio de 1985 a tasas del orden del 60% durante los primeros meses de 1986 (ver Gráfico 8.2), lo que produjo una contracción del crédito real del BCRP de 9.8% entre julio de 1985 y julio de 1986 (ver Gráfico 8.4). La política fiscal también mostró prudencia relativa a otros años, reduciendo el déficit del año 1985 (ver Tabla 8.3).

Gráfico 8.4: Crédito del BCRP real, 1985 a 1990



Nota: Series deflactadas por el IPC y expresadas como índices tales que (1985 = 100) para el crédito total del BCRP, de enero de 1982 a julio de 1990.

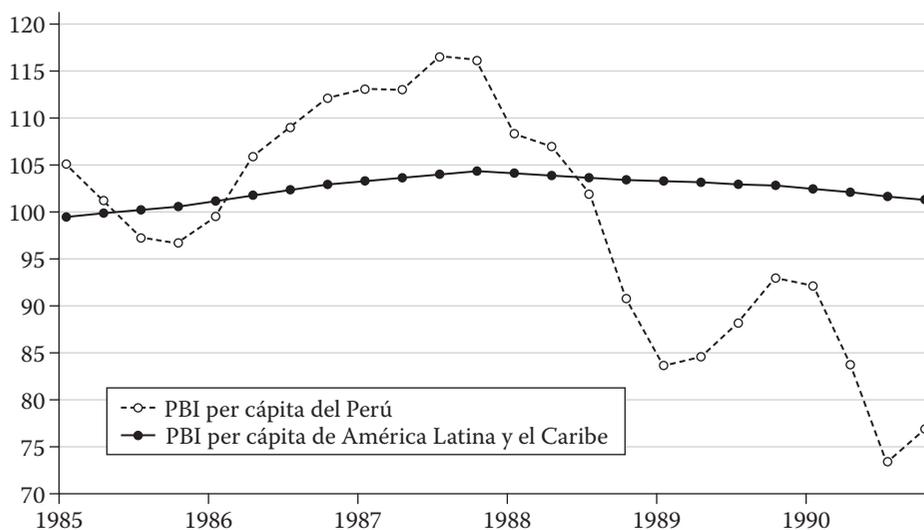
Fuente: Banco Central de Reserva del Perú (1996), Cuadros 40 y 43, y Estadísticas BCRP (serie PN01270PM). Elaboración propia.

Tal y como había ocurrido con los planes Austral y Cruzado, el programa económico heterodoxo del APRA brindó frutos en el corto plazo. La inflación, que parecía

imposible de someter, bajó de un ritmo mensual de 7,9% (150% anualizado) a alrededor de 4,0% (60% anualizado) durante el segundo trimestre de 1986. La disminución fue, de hecho, bastante rápida: la inflación mensual y anualizada fue de 10,8% (242%) en agosto de 1985, 3,0% (42%) en octubre y 2,8% (39%) en diciembre, su valor mínimo en cinco años (ver Gráfico 8.3).

Además, el fuerte estímulo llevó a la actividad económica de tener bajas tasas de crecimiento a un *boom* sin precedentes de dos años de duración: el alza del PBI real pasó de 2,0% en 1985 a 9,4% en 1986 y 9,7% en 1987. Como se muestra en el Gráfico 8.5, el PBI real per cápita desestacionalizado del último trimestre de 1987 fue 19,5% mayor que el nivel a inicios del Gobierno (tercer trimestre de 1985). Esta expansión conllevó importantes mejoras en el empleo e ingresos familiares. Un reporte de la época, del Banco Central de Reserva del Perú (1988), indica que entre julio de 1985 y julio de 1987, en Lima Metropolitana, se registró un incremento promedio de 1,63 a 1,87 ocupados por familia, y de 1,98 a 2,27 en el caso de la clase media; a su vez, el ingreso real de las familias de clases media y baja de Lima Metropolitana crecieron, respectivamente, 41,5% y 31,9%. Estas mejoras en un corto plazo promovieron una enorme sensación de bienestar en la población.

Gráfico 8.5: PBI real per cápita del Perú y de América Latina, 1985 a 1990



Nota: Para el Perú, el PBI real per cápita trimestral es desestacionalizado con el método X12. Para América Latina y el Caribe, el PBI real per cápita anual es trimestralizado con el método de Denton. Ambas series son expresadas como un índice (1985 = 100) y cubren el periodo de 1985.I a 1990.IV

Fuente: Estadísticas BCRP (series PN02516AQ y PM04861AA) y World Development Indicators (serie NY.GDP.PCAP.KD). Elaboración propia.

DESEQUILIBRIOS Y SOSTENIBILIDAD

Si bien el alto crecimiento fue un bálsamo después de años de continua crisis económica, también haría insostenible el programa económico. Ello fue así pues una parte esencial del programa consistía en enfrentar la seria limitación de divisas con una explosiva mezcla de tipo de cambio fijo desalineado para frenar la inflación, restricciones al pago del servicio de la deuda externa y un cada vez más engorroso esquema de tipos de cambio múltiples. No obstante, la administración aprista privilegió el crecimiento de corto plazo a la estabilidad macroeconómica, y en lugar de consolidar las conquistas iniciales sobre el proceso inflacionario, acompañándolas de medidas de ajuste fiscal y monetario, optó por ignorar las consecuencias de su propio plan.

Fueron varios aspectos del esquema que presionaron las cuentas fiscales, aunque el más inmediato de ellos fue los controles de precios. Los larguísimos congelamientos de las tarifas de los servicios públicos se convirtieron en pérdidas de las empresas estatales, que serían financiadas por el contribuyente. Más aún, Trillo y Vega (1989) muestran que los controles de precios “privados” se concentraban en bienes producidos, mayoritariamente, por el sector moderno formal de la economía; así, más allá de distorsionar la asignación de recursos e incentivar el incremento del contrabando, mermaron la base tributaria y redujeron significativamente la recaudación fiscal. Trillo y Vega (1989) estiman que la evasión del impuesto a la renta y el IGV ascendió a 4,4% del PBI en 1987, casi la mitad de los ingresos corrientes del Gobierno central de ese año (ver Tabla 8.3).

A su vez, el financiamiento monetario para sostener las finanzas públicas se hizo cada vez más necesario: los créditos del BCRP se incrementaron a tasas de 140% durante los primeros meses de 1987 y a más de 200% a partir de julio de 1987 (ver Gráfico 8.2). Ello representó un fortísimo estímulo monetario, con un incremento del crédito real del BCRP de 118,1% (4.7% mensual) entre julio de 1986 y diciembre de 1987 (ver Gráfico 8.4). Por supuesto, la desproporcionada expansión del crédito interno creó presiones inflacionarias que desbordaron los controles y congelamientos. Se pasó de un ritmo inflacionario mensual de 3,8% (57% anualizado) en marzo de 1986 a 7,4% (134%) en agosto de 1987, similar al del inicio del Gobierno, en julio de 1985. Para noviembre de 1987, el ritmo inflacionario cruzaría por primera vez el 200% anualizado (10,1% mensual), con un valor de 217%, y no regresaría a ese nivel en varios años (ver Gráfico 8.3).

La política cambiaria, concebida como otra herramienta para reducir la inflación, también traería enormes distorsiones y dificultades: después de la devaluación inicial de 12%, en agosto de 1985, se congeló el tipo de cambio oficial. La ganancia de paridad fue breve y rápidamente compensada por el fuerte aumento de las importaciones, natural reflejo del vigoroso aumento de la demanda agregada, por encima de la capacidad de respuesta del aparato productivo. Ello, sumado a la retórica de limitar el pago del servicio de la deuda a no más del 10% del valor de las exportaciones, hacía

claro que el equilibrio macroeconómico se resolvería con una moneda más depreciada. Lejos de permitir que el tipo de cambio refleje la creciente escasez de divisas, el programa prefirió privilegiar el rol antiinflacionario del tipo de cambio, con claro sesgo antiexportador. Como se discute en García (1988), la negativa a devaluar ocurría en un contexto donde muchos insumos utilizados por las empresas públicas eran importados, por lo que corregir el atraso cambiario incrementaría sus costos de producción. Ello, a su vez, obligaría al Gobierno a un impopular reajuste de las tarifas públicas o afrontar las pérdidas fiscales de mantenerlas.

De este modo, a pesar del rebrote inflacionario, el tipo de cambio se mantuvo fijo hasta fines de 1986. Sin embargo, a inicios de 1986, se comenzó a observar una importante apreciación real, lo que impulsó aún más la demanda por importaciones, y restó aún más competitividad a las exportaciones. El exceso de demanda por dólares, producto del desbalance comercial, debió ser cubierto con reservas internacionales del BCRP. Como se discute en González Izquierdo (1988), la balanza de pagos se convirtió en el mecanismo a través del cual el mercado monetario conseguiría su ajuste deseado. Ello ocurriría, finalmente y de modo traumático, en 1988, año en que las reservas internacionales netas fueron negativas (ver Tabla 8.1).

Antes del colapso, hubo un intento de ajustar el rígido esquema de tipo de cambio fijo por una versión más flexible, por lo que se adoptó un esquema de tipo de cambio administrado, empezando con minidevaluaciones preanunciadas entre enero y julio de 1987. Barreto (1989) describe el episodio y muestra que, dado el contexto inflacionario, las minidevaluaciones nunca fueron suficientes para mejorar el tipo de cambio real y corregir los desbalances externos.

Por su parte, se estableció un régimen cambiario con múltiples tasas, como un esotérico mecanismo para tratar de frenar el drenaje de reservas internacionales: mediante este esquema, se apuntaba a dos objetivos, mutuamente contradictorios. Por un lado, se quería favorecer la acumulación de reservas, impulsando las exportaciones que pudieran traer dólares, ofreciéndoles un tipo de cambio mucho más alto que el oficial, mientras se penalizaban las importaciones consideradas no esenciales, forzándolas a utilizar un tipo de cambio muy superior al oficial. Pero, por otro lado, se buscaba frenar la inflación permitiendo comprar divisas a un tipo de cambio oficial, muy distante del mercado paralelo. El diferencial de mantener tipos de cambios de compra por encima de los de venta era cubierto por el BCRP con emisión primaria, constituyéndose así otro factor inflacionario.⁶

⁶ Las pérdidas cambiarias que enfrentaba el BCRP al financiar estas operaciones, y otras como créditos irrecuperables, dieron paso a cuantiosos déficits cuasifiscales, que superaban el 1% del PBI anual. Según Choy y Dancuart (1990), dado que el origen del déficit cuasi fiscal era, a la larga, fiscal, era necesario y urgente incorporar estos resultados en el cómputo del déficit fiscal tradicional para conseguir un panorama más realista de la situación fiscal del país. Véase, además, Cáceres (1990).

Los tipos de cambio múltiples se diferenciaban por tipo de producto de exportación y de importación y, a veces, por empresa. A su vez, se aplicaban sobre una estructura arancelaria compleja y sobre restricciones cuantitativas, como las licencias y las prohibiciones a importar (ver Tabla 8.4). Por más que se multiplicaron los permisos previos de importación como una barrera adicional a los altos aranceles, el incentivo para conseguir los dólares del mercado oficial llevó a escandalosos actos de corrupción, donde se favoreció a empresarios cercanos al régimen.

