



UNIVERSIDAD DE BELGRANO

# Las tesinas de Belgrano

**Facultad de Ciencias Económicas  
Licenciatura en Economía**

**La gran hiperinflación: Hungría 1945-1946**

**Nº 24**

**Eduardo A. Ata**

**Tutor: Edgardo Cenzón**

**Departamento de Investigación  
Julio 2002**



## Índice

Índice .....	3
Introducción .....	5
Marco conceptual .....	5
Los déficits presupuestarios y la creación de dinero .....	5
La inflación y los saldos reales .....	7
El final de las hiperinflaciones .....	10
Período de post-guerra .....	11
Consecuencias económicas de la Segunda Guerra Mundial .....	11
Costos de las reparaciones .....	11
Daños de la guerra .....	12
Intentos de controlar la inflación .....	14
Las tres fases de la hiperinflación .....	14
El pengő fiscal .....	15
El experimento de indexación del pengő .....	18
Salarios «calóricos» .....	19
El programa de estabilización .....	20
Las reformas del 1º de agosto .....	21
1. <i>Medidas tendientes a incrementar la aceptación general de la moneda</i> .....	21
2. <i>Reforma del Sistema Fiscal</i> .....	21
3. <i>Otros elementos</i> .....	22
Los resultados .....	23
<i>Demanda de Dinero</i> .....	23
<i>Desempleo</i> .....	24
<i>Producción</i> .....	24
Lecciones de la experiencia húngara .....	25
Referencias bibliográficas .....	27
Apéndice .....	29
Emisiones del período hiperinflacionario .....	31
Gráficos .....	32



## Introducción

Finalizada la Segunda Guerra Mundial, Hungría experimentó la hiperinflación más intensa de la que se tengan registros en la historia mundial. Las reformas introducidas en Agosto de 1946 tuvieron efectos inmediatos y resultaron totalmente exitosas en la estabilización de precios. Dicha estabilización se consiguió por medio de la introducción de medidas de índole fiscal, más que de tipo puramente monetarias, y fue, paradójicamente acompañada por un rápido y prolongado crecimiento de la oferta monetaria.

Entre los meses de Julio de 1945 y Julio de 1946, Hungría experimentó la hiperinflación más alta en la historia mundial. Al 31 de Julio de 1946, el *índice de costo de vida* alcanzó un valor descomunal de 10.600 cuatrillones, basado en un índice de precios definido con una cifra de **1**, un año antes, mientras que el promedio de inflación diario en la semana final de la hiperinflación permaneció en 158.486%. Al día siguiente, el gobierno húngaro introdujo el *florín* a efectos de reemplazar el hiperinflacionado *pengő*. Durante las primeras dos semanas de estabilización, el índice de costo de vida permaneció sin variaciones, sólo dos años más tarde se vio incrementado a un promedio de sólo 8.5% anual. Dicha estabilización es conocida como “el milagro de la moneda húngara”.

La hiperinflación húngara de 1945-1946 es especialmente interesante por la severidad de la inflación, las inusuales políticas utilizadas para controlar la aceleración, y la aparente velocidad con que la economía parecía haberse ajustado hacia el final de la misma. El rol de expectativas inflacionarias, los problemas enfrentados por una economía devastada en camino de reconstrucción, y otras dificultades afrontadas al introducir políticas creíbles para terminar con la inflación, son de vital importancia para el caso de estudio. Entre las muchas medidas introducidas para controlar la inflación, se encuentra el caso de indexación de los depósitos bancarios y “*dinero calórico*”, las cuales no han sido estudiadas en profundidad, aún cuando sus implicancias son útiles en la actualidad y continúan siendo debatidas en nuestros días.

Hungría tiene la distinción de ser el único país que ha experimentado dos hiperinflaciones en una misma generación, por lo que resulta natural preguntarse si quizás la memoria de la primera pudo haber influido el desarrollo de la segunda.

Este trabajo tiene principalmente dos propósitos. En primer lugar, se discutirá el rol desempeñado por la indexación de la moneda, el bajo nivel del ingreso nacional y el desequilibrio de las finanzas públicas como factores determinantes de la hiperinflación húngara. En segundo lugar, se analizará lo que consideramos resultaron ser los elementos cruciales del programa de estabilización y se extraerán algunas útiles conclusiones a ser tenidas en cuenta en la implementación de estrategias de estabilización contemporáneas.

## Marco conceptual

### Los déficits presupuestarios y la creación de dinero

El Estado puede financiar su déficit de una de las dos siguientes formas: endeudándose, a través de una emisión de bonos; o creando dinero. En realidad, el Estado no crea dinero, pero con la cooperación del banco central, puede financiarse, por medio de la emisión monetaria. Puede emitir bonos y pedir al banco central que los compre. El banco central paga entonces al Estado con el dinero que éste crea y, a su vez, utiliza para financiar su déficit. Este proceso se denomina *monetización del déficit fiscal*.

La mayoría de las veces y en la mayoría de los países, los déficits se financian principalmente por medio del endeudamiento y no de la creación de dinero. Pero al comienzo de las hiperinflaciones, normalmente ocurren dos cambios. El primero es una crisis presupuestaria a causa generalmente de una gran convulsión social o económica, puede ser el estallido de una guerra civil o una revolución que destruye la capacidad del Estado para recaudar impuestos o tras una guerra, como consecuencia de la cual el Estado tiene menos ingresos fiscales y necesita realizar grandes gastos para reconstruir el país. El segundo es la creciente falta de disposición o incapacidad del Estado para obtener préstamos del público o de otros países con el fin de financiar su déficit. La razón se halla en la magnitud del propio déficit. Temiendo que el Estado no pueda devolver la deuda en el futuro, los posibles prestamistas comienzan a pedirles unas tasas de interés cada vez más altas, y a veces deciden dejar de prestarle. Como consecuencia, el Estado recurre cada vez más a la otra fuente de financiamiento de que dispone, a saber, la creación de dinero. Finalmente la mayor parte del déficit se financia creando dinero.

En el extremo, supongamos que el déficit se financia totalmente creando dinero, por lo que

$$\Delta M = \$\text{déficit}$$

Esta ecuación indica simplemente que el Estado (a través del Banco Central) debe crear suficiente dinero para cubrir el déficit nominal.  $M$  es la cantidad de dinero medida a finales de cada mes (en el caso de una hiperinflación, las variables cambian tan abruptamente que resulta útil dividir el tiempo en meses en lugar de trimestres o años).  $\Delta M$  es igual a la creación de dinero nominal de este mes y  $\$ \text{déficit}$  es el déficit presupuestario expresado en términos nominales.

Si dividimos ambos miembros de la ecuación por el nivel de precios existente durante el mes,  $P$ , y representamos el déficit fiscal real por medio de "déficit" sin el signo pesos, tenemos que

$$\frac{\Delta M}{P} = \text{déficit} \quad (1)$$

Los ingresos derivados de la creación de dinero,  $\Delta M/P$ , se denominan señoría, en alusión al derecho de los señores feudales de emitir dinero obteniendo una preciada fuente de ingresos. La ecuación (1) indica que el Estado debe crear suficiente dinero para que el señoría permita cubrir el déficit real.

Multiplicando el numerador y el denominador de  $\Delta M/P$  por  $M$ , podemos formular de nuevo el señoría de la siguiente forma:

$$\frac{\Delta M}{P} = \left( \frac{\Delta M}{M} \right) \times \left( \frac{M}{P} \right) \quad (2)$$

El señoría es el crecimiento del dinero ( $\Delta M/M$ ) multiplicado por los saldos reales ( $M/P$ ). Cuanto mayores son los saldos reales que hay en la economía, mayor es la cantidad de señoría correspondiente a una determinada tasa de crecimiento del dinero.

Para estudiar las magnitudes relevantes, es conveniente dividir los dos miembros de la ecuación (2) por la renta real,  $Y$  (expresada en valores mensuales):

$$\frac{\Delta M/P}{Y} = \left( \frac{\Delta M}{M} \right) \times \left( \frac{M/P}{Y} \right) \quad (3)$$

Esta ecuación establece que el cociente entre el señoría y la renta real (el término del primer miembro) es igual a la tasa de crecimiento del dinero (el primer término del segundo miembro) multiplicada por el cociente entre los saldos reales y la renta real (el segundo término del segundo miembro).

Supongamos que el Estado está incurriendo en un déficit fiscal igual al 10% de la renta real. Si lo financia creando dinero, el señoría también debe ser igual al 10% de la renta real. Supongamos que el público tiene unos saldos reales iguales a dos meses de renta, por lo que  $(M/P)/Y = 2$ . En este caso, la ecuación (3) nos dice que la tasa mensual de crecimiento del dinero debe ser igual al  $10\%/2 = 5\%$ .

Sin embargo, esto no implica que el Estado esté en condiciones de financiar un déficit igual al 20% de la renta real por medio de una tasa de emisión del dinero del 10%, o un déficit del 40% de la renta real por medio de una tasa de crecimiento del dinero del 20%, etc. En realidad, a medida que aumenta la creación de dinero, también aumenta la inflación. Y, a medida que aumenta la inflación, también aumenta el costo de oportunidad de tener dinero, lo que lleva al público a reducir sus saldos reales. En la ecuación (3), un aumento de  $\Delta M/M$  provoca una reducción de  $M/P$ , por lo que un aumento del crecimiento del dinero no provoca un aumento proporcional del señoría. Lo fundamental aquí es la forma en que el público ajusta sus saldos reales en respuesta a la inflación, y ése es el tema del que nos ocuparemos a continuación.

## La inflación y los saldos reales

Podemos formalizar la discusión de los eventos monetarios que siguen a un alza en el nivel de financiamiento por señoriaje, empleando el modelo clásico de hiperinflación desarrollado por Phillip Cagan. Cagan fue el primero en observar que, en tiempos de hiperinflación, el nivel de demanda de saldos reales de dinero depende casi enteramente del nivel de inflación esperada. La demanda de saldos reales depende de la renta real ( $Y$ ) y de la tasa de interés nominal ( $i$ ), que es aproximadamente igual a la tasa real ( $r$ ) más la inflación esperada ( $\pi^e$ ). Cuando aumenta la renta real, el público tiende a mantener mayores saldos reales, mientras que una suba del tipo de interés nominal incrementa el costo de oportunidad de mantener dinero en lugar de bonos, por lo que el público tiende a reducir sus saldos reales.

Podemos entonces escribir la función de demanda de dinero en la siguiente forma:

$$\frac{M}{P} = YL(i)$$

$$\frac{M}{P} = YL(r + \pi^e)$$

En tiempos de inflación muy alta, casi todos los desplazamientos en  $i$  se deben a desplazamientos en  $\pi^e$  más que a cambios en  $r$ . La tasa de interés real anual, al igual que la renta real, puede variar en unos pocos puntos porcentuales, mientras que la tasa de interés nominal puede variar en centenares o miles de puntos. Por lo tanto, Cagan reescribió la ecuación de la demanda de saldos reales en una forma simplificada:

$$\frac{M}{P} = \bar{Y}L(\bar{r} + \pi^e)$$

donde las barras situadas encima de  $Y$  y de  $r$  significan que ambas variables se mantienen constantes.

Esta simplificación estratégica le permitió centrarse en la dinámica de la inflación esperada. Notemos que cuando la inflación esperada es muy alta, las familias querrán mantener saldos reales de dinero muy bajos ( $M/P$ ), ya que el costo de oportunidad de mantener dinero (en lugar de activos que devengan interés o bienes durables) es muy alto. Cuando  $\pi^e$  es baja, mantendrán un nivel alto de  $M/P$ .

De hecho, durante las hiperinflaciones, el público encuentra muchas formas de reducir sus saldos reales. Cuando la tasa mensual de inflación es del 100%, por ejemplo, tener dinero en efectivo durante un mes implica perder la mitad de su valor real (porque las cosas cuestan el doble un mes más tarde). Por lo tanto, aumenta el trueque, es decir, el intercambio de unos bienes por otros y no por dinero. Los salarios se abonan con una frecuencia cada vez mayor (a menudo dos veces a la semana), y una vez que se abonan, la gente corre a las tiendas a comprar bienes. Aunque los gobiernos suelen declarar ilegal el uso de monedas distintas de la nacional, el público utiliza monedas extranjeras como depósito de valor. Y aunque sea ilegal, una creciente proporción de las transacciones se realiza en moneda extranjera, práctica que se ha extendido tanto en todo el mundo que ha recibido el nombre de *dolarización* (el uso de dólares para realizar transacciones interiores).

Pasemos a considerar ahora la oferta de dinero. La oferta de dinero crece con el tiempo porque el gobierno está tomando préstamos del Banco Central (esto es, está "imprimiendo dinero") a fin de pagar sus cuentas. Sea  $SE$  el monto de gasto real que debe cubrirse imprimiendo dinero.

