

Izvorni znanstveni rad

UDK 338.2(84) + 336.1 + 336.74

Bolivijska hiperinflacija i stabilizacija¹

Jeffrey Sachs

Harvard University, SAD

Sažetak

Autor najprije ukazuje na društvene uzroke nastanka inflacije i pronalazi ih u nestabilnosti bolivijskog režima nakon odlaska s vlasti generala Huga Banzera 1978. godine i u izbijanju krize vanjskih dugova početkom 1980-ih. Slijedi zatim opis mjera ekonomske politike primijenjenih u kolovozu 1985. kojom je inflacija s godišnje razine od 20 000 posto za kratko vrijeme gotovo u potpunosti oborena. Za razliku od heterodoksnog modela primijenjenog u Brazilu, Argentini i Izraelu, u Boliviji je primijenjen ortodokсни model zasnovan na fiksiranju deviznog tečaja uz najrelevantniju čvrstu valutu, uklanjanju budžetskog deficita, zaleđivanju zarada u javnom sektoru i odsustvu zaleđivanja proizvođačkih cijena.

Inflacija u Boliviji za vrijeme 1984. i 1985. godine bila je najbrža u latino-američkoj i jedna od najviših u svjetskoj povijesti. Za dvanaestomjesečnog razdoblja, od kolovoza 1984. do kolovoza 1985. cijene su rasle za 20 000 posto, a u toku završnih mjeseci hiperinflacije, od svibnja 1985. do kolovoza 1985. inflacija je bujala na godišnjoj stopi od 60 000 posto. Kraj je, kao i kod ostalih hiperinflacija, stigao naglo. Nova vlada došla je na vlast početkom kolovoza, a opsežni program stabilizacije objavljen je 29. kolovoza 1985. Inflacija je zaustavljena za deset dana i cijene su počele padati. Premda su cijene ponovo skočile u prosincu 1985. i siječnju 1986. između 20. siječnja i 3. studenog 1986. rasle su tek za 9 posto.

Bolivijska inflacija jedini je slučaj u tridesetpet godina postojanja »prave« hiperinflacije što je nudi klasična definicija Phillipa Cagana iz 1956. godine o rastu cijena iznad 50 posto mjesečno (po toj je definiciji hiperinflacija trajala od travnja 1984. do rujna 1985). Bolivijski slučaj pruža značajnu mogućnost za istraživanje alternativnih pogleda na hiperinflaciju i stabilizaciju ci-

¹ Tekst je objavljen u časopisu *The American Economic Review*, Vol. 77, No. 2, 1987.

jena: Svoje razmišljanje o bolivijskom iskustvu iznijet ću u nastavku teksta (opširnija razrada može se naći u mojem članku iz 1986, iz kojeg se ovaj tekst izvodi). Drugi odjeljak opisuje kronologiju hiperinflacije i stabilizacije od 1980. do 1986. godine. Treći odjeljak, zatim, istražuje nagli kraj hiperinflacije sa stanovišta konkurentskih teorija stabilizacije cijena.

I. OPIS HIPERINFLACIJE I STABILIZACIJSKIH RAZDOBLJA

Bolivijska inflacija može biti jedinstvena u analima inflacije kao jedini slučaj koji nije nastao kao posljedica međudržavnog ratnog sukoba, građanskog rata ili političke revolucije (vidi Forrest Capie, 1986, za diskusiju o pozadini hiperinflacija dvadesetog stoljeća). Stoviše, hiperinflacija se pojavila kao rezultat nekoliko manje dramatičnih šokova što su zadesili zemlju za vrijeme intenzivne političke nestabilnosti. Bolivijski je režim notorno slab kroz čitavu povijest zemlje, ali je nestabilnost u razdoblju od 1979. do 1985. nadmašila uobičajena domaća pravila ponašanja. Neobični niz državnih udara, izbornih pat situacija i privremenih vlada doveo je do upadljivog preokreta stvari nakon 1978. godine.

Nestabilnost je nastala uslijed političkih i ekonomskih teškoća što su pratile nekoliko godina relativne stabilnosti i prosperiteta pod režimom generala Huga Banzerera (1971-78). Prosperitet Banzerova razdoblja temeljio se na znatnom proširenju za Boliviju povoljnih uvjeta trgovine iz 1970, snažnom kreditiranju međunarodnih banaka i političkom režimu koji je podržavao izravne strane investicije u zemlji. Kada je general Banzer napustio vlast 1978, dijelom i pod pritiskom Sjedinjenih Država, kako bi se u zemlji uvela civilna vlast, došlo je do ogorčenog političkog nadmetanja ljevice protiv desnice i građanskih političara protiv vojske. Sve gore međunarodno ekonomsko okruženje nakon 1980, s visokim kamatnim stopama, sniženim cijenama roba i skupim kreditima, dodatno je doprinijelo nestabilnosti.