Tabla 8.4: Restricciones paraarancelarias, 1980 a 1990

	Partidas con importación libre	Partidas con importación restringida u observada	Partidas con importación prohibida	Partidas con importación temporalmente prohibida	Universo arancelario
1980	4 990	107	7	-	5 104
1984	4 996	126	7	172	5 301
1985	3 259	1 553	525	-	5 337
1986	3 224	1 574	541	-	5 339
1987	-	4 715	539	-	5 254
1988	-	4 724	539	-	5 263
1989	4 192	535	539	-	5 266
1990	5 269	-	-	-	5 269

Fuente: Memorias del BCRP.

En Banco Central de Reserva del Perú (1989) se muestra que este desorden cambiario fue claramente incapaz de detener el problema inflacionario o de corregir la pérdida de reservas internacionales. La aplicación de tipos de cambios múltiples, sumada a otros instrumentos de política comercial, como cambios en los aranceles, elevó la dispersión en los recargos a las importaciones, generando señales confusas respecto a las rentabilidades de los sectores con ventajas comparativas. Armas y Palacios (1989) concluyen, de modo similar, que el esquema solo trajo grandes distorsiones en los precios relativos de los bienes transables, afectando negativamente la asignación de recursos en la economía.

Una vez más, el programa económico de la administración aprista tenía en sus propios fundamentos las semillas de su propia autodestrucción. Ese financiamiento monetario desbocado terminó expresándose en alta inflación, en mayor desalineamiento cambiario y en crecientes necesidades de controles cambiarios y políticas arancelarias y paraarancelarias, que básicamente buscaban reducir la demanda por dólares. La inflación no dejó de acelerarse desde agosto 1986 hasta junio de 1989: la inflación anual regresó a tres dígitos en noviembre de 1987 y superaría los cuatro dígitos al año siguiente.

EL AÑO DE LAS RECETAS FALLIDAS: 1987

Hacia julio de 1987, era bastante evidente que la economía se encontraba en una senda insostenible: además del incremento en la inflación y los desequilibrios externos, el crecimiento económico estaba próximo a agotarse. Si bien por efectos inerciales, el PBI per cápita desestacionalizado crecería a una tasa alta de 3,7% (15,5% anualizado), durante el tercer trimestre, pero en el cuarto trimestre el crecimiento sería casi nulo: 0,2% (0,9% anualizado). No obstante, 1987 fue un año de malas decisiones.

Con la salida del ministro Luis Alva Castro, en julio de 1987, llegó Gustavo Saberbein, quien pertenecía al grupo de asesores del Plan de Emergencia original. Por ello, durante su gestión no hubo cambios fundamentales de enfoque de política económica, sino medidas accesorias y cosméticas a pesar de las exigencias del contexto. De hecho, el ministro sería recordado no solo por su locuacidad, sino por su negacionismo. El agotamiento de las reservas internacionales fue ocultado buscando hablar de reservas internacionales brutas, en lugar de netas, aduciendo que había obligaciones que no se estaban pagando. De manera inexplicable, la distinción entre bruto y neto fue también trasladada a la inflación, volviendo a la inflación neta, usualmente menor que la bruta, la medida preferida de comunicación del Gobierno. No fue bueno para la credibilidad el régimen que se percibiera que los problemas no se enfrentaban abiertamente, sino que se intentaba ignorarlos u ocultarlos.

También en julio de 1987, se decidió restituir el Mercado Único de Cambios (MUC). Para tales efectos, atestiguamos un episodio de evidente interferencia del Gobierno a la autonomía del BCRP, ya que mediante el Decreto Supremo 159-87-EF se dispuso que la política cambiaria sea fijada por el Ministerio de Economía y Finanzas (véase Guevara, 1999). Esta acción mandó un inequívoco mensaje de dominancia fiscal, a pesar de los intentos de las autoridades monetarias por transmitir un mensaje opuesto de manejo técnico autónomo.

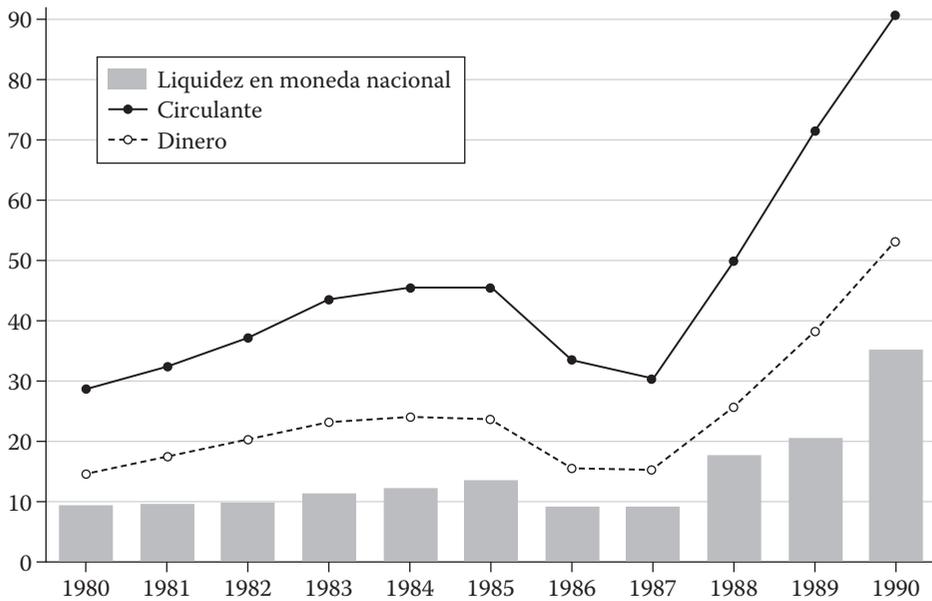
Finalmente, ocurrió un giro clave en la administración aprista. Si bien hasta entonces la retórica había sido de mucha confrontación con el FMI y la banca internacional, existía una suerte de entendimiento y coordinación con el sector empresarial nacional. Sin embargo, en el discurso anual de julio, frente al Congreso, el presidente García anunció la estatización de la banca, lo que marcaría un hito en su administración. La noticia provocó un sostenido rechazo de la oposición y, crecientemente, de la mayoría de la población; además, la postura destruyó la confianza empresarial y ahondó la crisis económica en el Perú. Se detuvieron una serie de decisiones de inversión ante la amenaza de que el régimen optara por sanciones similares a sectores que no fueran afines.⁷

⁷ Como sostienen varios autores, por ejemplo, Lago (1991), es incorrecto señalar que la hiperinflación fue provocada por la decisión de intentar estatizar la banca. Sin duda, la decisión destruyó la confianza empresarial, pero podría haber ocurrido sin alterar fundamentalmente el descalabro monetario y fiscal que, a la larga, terminó en hiperinflación.

A todo lo anterior, se sumó la insostenible política de financiamiento a la banca de fomento con préstamos con tasas de interés reales negativas que, en muchos casos, nunca fueron repagados y que costaron casi 2% del PBI en 1987: dichos empréstitos fueron financiados con emisión monetaria desde el BCRP. Para empeorar más las cosas, la recaudación de impuestos enfrentaba el efecto Tanzi, es decir, perdían rápidamente valor ante la aceleración de la inflación y la falta de indexación de la base imponible. Para el año 1987, el déficit fiscal se había triplicado, como porcentaje del PBI, al resultado de 1985, y la fuente de financiamiento principal era la monetización de dicho déficit fiscal (véase Banco Mundial, 1989).

Como se detalla en González Izquierdo (1988), mientras el Gobierno seguía inyectando dinero a la economía para financiar sus operaciones, la demanda por dinero se reducía, y esta acelerada huida del dinero solo podía reflejarse en un alza, cada vez más acelerada de los precios, y en el aumento sin freno en la velocidad de circulación del dinero (véase el Gráfico 8.6).

Gráfico 8.6: Velocidad de circulación del dinero, 1980 a 1990



Nota: La velocidad de circulación es la inversa del coeficiente de monetización (agregado monetario como porcentaje del PBI nominal).

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú (1996), cuadros 2 y 3. Elaboración propia.

Emerge, entonces, un círculo inflacionario:

A pesar de que el déficit fiscal es menor como porcentaje del PBI, su financiamiento a través de la emisión primaria tiene consecuencias negativas más acentuadas [...]. Ahora, financiar a través de créditos del BCRP un déficit de solo 3% significaría prácticamente duplicar la liquidez nominal de la economía, lo que, en las circunstancias actuales, en las que nadie quiere mantener intis, equivale a echar gasolina al incendio (Choy, 1989, p. 23).

No obstante, la respuesta del Gobierno a los profundos desafíos del momento fue ahondar los mecanismos de intervención estatal en la economía: se optó por una política de crecimiento selectivo, donde se escogieron sectores que debían ser apoyados, otros a los que se les iba a dejar tener acceso a un tipo de cambio más barato para sus importaciones que el resto y sectores a los que se les iba a seguir dando créditos subsidiados. Se reforzó, además, la pretensión de controlar todo el mecanismo de asignación de recursos, que implica el sistema de precios de una economía, algo imposible de hacer sin cometer errores y provocando enormes incentivos para buscar ser favorecido. La ilusión de tener la capacidad de controlar los mercados acabaría cuando las reservas internacionales se agotaron, hacia fines de 1987.

ERRORES E INCOHERENCIAS DEL PLAN

Las incoherencias en el diseño del plan llevaron inevitablemente a la pérdida de credibilidad sobre su efectividad, lo que a su vez es el origen de su fracaso. Así, paradójicamente, el programa heterodoxo terminó atenazado por los mismos problemas que quiso combatir (inflación, recesión y desequilibrio externo).

Calvo y Végh (1994, 1999), en referencia a otros planes antiinflacionarios latinoamericanos, enfatizan que toda medida basada en el control del tipo de cambio y otros precios básicos de la economía requiere ser creíble y, para ello, se precisa, como mínimo, consistencia macroeconómica. En el contexto de un tipo de cambio fijo, que intenta ser un ancla para las expectativas inflacionarias, la falta de credibilidad se hace palpable cuando los agentes económicos esperan una devaluación; es decir, el anuncio hecho por el Gobierno de un tipo de cambio fijo, como una medida permanente, es percibido como temporal. Ello gatilla la recomposición de activos financieros hacia activos denominados en dólares, huyendo, en la medida de lo posible, de activos financieros en moneda nacional. La sobredemanda por activos en dólares se refleja en una depreciación acelerada en el mercado paralelo, que a su vez fuerza a los agentes económicos a modificar los precios, siguiendo el comportamiento del tipo de cambio paralelo y no del tipo de cambio oficial. Lo que debería servir como un ancla nominal estabilizadora de expectativas inflacionarias futuras termina siendo un anuncio sin impacto.