Entonces,

$$\begin{aligned} SE &= \left( \frac{\Delta M}{M} \right) \times \left( \frac{M}{P} \right) \\ &= \left( \frac{\Delta M}{M} \right) \times [\bar{Y}L(\bar{r} + \pi^e)] \end{aligned} \tag{5}$$

La primera línea establece que el señoríaje es igual a la tasa de crecimiento del dinero multiplicada por los saldos reales. La segunda incorpora lo expuesto en la ecuación (4): la relación negativa existente entre los saldos reales y la inflación esperada. Si el crecimiento de dinero se mantiene constante indefinidamente, la inflación y la inflación esperada deben acabar siendo también constantes. Para simplificar el análisis, suponemos que el crecimiento de la producción es nulo. En ese caso, la inflación efectiva y la esperada deben ser iguales al crecimiento del dinero:

$$\pi^e = \pi = \frac{\Delta M}{M}$$

Sustituyendo  $\pi^e$  por  $\Delta M/M$  en la Secuación (5), tenemos que

$$SE = \left( \frac{\Delta M}{M} \right) \times \left[ \bar{Y}L \left( \bar{r} + \frac{\Delta M}{M} \right) \right] \quad (6)$$

A medida que aumenta el crecimiento del dinero, el primer término del segundo miembro de la ecuación (6); los saldos reales, los términos entre corchetes del segundo miembro, disminuyen. Por lo tanto, lo que ocurre con el producto de estos términos, con el señoríaje, es ambiguo.

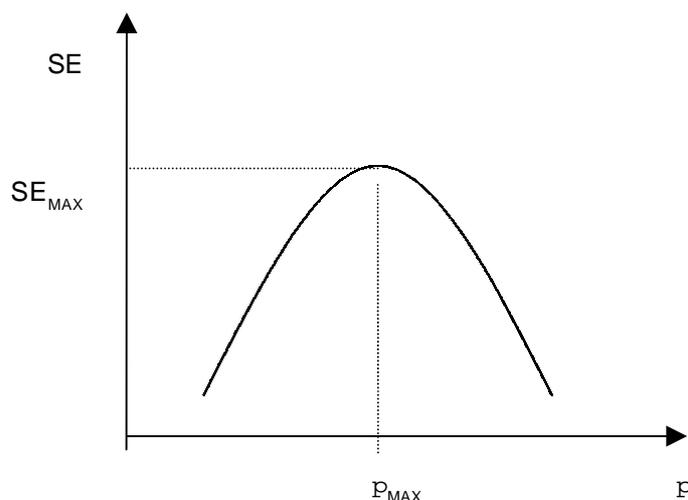
El concepto de señoríaje se encuentra relacionado muy de cerca con el concepto de impuesto inflacionario, aunque no son exactamente lo mismo. El señoríaje mide el monto de recursos reales que el gobierno puede capturar imprimiendo moneda. El impuesto inflacionario mide la declinación en el valor de los saldos reales de dinero a causa de la inflación y esta dado por la expresión:

$$TI = \pi \times \left( \frac{M}{P} \right)$$

Cuando existe inflación, el dinero está perdiendo constantemente su valor real. Las familias tienen que incrementar su tenencia de dinero nominal sólo para mantener sus saldos reales de dinero constantes. Cuando la inflación es constante y los saldos reales son constantes, las familias estarán incrementando su tenencia nominal de dinero exactamente a la misma tasa a la que el gobierno está recaudando ingresos por señoríaje. Entonces, en el estado estacionario,  $SE = TI$ .

$$\begin{aligned} TI &= \pi \times \left( \frac{M}{P} \right) \\ &= \left( \frac{\Delta M}{M} \right) \times \left( \frac{M}{P} \right) \\ &= SE \end{aligned}$$

En consecuencia, en el estado estacionario podemos conectar el aumento del señoríaje con el aumento de la inflación, encontrando una relación como la que se grafica a continuación. En ella, observamos que la tasa de inflación sube con el monto de señoríaje hasta un cierto nivel máximo del mismo. La tasa de inflación  $\pi_{MAX}$  genera el mayor nivel de señoríaje con una tasa de inflación estable. Es posible recaudar más señoríaje que  $SE_{MAX}$ , pero sólo si la tasa de inflación está creciendo constantemente y en monto suficiente para engañar a la población. A tasas de inflación superiores a  $\pi_{MAX}$ , el señoríaje sería, en realidad, más bajo que el señoríaje máximo dado que el público reduciría la base imponible del impuesto inflacionario, es decir, los saldos reales.



Consideremos el caso de un gobierno que necesita financiar un déficit presupuestario repentinamente mayor y decide financiarlo creando dinero. A medida que aumenta la tasa de crecimiento del dinero, la inflación y la inflación esperada pueden tardar un tiempo en ajustarse. Incluso, a medida que aumenta la inflación esperada, el público tarda más tiempo en ajustar totalmente sus saldos reales: se tarda tiempo en crear sistemas de trueque, comienzan a utilizarse poco a poco monedas extranjeras, etc.

Formulemos esta conclusión en términos más formales:

$$SE = \left( \frac{\Delta M}{M} \right) \times \left( \frac{M}{P} \right)$$

A corto plazo, un incremento de la tasa de crecimiento de dinero,  $\Delta M/M$ , provoca un pequeño cambio en los saldos reales,  $M/P$ . En otras palabras, si el gobierno está dispuesto a aumentar el crecimiento del dinero lo suficiente, puede generar casi la cantidad de señoría que quiera a corto plazo. Pero con el paso del tiempo, a medida que se ajustan los precios y disminuyen los saldos reales, se encontrará con que la misma tasa de crecimiento del dinero genera cada vez menos señoría. Por lo tanto, si continúa tratando de financiar un déficit mayor que el  $SE_{MAX}$ , observará que no puede hacerlo a largo plazo con una tasa constante de crecimiento del dinero. Esa es la razón por la que el crecimiento monetario efectivo es superior al que permite maximizar el señoría y por la que las hiperinflaciones casi siempre se caracterizan por un crecimiento del dinero y una inflación crecientes.

Existe también otro efecto. A medida que la inflación se acelera, el déficit presupuestario normalmente empeora. Esto se debe en parte a los retardos en la recaudación impositiva. El efecto se conoce con el nombre *efecto Olivera-Tanzi*, en honor a *Julio Olivera* y *Vito Tanzi*, dos economistas que han subrayado su importancia. Como los impuestos se recaudan sobre la renta nominal pasada, su valor real disminuye con la inflación, empeorando el desequilibrio fiscal, que suele agravarse como consecuencia de otros factores en el lado del gasto: los gobiernos suelen tratar de frenar la inflación prohibiendo a las empresas controladas por el Estado que suban sus precios, aunque sus costos estén creciendo con la inflación. El efecto directo que produce esta medida en la inflación es pequeño, pero el déficit de las empresas públicas tiene que ser financiado entonces por el Estado, lo que eleva aún más el déficit presupuestario. A medida que éste aumenta, también aumenta la necesidad de generar más señoría y, por lo tanto, de elevar aún más el crecimiento del dinero.

## El final de las hiperinflaciones

Todas las hiperinflaciones llegan a su fin. La dislocación de la economía es demasiado grande para que la soporte el público, y el gobierno encuentra una manera de reformar su proceso presupuestario. Detener una alta inflación requiere de una combinación especial de políticas económicas que afecten al tipo de cambio, el presupuesto fiscal, la oferta monetaria y, en algunos casos, medidas directas que apunten a los precios y salarios. Contribuye al éxito de una estabilización la confianza del público en el paquete de medidas. Con frecuencia, las hiperinflaciones no terminan en el primer intento de acabar con ellas, sino sólo después de varios intentos fallidos. Sin embargo, cuando los programas de estabilización tienen éxito, las hiperinflaciones tienden a terminar abruptamente, casi de un día para otro.

A continuación se enuncian los principales elementos que conforman los programas de estabilización:

- **Reforma Fiscal.** Deben introducirse medidas tendientes a reducir en forma creíble el déficit presupuestario. Esta reforma debe hacerse tanto del lado de los ingresos como de las erogaciones. Por lo que al gasto se refiere, normalmente la reforma implica reducir las subvenciones que suelen proliferar durante las hiperinflaciones. La suspensión temporal de los pagos de intereses sobre la deuda externa también ayuda a reducir los gastos. Del lado de los ingresos, lo que se necesita no es tanto un aumento de los impuestos sino un cambio de su composición. Durante las hiperinflaciones los contribuyentes pagan el impuesto inflacionario. La estabilización implica sustituir esta fuente de ingresos por otros impuestos, a fin de que la población se convenza de que la reforma del sistema tributario se llevará adelante y que el déficit presupuestario se reducirá.
- **Reforma Monetaria.** El banco central debe comprometerse de una forma creíble a no monetizar automáticamente la deuda pública. Esta medida se puede instrumentar a través de un decreto que prohíba al banco central monetizar el déficit fiscal, o fijando el tipo de cambio respecto de la moneda de un país con una baja tasa de inflación. Durante la hiperinflación, la inercia inflacionaria se elimina en la medida que la economía se va dolarizando, en consecuencia cabe esperar que se cumpla notablemente bien la paridad del poder de compra. La estabilización del tipo de cambio es un factor clave para detener la inflación ya que el tipo de cambio es un nexo fundamental entre los precios en dólares y los precios en moneda local. Pero no es posible estabilizar el tipo de cambio a menos que se controle el déficit fiscal y las necesidades de señoría. Una medida más drástica sería adoptar oficialmente la dolarización, es decir, hacer de una moneda extranjera la moneda oficial del país. Esta medida implica renunciar totalmente al señoría.
- **Políticas de Renta.** Algunos planes de estabilización recurren a la utilización de controles o fijación de precios y salarios, además de introducir cambios en la política monetaria y fiscal. El argumento radica en que la implementación de estas medidas ayuda a coordinar las expectativas en torno a un nivel de inflación más bajo. Si las empresas saben que los salarios no subirán, ellas no subirán los precios. Si los trabajadores saben que los precios no subirán, ellos no pedirán incrementos salariales, por lo que la inflación se eliminará más rápidamente. Los programas que incluyen este tipo de medidas se denominan heterodoxos, mientras que aquellos basados en cambios de la política monetaria y fiscal se denominan ortodoxos.

Debe destacarse otra característica importante de las estabilizaciones. Las tasas de crecimiento del dinero que se registran después de la estabilización son muy altas. La causa radica en que el público espera una inflación menor, bajan los tipos de interés nominales y aumenta la demanda de saldos reales. Al aumentar la demanda de saldos reales, el gobierno puede crear más dinero sin generar inflación. Por lo tanto, al comienzo de una estabilización exitosa, es posible que el gobierno obtenga un mayor margen de maniobra: puede financiar temporalmente una parte del déficit imprimiendo dinero, sin reavivar la inflación, aunque ciertamente no puede hacerlo en el mediano o largo plazo.

## Período de post-guerra

### Consecuencias económicas de la Segunda Guerra Mundial

Hungría logró mantenerse neutral hasta mediados de 1941 y posteriormente fue ocupada por tropas alemanas en Marzo de 1944. Aún con la guerra desarrollándose en Europa Oriental hacia 1942, es quizás sorprendente que Hungría haya vivido en relativa tranquilidad y que no haya sufrido un importante daño físico sino hasta fines del año 1944. Sin embargo, en los últimos seis o siete meses de la guerra, aproximadamente entre Octubre de 1944 y Abril de 1945, cuando el ejército soviético de ocupación expulsó a las tropas alemanas, el daño físico que debió soportar Hungría sólo fue superado por el infringido en Alemania y Bélgica.

### Costos de las reparaciones

Poco se podía hacer para evitar que la Unión Soviética exigiera una gran indemnización por los daños causados durante la guerra. El armisticio, firmado por Hungría el 20 de Enero de 1945 estipulaba las siguientes condiciones, que contenían importantes implicaciones económicas:

“El Gobierno y el Consejo Supremo de Hungría le aseguraría a los soviéticos y a las otras fuerzas aliadas los medios para desplazarse libremente a lo largo del territorio húngaro...brindando a esa movilidad toda la asistencia posible con sus propios medios de comunicación, haciéndose cargo de la totalidad de los gastos tanto en la movilidad terrestre, aérea y marítima.... Hungría se comprometía a devolver (a la URSS, Checoslovaquia, Yugoslavia y otras potencias aliadas)... materiales y objetos de valor trasladados durante la guerra hacia Hungría... como equipos y maquinarias, locomotoras, equipos móviles, tractores y vehículos automotores...”

El artículo 9 versaba sobre la entrega de la totalidad de las embarcaciones, mientras que el artículo 11 establecía pagos regulares a efectuarse en moneda húngara para soportar los costos de la Comisión de Control Aliado, sobre la que trataremos posteriormente.