Krajem 1980. godine bolivijski pristup međunarodnom privatnom tržištu kapitala bio je prekinut. Prijeko potrebno reprogramiranje duga s komercijalnim bankama utvrđeno je 1981, ali se ubrzo raspalo. Svjetska banka i MMF također su prekinuli posuđivanje. Ekonomska situacija pogoršala se tako jako da se vojska 1982. godine vratila u kasarne. Siles Suazo, koji je dobio većinu glasova na neriješenim izborima 1980, u listopadu 1982. godine došao je na vlast kao vođa ljevičarske koalicije. Ta je vlada trajala sve dok u srpnju 1985. godine nije izgubila na izborima.

Silesova vlada naslijedila je godišnju stopu inflacije od približno 300 posto (listopad 1982. u odnosu na listopad 1981. godine), nemogućnost posuđivanja na međunarodnim tržištima i oštro ekonomsko opadanje realnih veličina (realni DBP pao je za 6,6 posto u 1982). U isto vrijeme, nova vlada pozvana je da zadovolji prigušene socijalne i ekonomske zahtjeve. Zahtjeve prema vladi dodatno je pojačala činjenica da je vlada predstavljala koaliciju snaga političke ljevice koja je tražila povećanje socijalnih davanja, zaposlenosti i plaća u javnom sektoru. To je dovelo do slabljenja političke baze koja je trebala osigurati rast poreznih prihoda. Silesova vlada poduzela je zapravo nekoliko stabilizacijskih programa u razdoblju 1982-1985, ali svaki put su ti programi bili oboreni zbog javnih protesta, preko odnosa snaga u vladi ili zbog poli-

tičke opozicije vladi u kongresu. Inflacijski porez, protivno ostalim trošenjima ili poreznim mjerama, nije izazvao posebne i dobro organizirane promjene u vladi premda je na kraju hiperinflacija iznudila prijevremene izbore i smjenu Silesove vlade.

Precizne kvantitativne veze inflacije u odnosu na vanjsko zaduživanje i fiskalnu politiku teško je izmjeriti uslijed nekompletnih bolivijskih podataka. Uprkos tome, možemo identificirati tri fundamentalna aspekta hiperinflacije. Prvo, obustava međunarodnog posuđivanja i rast međunarodnih kamatnih stopa na početku 1980-ih bili su glavni inicirajući činioci izbijanja hiperinflacije, budući da se vlada susrela s prekidom u neto međunarodnom financiranju i povišenjem troškova servisiranja duga kroz povećanje inflacijskog poreza. Podaci Svjetske banke o neto transferu sredstava u bolivijski javni sektor putem srednjoročnih i dugoročnih inozemnih kredita ukazuju na dramatičnu promjenu u međunarodnim uvjetima kreditiranja.

Uz bolivijski BNP približno jednak 3,6 milijardi dolara, promjena u neto-transferima sredstava od 178 milijuna dolara u smjeru Bolivije 1980. godine, ka 190 milijuna dolara neto transfera iz Bolivije 1983. godine, ukazuje na promjenu od približno 10 posto BNP-a. U prvoj polovini 1985. godine Silesova administracija obustavila je praktički sva plaćanja duga privatnim kreditorima, a taj moratorij servisiranja duga nastavila je i Pazova vlada.

Druga značajna karakteristika inflacijske dinamike jest da je zaštita *seignorage*² (to jest, inflacijski porez) porasla kao neto međunarodni transfer sredstava okrenut negativno, s time da je *seignorage* fluktuirao oko nove, više razine za vrijeme Silesove vlade.

Uzlijetanje inflacije poslije 1981. tijesno je pratio rast *seignorage* kakav je trebalo očekivati od gotovo svake monetarne teorije hiperinflacije. U razdoblju 1982—1985, međutim, inflacijska se stopa nastavila ubrzavati premda skupljanje *seignorage* nije raslo ustaljeno nakon svojedobnog skoka. Taj obrazac je sličan originalnom Caganovom modelu hiperinflacije. Pretpostavljajući da se inflacijska očekivanja sporo prilagođavaju aktualnoj inflaciji i da je potražnja za realnim novčanim bilansom funkcija očekivane inflacije, stalni rast potreba vlade za *seignorage* (kao što se javio poslije 1981) proizvest će inflacijsku stopu koja s vremenom raste dok stock realnih novčanih bilansa opada. Ukoliko je nova razina *seignorage* dovoljno visoka, inflacija će tada rasti bez ograda u Caganovom modelu.