Textos como Schuldt (1988b), Kiguel y Liviatan (1992) o Pastor y Wise (1992), entre otros, son muy claros en enfatizar que el aparato heterodoxo tiene vigencia en el corto plazo, siendo difícil evaluar sus bondades en el mediano y largo plazo:

Desgraciadamente, la política heterodoxa no puede durar para siempre en este modelo, dada la estrecha conexión inversa postulada entre el nivel de empleo y equilibrio externo. Tarde o temprano, la expansión del nivel de empleo agota las reservas de divisas vía el déficit comercial que provoca. Y así es como la política heterodoxa muere de muerte económica (Dancourt, 1988, p. 33).

No obstante, cuando no son estáticos, los análisis (matemáticos y narrativos) suelen ser imprecisos en la dimensión temporal de las relaciones macroeconómicas, dificultando así la separación de corto y largo plazo o haciendo muy imprecisa la determinación de “tarde o temprano”.

Esta laxitud en el tratamiento del tiempo explicaría, en nuestra opinión, el uso de algunos supuestos que hoy por hoy se considerarían, por decir lo menos, controversiales. Un primer ejemplo es la idea de que los precios finales de la economía sean tratados como la sumatoria de sus costos. Salazar (1988) indica que este resultado contable es estático y que, a pesar de que obviamente se refleja en algunas correlaciones, no implica una causalidad válida para el análisis económico. Un segundo ejemplo es la observación de que el déficit fiscal no guarda relación con la inflación. Paliza (1989) muestra que este vínculo está presente en todo momento, durante el periodo de 1970 a 1988, y que es posible concluir que una política fiscal expansiva siempre conlleva una política monetaria acomodaticia e inflacionaria. El quid del asunto es que estos efectos se manifiestan con rezagos y con dinámicas que no son homogéneas a lo largo del tiempo. (Véase, además, Sargent et al., 2009).

Por otro lado, el planteamiento heterodoxo inherentemente intervencionista otorgaba un rol central al burócrata encargado de implementar las medidas de política. Puede decirse que la heterodoxia fracasa “[...] porque la organización institucional del Estado y la burocracia no tienen capacidad administrativa, técnica ni moral para llevar a cabo políticas económicas que requieren eficiencia y honradez en la ejecución y control de las acciones” (González de Olarte, 1989, p. 51). Ciertamente, los controles, cuotas, prohibiciones y, en general, asignaciones dirigidas desde el Gobierno constituyen oportunidades de corrupción. No sorprende, luego, que un intervencionismo desmedido se asocie con una corrupción de tal magnitud, que anule cualquier potencial efecto positivo de las acciones de política económica.

No obstante, incluso en un idílico mundo sin corrupción, las políticas heterodoxas implicaban tareas vinculadas con el cálculo económico imposibles de ejecutar

para el burócrata. Un ejemplo bien documentado se refiere al comportamiento de los precios relativos en el contexto de controles de precios. Se trata de intervenciones, tremendamente distorsionadoras, y cuyos desequilibrios se acumulan, salvo en el improbable caso que la fijación de precios induzca a una asignación con precios relativos de equilibrio. Ello ocurriría solo por casualidad: los precios de equilibrio son imposibles de calcular en tiempo real, por lo que los funcionarios no lo observarían, al margen de sus capacidades técnicas y competencias, y, en buena medida, tendrían que “adivinarlos”. Surgen, así, inevitables “atrasos” ampliamente documentados. Por ejemplo, García (1988) muestra que, respecto a julio de 1985, en octubre de 1988 se habían acumulado atrasos de hasta más de 80%, que requerían incrementos de entre 20% y 720% (promedio ponderado de 200%) en los rubros de consumo básicos como arroz, aceite, pollo, kerosene, gas, electricidad y pasajes urbanos. Mendoza (1989) reporta una importante reducción en otros precios relativos agrícolas en el mismo periodo, mientras que Loyola (1989) estudia las tendencias persistentemente decrecientes en los precios relativos de productos importados y de los bienes controlados.

A su vez, mientras se sobrestimaban las capacidades del Gobierno, se subestimaban las del resto de agentes económicos, en particular en cuanto a la formación de sus expectativas, que eran reconocidas como un factor importante del proceso inflacionario, pero el tratamiento sobre qué hacer con ellas era tangencial. En el planteamiento más estándar, las expectativas derivaban de un proceso de extrapolación mecánico y miope, sin incorporar cuestiones tan básicas como si las políticas en marcha eran anunciadas o sorpresivas. Campos (1988) ilustra cómo en el contexto de control de precios, tan pronto se informaba el reajuste de precios regulados, los precios “libres” se realineaban, manteniendo una estructura de precios relativos esperada. Con el propósito de no generar una recesión, la política monetaria se acomodaría y validaría el realineamiento, por lo que, lejos de abatir la inflación, el anuncio de ajustes de precios controlados terminaría alimentándola. Como sugiere Campos (1989), este efecto prospectivo (*forward-looking*), más relevante conforme la inflación se acelera, constituye una forma de inercia sobre la que el ajuste heterodoxo no opera.

Lamentablemente, no se cuentan con datos históricos de expectativas de inflación, aunque puede utilizarse la velocidad de circulación del dinero como *proxy*. Ambas variables se encuentran íntimamente vinculadas en un contexto inflacionario: toda vez que los agentes esperen una aceleración en la tasa de inflación, reducirán sus saldos monetarios reales al “deshacerse” del exceso de dinero, cuyo valor cae con rapidez, lo cual llevará a un incremento en la velocidad de circulación. Véase Morón (1989b) y Choy (1989, 1990). El Gráfico 8.6 muestra cómo el año 1987 es un punto de giro hacia un fuerte incremento en la velocidad de circulación del dinero.

4. Otros intentos de estabilización

El discurso presidencial de 28 de julio de 1988 ante el Congreso de la República sorprende por su lúcida y completa comprensión de los errores cometidos:⁸

Nosotros promovimos y mantuvimos un primer esfuerzo productivo hasta mediados de 1987. Fueron dos años excepcionales de crecimiento económico [...] y, si ustedes recuerdan que la exportación al extranjero bajó, ello quiere decir entonces que el consumo interno creció aceleradamente. Ese era el modelo escogido, aumentar el consumo interno y de esa manera impulsar la producción. Pero el consumo interno necesita dólares porque cada producto tiene una parte importada. El Gobierno dejó de pagar la deuda externa y con esos dólares pagó el crecimiento productivo. Miles de industrias casi quebradas se pusieron a trabajar, se convirtió toda la deuda de dólares a intis; se bajaron los intereses, la gasolina no subió, aumentaron los salarios, creció el empleo (García Pérez, 1988, p. 6).

Decepciona, sin embargo, por la falta total de intención de corregir esos errores: “Ahora ya nadie, por razones que comprendo, pero no comparto, quiere acordarse de esos dos años” (García Pérez, 1988, p. 6). A pesar de la negativa, las autoridades económicas no pudieron evitar que en 1988 se tuviera que hacer un ajuste forzado por la realidad, cuando el modelo adoptado se agotó por completo.

EL “SALINAZO”

La amenaza cada vez más creíble de que la alta inflación peruana deviniera en hiperinflación motivó un cambio de visión: “En tal sentido es positivo para las ciencias económicas en el país que algunas de las explicaciones, no solo extravagantes sino sobre todo conceptualmente pobres del fenómeno inflacionario que antes se ofrecían al país, se sostengan cada vez con menos convicción [...] Lo sorprendente no es la creciente convergencia de opiniones acerca de la fundamental importancia del dinero en los procesos inflacionarios sino el que se haya tardado tanto” (Velarde, 1988, p. 35).

Respecto a medidas antinflacionarias:

La resistencia a enfrentar firmemente el déficit hasta ahora, las acciones aisladas y de poco sentido económico [...] hacen dudar de la posibilidad de evitar una aceleración inflacionaria aún mayor. Para que los agentes

⁸ Consúltese el texto completo en <https://www.congreso.gob.pe/participacion/museo/congreso/mensajes/mensaje-nacion-congreso-28-07-1988>

económicos tengan credibilidad en el programa que se implemente, el cambio de rumbo de la política debe ser claro. No son modificaciones a la política que se han venido siguiendo lo que inducirá a un cambio en las expectativas de inflación, sino el cambio radical del esquema hasta ahora seguido (Velarde, 1988, p. 37).

Un primer intento de corregir el rumbo ocurre con un paquete de medidas económicas con algunos elementos ortodoxos, anunciado por el entonces ministro de Economía, Abel Salinas, en setiembre de 1988, y que es recordado como el “Salinazo”. En dicho plan, llamado paquetazo, se removerían los controles a muchos de los precios que habían quedado excesivamente rezagados y que contribuían a tener una permanente brecha fiscal. En ese sentido, se limitaron a solo 62 productos básicos los que entrarían en la lista de precios administrados, y los ajustes que se dieron fueron realmente sin precedentes. Por ejemplo, el precio de la gasolina se multiplicó por cuatro y se devaluó drásticamente: el tipo de cambio oficial pasó de 33 intis a 250 intis por dólar. La abrupta corrección de precios provocó una inflación en el mes de setiembre de 114%, un pico que se aprecia con claridad en el Gráfico 8.3.

Como bien reseña Lago (1991), el programa también inicia un episodio peculiar en la administración, cuando el BCRP mantuvo una postura firme a favor del ajuste monetario. En efecto, se moderó el ritmo de creación de dinero (ver gráficos 8.2 y 8.4), en especial el crédito del BCRP al sector público (ver Gráfico 8.1). En Coronado (1988), una reveladora entrevista a Pedro Coronado, presidente del BCRP desde 1987, se describen las líneas de acción por seguir para frenar el ritmo de emisión y corregir el atraso cambiario. Coronado es muy claro en enfatizar la urgencia de acortar el déficit fiscal, pues sin ese esfuerzo el BCRP no podría desempeñar una labor efectiva, así emplease todos sus instrumentos a fondo. Lamentablemente no hubo suficiente voluntad política para ello y este breve periodo, con visos de independencia del BCRP en los hechos, terminaría con la renuncia de Coronado, en julio de 1989, tras presiones de financiamiento del Gobierno de cara a las elecciones municipales de 1989.

Inicialmente, la ausencia de financiamiento monetario obligó a un ajuste presupuestal: consecuencia de la recesión provocada, las cuentas externas mejoraron y las reservas internacionales subieron. No obstante, los precios relativos de productos públicamente administrados eran imposibles de mantener con tasas de inflación mensuales que ya superaban el 40%. Así, se volvía a generar automáticamente una presión inflacionaria y un mayor déficit fiscal por la pérdida de las empresas estatales y por los déficits cuasifiscales del BCRP. Esta insistencia en mantener medidas abiertamente distorsionadoras, lamentablemente, hizo que se perdiera con cierta rapidez lo avanzado tras el sacrificio del durísimo ajuste del “Salinazo”.