Era, sin embargo, el artículo 12 el que contenía importantes implicaciones económicas. El mismo estipulaba que la suma de U\$S 300 millones debía ser pagada en el término de seis años en especie (equipos y maquinarias, embarcaciones, granos y cereales, ganado, etc.). De ese total, U\$S 200 millones se destinarían a realizar pagos a la URSS mientras que los U\$S 100 millones restantes se destinarían a Checoslovaquia y Yugoslavia (U\$S 30 y U\$S 70 respectivamente). Originalmente, La Unión Soviética había demandado la suma de U\$S 320 millones, mientras que Rumania sola demandó U\$S 500 millones, pero la exitosa gestión de negociadores británicos y americanos permitió reducir las reparaciones totales a U\$S 300 millones, de los cuales Rumania no recibiría nada, tras la presentación ante la Unión Soviética de salvedades en los términos del armisticio.

En millones de dólares, Hungría debía indemnizar a la URSS en especie del siguiente modo: maquinaria industrial 36,1; embarcaciones 12,9; equipo ferroviario 46,4; metales 70,3; productos agrícolas (semillas y granos) 9,0; ganado 17,3 y otros 8,0. Durante el primer año, Hungría estaba obligada a proveer a la URSS U\$S 33 millones en mercancías, libre de gastos de embarque y adicionales. En caso de incumplimiento en los pagos programados, se le aplicaría un interés del orden del 5% mensual. Adicionalmente, Hungría había acordado hacerse cargo del costo total en que incurriera el ejército soviético (entre 500.000 y 700.000 hombres) por su traslado a lo largo del territorio nacional desde y hacia Alemania.

Estas negociaciones tuvieron lugar bajo el auspicio de la Comisión de Control Aliado, una organización tripartita compuesta por delegados británicos, estadounidenses y soviéticos. Su objetivo consistía en dirigir los temas de política en los países derrotados y de supervisar la implementación de los términos del armisticio. Mientras que los británicos y los americanos intentaron dar participación a los representantes soviéticos en las negociaciones con los países de Europa Occidental (por ejemplo Italia), los soviéticos ni siquiera consultaron, excepto en pocas ocasiones, a los otros miembros de la Comisión de Control Aliado para dirigir los temas de Hungría luego de la Guerra.

De este modo, los soviéticos sacaron ventaja de las imprecisiones para definir lo que constituía un activo en la reunión que llevaron a cabo las potencias victoriosas en “Potsdam”. Esto dio lugar al reclamo soviético de definir a los activos como activos brutos, mientras que los pasivos serían ignorados.

Por otra parte, los soviéticos ampliaron de un modo exagerado lo que constituía un bien de origen alemán, británico o americano. Aún considerando que Alemania ejerció una gran influencia sobre la economía húngara en los años previos a la guerra, los soviéticos reclamaron para sí prácticamente todos los activos existentes de origen alemán, principalmente aquellos bienes que eran necesarios para la URSS.

Cuando los bienes eran identificados como, por ejemplo, de origen estadounidense, los soviéticos pretendían adquirirlos a su precio inicial estimado, aún cuando el mismo se había elevado considerablemente, dado el depreciado estado de la moneda húngara en 1945. Los soviéticos no reconocieron la depreciación del pengő cuando se trataba de activos producidos por las potencias aliadas, aunque claramente comprendieron la diferencia entre el valor nominal y el valor real a la hora de fijar la suma de los pagos por reparaciones.

A modo de ilustración, cabe hacer mención a un memorándum del Banco Nacional de Hungría, el cual planteaba lo siguiente:

“A los efectos de estimar la real carga que esto representa, los siguientes hechos deben ser tenidos en consideración: a los efectos de valuación de las mercaderías a ser entregadas por las reparaciones, la Comisión Soviética tomó los precios mundiales como base, en lugar de los prevalecientes en Hungría, que eran muy superiores. En consecuencia, el costo de producir o adquirir los bienes para ser entregados se elevó a 2.000 millones de pengős de 1938, que representaba un 43% de incremento sobre la cifra estipulada de las reparaciones (300 millones de dólares). Incluyendo las cargas adicionales que este factor representa (costos de entrega, intereses por atraso en los pagos), el valor total de las entregas a ser efectuadas a la URSS podrían ubicarse aproximadamente en 2.500 millones de pengős. Si el mismo cálculo se le aplica a las transferencias a realizarle a Checoslovaquia y Yugoslavia, el total de las reparaciones a pagar oscilaría entre los 3.000 y los 3.500 millones de pengős, que representan entre el 19% y el 22% del actual Ingreso Nacional (1944).”

En términos del Ingreso Nacional, las reparaciones representaron el 11,2% de la cifra para 1946-1947, 7,6% para el Ingreso Nacional de 1947-1948 y sólo el 3,1% en el año 1949.

Al momento en que la estabilización fue lograda, se estimó que en el sector manufacturero solamente, un tercio del daño que sufrió la industria húngara fue ocasionado por el saqueo infringido por los soviéticos. Conjuntamente con el eventual dominio político de los Moscovitas, y otras medidas de política económica soviéticas de la época, como impedir obtener préstamos del exterior para aligerar la pesada carga de la reconstrucción (por ejemplo, integrar el Plan Marshall) y el establecimiento de compañías en forma conjunta con los húngaros para evitar el incremento del comercio con Occidente y acrecentar sus vínculos con la URSS, dejaron a Hungría aislada para afrontar la etapa de la reconstrucción luego de la Guerra.

## Daños de la guerra

Debe ser enfatizado que hacia 1946, mientras que los otros miembros de la Comisión de Control Aliado poco se preocupaban por el devenir de Hungría, la decisión política tomada por la URSS de no permitir tomar préstamos del exterior para financiar tanto las reparaciones como los costos de reconstrucción, eliminaba el incentivo a sobrestimar o a subestimar los daños reales ocasionados por la guerra. Como la suma de las reparaciones fue estipulada en los términos del Armisticio, y no sería reducida sino hasta lograda la estabilización, había poco por ganar exagerando los daños provocados por la guerra.

Las tablas suministran información relativa a los costos por los pagos de las reparaciones así como estimaciones de los daños provocados por la guerra a los sectores de la economía. Como la **Tabla 1** muestra, los pagos efectivos por las reparaciones se encontraron sistemáticamente por debajo de los pagos estipulados por el Armisticio. Sin embargo, como porcentaje del gasto público, las erogaciones representaron aproximadamente un tercio del total. Hasta 1946, los ingresos fiscales se originaban casi exclusivamente por la emisión monetaria. Posteriormente, la recaudación impositiva junto a las utilidades obtenidas por las empresas estatales generaba virtualmente la totalidad de los ingresos.

**Tabla 1.** Esquema de Pago de Reparaciones: 1945-1952

Año	Estipulado	Real	Real/Gastos Gobierno
1945	37.5	11.4	30
1946	37.5	18.3	33
1947	37.5	17.7	39
1948	37.5	30.1	32
1949	37.5	15.1	7
1950	37.5	13.8	4
1951	37.5	13.4	2
1952	37.5	14.3	n.a.
<b>Total</b>	<b>300</b>	<b>134.1</b>	

Fuente: S.D. Kertesz, *Diplomacy in a Whirlpool*, documento 16.

La drástica reducción de la carga por reparaciones obedece a dos factores. El primero fue la mejora de la posición fiscal del gobierno húngaro una vez alcanzada la estabilización, tema que será profundizado más adelante. En segundo lugar, una vez que el futuro político de Hungría se encontraba con seguridad bajo el control soviético, especialmente luego de las elecciones de 1948, no había mucho por ganar con la implementación de una política potencialmente ruinoso para Hungría. Es por supuesto difícil de evaluar la importancia relativa de estos dos efectos, aunque está claro que ambos funcionaron en la misma dirección.

**Tabla 2.** Daños de Guerra (millones de pengös 1938)

Sector	Daños totales	% Total	% Ingreso 1944
<b>Agricultura</b>	3682.36	16.8	21.4
<b>Ganado</b>	<b>(1507.15)</b>	<b>(40.9)</b>	<b>99</b>
<b>Cultivos</b>	(1320)	(35.9)	n.a.
<b>Minería</b>	65.39	0.30	36
<b>Comercio</b>	1365.38	6.2	n.a.
<b>Transporte</b>	3689.31	16.8	59
<b>Ferrocarriles</b>	(2909.98)	(78.9)	n.a.
<b>Propiedad Privada</b>	5247.89	23.9	n.a.
<b>Residencias</b>	1854	8.4	18
<b>Industria</b>	2042.41	9.3	54.1
<b>Total</b>	<b>21950.85</b>	<b>100</b>	<b>40.2</b>

Fuente: Siklos, P., *War Finance, Reconstruction, Hyperinflation and Stabilization in Hungary*.

La **Tabla 2** muestra la magnitud del daño provocado por la guerra por sector económico, como una fracción del total así como en forma proporcional al ingreso nacional de 1944. Vale la pena destacar que más del 50% de la industria y medios de transporte fueron dañados y que aproximadamente la cuarta parte de la riqueza proporcionada por la agricultura se había perdido. La totalidad de los puentes que unían Buda con Pest fueron destruidos, como muchos otros puentes a lo largo del país. El sistema ferroviario se encontraba totalmente devastado.

La **Tabla 3** expone la emisión de letras del tesoro necesaria para el financiamiento del déficit fiscal. Un rasgo distintivo importante entre la segunda hiperinflación húngara y la primera fue el limitado rol que desempeñó en el último episodio el crédito otorgado por el Banco Central al sector privado. La mayor proporción de las letras descontadas por el Banco Central, superior al 90% provenían de la Tesorería. Esto resultó de la presencia de un sistema de distribución del crédito manejada por el Consejo Supremo Económico. Así, aún cuando la tasa de descuento del Banco Central permaneció en un 3% a lo largo de la hiperinflación, el sector privado no pudo obtener fondos ilimitados a tasas de interés real negativas.

**Tabla 3.** Letras del Tesoro emitidas por el Gobierno Húngaro (mil millones de pengös)

1945		1946	
3 Julio	5	8 Enero	500
20 Julio	5	30 Enero	800
11 Agosto	5	12 Febrero	2.000
3 Septiembre	15	25 Febrero	4.000
15 Septiembre	15	6 Marzo	10.000
5 Octubre	20	18 Marzo	25.000
24 Octubre	25	1 Abril	100.000
30 Octubre	50	15 Abril	500.000
10 Noviembre	80	2 Mayo	2.000.000
19 Noviembre	200	11 Mayo	10.000.000
4 Diciembre	350	24 Mayo	100.000.000
20 Diciembre	400	3 Junio	300.000.000
		8 Junio	2.500.000.000
<b>Total</b>	<b>1.170</b>	<b>Total</b>	<b>2.912.000.000</b>

Fuente: Bomberger, W. & Makinen, G., *Indexation, inflationary finance and hyperinflation*.

Considerando que Hungría tiene el galardón de haber sufrido dos hiperinflaciones, sería de suma utilidad conocer el rol que desempeñó la primera experiencia, sobre todo en lo concerniente a las acciones emprendidas por el Banco Central y el Gobierno. El Banco Central era plenamente consciente de que la política de descontar letras del tesoro llevaría inevitablemente a repetir la primera experiencia. Funcionarios del Banco Central advirtieron en numerosas oportunidades a la Comisión de Control Aliado sobre las consecuencias de emprender este tipo de políticas. Los soviéticos, que lideraban la Comisión de Control Aliado, hicieron caso omiso de estas advertencias arraigando en la creencia popular que la hiperinflación fue diseñada con un objeto político: la destrucción de la clase media.

El Banco Central de Hungría era nominalmente independiente del Gobierno Central. El artículo 50 de su estatuto prohibía otorgar crédito directo al gobierno. Sin embargo, el estatuto se suspendió previo al estallido de la Segunda Guerra Mundial y permaneció suspendido durante el lapso hiperinflacionario. El 7 de Mayo de 1946 el Gobierno tomó control directo del Banco Central por medio de un decreto que lo autorizaba a designar un comisionado, quien debía asegurar el desempeño del Banco Central en línea con las políticas de reforma territorial, los intereses económicos generales del país, el crédito al sector público y la política cambiaria. Los poderes de este funcionario eran tan amplios que se convirtió de hecho, en un Presidente del Banco Central.

En resumen, aún cuando Hungría era estable políticamente en el sentido de que un sólo partido político contaba con la mayoría parlamentaria, el muy deprimido nivel de ingreso nacional de los años '44 - '46 conjuntamente con las acciones emprendidas por la URSS indicaban que estos últimos preferían inflación, obstaculizando a cualquier gobierno a incrementar lo suficiente los impuestos como para cubrir los gastos. Por lo tanto, el gobierno, imposibilitado de recaudar ingresos por otra fuente, debió recurrir al impuesto inflacionario, aún conociendo cuales serían sus fatídicas consecuencias.