Treći značajni aspekt inflacijske dinamike bio je taj da je sve veća inflacija uzrokovala kolaps poreznog sistema uz pad ukupnih vladinih prihoda od oko 9 posto BNP-a u 1981. na 1,3 posto BNP u prvoj polovini 1985. godine. Stoga, konstantnost *seignorage* oporezivanja nije odražavala skriveni put realnih prihoda i troškova, već prije put opadajućih poreznih prihoda suočenih s odgađanjem čvrstog prekida u realnom trošenju. Kao što je opisano u mo-

² Izraz *seignorage* označava zaradu centralne banke koju ona ostvaruje zbog monopola na štampanje novca. *Seignorage* predstavlja razliku između troškova štampanja i kamate što je banka naplaćuje za posuđivanje novca. Ona raste usporu s povećanjem inflacije, tako da pri velikoj inflaciji i nestašici novca u privredi centralna banka postaje najprofitabilnija organizacija u zemlji. Povijesno promatrano, *seignorage* je predstavljao dobitak koji je ostvarivao suveren uslijed monopola kovanja novca, budući da je prisvajao razliku između nominalne vrijednosti novca i stvarne količine plemenitih metala sadržanih u njemu. (op. prev.)

jem tekstu iz 1986. godine najznačajnija smanjenja trošenja učinjena su kod javnih investicija, a zatim u servisiranju međunarodnog duga (budući da je zemlja krajem 1984. praktički došla u potpunu nelikvidnost prema privatnim kreditorima. Ironično, za vrhunca hiperinflacije sredinom 1985, servisiranje duga je gotovo u potpunosti prekinuto. Činilac koji je započeo hiperinflaciju je iščeznuo, ali je sada porezni sistem bio u kaosu.

Uspješni program stabilizacije iznesen je u kolovozu 1985. od strane novoizabrane vlade desnog centra predsjednika Victora Paza Estensora. Takozvana nova ekonomska politika Pazove vlade otkrila je karte 29. kolovoza 1985, što je sadržavalo enormno ambiciozan plan koji je išao dalje od makroekonomske stabilizacije, uključujući fiskalnu reformu, liberalizaciju trgovine, ukidanje unutrašnje kontrole cijena i decentralizaciju ili privatizaciju javnih poduzeća. Na makroekonomskoj razini program je sadržavao četiri eksplicitna elementa i implicitni peti element. Četiri eksplicitna elementa bili su: 1) devalvacija i nakon toga usmjeravano pomicanje deviznog tečaja, i obaveza potpune konvertibilnosti valute u tekućim i kapitalnim plaćanjima; 2) trenutna redukcija fiskalnog deficita kroz oštar porast cijena u javnom sektoru (posebno cijena domaćeg benzina), kombinirana sa zaleđivanjem plaća javnog sektora; 3) prijedlog rekonstrukcije poreznog sistema (ozakonjenog od strane kongresa osam mjeseci poslije) da bi se proširila porezna osnovica i povećali porezni prihodi; 4) isticanje *stand by* aranžmana s MMF-om (ostvarenog u lipnju 1986), praćenog s reprogramiranjem vladinog duga službenim stranim kreditorima posredstvom Pariškog kluba. Od tih je koraka najznačajniji kratkoročni efekt bio rast cijena u javnom sektoru, koji je povećao vladine prihode za nekoliko postotaka BNP-a. Implicitni peti element bio je kompletiranje moratorija za vraćanje glavnice i kamata na zajmove komercijalnim bankama, unatoč snažnom urgiranju MMF-a da se iznova započne sa servisiranjem duga.

Paket mjera imao je za cilj zatvaranje tekućeg budžetskog deficita centralne vlade. Uz kombinaciju s višim cijenama javnog sektora, stvarno zaustavljanje svih javnih investicija, čvrsto zaleđivanje plaća u javnom sektoru na veoma depresiranoj razini, moratorij na servisiranje stranog duga, vladini su prihodi nakon početka programa skočili iznad troškova. Za vrijeme završnih mjeseci 1985. ili u toku 1986. godine vlada se uopće nije oslanjala na kredite centralne banke.