Asimismo, los anuncios de corrección de los diferentes precios de productos administrados tuvieron una dosis de políticas no creíbles, pero sobre todo muy mal diseñadas. Como indica Flores (1989), era obvio que el paquete sería inflacionario, por lo que el anuncio de realineamiento de precios vino acompañado con la precisión de que dichos precios se congelarían por 120 días, después de dejar una ventana, de 10 días, para que los precios se actualizaran con cierta libertad. A pesar del cada vez más evidente origen monetario de la inflación, las autoridades concebían al fenómeno inflacionario como si fuese eminentemente un problema de coordinación y desajuste en los precios relativos, por lo que, si estos se fijaban en niveles razonables, la presión por remarcar precios terminaría. De hecho, esperaban que con estos anuncios y medidas la inflación converja a 2% mensual para fines de año. Todo ello sin realmente atender las causas más fundamentales: el financiamiento monetario al déficit fiscal y el agotamiento de las reservas internacionales.

Quizá de modo poco sorprendente, los anuncios resultaron ser desastrosos. Los productores no desaprovecharon la oportunidad de ajustar sus precios y “sobreprotegerse”, incrementándolos considerablemente y con rapidez, ante la expectativa de un próximo periodo de prolongado congelamiento en un contexto fuertemente inflacionario. Como destaca Velarde (1989), el inadecuado diseño de la política inflacionaria conllevó un excesivo realineamiento de precios privados, que profundizó el desalineamiento de precios públicos, forzando la necesidad de un nuevo ajuste. Ello castigó duramente a los salarios reales ante la falta de mecanismos de indexación que compensaran la subida de precios, lo que ahondó la caída de la demanda agregada en los siguientes meses, poniendo a la economía peruana en un escenario de hiperinflación con fuerte recesión.

Lejos de estabilizar la economía, el “Salinazo” contribuyó con el agravamiento de la inflación y recesión: el ministro Salinas repitió la receta a mediados de noviembre, incrementando el tipo de cambio en 100% y ajustando, otra vez, los precios controlados en más del 100%. Este segundo paquetazo impuso aún mayores ajustes recesivos y, a los pocos días, el ministro fue sustituido por Carlos Rivas Dávila, quien abandonaría la ruta de los ajustes ortodoxos.

INSISTIENDO EN LA HETERODOXIA

El programa económico, sin embargo, seguía careciendo de un ancla nominal que guiara las expectativas inflacionarias. El sector privado, por su lado, no tenía cómo guiar sus decisiones de poner precios en esta suma de anuncios, que nunca se terminaban de cumplir. La credibilidad de las autoridades de política económica estaba seriamente disminuida, y los cambios de ministros no generaban mayor capital reputacional. A pesar de eso, las nuevas autoridades económicas optaron por volver a un esquema de reajustes progresivos, como si se tratase de disminuir la velocidad de la

inflación simplemente diciendo que esta debía ser menor. Se intentó un acuerdo con los empresarios a través de lo que se denominó el Pacto Económico de Solidaridad Nacional, pero este plan de concertación tampoco fue capaz de apaciguar el ritmo de la inflación de manera sostenida.

El plan se abandonó a los meses de iniciado y su final trajo al mando, en mayo de 1989, al último de los ministros de Economía del régimen, César Vásquez Bazán, quien fue parte del equipo que escribió el plan de gobierno 1985-1990. A modo declaratorio, en Vásquez Bazán (1989) se ofrece un diagnóstico del desolador año 1998 (marcado, entre otras cosas, por una reducción de 23.1% en el ingreso real de los trabajadores) y de la tirante situación del momento, y se reconoce la necesidad de sanear las finanzas públicas. Luego, describe un ambicioso plan de corrección de desbalances: instaurar una política racional de precios y tarifas de empresas públicas, estimular exportaciones sin alterar significativamente el control de importaciones, mantener el tipo de cambio fijo y modernizar el control de precios, creando una agencia de supervisión para este fin. Es decir, un libreto quizá en la forma distinto, pero en el fondo similar al de julio de 1985. Como diría el sabio Albert Einstein: “si buscas resultados distintos, no hagas siempre lo mismo”. Los resultados, pues, fueron los mismos.

LA HIPERINFLACIÓN PERUANA

Julio Velarde y Martha Rodríguez señalan en su publicación que:

[...] si bien se puede discutir si el inicio del proceso hiperinflacionario fue a comienzos de 1988 o solo a partir de setiembre de dicho año, no existe duda de que las causas se encuentran en la concepción y aplicación del programa original puesto en marcha en julio de 1985 y los intentos cada vez menos exitosos de prolongarlo” (Velarde y Rodríguez, 1992a, p. 41).

En efecto, regresando al Gráfico 8.3, se verifica que el ritmo inflacionario transita de manera continua y siempre creciente, durante casi tres años, desde un valor anualizado de 57% en marzo de 1986 a un pico de 6 554% en enero de 1989, con una importante aceleración en 1988 (de 271% en enero a 1 541% en mayo y a 4 671% en octubre).

Por otro lado, es interesante notar lo que ocurre después del pico de enero de 1989: el ritmo inflacionario empieza a ceder y llega a un mínimo local de 1 949% anualizado en noviembre de 1989. Luego recrudece para terminar en 5 086% en julio de 1990, un nivel similar al de noviembre de 1988 previo al mencionado pico. Así, aunque no hubo controversia sobre el origen del episodio, esta forma de “N” entre julio de 1988 y julio de 1990 suscitó mucha discusión sobre la naturaleza de la hiperinflación

peruana. Lejos de ser una discusión semántica, son las consideraciones puestas a colación en este debate las que permitieron diseñar estrategias para enfrentar la inflación y, a la larga, conquistarla. Este tema, que escapa al alcance de este capítulo, es cuidadosamente detallado en Velarde y Rodríguez (1992b) y Rodríguez et al. (2000). Véase Marcet y Nicolini (2003) para un tratamiento teórico.

La inflación pasó de 117% en 1987 a 1 722% en 1988, 2 775% en 1989 y 7 650% en 1990 que corresponden a tasas promedio mensuales (diarias) de 27% (0,81%), 32% (0,94%) y 44% (1,22%), respectivamente. Durante los 24 meses de julio de 1988 a julio de 1990, la inflación acumulada fue de 117 382%, que corresponde a una tasa promedio mensual de 37% o una tasa diaria de 1%. A pesar de lo escandalosas que resultan estas cifras, la discusión relevante es sobre su evolución, un ámbito donde la experiencia peruana es, hasta estos días, polémica.

Conviene dar un poco de contexto sobre este debate. Pazos (1972) acuñó el término “inflación crónica” para referirse a las tasas de inflación que típicamente se podían encontrar en América Latina: de moderadas a altas y sumamente inerciales. Por ejemplo, un promedio mensual de 10% por varios años. Sobre este tema véase también Hnyiliczka (2001), Fischer et al. (2002) y Végh (2022). Este comportamiento contrasta con el de las hiperinflaciones clásicas, que se derivan del famoso análisis de Cagan (1956), que es complementado en Sargent (1982) y, más recientemente, en Sargent et al. (2009): un proceso explosivo y rápido. Por ejemplo, una inflación promedio mensual de 50% por pocos meses.

Las recomendaciones de política para estabilizar que se derivan de estos tipos de procesos son diferentes. Con una inflación crónica a la Pazos, el comportamiento de los precios responde a varios mecanismos de indexación que explican la inercia inflacionaria: dichos esquemas, además, introducen un elemento de coordinación que hace que, en principio, anclar los precios a un referente permita eliminar la inflación en cuestión de días. Ello explicaría el éxito inicial de programas heterodoxos basados en el control de precios. En cambio, con una hiperinflación a la Cagan, los precios se tornan completamente flexibles y siguen una senda explosiva que automáticamente “los coordina”. Así, una estrategia para estabilizar es primero “hiperinflar”, generando una rápida pérdida del poder de compra de la moneda nacional que, en la práctica, indexa todos los precios al dólar, que sirve como ancla nominal. En esas circunstancias, fijar el tipo de cambio elimina la inflación inmediatamente.

La hiperinflación peruana, 37% promedio mensual durante 24 meses, es una extraña mezcla entre la severidad del proceso a la Cagan y la persistencia del proceso a la Pazos. Las diferencias con las hiperinflaciones clásicas estudiadas en Sargent (1982), y otras más recientes, son bastante evidentes en Giusti y Chauca (1989). Por otro lado, en un influyente análisis a inicios de 1988, Schuldt (1989) reflexiona sobre cómo durante 1988 la inflación había dado ciertas señales, no siempre evidentes, de

pasar de comportarse a la Pazos a hacerlo a la Cagan. Esperando la rápida resolución de las hiperinflaciones clásicas, Schuldt se anima a predecir una inflación de 600% para 1989. Esta resultó ser cercana a 3,000%, lo que pone en manifiesto lo difícil que resultaba anticipar que la inflación permanecería tan alta por tanto tiempo.

Como se discute en Cayo (1989), más allá del registro de incremento de un índice de precios, es más útil pensar en la hiperinflación como el proceso de pérdida acelerada de las tres cualidades fundamentales del dinero: depósito de valor, unidad de cuenta y medio de cambio. Como muestran Quispe (2000) y Armas (2016), ello se verifica en el caso peruano. Una idea similar, que se discute en Engsted (1993), Nielsen (2008) y Mladenović y Petrović (2010), es que la hiperinflación induce a una fuerte caída en la cantidad real de dinero (la pérdida del poder adquisitivo del dinero es tal que supera la agilidad con la que este puede ser impreso), hecho que, como se muestra en el Gráfico 8.4, inequívocamente se registra en la experiencia peruana.

No obstante, aún hay espacio para la controversia, por lo menos a nivel académico. Usando criterios alternativos, pero igualmente aceptados para definir hiperinflación (por ejemplo, la correlación entre inflación y devaluación para medir “coordinación” entre precios), Roca y Simabuko (1993) muestran que el episodio no podría ser catalogado como hiperinflacionario. Queda pendiente estudiar por qué el caso peruano no corresponde a una descripción de libro de texto. Una posibilidad es lo descrito por Velarde y Rodríguez (1992a) sobre la miope insistencia por parte del Gobierno de prolongar ajustes o de procurar una solución, sin duda políticamente costosa, a la inflación. Otra posibilidad, que se deriva de Schuldt (1989), se relaciona con que, a pesar de que en la tradición heterodoxa la indexación de salarios es el mecanismo de inercia inflacionaria, por excelencia, en el Perú de los ochenta esta fue prácticamente inexistente. Ello no solo explicaría ciertas anomalías en la chúcarica dinámica inflacionaria, sino que conllevó a un episodio hiperinflacionario particularmente traumático en términos sociales.

5. Las consecuencias de la hiperinflación

La mezcla de inflación muy alta durante mucho tiempo tuvo consecuencias devastadoras para el correcto funcionamiento de la economía, tanto a nivel macroeconómico como microeconómico. En esta sección revisaremos esos impactos, que en algunos casos fueron de naturaleza temporal, pero en otros fueron permanentes.