## Intentos de controlar la inflación

### Las tres fases de la hiperinflación

Frecuentemente se afirma que la causa de la hiperinflación radica en gobiernos políticamente débiles, imposibilitados de elevar lo suficiente los impuestos explícitos, viéndose forzados a recurrir a la emisión de dinero como la principal fuente de financiamiento del gasto público. Este argumento caracteriza en forma apropiada la situación por la que atravesaron Alemania, Austria, Hungría, Polonia y Rusia al finalizar la Primera Guerra Mundial, pero resulta insuficiente para explicar en modo total la experiencia húngara posterior a la Segunda Guerra Mundial. En la Hungría de 1945, el partido gobernante, los Pequeños Agricultores, había sido electo con el 60% de los votos en las elecciones de Noviembre de 1945. El gobierno recayó así en manos de un partido de coalición, que incluía entre sus facciones al partido Comunista. La Coalición se acordó como un medio de conseguir la unidad política para afrontar el difícil período de reconstrucción de post-guerra.

Dado que Hungría fue una de las menores Potencias del Eje, la soberanía del país se encontraba seriamente comprometida, sobre todo en asuntos internacionales donde las decisiones estaban influenciadas de manera determinante por la Comisión de Control Aliado, encabezada por la U.R.S.S.

Además, y a diferencia de aquellos países que experimentaron hiperinflaciones luego de la Primera Guerra Mundial, Hungría fue un campo de batalla importante y se estima que perdió cerca del 40% de su capital físico. Durante seis meses, comenzando en Octubre de 1944, el frente de batalla se movió a lo largo de Hungría. Budapest fue liberada luego de un largo período de enfrentamientos civiles. Cuando el ejército alemán comenzó a retirar sus tropas, removi6 gran parte del capital físico hacia Alemania, destruyendo parte del remanente (por ejemplo, el sistema ferroviario). Otra gran cantidad del capital físico restante fue removida sistemáticamente por el ejército soviético de ocupación. La masiva deportación de judíos y el status de prisioneros de guerra conferidos a numerosos jóvenes húngaros que conformaron la base del ejército nacional, despoj6 al país de un valioso capital humano. Mientras que el cálculo preciso del Ingreso Nacional es cuestionable, se estima entre un 40% – 50% del nivel de pre-guerra.

No pasó mucho tiempo antes que la inflación alcanzara niveles consistentes con una arbitraria pero aplicable definición de hiperinflación. La tasa de variación en el costo de vida excedió 50% por mes en Julio de 1945.

En la **Tabla 4** se detalla la tasa promedio diaria de la variación en el costo de vida para cada mes de la hiperinflación, donde se pueden distinguir las tres fases mencionadas entre Julio de 1945 y Julio de 1946.

En la primera etapa, los precios comienzan a acelerarse rápidamente hacia el final de la Segunda Guerra Mundial. Hacia Noviembre del '45, la victoria del partido de pequeños agricultores llevó esperanza a los ciudadanos húngaros ya que los aliados de Occidente los defenderían ante un ataque de la Unión Soviética. Existía, a su vez, la creencia que las reservas de oro que se encontraban en manos de los alemanes, serían devueltos como una recompensa por la victoria de dicho partido. En alguna medida esto podría explicar la significativa caída de la inflación en Diciembre.

Una segunda y breve fase comienza en Diciembre de 1945, cuando se le aplican impuestos a los pengös circulantes, lo que provoca la caída en la tasa de inflación hacia el fin de 1945. Todos los billetes, con la excepción de aquellos con denominaciones de 500 pengös o menos, fueron sellados cuadruplicando el valor facial de la impresión. La política representaba un impuesto sobre las emisiones pendientes en circulación, lo que significaba una ganancia de capital correspondiente al gobierno y no parecía una disminución "once and for all" en la cantidad de circulante.

La tercera y última fase comienza en Enero, cuando se introduce el "pengö fiscal" (TP) como política experimental de indexación. Su principal objetivo fue atar el valor nominal de activos y pasivos seleccionados a fluctuaciones en un índice de precios, conocido como **Índice TP**. Dicha política fue mantenida hasta Julio del mismo año, cuando el experimento de indexación y la hiperinflación se vieron concluidos.

Durante el período en que el TP fue mantenido, sucedieron dos hechos de especial relevancia. En primer lugar, los salarios reales se encontraban deteriorándose, por lo cual se intentó pagar los salarios en especie estableciéndolos en términos de medidas reales, principalmente en calorías dependiendo del tamaño de la familia y los esfuerzos físicos requeridos para llevar a cabo una tarea particular (*política de salario calórico*). El pequeño decrecimiento en la tasa promedio de inflación durante Marzo de 1946 debe ser atribuida a esta política. Finalmente, en Mayo de 1946, se decidió suspender la relación entre el índice de precios TP y las variaciones en el costo de vida, y, junto con la creciente incapacidad del gobierno húngaro de hacer que los pengös nominales sean aceptados, las emisiones de pengös fiscales circularían con más fuerza hasta el fin de la hiperinflación. Este período marcó el final de la tercera fase de la hiperinflación.

**Tabla 4.** Tasas de Inflación: 1945-1946

	Mes	Tasa de Inflación
<b>1945</b>	Julio	1
	Agosto	2,3
	Septiembre	4,07
	Octubre	17,45
	Noviembre	14,45
	Diciembre	7,10
<b>1946</b>	Enero	2,39
	Febrero	17,96
	Marzo	10,65
	Abril	60,33
	Mayo	1.012
	Junio	4.504
	Julio	75.655

Fuente: Siklos, P, *War Finance, Reconstruction, Hyperinflation and Stabilization in Hungary*.

### El pengö fiscal

Hacia el 10 de Enero de 1946, cuentas corrientes y cajas de ahorro fueron indexadas al índice de precios TP prevaleciente. Adicionalmente a la indexación de los depósitos bancarios, también se imprimió papel moneda indexada, el Pengö Fiscal. El 21 de mayo de 1946, dos meses antes de la estabilización, el ministerio de finanzas fue autorizado a emitir dichos billetes. Originalmente podía ser utilizado únicamente para el pago de impuestos. Así, individuos que tuvieran obligaciones impositivas en el futuro podrían adquirir estas emisiones para descargar sus pasivos fiscales cuando éstos se devengaran (vendría a ser un crédito fiscal, una especie de emisión o certificado de anticipación de impuestos). Las emisiones tenían una validez de dos meses y perdían su valor en la fecha de expiración, sin ninguna obligación de recompra por parte del tesoro.

Hacia Junio de 1946 era virtualmente imposible encontrar un pengö en circulación en Budapest y otras ciudades, especialmente después de las dos de la tarde, horario en el que los bancos dejaban de atender al público. El público en general depositaba todo su dinero en los bancos y a la mañana siguiente retiraban una suma progresivamente mayor con la cual podían efectuar las transacciones. El deseo de liberarse de la moneda pasada las dos de la tarde, causó serios problemas en el intercambio y la distribución, lo que motivó el decreto del 8 de junio de 1946, por medio del cual el gobierno forzó a los almacenes y demás negocios minoristas a permanecer abiertos hasta las 5 P.M. Sin embargo, los negocios no estaban obligados a aceptar pengös regulares después del horario del cierre bancario. El mismo decreto asimismo especificaba que cualquier asalariado estaba en derecho de exigir que su salario sea pagado al día siguiente, a la nueva cotización del TP, si se le pagaba después de las dos de la tarde. Debe aclararse que el TP no permaneció inmune a la depreciación, aunque se depreció a una tasa menor a la del pengö regular.

Con su introducción el 1 de enero de 1946, el valor del índice de precios utilizado para indexar fue el prevaleciente dos días antes. Hacia el 1 de marzo de 1946, comenzó a utilizarse el índice de precios del día anterior (el gobierno anunciaba el valor del índice a utilizarse el día siguiente por radio a las 6 P.M.). El 19 de Abril el gobierno cambió el índice por otro arbitrario, más representativo del incremento del nivel de precios, aunque la razón de este cambio no está clara.

El 13 de junio, el ministerio de finanzas amplió la utilización del TP, permitiendo cubrir el pago de tarifas del transporte público y otros servicios suministrados por el Estado o empresas públicas. Adicionalmente, el gobierno podría abonar con estas emisiones la producción que el sector privado le proveyera, teniendo en cuenta el sistema de repartos por entonces en vigencia, que obligaba a los agricultores a entregar una proporción de su producto al Estado.

El 23 de Junio, el gobierno comenzó a abonar todas sus erogaciones con estas emisiones. En la **Tabla 5** podemos observar la magnitud de estas emisiones en las semanas finales de la hiperinflación.

**Tabla 5.** TP Pendientes de Pagos, 1946

	Millones de Tax Pengos
29 Mayo	<b>4.447.810</b>
15 Julio	<b>11.427.723</b>
23 Julio	<b>276.698.900</b>
31 Julio	<b>2.798.667.900</b>

Fuente: Bomberger, W. Y Makinen, G. *Indexation, inflationary finance and hyperinflation.*

Los depósitos en el Banco de Ahorro Postal, principalmente en áreas provinciales, no fueron indexados sino hasta el 9 de Julio de 1946, unas tres semanas antes de la estabilización. Cuantitativamente, estos depósitos resultaron ser significativos, oscilando entre un 16% y un 54% de los depósitos totales del sistema bancario. Al 31 de enero de 1946, representaban el 48% de los depósitos declinando a un mínimo del 16% hacia fines de mayo de 1946. Una vez indexados, incrementaron su participación relativa hasta alcanzar el 54% de los depósitos totales al 31 de julio de 1946.

La existencia de este tipo de depósitos redujo la base impositiva sobre la cual recaía el impuesto inflacionario. Para obtener un mismo nivel de ingresos reales, el gobierno se vio forzado a acelerar el crecimiento del dinero, que trajo aparejado un astronómico incremento de la tasa de inflación. Aunque la indexación de depósitos fue instituída para proteger los ingresos públicos de la depreciación, se hicieron extensivos al sector privado para reducir la velocidad de circulación del dinero ofreciendo una alternativa atractiva a los commodities y monedas extranjeras.

En este sentido el TP tuvo un interesante pero fallido antecedente. El 25 de febrero de 1924 el gobierno húngaro había intentado detener la incipiente hiperinflación por medio de la introducción de la *corona*. La moneda doméstica podía ser depositada en estas cajas de ahorro indexadas en coronas. El índice de indexación se calculaba diariamente sobre la base de la tasa de la corona en Zurich y Viena, el tipo de cambio con el dólar en Budapest y el precio de 6 títulos arbitrarios comercializados entre Budapest y Viena. Este experimento llegó a su fin el 31 de mayo de 1924, momento en el cual la corona regular se había depreciado un 25% respecto a los "saving crowns", dado que la fórmula de ajuste tendía a crecer más rápidamente que los precios domésticos.

En la medida que la inflación se intensificaba, la popularidad de las cuentas en moneda indexada se acrecentaba. La **Tabla 6** muestra claramente este fenómeno, con un fuerte incremento de la relación

depósitos/circulante entre los meses de Enero y Abril de 1946. Es importante destacar que se está considerando monedas indexadas y sin indexar y, además, se observa que este ratio declina abruptamente a medida que la inflación se acelera, al igual que en otras inflaciones acontecidas.

**Tabla 6.** Ratio Depósitos sobre Circulante

1945		1946	
<b>Junio</b>	0.32	<b>Enero</b>	0.18
<b>Julio</b>	0.33	<b>Febrero</b>	0.30
<b>Agosto</b>	0.27	<b>Marzo</b>	0.49
<b>Septiembre</b>	0.22	<b>Abril</b>	1.03
<b>Octubre</b>	0.13	<b>Mayo</b>	0.29
<b>Noviembre</b>	0.10	<b>Junio</b>	0.31
<b>Diciembre</b>	0.13	<b>Julio</b>	9 x 10 <sup>-8</sup>

Fuente: Bomberger, W. Y Makinen, G. *Indexation, inflationary finance and hyperinflation*.

Dado que emitía su propia moneda, el gobierno tenía poca necesidad de descontar letras del tesoro en el banco central. Las operaciones de descuento cesaron el 9 de Julio y el 12 de Julio el Banco Central imprimió emisiones del Pengö Regular, cuya denominación alcanzó a 100 *trillones*. (10<sup>20</sup>).

La información sobre las emisiones en circulación publicada para la semana finalizada el 15 de Julio revela que la emisión de pengös ordinarios alcanzó su pico máximo de 76x10<sup>24</sup>. Al 31 de Julio, la emisión monetaria había caído a 47x10<sup>24</sup>. Al tipo de cambio oficial, la totalidad de la emisión monetaria pudo haber sido comprada por U\$S 23.245 (o aproximadamente U\$S 2.300 a la cotización prevaleciente en el mercado negro).