II. INTERPRETACIJA NAGLOG KRAJA HIPERINFLACIJE

Unatoč enormnoj devalvaciji na početku programa i rastu ostalih ključnih cijena, opća razina cijena stabilizirala se gotovo odmah. Nagli kraj inflacije od 60 000 posto izgleda gotovo čudesan, osim činjenice da je praktički svaka hiperinflacija zaustavljena na takav način. U, s pravom glasovitoj, studiji Thomas Sargent (1986) je zaključio da takva dramatična promjena u inflaciji proizlazi iz nagle i drastične promjene u javnim očekivanjima buduće vladine politike, i stoga je istakao da je uvjerljivi »režim promjena« neophodan i dovoljan uvjet za naglu dezinflaciju. Ja tvrdim, za razliku od Sargenta, da bolivijsko iskustvo pokazuje drukčije i daleko jednostavnije objašnjenje vrlo

naglog kraja hiperinflacije. Kolovoza 1985. godine američki je dolar, a ne bolivijski pezos ispunjavao dvije od tri klasične funkcije novca: obračunsku jedinicu i tezuriranje vrijednosti (premda nije bio sredstvo razmjene za mnoge transakcije). Cijene su bile zadane eksplicitno ili implicitno u dolarima, dok su se transakcije nastavljale odvijati u pezosima, s cijenama određenim u dolarima koje su se mijenjale prema *promptnom* deviznom tečaju. Stoga je, stabiliziranjem tečaja domaća inflacija odmah trebala biti vraćena na inflacijsku stopu američkog dolara!

U svom ranijem radu ekonometrijski sam pokazao da je ključ zaustavljanja inflacije bio u zaustavljanju deprecijacije deviznog kursa na crnom tržištu (koje je postalo jednako službenom kada su kursevi ujedinjeni kroz otvoreni sistem prodaje). Na sreću, učvršćivanje ili stabilizacija deviznog tečaja u kratkom roku mnogo je jednostavnije nego uvjeravanje javnosti da se objavio pravi i fundamentalni »režim razmjene«. Devizni tečaj može privremeno biti učvršćen, primjerice, čak ako javnost sigurno znade da će učvršćenje biti u bliskoj budućnosti oboreno, kao što je pokazano u literaturi o racionalnim spekulantskim napadima protiv fiksirane valute. U bolivijskom slučaju vlada je bila sposobna, barem privremeno, da stabilizira devizni tečaj budući da je barem privremeno eliminirala tekući budžetski deficit. Javnost je, međutim ostala duboko skeptična u sposobnost vlade da će uspjeti zadržati budžetsku discipliniranost nakon kratkog vremena (posebno u svjetlu činjenice da je već bilo propalo nekoliko prethodnih stabilizacijskih pokušaja).

Postoje dva glavna primjera kao dokaz za podršku pretpostavci da je stabilizacija cijena prethodila vjerodostojnosti programa za nekoliko mjeseci. Prvo, kamatne stope na zajmove denominirane u pezose ostale su vrlo visoke u mjesecima nakon stabilizacije, mnogo više nego usporedive stope na zajmove denominirane u dolare. To sugerira da, premda se stabilizacija cijena odvijala naglo i devizni kurs pezosa stabilizirao *vis-à-vis* dolara, potkraj 1985. i u toku 1986. godine, javnost je nastavila očekivati značajnu stopu deprecijacije pezosa. Stoga, mjesečna kamatna stopa u pezosima nije padala ispod 5 posto mjesečno sve do listopada 1986, nakon 8 mjeseci pravog deviznog tečaja i stabilnosti cijena.

Drugi primjer za dokaz sporog vraćanja povjerenja u uspjeh stabilizacijskog programa proizlazi iz ponašanja realnih monetarnih bilansa. Godine 1983. realni monetarni bilansi popeli su se na 10,3 milijardi pezosa. U predvečerje stabilizacije realni su bilansi pali na 3 milijarde pezosa u vrijednosti iz 1980. godine. Nakon što je u Boliviji bila uspostavljena stabilnost cijena, kao odgovor na to vrlo postupno su povećavani realni novčani bilansi. Sve do lipnja 1986. realni novčani bilansi stajali su još na 3,6 milijardi pezosa u vrijednosti iz 1980, znatno niže od razine iz 1983. godine.

Bolivijski organi vlasti bili su u stanju zadržati stabilni devizni tečaj na duže vrijeme zbog promjene fiskalnog deficita u fiskalnu ravnotežu, tako da je na duže vrijeme Sargent u pravu u naglašavanju potrebe za fundamentalnom promjenom u fiskalnoj politici da bi se zadržala stabilnost cijena. U tom pogledu, bolivijska vlada je provela veliku poreznu reformu u svibnju 1986, kako bi znatno proširila osnovicu prihoda, a to je također utvrdilo vrlo restriktivni budžet za 1986. godinu. Nadalje, zadržala je načelo o neotplaćivanju dugova komercijalnim bankama sve dok ne može biti zaključen temeljni sporazum o problemu duga koji bi uključivao neki oblik opraštanja duga.