COLAPSO MACROECONÓMICO

Un primer tema que no se puede obviar es la rápida y profunda dolarización de la economía peruana como consecuencia de la hiperinflación. Este proceso es

cuidadosamente descrito en Quispe (2000) y Armas (2016). Al destruirse el valor de la moneda nacional, esta perdió sus roles dinerarios: activo de reserva, unidad de cuenta e inclusive, en buena parte, como medio de pago. Ello impulsa la dolarización de activos y pasivos financieros pues, en un contexto de profunda desintermediación financiera, es hasta deseable permitir que empresas y personas ahorren y tomen deuda en moneda extranjera. Inclusive con agentes económicos que no tienen la capacidad de generar activos en moneda extranjera, originando desbalances cambiarios que podían tener consecuencias sistémicas sobre el conjunto del sistema financiero.

De este modo, la economía se puede volver más vulnerable a choques cambiarios e interrupciones en el acceso al financiamiento externo. Ello torna mucho más compleja la administración de la política monetaria a la vez que, en general, le resta efectividad para el control del gasto agregado de la economía.

Otro de los impactos macroeconómicos de la hiperinflación es, como destacan Fischer et al. (2002), la total desaparición de los mercados de largo plazo de la economía. Se volvió imposible dar crédito a plazos extensos en moneda nacional, pues el valor del capital prestado se desvanecía rápidamente con el tiempo. Lo que, sumado a la represión financiera en la forma de controles de tasas de interés, que impedían que el verdadero costo de la liquidez se refleje en las tasas de mercado, llevó a la quiebra del sistema de entidades especializadas en préstamos para viviendas, como las mutuales de ahorro y crédito. En simple, el financiamiento hipotecario desapareció.

Igual suerte corrieron los demás mecanismos de ahorro de largo plazo: los depósitos a plazo fijo, los seguros de vida y las pensiones de jubilación quedaron pulverizadas, destruyendo el ahorro de varias generaciones, que solo encontraron en los dólares la única manera de proteger el poder de compra del dinero en el tiempo. Una de las consecuencias de esto fue la aparición de la banca paralela informal, nefasta manera de intermediación sin garantías ni supervisión.

Otro daño macroeconómico se asocia con la reducción de la capacidad de inversión en proyectos de largo plazo. La mezcla del impacto de un aislamiento financiero internacional, por el incumplimiento en el pago de nuestras obligaciones con todos los acreedores internacionales —y la significativa reducción del tamaño del sector financiero—, hizo que cualquier inversión en activos reales se convirtiera en una tarea titánica. Así, cualquier proyecto de inversión de largo plazo era desechado por la total incertidumbre que reinaba. En cada empresa, el gerente financiero pasó a ser el funcionario más importante, ya que una deficiente gestión de la liquidez podía llevar a la empresa a la bancarrota. Las decisiones más importantes de las empresas pasaron de producir y expandir sus operaciones con nuevos proyectos a proteger el valor de sus activos líquidos.

El daño a la productividad fue considerable. Vera Tudela (2013) muestra que la caída de la contribución de la productividad total de factores al crecimiento económico

de 3,5%, en la década de 1980, destruyó lo avanzado en las dos décadas anteriores. Además, reporta que, durante la década de 1990, esta contribución sería modesta, de 0,8%, y es recién en el nuevo milenio, una década después del colapso, que se registraría una contribución significativa de 2,6%.

Finalmente, el impacto de la disminución de la capacidad de gasto fiscal hizo que los activos públicos, como la infraestructura de carreteras, se depreciaran por falta de mantenimiento. Las carencias fiscales provocaron que servicios públicos, como educación y salud, dejaran de cumplir su rol de fortalecer el capital humano de la mayoría de la población. El contrato social implícito de una sociedad, mediante el cual se paga impuestos a cambio de un Estado de bienestar, simplemente dejó de existir; después de la hiperinflación no se podía esperar nada del Estado. El impacto de largo plazo de esta sustancial pérdida en la productividad de toda la economía fue enorme y de una duración sin precedentes.

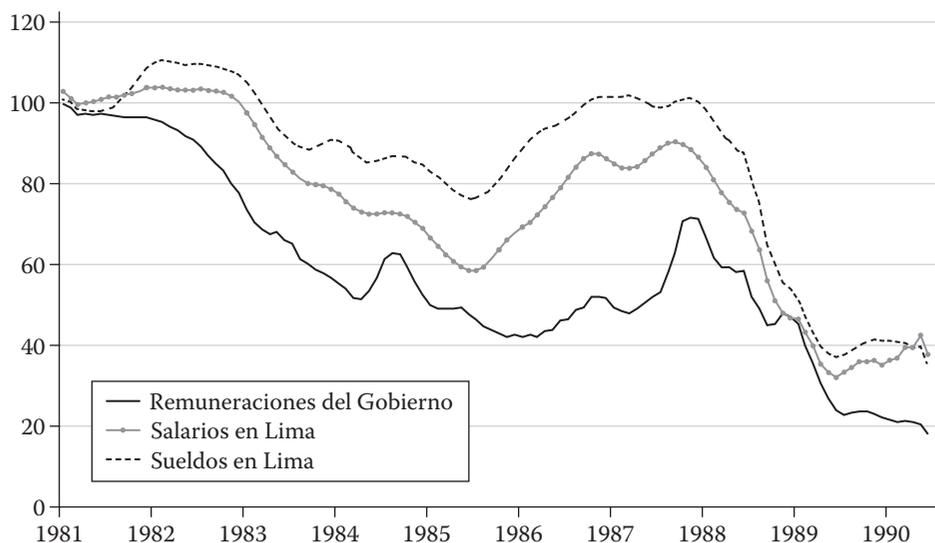
TRAGEDIA MICROECONÓMICA

Uno de los temas menos explorados en la literatura sobre hiperinflaciones son los impactos redistributivos de un proceso de altísima inflación. Por definición, los precios de todos los activos pasan a ser volátiles en un proceso hiperinflacionario y, como se ha mencionado, toda vez que los precios individuales se ajustan a distintas velocidades, algunos precios relativos quedarán severamente desalineados. Las familias, las empresas y el Gobierno pueden ser impactados en estos desalineamientos, y todos aquellos harán lo posible para alterar significativamente su portafolio y evitar estos choques. Así sus recursos terminarán con una mejor posición relativa, una vez que la estabilidad de precios regrese.

En este contexto, destaca que el salario real fue un precio relativo particularmente retrasado. Madueño (1989) describe los mecanismos de indexación de las remuneraciones reguladas por la negociación colectiva, ajustes por promedios de inflaciones previas y establecimiento de toques de la remuneración básica sobre la que se aplican incrementos adicionales, y cómo estos fueron insuficientes, incluso inútiles, en contextos de inflación alta. En efecto, como se muestra en el Gráfico 8.7, la caída de las remuneraciones reales durante la década de 1980 fue enorme, del orden de entre 60% y 80%.⁹

⁹ La tendencia creciente en las remuneraciones reales inicia en 1975, cuando la inflación comienza a registrar cifras significativas: “[...] ahora [en 1989] solo tenemos capacidad de comprar la cuarta parte de lo que comprábamos en 1973. No hay ninguna duda, nos hemos empobrecido terriblemente los últimos 15 años” (Huamán, 1989, p. 41).

Gráfico 8.7: Remuneraciones reales, 1980 a 1990



Nota: Las series han sido ligeramente suavizadas para facilitar la visualización y son expresadas como índices tales que (1981 = 100), de julio de 1980 a julio de 1990.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística e Informática, webapp.inei.gob.pe:8080/sirtod-serieS/ Elaboración propia.

Que esto haya sido así no se condice con la narrativa heterodoxa y constituye una contradicción adicional del esquema: la indexación salarial resulta ser una fuente central de inercia y provee racionalidad a las políticas derivadas de este relato. No obstante, como señala Huamán (1989), siempre fue sabido que esta no era relevante en el caso peruano y difícilmente generaría presiones inflacionarias o propagaría las ya existentes. Bernedo (1989) incluso anota que, en la maraña de distorsiones del régimen intervencionista, cabían justificaciones al retraso de los sueldos: aumentar remuneraciones generaría inflación dado que, al ampliar la demanda agregada y las necesidades de liquidez, se elevaría el consumo de bienes importados y, con ello, las presiones sobre la balanza de pagos, y se produciría un mayor déficit fiscal por efecto del pago de la planilla pública. En la práctica, los males y vicios al “estilo ortodoxo”, pero sin sus beneficios: “No olvidemos que [incluso] Friedman era defensor de la indexación salarial por considerarla neutra (que no modificaba precios relativos) [...] Aquí en cambio se han desindexado los salarios, reduciendo su poder de compra” (Cayo, 1989, p. 25).

Escapa a nuestros objetivos indagar si las disminuciones del salario real como mecanismo de ajuste macroeconómico fueron intencionadas o inevitables, pero es innegable que esta configuración salarial contribuyó a que la hiperinflación se torne

en una recesión bastante más severa. Propuestas de la época, como la de Velarde (1989), urgían la adopción de indexaciones salariales “sucias”, es decir, incrementar los salarios a un factor de 0,85 o 0,90 veces la inflación, para permitir ajustes por reducciones en los salarios reales, pero amortiguando el daño sobre el poder de compra de las familias.

No sorprenderá concluir que la consecuencia más lamentable de la hiperinflación fue el empobrecimiento de la población peruana. El fenómeno se encuentra cuidadosamente evidenciado en Glewwe y Hall (1994, 1998), quienes reportan estadísticas similares a las de Webb (1991): el consumo real del hogar promedio disminuyó en 46% entre 1985 y 1990, y en estratos vulnerables, esta reducción fue de 53% (y un 24% adicional luego del “Fujishock” de 1990). El colapso iniciado en 1988 barrió con toda ganancia registrada entre 1985 y 1987. Yamada (2022) halla que la tasa de pobreza pasó de 38% en 1985 a 57% en 1990, un incremento promedio de 3,8 puntos porcentuales al año, y Webb (1991) señala que el índice de pobreza crítica en 1990 era 49% superior al de 1985.

Abugattas (1990) presenta un estudio independiente sobre la precarización de las condiciones de vida de los peruanos en 1990. Calcula que se requería de US\$ 48 por mes por habitante para satisfacer las necesidades básicas a mediano plazo, pero en el contexto de la crisis de 1990, la cifra podría bajar a US\$ 31 para cubrir lo absolutamente esencial. Además, encuentra que 6,6 millones de personas, un tercio de la población habría contado con menos de la mitad de esos US\$ 31 y que la mitad de la población no cubriría los US\$ 48 mensuales.

En el contexto del empobrecimiento de la población, muchas de las políticas, supuestamente orientadas a aliviar los estragos de la crisis, fueron inefectivas y no representaron una mejora en el bienestar. Un ejemplo elocuente es la regresividad de políticas de subsidios indirectos. Flores y Rodríguez (1990) sustentan cómo los beneficios del control de precios, que aparentemente pretendía beneficiar a grupos pobres, se filtraron a estratos medios y altos. En concreto, encuentran que, en 1989, las familias de estratos más altos percibieron un subsidio de 15 dólares por persona; las de estratos más bajos, solo 10 dólares por persona. Ello se explica porque, en la práctica, se subsidió el consumo de productos (como arroz, leche y combustibles) más demandados por la clase media que por la clase baja. Así, estas políticas incumplieron sus objetivos redistributivos, a pesar de ser altamente costosas.