El 9 de Julio, el TP se convirtió en la moneda de curso legal y su impresión y distribución pasó a manos del Banco Central. Durante los pocos meses previos a la estabilización, estas emisiones fueron el único medio de intercambio en Hungría. Las reformas introducidas el 1 de Agosto incluían disposiciones para la conversión del TP, el cual circuló como un medio de pago y unidad de cuenta auxiliar luego de la estabilización. Posteriormente, fueron gradualmente retirados de circulación entre 1946 y principios de 1947.

Con la introducción del TP, el gobierno estaba teóricamente devolviendo a la gente gran parte del ingreso proveniente del impuesto inflacionario. La proporción que el gobierno recaudaba estaba determinada por la fracción del incremento del nivel de precios por encima del índice utilizado para indexar el TP.

La emisión de este circulante trajo consigo el mismo efecto que una reducción de la base impositiva en ausencia de su emisión. Para obtener el mismo nivel de ingreso real, sería necesario incrementar más la tasa de emisión de moneda doméstica regular, acelerando el incremento en el nivel de los precios. Así, la emisión de los TP sirvió sólo para alimentar la inflación al reducir la base impositiva. Además, condujeron a que billetes del pengö regular se depositaran en el sistema bancario, donde ayudaban a incrementar la tasa de creación de depósitos.

El gobierno intentaba simplemente utilizar el Pengö Fiscal para financiar sus gastos temporalmente. La motivación para tal política queda reflejada en el **Gráfico 1**, donde se representa el ingreso del gobierno proveniente del impuesto inflacionario. En Diciembre de 1945, tales ingresos cayeron rápidamente. Los ingresos provenientes del impuesto inflacionario lograron provocar una reversión transitoria en la tendencia decreciente del señoriaje. Sin embargo, la política fue destacada como conductora hacia una reducción permanente en la oferta de dinero y consecuentemente en la inflación, pero al no existir otras condiciones básicas para una reducción permanente en la inflación, la política falló para detener el proceso hiperinflacionario.

Es difícil omitir la conclusión de que tanto los TP (depósitos y moneda) resultaron ser uno de los factores que contribuyeron a determinar la severidad de la inflación. Claramente, la lección es que cuando un gobierno intenta incrementar sus ingresos por medio del impuesto inflacionario, el instituir moneda indexada puede resultar contraproducente.

### El experimento de indexación del pengö

El objetivo principal de la política de TP era asegurar que el valor real del dinero fuera mantenido gracias a la revalorización del pengö por el ajuste calculado en la base del índice de precios TP. Numerosos indicadores pueden demostrar que la actuación del experimento de indexación TP fue bastante valiosa. En términos del presupuesto del gobierno, se observa que el ingreso real impositivo aumentó en un comienzo, y luego cayó hasta el final del proceso hiperinflacionario. En el **Gráfico 2** se puede distinguir los ingresos reales provenientes de impuestos como proporción de los gastos del gobierno. En los primeros tres meses de la política de TP, el déficit presupuestario se fue estrechando, puesto que los ingresos impositivos habían crecido hasta representar el 14% de los gastos. El impacto positivo del experimento TP en el presupuesto del estado fue temporario, ya que en los cuatro meses finales del proceso, la recaudación impositiva cubría sólo el 6% del gasto.

La **Tabla 7** detalla la composición de los ingresos y gastos gubernamentales, en base mensual, excepto para los dos últimos meses de la hiperinflación. Obsérvese que, excepto en tres meses, los ingresos fiscales cubrieron menos del 10% de las erogaciones. La recaudación de impuestos en Hungría se encontraba plagada de dificultades. En primer lugar, muchos experimentados administradores de impuestos abandonaron el país a principios de 1945 con el gobierno Nazi. Muchos de los que permanecieron fueron removidos de sus cargos por comités políticos de post-liberalización y reemplazados por funcionarios inexpertos. Segundo, como consecuencia de la guerra se destruyeron gran parte de los registros públicos. Por último, encontramos que la base impositiva se vio seriamente erosionada, en parte debido a la reforma territorial que tuvo lugar en 1945, por medio de la cual Hungría perdió parte de su extensión territorial, reduciendo tanto el nivel de actividad como de ingresos tributarios.

**Tabla 1. Ingresos y Gastos del Sector Público Período Julio 1945 - Mayo 1946 (Pengo Regular)**

	1945 (En Millones)						1946 (En Trillones)				
	Julio	Agosto	Septiembre	Octubre	Noviembre	Diciembre	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo
Gastos											
Ordinario	1.726	4.231	8.903	29.143	132.427	304.437	689	2.480	17.000	189.500	31.900
Déficit de las empresas estatales	896	1.713	3.703	13.756	54.757	108.198	194	720	3.500	36.400	7.500
Reparaciones	569	2.293	2.256	8.149	49.318	224.627	318*	1.500	13.000	222.000	24.500
Costos de la ocupación soviética	148	590	1.348	3.915	29.355	46.656	—	—	—	—	—
Comisión de Control Aliado	64	179	349	1.635	5.999	24.997	—	—	—	—	—
<b>Total</b>	<b>3.403</b>	<b>9.006</b>	<b>16.559</b>	<b>56.598</b>	<b>271.856</b>	<b>744.916</b>	<b>1.191</b>	<b>4.700</b>	<b>33.500</b>	<b>448.000</b>	<b>63.900</b>
Ingresos	231	746	1.210	3.222	17.973	53.047	169	680	4.350	43.800	4.700
Costos de ocupación y reparaciones como porcentaje del Gasto Público	23%	34%	23%	24%	31%	40%	26%	32%	39%	50%	38%
Ingresos como porcentaje del Gasto Público	6,8%	8,3%	7,3%	5,7%	6,6%	7,1%	14,2%	14,4%	13,0%	9,8%	7,3%

Fuente: Bomberger, W y Makinen G. *Indexation, inflationary finance and hyperinflation*

\* A partir del año 1946, las reparaciones, costos de ocupación y de la Comisión de Control Aliado se encuentran agregados en la partida reparaciones.

Contribuyeron a la caída de la base impositiva la cesación del comercio internacional, la brusca reducción del nivel de actividad y el acelerado crecimiento, especialmente a medida que la inflación se aceleraba, de la economía sumergida. En 1945, aproximadamente el 75% de los ingresos fiscales provenían de impuestos que gravaban las transacciones y de los monopolios estatales sobre el alcohol y el tabaco.

Existe otra influencia que funcionó contraria a la credibilidad del TP, afectando ambos al gobierno y al público. El atraso entre la estimación y la aplicación del índice de precios TP fue un recurso de reducción en el poder adquisitivo, mientras pérdidas similares podrían haberse acumulado por las diferencias entre las variaciones en el costo de vida y los índices de precios TP. Dicha relación queda representada en el **Gráfico 3**. Decimos que la caída en el poder adquisitivo de P implica una depreciación, la cual tiene una connotación de pérdida, si y sólo si, los precios siguen incrementándose en el tiempo. Hasta Mayo de 1946, la medida de depreciación técnica no se había desviado en demasía de 100, lo cual significa que no existía pérdida de poder adquisitivo como resultado del atraso entre el índice de costo de vida y el TP, calculado en la base de precios rezagados. Cualquier desviación de 100, indica una pérdida de poder adquisitivo si los precios corrientes son mayores que los precios rezagados. Sin embargo, cualquier depreciación técnica podría ser contrarrestada ajustando el índice de precios TP para superar las dificultades creadas por el rezago entre variaciones de precio y revaluación de las obligaciones financieras.

Otro indicador de la influencia de la indexación es llamado Índice de Precios Reales TP, esto es, el ratio de índice de precio publicado utilizado para ajustar las obligaciones en términos nominales y el costo de vida rezagado apropiadamente, puesto que el TP fue asumido como reflejo de precios pasados. Hasta fines de Abril de 1946, el índice TP incrementó el poder adquisitivo de los depositantes. Los saldos reales cayeron, casi sin excepción, hasta Julio de 1946 como puede apreciarse en el **Gráfico 4**. Los ingresos por señoriaje fueron significativamente menor que en el año anterior, aunque los mismos fueron bastante estables durante todo el proceso hiperinflacionario.

### Salarios «Calóricos»

Se suele alegar que la inflación suele ser causada por cambios en los salarios cuando la economía se monetiza. En el caso de Hungría, esto así no ocurrió, puesto que las variaciones en los salarios se encontraban rezagadas respecto a las variaciones en los precios. El Partido Comunista entendió la sindicalización de los trabajadores como un resultado a la centralización de negociaciones salariales, en vez de un intento de corregir los salarios según la inflación corriente. Dada la velocidad con que los precios variaban, las negociaciones y subsecuentes ajustes salariales producían un retraso que concluía en una caída dramática en los salarios reales a través del proceso hiperinflacionario. Los salarios eran calculados cada cierta frecuencia, mientras que los niveles de precios se incrementaban continuamente. De hecho, a pesar de la aceleración de la inflación, los salarios fueron modificados dos veces al mes hasta el final del proceso.

Como resultado de los estados depreciados de los salarios reales, y de las dificultades impuestas por interrupciones en la producción causadas por los constantes aumentos de los pagos de reparación de guerra, el gobierno de Hungría decidió implementar una forma de pago en especie llamado “salarios calóricos”. El objetivo de esta política era asegurar a cada trabajador un salario real fijo, establecido en la base de un mínimo de calorías requeridas para desarrollar una tarea particular. Por ejemplo, un trabajo que requería gran esfuerzo físico requeriría un número mayor de calorías que un trabajo de oficina. La **Tabla 8** muestra, por tipo de empleo, la discrepancia existente entre salarios efectivamente asignados bajo el sistema de salarios “calóricos” y el equivalente para el mismo trabajador si recibiera el pago completo de su salario en especie.

**Tabla 8.** Salarios bajo el Sistema Calórico

Fecha	En especie (A)		Sistema Calórico (B)		A/B	
	Sirviente	Asalariado	Sirviente	Asalariado	Sirviente	Asalariado
<b>1-7 Febrero '46</b>	P467.640	P471.240	P1.250.000	P1.026.880	37.4	45.9
<b>8-14</b>	P771.606	P777.546	P2.063.292	P1.584.352	37.4	45.9
<b>15-21</b>	P1.295.000	P1.305.360	P3.600.840	P3.365.520	36	38.8
<b>22-28</b>	P1.750.000	P1.764.000	P4.866.000	P4.548.000	36	38.8

Fuente: Siklos, P. *War Finance, reconstruction, hyperinflation and stabilization in Hungary, 1938-48*.

Salarios pagados completamente en especie mostraron ser dificultosos desde el comienzo, debido a los problemas de transporte y disponibilidad de alimentos, pero en mayor medida por el decaimiento de los salarios reales en términos calóricos, representado en el **Gráfico 5**. Durante el episodio de salarios calóricos las industrias fueron incapaces o no estuvieron dispuestas a proveer los pagos de salarios en especie. Los salarios reales, aún con este sistema, continuaron cayendo. Y, aunque existieron trabajadores que fueron ganadores al recibir mayores salarios, esta política resultó poco efectiva. El gobierno, en parte, fue el culpable que esta política fallara al incrementar los precios y acumulando comida en su preparación para el camino de la estabilización.

## El programa de estabilización

El objetivo fundamental del programa de estabilización es restablecer la confianza del público en el valor de la moneda doméstica con el fin de restituir las transacciones monetarias. Este tipo de programas usualmente incluye una revisión general del diseño del sistema tributario con el propósito de garantizar el equilibrio fiscal tanto en el corto como en el mediano plazo. Frecuentemente, los programas de estabilización adoptan la convertibilidad de la moneda en oro o alguna divisa internacional estable, imponiendo una limitación adicional sobre la política fiscal, reforzando la creencia del público de que se ha emprendido un serio intento de equilibrar las cuentas públicas.

Las reformas monetarias y fiscales pueden ser asistidas por el acceso al crédito externo. Por otra parte, sería mucho más dificultoso si la nación en cuestión debiera pagar indemnizaciones cuyo monto total o la programación de las amortizaciones fuera incierto. La incertidumbre, en este caso, genera desconfianza en los individuos sobre los recursos con los que cuenta el gobierno para garantizar la estabilidad fiscal y la convertibilidad de la moneda.

Anteriormente, se han mencionado algunos de los rasgos sobresalientes de la situación de Hungría previos a la estabilización: el deprimido estado en que se encontraba su economía, el fuerte déficit fiscal, la indemnización de U\$S 300 millones y el costo generado por el ejército soviético de ocupación.

De gran relevancia resultaba la magnitud de los derechos de los extranjeros que recaían sobre los recursos húngaros. Bajo los términos del armisticio, Hungría acordó, junto con los costos de ocupación y reparaciones, restablecer todos los derechos legales e intereses de las Naciones Unidas y de sus países miembros, tal cual existían antes del estallido de la guerra e incluso restituir su propiedad en forma ordenada.