Zaključak je stoga da je stabilizacija deviznog tečaja igrala dominantnu ulogu u trenutnoj dezinflaciji, dok su temeljne promjene u fiskalnoj politici bile neophodne da bi se stabilni devizni tečaj zadržao duže vrijeme. U drugim zemljama, međutim, kao što je Čile u periodu 1979—81, devizni tečaj bio je stabiliziran ali *bez* trenutne dezinflacije. Razlika između Bolivije i tih drugih slučajeva čini se da leži u prirodi hiperinflacije. Uz godišnji rast cijena od preko 50 000 posto, nestaju svi tragovi dugoročnog određivanja cijena u domaćoj valuti, tako da fiksiranje nominalnog deviznog tečaja postaje dovoljno za stabilizaciju cijena. Za manje rapidne inflacije, cjenovni ugovori denominirani u domaćoj valuti ili unatrag okrenuta indeksacija domaćeg CPI može prekinuti čvrstu vezu između inflacije i deviznog tečaja. Stoga bi za zemlje s visokom inflacijom ali bez hiperinflacije bilo mudro da kombiniraju stabiliziranje tečaja s ostalim mjerama (na primjer, s politikom dohodaka) da bi postigle trenutno vraćanje na stabilnost cijena. Takve »heterodoksne« strategije nedavno su primijenjene u Argentini, Brazilu i Izraelu, za razliku od »ortodoksnog pristupa« bolivijskih vlasti. U svim slučajevima, međutim, dugoročna stabilizacija će gotovo sigurno zahtijevati ispravljanje mnogo fundamentalnijih fiskalnih neravnoteža.

S engleskog preveo:
Zdravko Petak

LITERATURA

- Cagan, Phillip, »The Monetary Dynamics of Hyperinflation«, in M. Friedman, ed., *Studies in the Quantity of Money*, Chicago: University of Chicago Press, 1956.
- Capie, Forrest, »Conditions in Which Very Rapid Inflation has Appeared«, in Brunner and A. H. Meltzer, eds., *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy: The National Bureau Method, International Capital Mobility, and Other Essays*, Vol. 24, Spring 1986.
- Sachs, Jeffrey, »The Bolivian Hyperinflation and Stabilization«, NBER Discussion Paper Series No. 2073, November 1986.
- Sargent, Thomas J., »The Ends of Four Big Inflation«, in his *Rational Expectations and Inflation*, New York: Harper Row, 1986.

Jeffrey Sachs

Suverena kapitalistička država i njena intervencionizam
BOLIVIAN HYPERINFLATION AND STABILIZATION

Summary

The paper begins with an analysis of the social causes of inflation in Bolivia, noting that they are to be sought in the instability of the Bolivian regime following the removal from power of General Hugo Banzer in 1978 and the outbreak of the external debt crisis in the early eighties. Next follows an account of the measures of economic policy adopted in August 1985, which over a short time almost completely eliminated the inflation running at an annual rate of 20,000 per cent. In contradistinction to the heterodoxal model applied in Brazil, Argentina and Israel, the model applied in Bolivia was the orthodoxal model, re-allying on the tying of the exchange rate to the most relevant strong currency, elimination of the budget deficit, freezing of wages and salaries in the public sector, and unfreezing of the producer prices.

Suverena kapitalistička država nastaje se u tom prvom desetljeću 20. sto-
 ljeća. Njeno nastajanje i razvoj podstakli su velika ekonomska kriza 1929-33.
 godine te promjene u strukturi monopolističkog kapitalizma.
 Ekonomska kriza tridesetih godina dovela je u pitanje sam opstanak ka-
 pitalističkog sistema. Kriza je nastupila silovito: finansijskim i industrijskim
 sektorima, čemu je pridonijela padom proizvodnje i porastom cijena si-
 rovine, industrijskih i poljoprivrednih proizvoda.
 Problem nezaposelnosti postao je akutna. U razdoblju od 1929-33. godi-
 na u kapitalističkom svijetu bilo je oko 40 milijuna nezaposlenih radnika.
 Velika kriza utjecila je na i raslojavanje samorazvijanja kapitalističkog
 ekonomskog sistema. Da bi se prevladale njegove posljedice, bilo je nužno pri-
 mijeniti državne intervencionističke mjere u svrhu