Las políticas de asistencia directa a la población necesitada tampoco fueron particularmente efectivas. Emblemático fue el Programa de Compensación Social que buscaba contrarrestar, a través de transferencias directas de efectivo, la pérdida del poder adquisitivo de la población urbana en pobreza extrema, tras las medidas de política económica puestas en marcha con los paquetazos. Quizá de modo poco sorprendente, Sotomarino (1989) describe cómo la administración engorrosa del

programa (dependía de nueve ministerios, además de la Presidencia de la República) hacía que su aplicación sea lenta y, dado el contexto inflacionario, de bajo impacto. Más dramático aún, el programa mostraba problemas de financiamiento recurrentes:

Obviamente, la filosofía de atender más pobres [...] implica contar con un apoyo financiero de la comunidad internacional que hasta la fecha no se concreta. Esto hace que todas las actividades de compensación social dependan de la fuente Tesoro Público, con los consiguientes problemas de restricción de gasto que ello trae (Ojeda, 1989, p. 32).

El Gobierno perdió la capacidad de satisfacer las necesidades básicas de la población y de atacar la pobreza derivada de sus propios errores. Glewwe y Hall (1994) sostienen que entre 1985 y 1990 el gasto social se contrajo en 47% en términos reales. Webb (1991) estima que el gasto social per cápita en 1986 era de 46 dólares y que se redujo a 12 dólares en 1990. Más allá de la lucha contra la pobreza, Guadalupe et al. (2018) muestra que el gasto público real en educación por estudiante se redujo drásticamente en este periodo, haciendo que en 1990 se retroceda a los niveles de 1950. Ocurrió algo similar con el gasto real en salud, aunque con consecuencias estremeceadoras. Paxson y Shady (2015) estiman que la desfinanciación de la salud pública, hacia fines de la década, vino acompañada de un incremento de 2,5 puntos porcentuales de las tasas de mortalidad infantil entre 1988 y 1990, lo que se traduce en un exceso de mortalidad de 17 mil infantes. Tragedia humana, además de microeconómica.

6. Conclusiones

Una conocida frase de Winston Churchill dice que “nunca se debe desaprovechar una buena crisis” (*never let a good crisis go to waste*). Las lecciones de política macroeconómica que se sacan de la administración económica del APRA, entre 1985 y 1990, son muy valiosas y no deben ser olvidadas.

La más importante, sin duda, es que la piedra angular de la estabilidad macroeconómica está en evitar lo que la literatura ha llamado la dominancia fiscal de la política monetaria. De otro modo, es el Banco Central el que termina financiando al Gobierno, con mayor emisión y en desmedro del poder de compra de la población. Asimismo, la ausencia de dominancia fiscal es el principal elemento en la sostenibilidad fiscal de una economía.

En ese sentido, muchos países han optado por reforzar este compromiso poniendo no solo en los estatutos de los bancos centrales este principio, sino que optan por hacer un compromiso mucho más difícil de incumplir, incluyendo en la Constitución

la garantía de independencia del banco central frente al Poder Ejecutivo. Respecto a este tema, véase Pérez et al. (2016), Parra (2022) y Perea (2022). Sin embargo, este dilema de contención a las presiones requiere, a su vez, de una política fiscal prudente y responsable. Como señalan Ortiz y Winkelried (2021), estos dos elementos van en pareja, porque la garantía constitucional estará bajo constante amenaza si es que la política fiscal no es capaz de entregar un continuo cumplimiento de la sostenibilidad de la deuda. Toda vez que los desequilibrios fiscales se vuelvan cada vez más complejos de administrar, la tentación por el financiamiento monetario regresará y se podría comprometer cualquier marco de estabilidad macroeconómica.

Las sociedades valoran tanto la estabilidad macroeconómica que están dispuestas a que, en el marco constitucional, se establezca con meridiana claridad la importancia de tener un Banco Central independiente. El impacto de la inflación alta es tan grande en la capacidad de una economía para progresar, en la correcta evaluación del grado de rentabilidad de un proyecto de inversión, así como en el bienestar de aquellos con menores recursos; por lo que no sorprende que, en las últimas décadas, la mayoría de los países han mejorado significativamente la independencia de sus bancos centrales, y hoy es parte de ese contrato social mínimo de las sociedades que aspiran a prosperar.

Una segunda lección, ligada a la primera, y como sugieren Cáceres y Paredes (1991a), es que la estabilidad macroeconómica es un pilar del crecimiento sostenido, una condición necesaria para que este ocurra. Pueden conseguirse crecimientos altos, por algunos años, pero en la medida que sus bases no estén amparadas en políticas que respeten y resguarden la estabilidad macroeconómica, lo que tendremos serán crecimientos efímeros, y bonanzas pasajeras, que luego tendrán que pagarse con largos años de sacrificio. El contraste entre el periodo de 1986 a 1987 con el de 1988 a 1990 ilustra este principio con trágica elocuencia. Por ello, si de algo nos sirve la revisión de esta etapa de nuestra historia económica, es que debemos preservar la estabilidad macroeconómica y entender que no está garantizada de ninguna manera. Por el contrario, siempre se verá bajo amenaza, porque la tentación a gastar ahorros que se hayan generado con prudencia en años buenos siempre estará presente.

Una tercera lección de la administración aprista es que la credibilidad de las políticas es ese ingrediente que las vuelve más eficaces. En ese sentido, la ausencia de sostenibilidad de estas las vuelve absolutamente ineficaces. El voluntarismo y el deseo de los gobernantes no es suficiente para que los planes económicos funcionen. El mejor ejemplo es la posible eficacia de los controles cambiarios como ancla nominal, es decir, para fijar las expectativas sobre el comportamiento de la inflación futura. Para que todos los agentes económicos creen realmente que los precios deben dejar de remarcar, dado que se ha adoptado un tipo de cambio fijo, esa decisión debe ser creíble, y para que lo sea, el Banco Central debe estar sentado encima de una cantidad

suficiente de divisas, como para que no pueda ser desafiado. Si no es el caso, dicha decisión será entendida como un compromiso no creíble, que eventualmente será revertido y, por lo tanto, será retado. La fijación cambiaria, entonces, no servirá como ancla de expectativas, como ocurrió recurrentemente en el periodo analizado.

Una cuarta lección es la importancia de que el diseño de la política económica respete el funcionamiento de los mercados. La intervención estatal que pretende sustituir al mercado, como asignador de recursos escasos, es, quizá, el peor ejemplo del uso del poder del Estado. Durante la administración aprista se pretendió definir qué actividades deberían promoverse y cuáles no, y se otorgó subsidios ciegos o acceso a divisas a precios diferenciados, como si fuese posible evitar las filtraciones indebidas o como si fuese razonable que la rentabilidad de un proyecto dependa de una decisión administrativa del Gobierno de turno. Estas delirantes y trasnochadas intervenciones, producto de una “fatal arrogancia”, están condenadas al fracaso y a un alto costo social.

La lección final es que las buenas instituciones, como el BCRP en su centenario, no solo se crean con compromisos legales o constitucionales bien redactados, sino que dependen de personas que aportan constantemente su talento y compromiso a que sus objetivos institucionales se cumplan. La potencia del BCRP actual está enraizada en su mecanismo meritocrático de reclutamiento de personal y en una cultura de transparencia en su gestión. La alta inflación tiene un costo tan elevado para la sociedad que el compromiso de escoger los mejores líderes para el Banco Central es una condición indispensable para el progreso de una nación.

APÉNDICE: ACELERACIÓN DE LA INFLACIÓN

A continuación, presentamos los resultados de una exploración univariada sobre el comportamiento histórico de la inflación mensual en el Perú, de 1968 a 1994. En particular, el interés se centra en identificar los periodos donde la inflación cambia de comportamiento, sobre todo acelerándose.

Para tal propósito, seguimos el enfoque propuesto por Franses (2016) para identificar momentos de inestabilidad y comportamientos explosivos (burbujas) en una serie de tiempo. La idea es sumamente simple. Franses (2016) muestra que cuando una serie X_t es estable (estacionaria o no estacionaria, pero no explosiva), el crecimiento ΔX_t y la aceleración $\Delta(\Delta X_t)$, donde Δ es el operador de diferencias, guardan una relación estable. En particular, $W_t = \Delta X_t - \frac{1}{2}\Delta(\Delta X_t) = \frac{1}{2}(X_t - X_{t-2})$ sería una serie cuya media es constante (típicamente cero). Así, Franses (2016) sugiere que los momentos de aceleración o desaceleración abrupta en X_t pueden ser detectados con pruebas de estabilidad sobre la media de X_t . Ello se implementa, por ejemplo, al regresionar sobre una constante y calcular los estadísticos de una prueba de media cero para los residuos recursivos de este simple modelo de locación.

Por otro lado, si P_t denota el índice de precios al consumidor $p_t = \ln(P_t)$, se sabe que Δp_t es aproximadamente igual a la inflación $\pi_t = (P_t - P_{t-1})/P_{t-1}$ cuando esta es pequeña. En el contexto de inflaciones altas, Nielsen (2008) sugiere utilizar la variable

$$c_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_t} = \frac{\pi_t}{1 + \pi_t} = 1 - \exp(-\Delta p_t),$$

que se interpreta como el costo de mantener dinero o la proporción de los saldos reales que se pierde de un periodo al otro producto de la inflación.¹⁰ Mecánicamente, $c_t \cong \pi_t \cong \Delta p_t$ cuando estas variables toman valores pequeños. Pero c_t tiene la ventaja de estar acotado por 1, lo que indica que cuando $\Delta p_t \rightarrow \infty$ o $\pi_t \rightarrow \infty$, entonces, se pierde todo el valor del dinero.

El Gráfico 8.8 muestra la trayectoria de c_t junto con las pruebas t que indican si los residuos recursivos de $c_t - c_{t-2}$ sobre una constante tienen media cero. Cuando esta prueba excede un valor crítico (2 usualmente), entonces se rechaza la hipótesis de estabilidad, lo que se interpreta como evidencia de aceleración o desaceleración desmedida en la serie.