Los U\$S 300 millones de indemnización debían ser abonados en un término de seis años, debiendo abonar en el primer año 33 U\$S millones a la URSS, quedando pendiente la determinación de los otros derechos de las Naciones Unidas y sus miembros. La suma de U\$S excluía los costos de embalaje, transporte y seguro, que incrementaban el total entre un 15%-20%. Más aún, si Hungría se demoraba en efectuar sus entregas, se la castigaría con un interés punitivo del 5%. La carga real era mucho mayor que lo que en términos nominales se sugería. De acuerdo al anexo del artículo 12 del armisticio, los productos a ser entregados debían ser valuados a los precios de Hungría del año 1938 con un incremento del 15% para los equipos industriales y del 10% para el resto de las mercancías, a fin de reflejar las variaciones en los precios mundiales. Al interpretar dicho anexo, la Unión Soviética determinó cuáles debían ser los precios del '38, que fueron fijados, como era de esperarse, a un nivel bastante bajo. Utilizando los precios vigentes en Hungría, se estimó que la carga real duplicaba o hasta triplicaba la suma original de U\$S 300 millones. El Ingreso Nacional de Hungría para 1946-1947 fue calculado en una cifra cercana a mil millones de dólares.

Adicionalmente, resultaba incierto el área geográfica de Hungría así como la población que debía soportar la carga de las reparaciones. Bajo el Tratado de Trianón, firmado el 4 de Junio de 1920, Hungría perdió el 71% de su territorio y el 60% de su población. La alianza de Hungría con las potencias del Eje durante los años '30 le permitió recobrar parte de los territorios perdidos que se encontraban bajo la corona de St. Stephen. Estos territorios prácticamente duplicaron la extensión geográfica de Hungría resultando en un incremento de su población de 9 a 14,6 millones. Cuando Hungría firmó el armisticio el 20 de enero de 1945, acordó evacuar todas sus tropas y oficiales de los territorios anexados, restableciendo la frontera existente al 31 de Diciembre de 1937 (la misma establecida por Tratado de Trianón).

## Las reformas del 1 de Agosto

El Gobierno introdujo un ambicioso plan de estabilización el 1 de Agosto de 1946, preparado en gran parte por el Partido Comunista, el cual no fue diseñado a requerimiento de la Comisión de Control Aliado, ni de las Naciones Unidas ni basado en préstamos del extranjero. El análisis del paquete de estabilización puede ser organizado en términos de sus principales elementos:

1. Las medidas tendientes a incrementar la *aceptación general de la moneda*.
2. Una drástica *reforma del sistema tributario*.
3. La *disponibilidad de créditos y donaciones internacionales, la reprogramación de los pagos por reparaciones y la determinación de la frontera húngara*.

### 1. Medidas tendientes a incrementar la aceptación general de la moneda

Al margen de la política fiscal y monetaria, tres medidas adicionales fueron puestas en práctica con el propósito de incrementar la aceptación general de la unidad monetaria.

1. La introducción de una nueva unidad de medida para reemplazar al depreciado Pengö. Esta unidad se denominó Florín, en conmemoración a la antigua y estable moneda de la monarquía Habsburga. El Pengö regular era cambiado por el Florín a un tipo de cambio de 400.000 cuatrillones a uno, mientras que el Pengö Fiscal fue fijado en 200 millones por florín. Una ley estableció que las emisiones de florín debían ser respaldadas por oro, en un 25% de su valor facial, aún cuando durante los primeros seis meses del plan el respaldo en oro excedió, en promedio, el 50%. Sin embargo, el Florín no era convertible a oro u otras divisas internacionales.
2. El gobierno húngaro recuperó de los Estados Unidos U\$S 32 millones en oro correspondientes a reservas del Banco Central que fueron removidas a Alemania por el gobierno Nazi. Las 22 toneladas de oro retornaron a Budapest el 6 de Agosto en medio de gran publicidad en la prensa. Adicionalmente, se obtuvieron U\$S 12 millones en oro y monedas extranjeras provenientes de fuentes domésticas durante el período de gracia anterior a que las leyes entraran en vigencia prohibiendo ese tipo de tenencias, sujetas a multas draconianas. Estas dos cantidades daban una suma total de U\$S 44 millones, proveyendo el oro suficiente para cubrir más del 100% de los billetes en la introducción del florín.
3. Fue reimpuesto el Artículo 50 del estatuto de Banco Central, prohibiéndole prestar directa o indirectamente fondos al gobierno, excepto el caso de depósitos de oro o divisas en adelanto de billetes. Para darle cierto respiro al gobierno, antes que nuevas tasas impositivas fueran establecidas para proporcionar el ingreso suficiente para cubrir su gasto, se acordó un adelanto inicial de 300 millones de florines.
4. A fin de controlar la oferta de depósitos, se requirió inicialmente establecer el 100% de las reservas requeridas en los bancos comerciales.

Estos cambios en la naturaleza de la unidad corriente fueron más que cosméticos, acompañaron un cambio fundamental. El florín fue respaldado conjuntamente por oro, monedas extranjeras y papeles comerciales. Hacia Diciembre de 1946, la emisión de papel moneda llegó a excederse del límite preestablecido de 1.000 millones de florines, la cual debió ser corregida a través de controles rígidos de crédito y deflación. A lo largo de 1947, el 25% de cobertura de oro fue mantenida. Se inyectaba liquidez al mercado por medio de operaciones de descuento de papeles comerciales y el gobierno no recibió ningún préstamo tal como fue estipulado.

### 2. Reforma del Sistema Fiscal

Durante este período se efectuó una reforma fundamental en el sistema impositivo. Las tasas impositivas fueron incrementadas considerablemente sobre el nivel anterior a la guerra: los impuestos a las ganancias fueron impuestos a una tasa de 2% del ingreso excedente sobre 1.200 florines, aumentando hasta un máximo del 60% en remuneración salarial y del 80% en el ingreso por propiedad. La renta bruta

sobre el alquiler estaba sujeta a un impuesto entre 60% y 80%. El impuesto al consumo fue aumentado del nivel de 2-5% de pre-guerra a 3-10%.

Los gastos también fueron sujetos a una severa disciplina fiscal; antes del período de estabilización el número de empleados fue reducido en cada ministerio a un 90% del total en el año fiscal 1937-1938. A su vez, la policía estatal fue reducida a 5.000 agentes y los miembros del ejército a 20.000 hombres. Luego del proceso de estabilización, los salarios y pensiones estatales fueron cortados a menos del 50% de los mismos en 1937-1938.

El resultado de esta reforma fue dramático: en Agosto de 1946 sólo el 21% del total del gasto fue cubierto por impuestos. En Octubre, esta relación se vio incrementado hasta cubrir el 96% del gasto. En la **Tabla 9** se presentan las finanzas públicas en el período de estabilización (años 1946-7 y 1947-8): se puede observar que mientras que para el primer período los ingresos impositivos cubrían 78% del gasto público, en el período siguiente representaban el 96%. Además se debe destacar, que los costos de reparación y de ocupación continuaban siendo una pesada carga para el estado, equivalente al 39% en 1946-1947 y al 27% en el período siguiente.

**Tabla 9.** Finanzas Públicas de Hungría, períodos 1946-1947 y 1947-1948 (en millones florines)

	1946-7	1947-8
<b>Gastos</b>		
Bienes y servicios	2.265	3.758
Costos de reparación y ocupación	1.436	1.707
Inversión Planeada		833
<b>TOTAL</b>	<b>3.701</b>	<b>6.300</b>
<b>Ingresos</b>		
Impuestos Corrientes	2.891	6.047
Fuentes extraordinarias	812	359
<b>TOTAL</b>	<b>3.703</b>	<b>6.406</b>

Fuente: Kemény, G., *Economic Planning in Hungary*.

### 3. Otros elementos

El programa de Estabilización se benefició por las siguientes medidas que ofrecieron mayor soporte psicológico, menor incertidumbre y ayuda financiera adicional.

1. En Mayo de 1946, el gobierno de Estados Unidos le concedió a Hungría un crédito de U\$S 10 millones para adquirir bienes americanos. El 19 de Junio, esta suma se incrementó por un adicional de U\$S 5 millones. La ONU entregó U\$S 4 millones en comida, que luego fue vendida por el gobierno húngaro proporcionando una fuente extraordinaria de recursos.
2. El 29 de Julio se celebró una Conferencia de Paz en París con las Potencias del Eje, donde se establecieron las fronteras de Hungría. Quedaron de esta forma identificadas las mismas fronteras establecidas por el tratado de Trianón con la excepción de pequeños pueblos a los cuales Hungría tuvo que renunciar.
3. El esquema de amortizaciones de las reparaciones de guerra fue estipulado de la siguiente forma: el período de pagos fue reprogramado de 6 a 8 años. El pago anual a la Unión Soviética fue fijado en millones de dólares:

1945	1946	1947	1948	1949	1950	1951	1952
10.2	21.8	23	25	30	30	30	30

Un trato similar fue garantizado por Checoslovaquia y Yugoslavia. Los U\$S 6 millones de comida como penalidad por los intereses, fueron cancelados, y la Unión Soviética aceptó tomar acciones de la compañía Petrosani Colliery (la compañía minera más importante de carbón en Rumania, cuya accionista mayoritario era Hungría) como amortización parcial de los pagos de reparaciones de 1946-1947.

4. El gobierno seleccionó la fecha del 1 de Agosto para comenzar el proceso de estabilización, ya que corresponde al momento en que la cosecha de verano es introducida al mercado. Además se intentó realizar un gran esfuerzo para que las tiendas de Budapest acumularan mercadería importada a fin de dar la impresión que existía abundancia de bienes.

## Los resultados

Una estabilización efectiva debería terminar abruptamente con la inflación. Una estabilización exitosa debería estar acompañada por una abrupta reducción en la inflación esperada de magnitud equivalente. Una reducción en la inflación esperada se evidencia de las siguientes dos formas. En primer lugar, los saldos reales monetarios se deberían incrementar abruptamente como resultado del traspaso del público de monedas extranjeras a moneda nacional, la magnitud de dicho incremento debería reflejar la tasa de inflación esperada anterior a la estabilización. En segundo lugar, el desempleo no debería aumentar puesto que la negociación del salario está estrechamente relacionada con la nueva tasa de inflación esperada.

Los resultados de este proceso estabilizador fueron determinantes. El costo de vida aumentó del 1 de Agosto al 31 de Diciembre 6%, y durante 1947 dicho incremento alcanzó 19%, aún con un aumento sustancial en la oferta de dinero, de 221% entre el 31 de Agosto y 31 de Diciembre y 132% en el año siguiente.

### Demanda de Dinero

Además de una drástica reducción en las expectativas inflacionarias, un proceso estabilizador exitoso deriva en un incremento sostenido de los saldos reales. Con la confianza necesaria en las reformas económicas comenzó un fenómeno de remonetización, junto al logro de la estabilidad de precios, que resultó en un agudo aumento en el deseo de mantener mayor cantidad de dinero líquido. En el **Gráfico 6** se puede observar los saldos reales en la nueva moneda (Florín) de Agosto de 1946 a Junio de 1948. Una manera de determinar la importancia del aumento en los saldos reales, es determinando qué tan rápido se produjo ese aumento relativo comparado con un período de existencia de estabilidad de precios, 1938. Aunque se distingue hacia el 30 de Junio un aumento de 71,2% del valor promedio de 1938, el mayor y más rápido aumento ocurrió entre Agosto y Noviembre de 1946. Los saldos reales en el siguiente Julio crecieron nuevamente pero estableciéndose en el estado anterior en Agosto del mismo año. Aún con la aparente credibilidad de las reformas de Agosto de 1946, y de las restricciones de monetizar cualquier deuda, no existía una garantía *a priori* que el plan implementado hubiera resultado exitoso.

Mientras 1947 iba transcurriendo, la inflación y la emisión de billetes se encontraban controladas y limitadas según el plan de reforma. Sin embargo, debería destacarse que tras 1 año de finalizada la Hiperinflación Húngara, el gobierno continuaba controlando el crecimiento de las emisiones para que fuera alcanzado el nivel "normal" de saldos reales (era poco claro cuál era el nivel considerado "normal"). Sin embargo, las comparaciones se realizan con el período 1938-1939, por lo que es fácil de asumir que el término normal era referido a niveles de pre-guerra en los saldos reales. El hecho que dicho saldo fuera significativamente menor hacia Junio de 1948 respecto al período de pre-guerra puede ser visto como un indicativo del grado de recuperación de la economía húngara en el período de estabilización.

En la **Tabla 11** presentada a continuación, se observa el agudo incremento en la emisión de papel moneda en la presencia de estabilidad relativa de precios, mostrando un incremento de igual magnitud en los saldos reales.

Tal como sucedió con otras estabilizaciones, el aumento de la oferta monetaria fue acrecentado por un tiempo prolongado. Luego de sucedidos varios meses de precios estables, algunos individuos revirtieron la cantidad de dinero mantenida hacia los niveles de tiempos sin inflación. Alternativamente, existieron ciertos costos de ajuste en los saldos reales que condujeron a un aumento gradual en la cantidad de dinero demandada.