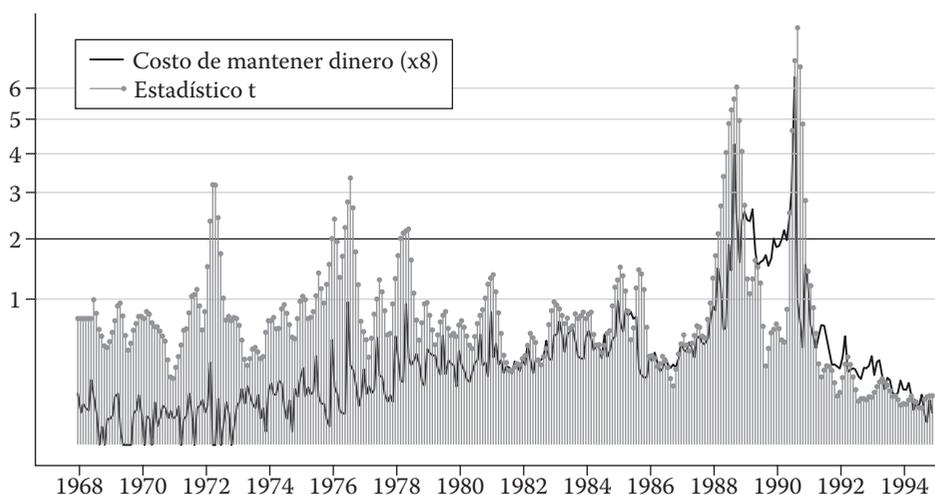
Partiendo del año 1968, la primera señal de inestabilidad ocurre en 1972. Allí, la inflación mensual y c_t , que son bastante volátiles, comienzan a desarrollar una ligera tendencia creciente que se consolida entre 1976 y 1978, que son años en donde

¹⁰ Sea M_t la cantidad nominal de dinero y $D_t = M_t - M_{t-1}$ es la creación de nuevo dinero en el periodo t . Si $m_t = M_t/P_t$ denota la cantidad real de dinero y $d_t = D_t/P_t$ el nuevo flujo real, entonces tras dividir la definición de D_t por P_t y reacomodar se consigue que: $m_t = (1 - c_t)m_{t-1} + d_t$.

también la prueba de Franses (2016) vuelve a indicar inestabilidad. Como se mencionó, estudios previos como Castillo et al. (2012) también encuentran cambios de regímenes en los alrededores de 1978. Luego sigue un periodo donde c_t se mantiene estable, pero a niveles superiores a los registrados hacia inicios de la década de 1970 (el promedio fue de 0,58% entre 1968 y 1971 y de 5,45% entre 1979 y 1986). La aceleración de e es bastante evidente con el “Salinazo” de setiembre de 1988, que incrementa el valor promedio de c_t por casi dos años, y luego con el “Fujishock” en agosto de 1990. Luego, se reduce drásticamente y no vuelve a presentar indicios de aceleración.

Llama la atención notar que la reducción en c_t producto de la aplicación del plan heterodoxo, entre 1985 y 1986, no fue lo suficientemente duradera como para ser detectada por la prueba estadística como un cambio en el comportamiento de la serie.¹¹

Gráfico 8.8: Costo de mantener dinero y prueba de estabilidad, 1968 a 1994



Nota: El eje vertical tiene escala raíz cuadrática. El valor de c_t fue multiplicado por 8 para tener la misma escala que los estadísticos de las pruebas de estabilidad de la media de los residuos recursivos de $c_t - c_{t-2}$.
Fuente: Estadísticas BCRP (serie PN01270PM). Elaboración propia.

¹¹ No reportamos los resultados de un análisis con las pruebas más sofisticadas propuestas en Phillips et al. (2015), pues los resultados fueron cualitativamente los mismos. La única excepción es el cambio en 1972, cuya detección puede ser sensible a las especificaciones de las pruebas. Estos resultados pueden ser solicitados a los autores.

REFERENCIAS

- Abugattas, J. (1990). Un programa social transitorio (1990-1992). *Moneda*, 2(20), 26–31.
- Armas, A. (2016). Dolarización y desdolarización en el Perú. En G. Yamada y D. Winkelried (Eds.), *Política y Estabilidad Monetaria en el Perú* (pp. 61–94). Fondo Editorial de la Universidad del Pacífico.
- Armas, A. & Palacios, L. (1989). Impacto de la política de tipos de cambio múltiples en la protección efectiva de los sectores productivos: El caso peruano (1986 – 1988). *Moneda*, 1(9), 50–54.
- Banco Central de Reserva del Perú (1988). Impacto de la política económica en la distribución del ingreso y en el nivel de vida de las familias. *Moneda*, 1(1), 40–42.
- Banco Central de Reserva del Perú (1989). Tipos de cambio diferenciales y distorsiones en los precios relativos: La experiencia peruana entre 1986 y 1988. *Moneda*, 1(7), 51–58.
- Banco Central de Reserva del Perú (1996). *Compendio de Estadísticas Monetarias, 1959-1995*.
- Banco Mundial (1989). *Peru: Policies to stop hyperinflation and initiate economic recovery*. World Bank Country Study 7460.
- Barreto, E. (1989). Las minidevaluaciones hacen fracasar la política económica. *Moneda*, 1(12), 30–32.
- Bernedo, J. (1989). Crisis del salario, crisis del sistema. *Moneda*, 2(18), 36–39.
- Boughton, J. M. (2001). *Silent Revolution: The International Monetary Fund, 1979-1989*. International Monetary Fund.
- Cáceres, A. (1990). Hiperinflación y déficit fiscal. *Moneda*, 2(21), 45–48.
- Cáceres, A. & Paredes, C. (1991a). De la heterodoxia a la crisis: El manejo de la política económica durante el periodo 1985-89. En C. Paredes & J. Sachs (Eds.), *Estabilización y Crecimiento en el Perú* (pp. 108–131). Grupo de Análisis para el Desarrollo-Grade.
- Cáceres, A. & Paredes, C. (1991b). Diagnóstico de la situación económica a fines de 1989. En C. Paredes & J. Sachs (Eds.), *Estabilización y Crecimiento en el Perú*, (pp. 132–154). Grupo de Análisis para el Desarrollo-Grade.
- Cagan, P. D. (1956). The monetary dynamics of hyperinflation. En M. Friedman (Ed.), *Studies in the Quantity Theory of Money* (pp. 25–117). University of Chicago Press.
- Calvo, G. A. & Végh, C. A. (1994). Inflation stabilization and nominal anchors. *Contemporary Economic Policy*, 12(2), 35–45.

- Calvo, G. A. & Végh, C. A. (1999). Inflation stabilization and BOP crises in developing countries. En J. Taylor y M. Woodford (Eds), *Handbook of Macroeconomics*, volume 1C (pp. 1531–1614).
- Campos, A. (1988). Descubriendo el lado oculto de la inflación: Las expectativas. *Moneda*, 1(3), 35–37.
- Campos, A. (1989). Políticas de shock versus políticas gradualistas en un contexto de expectativas inflacionarias. *Moneda*, 1(8), 46–50.
- Carbonetto, D., de Ceballos, M. I. C., Dancourt, O., Ferrari, C., Martínez, D., Mezzera, J., Saberbein, G., Tantaleán, J. & Vigier, P. (1987). *El Perú Heterodoxo: Un Modelo Económico*. Instituto Nacional de Planificación.
- Castillo, P., Humala, A. & Tuesta, V. (2012). Regime shifts and inflation uncertainty in Peru. *Journal of Applied Economics*, 15(1), 71–87.
- Cayo, J. M. (1989). De la hiperinflación a la hiperrecesión: Cuando el remedio es peor que el mal. *Moneda*, 1(9), 23–25.
- Choy, M. (1989). El problema del financiamiento del déficit fiscal. *Moneda*, 1(7), 21–23.
- Choy, M. (1990). La consolidación de los créditos al sector público. *Moneda*, 2(19), 34–38.
- Choy, M. & Dancuart, A. (1990). *Una aproximación al déficit cuasi-fiscal en el Perú*. INT 0873, CEPAL-PNUD. Segundo Seminario Regional sobre Política Fiscal, Estabilización y Ajuste.
- Coronado, P. (1988). BCR no dará más crédito al gobierno. *Moneda*, 1(3), 16–19.
- Dancourt, O. (1988). Heterodoxia, ortodoxia e inflación. *Moneda*, 1(2), 29–34.
- Dancuart, A. (1988). Una nota sobre la emisión primaria. *Moneda*, 1(4), 37–40.
- Dornbusch, R. & Edwards, S. (1990). La macroeconomía del populismo en la América Latina. *El Trimestre Económico*, 57(225(1)), 121–162.
- Dornbusch, R., Sturzenegger, F. & Wolf, H. (1990). Extreme inflation: Dynamics and stabilization. *Brookings Papers on Economic Activity*, 21(2), 1–84.
- Edwards, S. (2019). On Latin American populism, and its echoes around the world. *Journal of Economic Perspectives*, 33(4), 76–99.
- Engsted, T. (1993). Cointegration and Cagan's model of hyperinflation under rational expectations. *Journal of Money, Credit and Banking*, 25(3), 350–360.
- Fischer, S., Sahay, R. & Végh, C. A. (2002). Modern hyper- and high inflations. *Journal of Economic Literature*, 40(3), 837–880.
- Flores, R. (1989). Estancflación en el Perú. *Moneda*, 1(9), 47–48.
- Flores, R. & Rodríguez, P. (1990). Alcance de los subsidios a los estratos de bajos ingresos: Un ejercicio de aproximación. *Moneda*, 2(22), 35–36.
- Flores, M. (1989). Ajustes por inflación del impuesto a la renta de personas naturales: Efectos sobre la carga tributaria en el caso peruano, 1981-1987. *Moneda*, 2(18), 54–61.

- Franses, P. H. (2016). A simple test for a bubble based on growth and acceleration. *Computational Statistics & Data Analysis*, 100, 160–169.
- García, A. (1988). Precios controlados, precios relativos. *Moneda*, 1(5), 29–31.
- García Pérez, A. (1988). *Mensaje del presidente constitucional del Perú, doctor Alan García Pérez, ante el congreso nacional, el 28 de julio de 1988*. Disponible en: <https://www.congreso.gob.pe/participacion/museo/congreso/mensajes/mensaje-nacion-congreso-28-07-1987>
- Giusti, C. & Chauca, P. (1989). Experiencias hiperinflacionarias. *Moneda*, 2(15), 25–31.
- Glewwe, P. & Hall, G. (1994). Poverty, inequality, and living standards during unorthodox adjustment: The case of Peru, 1985-1990. *Economic Development and Cultural Change*, 42(4), 689–717.
- Glewwe, P. & Hall, G. (1998). Are some groups more vulnerable to macroeconomic shocks than others? Hypothesis tests based on panel data from Peru. *Journal of Development Economics*, 56(1), 181–206.
- Gonzáles de Olarte, E. (1989). Semi-dolarización e inercia hiperinflacionista: Los impases del populismo. *Moneda*, 2(14), 50–51.
- González Izquierdo, J. (1988). Dinero, emisión monetaria y la economía nacional. *Moneda*, 1(4), 41–43.
- Guadalupe, C., Twanama, W. & Castro, M. P. (2018). *La larga noche de la educación peruana: Comienza a amanecer*. Documento de Discusión DD1806. Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico (CIUP).
- Guevara, G. (1999). Política monetaria del Banco Central: Una perspectiva histórica. *Estudios Económicos*, 5, 27–60.
- Hanke, S. H. & Krus, N. (2003). World hyperinflations. En R. Parker & R. Whaples (Eds.), *The Handbook of Major Events in Economic History*, (pp 367–377). Routledge.
- Hausmann, R. & Panizza, U. (2003). On the determinants of Original Sin: An empirical investigation. *Journal of International Money and Finance*, 22(7), 957–990.
- Hnyilicza, E. (2001). *De la Megainflación a la Estabilidad Monetaria. Política Monetaria y Cambiaria. Perú 1990-2000*. Banco Central de Reserva del Perú.
- Huamán, P. (1989). Remuneraciones, inflación y pobreza. *Moneda*, 2(18), 40–43.
- Kiguel, M. A. & Liviatan, N. (1992). When do heterodox stabilization programs work: Lessons from experience. *The World Bank Research Observer*, 7(1), 35–57.
- Lago, R. V. (1991). The illusion of pursuing redistribution through macropolicy: Peru's heterodox experience, 1985-1990. En R. Dornbusch & S. Edwards (Eds.), *The Macroeconomics of Populism in Latin America* (pp. 263–330). University of Chicago Press.

- Lago, R. V. (2022). La reinserción financiera del Perú: testimonio. En M. Ortiz & D. Winkelried (Eds.), *Hitos de la reforma macroeconómica en el Perú, 1990-2020. La recompensa de los tamíás* (pp. 95–108). Universidad del Pacífico.
- Llosa, L. G. (2022). Gestionando choques de términos de intercambio. En M. Ortiz & D. Winkelried (Eds.), *Hitos de la reforma macroeconómica en el Perú, 1990-2020. La recompensa de los tamíás* (pp. 227–242). Universidad del Pacífico.
- Llosa, L. G. & Panizza, U. (2015). La gran depresión de la economía peruana: ¿Una tormenta perfecta? *Estudios Económicos*, 30, 91–117.
- Loyola, J. (1989). Comportamiento sectorial de precios. *Moneda*, 1(10), 47–50.
- Madueño, M. (1989). Limitaciones de los mecanismos de indexación que regulan los acuerdos de negociación colectiva. *Moneda*, 2(18), 44–47.
- Marcet, A. & Nicolini, J. P. (2003). Recurrent hyperinflations and learning. *American Economic Review*, 93(5), 1476–1498.
- Martinelli, C. & Vega, M. (2019). The economic legacy of General Velasco: Long-term consequences of interventionism. *Economía*, 42(84), 102–133.
- Martinelli, C. & Vega, M. (2022). The history of Peru. En T. Kehoe & Nicolini (Eds.), *A Monetary and Fiscal History of Latin America, 1960-2017* (pp. 401–448). University of Minnesota Press.
- Mendoza, W. (1989). La hiperinflación peruana: Orígenes, evolución y perspectivas. *Moneda*, 2(17), 34–38.
- Mladenović, Z. & Petrović, P. (2010). Cagan's paradox and money demand in hyperinflation: Revisited at daily frequency. *Journal of International Money and Finance*, 29(7), 1369–1384.
- Morón, E. (1989a). Cuando el dinero no importa o la política monetaria aprista, Perú: 1985-1988. *Apuntes. Revista de Ciencias Sociales*, (24), 139–159.
- Morón, E. (1989b). Cuando el dinero no importa: Perú, 1985-1988. *Moneda*, 2(16), 51–54.
- Mujica, M. E. (1990). ¿Por qué fracasó la heterodoxia? Análisis de la política económica de la primera etapa del gobierno de Alan García. *Apuntes. Revista de Ciencias Sociales*, (27), 31–43.
- Nielsen, B. (2008). On the explosive nature of hyper-inflation data. *Economics: The Open-Access, Open-Assessment E-Journal*, 2(2008-21), 1–29.
- Ojeda, J. (1989). La experiencia peruana en el área de compensación social (1988-1989). *Moneda*, 2(15), 32–35.
- Ortiz, M. & Winkelried, D. (2021). El largo camino hacia la estabilidad macroeconómica. En A. Beltrán, C. Sanborn & G. Yamada (Eds.), *En Búsqueda de un Desarrollo Integral: 20 Ensayos en torno al Perú del Bicentenario* (pp. 27–54). Fondo Editorial de la Universidad del Pacífico.
- Paliza, R. (1989). Déficit fiscal e inflación en el Perú, 1970-1988. *Moneda*, 2(14), 57–65.

- Parodi, C. (2007). *Perú 1960-2000: Políticas Económicas y Sociales en Entornos Cambiantes*. Fondo Editorial de la Universidad del Pacífico.
- Parra, J. (2022). Importancia de la independencia del banco central. En M. Ortiz & D. Winkelried (Eds.), *Hitos de la reforma macroeconómica en el Perú, 1990-2020. La recompensa de los tamías* (pp. 45–56). Universidad del Pacífico.
- Pastor, G. (2014). Perú: Políticas monetarias y cambiarias, 1930-1980. En C. Contreras (Ed.), *Compendio de Historia Económica del Perú: Perú entre la Gran Depresión y el Reformismo Militar* (pp. 265–344). Banco Central de Reserva del Perú.
- Pastor, M. (1988). Ascenso y caída de la heterodoxia peruana: Un modelo simple del nuevo estructuralismo. *Apuntes. Revista de Ciencias Sociales*, (23), 41–71.
- Pastor, M. & Wise, C. (1992). Peruvian economic policy in the 1980s: From orthodoxy to heterodoxy and back. *Latin American Research Review*, 27(2), 83–117.
- Paxson, C. & Shady, N. (2015). Child health and economic crisis in Peru. *World Bank Economic Review*, 19(2), 203–223.
- Pazos, F. (1972). *Chronic inflation in Latin America*. Praeger Publishers.
- Perea, H. (2022). El camino hacia la inflación de un dígito. En M. Ortiz & D. Winkelried (Eds.), *Hitos de la reforma macroeconómica en el Perú, 1990-2020. La recompensa de los tamías* (pp. 57–68). Universidad del Pacífico.
- Pérez, F., Quispe, Z. & Rodríguez, D. (2016). El proceso de institucionalización de la autonomía del Banco Central de Reserva del Perú. En G. Yamada & D. Winkelried (Eds.), *Política y Estabilidad Monetaria en el Perú* (pp. 37–60). Fondo Editorial de la Universidad del Pacífico.
- Phillips, P. C. B., Shi, S. & Yu, J. (2015). Testing for multiple bubbles: Historical episodes of exuberance and collapse in the S&P 500. *International Economic Review*, 56(4), 1043–1078.
- Quispe, Z. (2000). Monetary policy in a dollarised economy: The case of Peru. En L. Mahadeva & H. Sterne (Eds.), *Monetary Policy Frameworks in a Global Context* (pp. 330–353). Routledge, Bank of England.
- Ramírez, E., Zambrano, M. & Cayo, J. M. (1988). Revisión de algunos programas de estabilización en Latinoamérica. *Moneda*, 1(3), 38–49.
- Ramírez, J. (1988). Ortodoxia neo-estructuralismo y heterodoxia: El caso peruano. *Moneda*, 1(5), 21–28.
- Roca, S. & Prialé, R. (1987). Devaluation, inflationary expectations and stabilisation in Peru. *Journal of Economic Studies*, 14(1), 5–33.
- Roca, S. & Simabuko, L. (1993). ¿Se puede hablar de hiperinflación en el Perú en 1988-1990? Una comparación con otras experiencias. *Economía*, 16(31), 9–22.
- Rodríguez, M., Valderrama, J. & Velarde, J. (2000). El programa de estabilización. En R. Abusada, F. Du Bois, E. Morón & J. Valderrama (Eds.), *La Reforma Incompleta. Rescatando los Noventa* (pp. 91–119). CIUP e Instituto Peruano de Economía.

- Rossini, R. (2016). La política monetaria del Banco Central de Reserva del Perú en los últimos 25 años. En G. Yamada & D. Winkelried (Eds.), *Política y Estabilidad Monetaria en el Perú* (pp. 23–35). Fondo Editorial de la Universidad del Pacífico.
- Salazar, R. (1988). Un fenómeno monetario. *Moneda*, 1(2), 26–28.
- Sargent, T., Williams, N. & Zha, T. (2009). The conquest of South American inflation. *Journal of Political Economy*, 117(2), 211–256.
- Sargent, T. J. (1982). The ends of four big inflations. En R. Hall (Ed.), *Inflation: Causes and Effects* (pp. 41–98). National Bureau of Economic Research.
- Schuldt, J. (1988a). Las experiencias heterodoxas de estabilización: Veinte lecciones. *Moneda*, 1(3), 28–31.
- Schuldt, J. (1988b). Políticas heterodoxas de estabilización en América Latina. *Apuntes. Revista de Ciencias Sociales*, 22, 79–121.
- Schuldt, J. (1989). Perspectivas de inflación para 1989. *Moneda*, 1(7), 33–36.
- Sotomarin, N. (1989). Crisis y pobreza urbana: Propuestas para un programa de emergencia. *Moneda*, 2(16), 31–36.
- Terrones, M. E. & Nagamine, J. (1993). *Reorientación de la política monetaria en el Perú: Avances y problemas*. Notas para el debate 9. Grade.
- Thorp, R. (1987). Trends and cycles in the Peruvian economy. *Journal of Development Economics*, 27(1-2), 355–374.
- Trillo, M. & Vega, J. (1989). Estanflación y rol del Gobierno en el Perú: 1980-1988. *Moneda*, 2(13), 59–62.
- Vásquez Bazán, C. (1989). Situación y perspectivas de la economía peruana. *Moneda*, 1(7), 39–46.
- Végh, C. A. (2022). Programas de estabilización en América Latina. En M. Ortiz & D. Winkelried (Eds.), *Hitos de la reforma macroeconómica en el Perú, 1990-2020. La recompensa de los tamías* (pp. 31–43). Universidad del Pacífico.
- Velarde, J. (1988). El riesgo de la hiperinflación. *Moneda*, 1(2), 35–37.
- Velarde, J. (1989). La hiperestanflación peruana, 1988-1989: Una tragedia inducida. *Moneda*, 1(9), 37–39.
- Velarde, J. & Rodríguez, M. (1992a). *De la desinflación a la hiperestanflación. Perú: 1985-1990*. Documento de Trabajo 5. CIUP.
- Velarde, J. & Rodríguez, M. (1992b). *Lineamientos para un programa de estabilización drástico*. Documento de Trabajo 1. CIUP.
- Vera Tudela, R. (2013). Productividad en el Perú: Evolución histórica y la tarea pendiente. *Moneda*, (153), 24–27.
- Webb, R. (1991). Los nuevos pobres. *Moneda*, 3(35), 28–29.
- Winkelried, D. (2013). Modelo de Proyección Trimestral del BCRP: Actualización y novedades. *Estudios Económicos*, 23, 9–60.

- Winkelried, D. (2016). Piecewise linear trends and cycles in primary commodity prices. *Journal of International Money and Finance*, 64, 196–213.
- Yamada, G. (2022). Estabilidad macroeconómica y bienestar. En M. Ortiz & D. Winkelried (Eds.), *Hitos de la reforma macroeconómica en el Perú, 1990-2020. La recompensa de los tamíes* (pp. 167–181). Universidad del Pacífico.
- Zúñiga, J. (1988). Rechazo a las recetas ortodoxas: Conversación con la investigadora Carol Wise. *Moneda*, 1(2), 13–15.