**Tabla 11.** Emisión en el período de post-estabilización  
(en millones de florines)

1946		1947	
7 Agosto	114	31 Enero	1.017
15 Agosto	227	28 Febrero	1.093
23 Agosto	294	31 Marzo	1.173
31 Agosto	356	30 Abril	1.258
7 Septiembre	416	31 Mayo	1.408
15 Septiembre	460	30 Junio	1.468
23 Septiembre	526	31 Julio	1.592
30 Septiembre	607	31 Agosto	1.754
7 Octubre	656	30 Septiembre	1.834
15 Octubre	719	31 Octubre	1.869
23 Octubre	745	30 Noviembre	1.829
31 Octubre	843	31 Diciembre	1.992
7 Noviembre	821		
15 Noviembre	879		
23 Noviembre	852		
30 Noviembre	937		
7 Diciembre	926		
15 Diciembre	988		
23 Diciembre	956		
31 Diciembre	968		

Fuente: National Bank of Hungary, *Annual Report*.

## Desempleo

La evidencia del efecto de la estabilización sobre el producto y el empleo resulta poco clara. Este proceso fue acompañado por un crecimiento del desempleo, el cual dentro de los miembros del sindicato de comercio permaneció en 10.498 en Julio de 1946, alcanzando las 81.548 personas desempleadas hacia Junio del período posterior. Registró su pico máximo de 116.000 personas en los comienzos de 1948. Al evaluar su importancia, debería ser tenido en cuenta que 250.000 prisioneros de guerra y civiles deportados fueron retornados a Hungría.

Fueron claros los efectos de la reconstrucción de Hungría en algunas industrias claves: acero, cuero, caucho e industrias textiles. Otras industrias se encontraban rezagadas, pero hacia fines de 1948 el empleo industrial se encontraba en niveles de pre-guerra. El gobierno creó un Ministerio de Reconstrucción, el cual tenía como principal objetivo contratar aquellas personas que se encontraban desempleadas. Su tarea fundamental era reparar caminos, puentes y líneas férreas. Una vez que el plan de estabilización fue puesto en práctica, dicho ministerio fue desmantelado y cesó sus operaciones hacia fines de 1946, ya que la infraestructura destruída durante la guerra había sido reparada. El sector agricultor retornó a su estado de pre-guerra. Dichas políticas afectaron la tasa natural de desempleo, provocando el aumento especialmente en 1947.

Los efectos de largo plazo del plan de estabilización sobre la tasa de desempleo no son concluyentes dado que la economía húngara pasó rápidamente del capitalismo hacia el socialismo. Hacia 1949, el desempleo se redujo considerablemente en la medida en que la economía fue progresivamente nacionalizada y sujeta a una planificación central.

## Producción

Los datos de la producción tienen una indicación opuesta, del 1 de Agosto al 31 de Julio de 1947, el Ingreso Nacional Real creció un 20% y se mantuvo en ese camino durante 1948. Dicho crecimiento se produjo ya que el país se encontraba recobrando de la devastación de la guerra.

En la **Tabla 12** se muestra el Ingreso Nacional de Hungría entre 1938-9 y 1946-7, pero dado que la economía se nacionalizó y el sistema de Contabilización del Ingreso Nacional fue modificado, los datos

estadísticos no son comparables con los del período anterior. Sin embargo, las indicaciones señalan que los niveles de 1948 fueron muy similares al año 1938.

Los efectos económicos de la guerra fueron pequeños hasta 1944, cuando la economía sólo buscó servir a los fines de los alemanes. El impacto de la guerra se produjo, principalmente, en el año 1945 donde registró un ingreso nacional de 9.274 millones de pengös.

**Tabla 12.** Ingreso Nacional, 1938-1939 a 1946-1947

<i>Año</i>	<i>Millones de Pengös</i>	<i>Pengös 1938-1939</i>
<b>1938-9</b>	5.192	5.192
<b>1939-40</b>	5.940	5.506
<b>1940-1</b>	6.743	5.312
<b>1941-2</b>	8.311	5.171
<b>1942-3</b>	10.348	5.467
<b>1943-4</b>	10.543	5.214
<b>1944-5</b>	22.298	7.097
<b>1945-6</b>	9.274	2.544-2.576
<b>1946-7</b>	11.816	3.137-3.202

Fuente: Siklos, P. War Finance , Reconstruction, Hyperinflation and Stabilization in Hungary.

Los datos anuales proporcionan información incompleta de los sucesos acaecidos en 1945-6, en el **Gráfico 7** se representa la producción de industrias claves de Hungría en el período de estabilización. El carbón fue la industria fundamental que originó la recuperación de Hungría, perpetrando un crecimiento sostenido hasta alcanzar los niveles de pre-guerra. Por otra parte, la producción de bauxita mostró una destacable recuperación hacia fines de 1947. Finalmente, la producción de manufacturas representaba el 60% de la producción de los niveles de pre-guerra en Enero de 1946, recuperándose luego al alcanzar valores de 90% del nivel de pre-guerra hacia Agosto de 1947. No existe demasiada evidencia de una recuperación total de la producción húngara en el proceso estabilizador. Debe destacarse el hecho que el sector agricultor no comenzó su acercamiento a los niveles de pre-guerra sino hasta 1949. La producción de este sector alcanzó el 85% del promedio 1934-8 en ese período.

## Lecciones de la experiencia húngara

La experiencia húngara revela que la implementación de una adecuada y consistente combinación de políticas monetaria y fiscal puede terminar rápidamente con la inflación y con un reducido costo de transición, siempre y cuando las medidas se hayan divulgado previamente al público en general y se haya seleccionado el momento adecuado para instrumentarlas. La apariencia de una relación causal instantánea entre la introducción de las reformas y el control de la inflación subestima en realidad el hecho de que existe una demora entre el diseño y la implementación de las medidas en cuanto al alcance y objetivos de los cambios propuestos en la política fiscal y monetaria.

Un rasgo distintivo de la segunda hiperinflación húngara fue el uso generalizado de depósitos indexados y, más tarde, de una moneda indexada. Esta práctica contrajo la demanda de dinero no indexado, que era la base del impuesto inflacionario, y en consecuencia recaudar un monto dado de ingresos requería de tasas de inflación crecientes. Es importante destacar que la indexación fue concebida como una medida temporaria y no como la cura definitiva a los problemas por los que atravesaba el país. De hecho, la ausencia de mecanismos indexatorios fue uno de los factores necesarios para conseguir la estabilidad de precios. En las experiencias hiperinflacionarias, a diferencia de la aquellos países con inflaciones crónicas, existe muy poca inflación inercial. En el caso húngaro posterior a la Segunda Guerra prácticamente no regía ningún tipo de contrato, es decir que los precios eran esencialmente flexibles, lo que facilitó la transición hacia la estabilidad de precios. Asimismo proporciona evidencia para el argumento de que los casos de hiperinflación no pueden ser comparados directamente con aquellos de inflación inercial, porque la indexación condiciona a la economía a una inflación persistente y que el elemento inercial en la inflación es resistente a la política. Como demuestra el caso húngaro, no tomó mucho tiempo en acelerarse la inflación una vez que el gobierno decidió deteriorar el grado de protección que ofrecía la indexación.

Se ha argumentado que una razón importante para la implementación de políticas heterodoxas de estabilización radica en que las reformas fiscales y monetarias por sí solas no permiten asegurar la estabilización de precios, máxime si se considera el pesimismo generalizado del público en países con larga historia inflacionaria sobre el compromiso y la capacidad del gobierno de poner fin a la inflación.

En este sentido, la experiencia húngara revela que aún cuando la desconfianza en las intenciones del gobierno de poner fin a la inflación pudieron haber existido (no sólo porque Hungría experimentó dos hiperinflaciones en el lapso de 25 años, sino porque el financiamiento inflacionario comenzó a fines de los años '30), ese factor no juega un papel fundamental por el que se deba recurrir a planes heterodoxos para terminar con una hiperinflación.

En la **Tabla 13** se ha intentado resumir las lecciones de la experiencia húngara para terminar con la hiperinflación. Se observan primeramente aquellos requisitos indispensables para lograr la estabilidad de precios, siendo algunos de ellos un tanto obvios. Menos obvio resultan los requisitos necesarios para establecer la credibilidad en la existencia de la estabilidad de precios. A continuación, se destacan aquellos ingredientes que poco tienen que ver con un final exitoso de este proceso hiperinflacionario, aunque sean considerados en la actualidad como factores preventivos de experiencias similares. Se debe enfatizar que estas pre-condiciones listadas no garantizan *per se* el éxito permanente o de largo plazo de la estabilización.

**Tabla 13.** Los Ingredientes para un Final Exitoso de la Hiperinflación:  
las Lecciones Aprendidas de Hungría

***Condiciones Necesarias***

- Tiempo para construir Credibilidad, antes de imponer las reformas.
- Terminar la dependencia en el Impuesto Inflacionario.
- Finalizar todo tipo de Indexación.
- Implementar Reglas de Conducta consistentes con la Estabilización de Precios.
- Promulgar Políticas para asegurar el equilibrio agregado apropiado.

***Factores innecesarios para terminar con la Hiperinflación***

- Terminar con el Pesimismo sobre las Conductas Pasadas del Gobierno.
- Gradual Des-indexación de la Economía.
- Controles de Precios y Salarios Estrictos.

## Referencias Bibliográficas

- Blanchard O.* (1997): "Macroeconomía", Prentice Hall Iberia, Madrid, Primera Edición.
- Bomberger, W. & Makinen, G.* (1980): "Indexation, inflationary finance, and hyperinflation: the 1945-1946 Hungarian experience", *Journal of Political Economy*.
- Cagan, P.* (1956): "The Monetary Dynamics of Hyperinflation", en M. Friedman (Ed.), *Studies in the Quantity Theory of Money*, University of Chicago Press.
- Dornbusch, R.* (1985): "Freno a la hiperinflación: Lecciones sobre la experiencia alemana de los años 1920-1930, presentado en la tercera Convención de Bancos Privados Nacionales, ADEBA; Mimeo.
- Heyman, D.* (1986): "Las grandes inflaciones: características y estabilización", en *ensayos sobre inflación y políticas de estabilización*, Buenos Aires, CEPAL.
- Kertesz, S. D.* (1984): "Diplomacy in a Whirlpool: Hungary between Nazi Germany and Soviet Russia", University of Notre Dame Press, documento 16.
- Kemény, G.* (1972): "Economic planning in Hungary, 1947-49", London, Royal Institute of International Affairs.
- Llach, Juan J.* (1990): "Las hiperestabilizaciones sin mitos", Buenos Aires, Centro de Investigaciones Económicas, Instituto Torcuato Di Tella, Documento de Trabajo N°168.
- National Bank of Hungary*, Annual Report. Varios ejemplares.
- Nogaro, B.* (1948): "Hungary's recent monetary crisis and its theoretical meaning" A.E.R. Septiembre.
- Paal, B.* (2000): "Measuring the Inflation of Parallel Currencies: An Empirical Reevaluation of the Second Hungarian Hyperinflation", SIEPR Policy Paper N° 00-01
- Sachs J. y Larraín F.* (1994): "Macroeconomía en la Economía Global", Prentice Hall, México, Primera Edición.
- Sargent T.* (1982), "The Ends of Four Big Inflation", en R. E. Hall (Ed.), *Inflation: Causes and Effects*, University of Chicago Press.
- Siklos, P.* (1991): "War Finance, Reconstruction, Hyperinflation and Stabilization in Hungary, 1938-1948", MacMillan Academic and Professional.



## Apéndice



### Emisiones del período hiperinflacionario



GRÁFICO 1  
EL RENDIMIENTO DEL SEÑORIAJE: 1945-1946

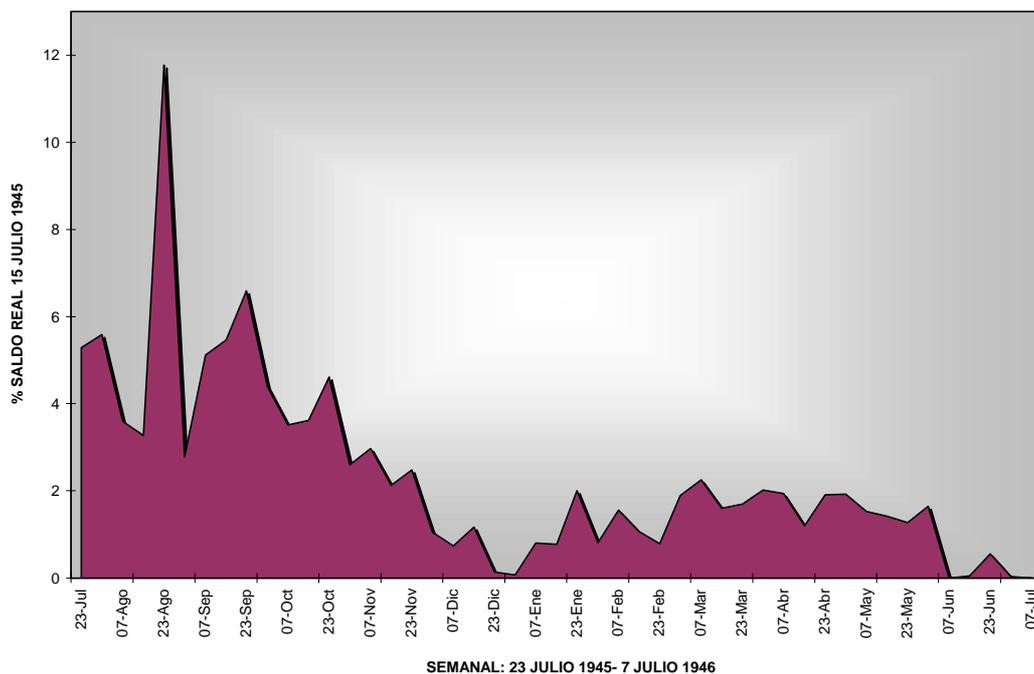


GRÁFICO 2  
RECAUDACIÓN Y RECAUDACIÓN COMO % DE GASTOS

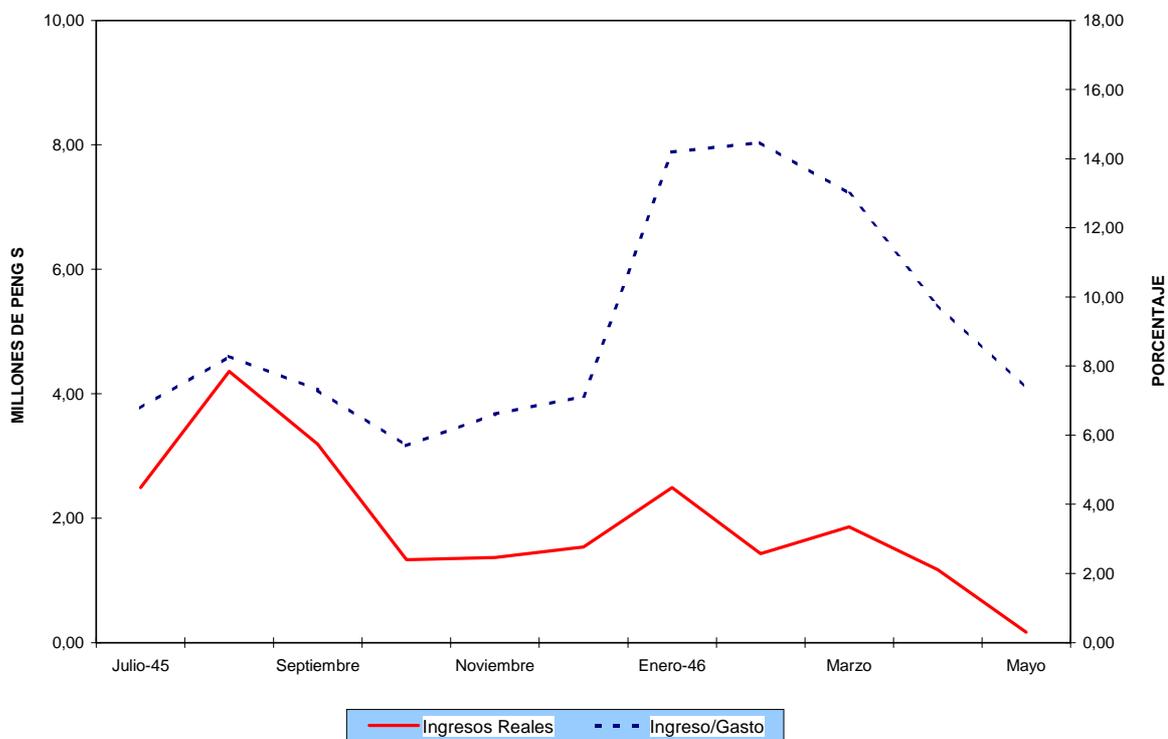


GRÁFICO 3  
DEPRECIACIÓN TÉCNICA e INDICE PRECIO TP

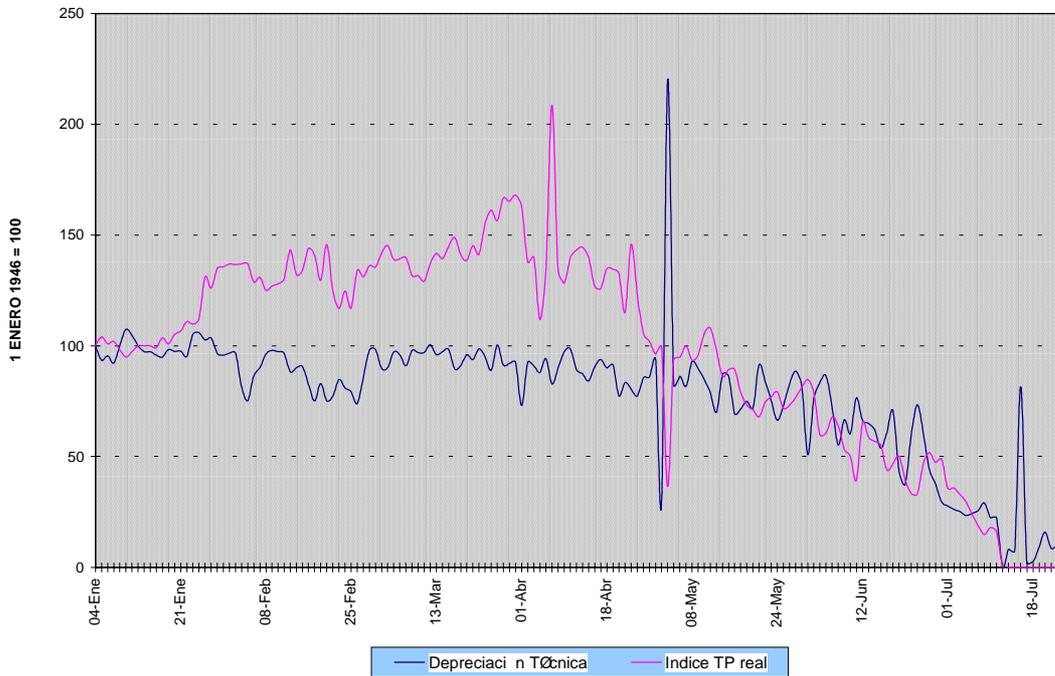


GRÁFICO 4  
EVOLUCIÓN SALDOS REALES 1945-1946

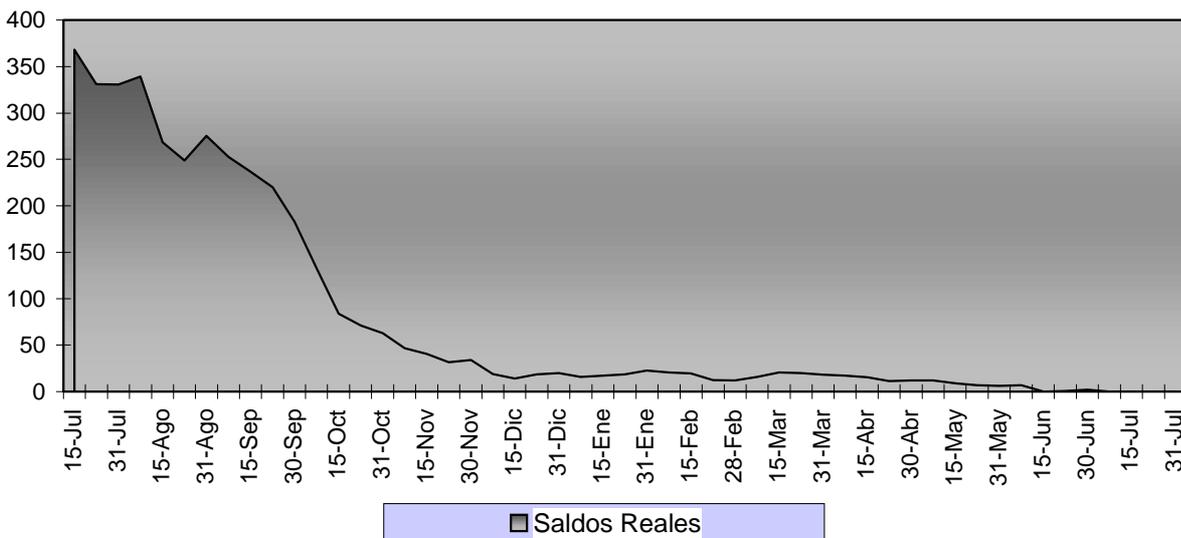


GRÁFICO 5  
SALARIOS REALES: 1945-1946

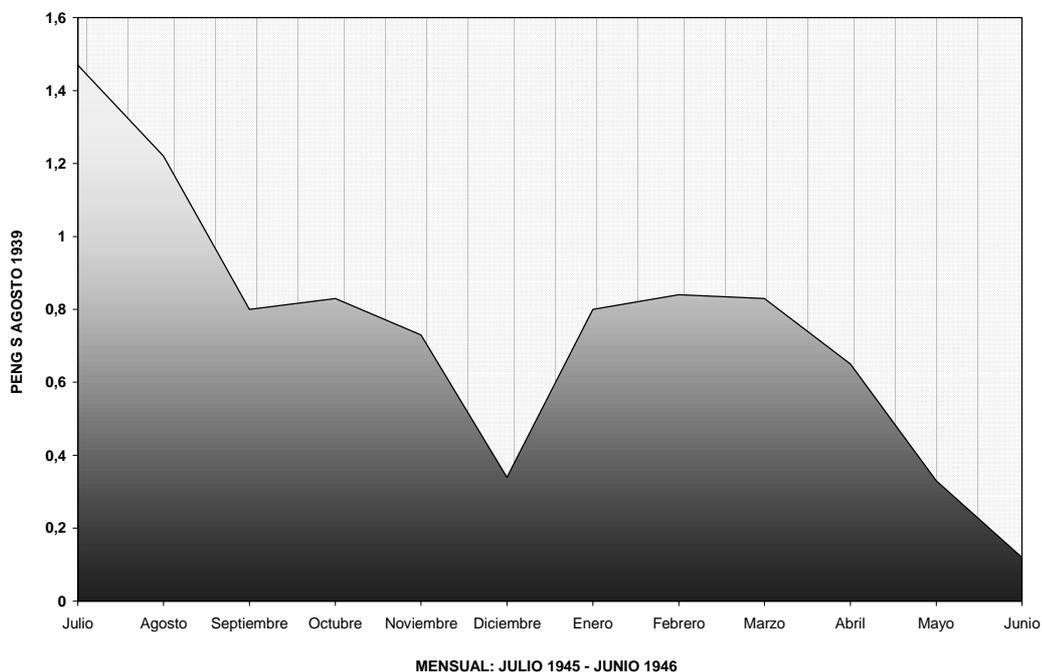


GRÁFICO 6  
EVOLUCIÓN DE LOS SALDOS REALES 1946-1948

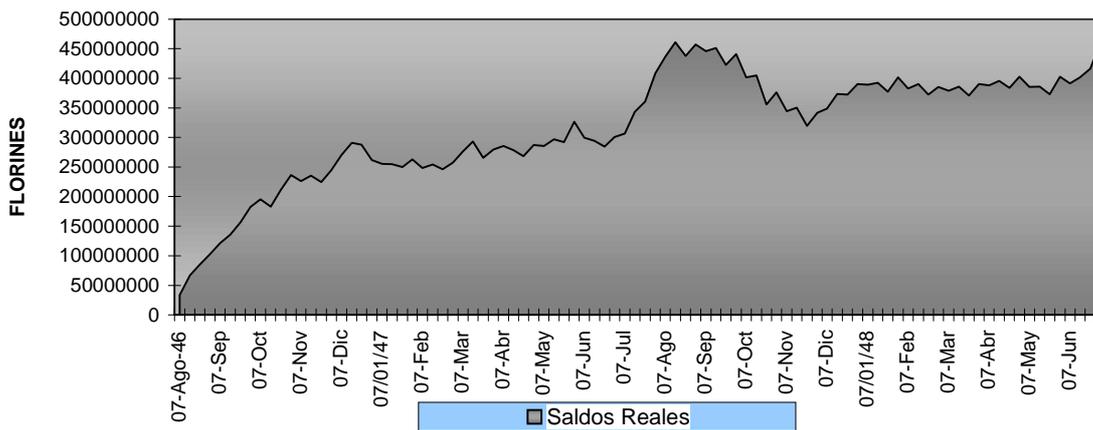


GRÁFICO 7  
 PRODUCCIÓN DE INDUSTRIAS CLAVES (1945-1947)

