

INFLACIÓN Y ESTABILIZACIÓN EN ISRAEL. ASPECTOS CONCEPTUALES E INTERPRETACIÓN DE LOS ACONTECIMIENTOS

Nissan Liviatan

Este trabajo analiza el programa económico que condujo recientemente a una drástica reducción de la tasa de inflación en Israel. Se traza una distinción entre las iniciativas temporales de política, tales como los controles de precios y salarios, y los determinantes fundamentales de la estabilidad, como el presupuesto gubernamental y la posición de la economía frente al exterior. Se analizan las variables fundamentales antes y después de la instrumentación del programa, y se evalúa el desempeño de la estrategia de transición.

I. Introducción

El programa de estabilización económica (PEE) en Israel, iniciado en julio de 1985, consiguió abatir drásticamente la inflación de un nivel cercano a 15% mensual a alrededor de 2%, con sólo un pequeño aumento del desempleo. Aun si se considera un logro transitorio, como es la opinión de muchos, es preciso contar con una explicación de los mecanismos a través de los cuales la política fue capaz de funcionar durante el último año (entre mayo y julio de 1986, la inflación descendió a un promedio de 1% mensual).

Las políticas adoptadas por el PEE no se limitaron a las medidas tradicionales de restricción fiscal y monetaria, sino que incluyeron un complejo sistema de políticas de ingresos y congelamiento de precios, combinado con una política de tipo de cambio fijo, al cual denominaremos "estrategia de transición". Debe señalarse, sin embargo, que la necesidad de una estrategia especial de transición, tanto en el caso de Israel como en los de otros países, es discutible.

En el presente trabajo defendemos el uso de una estrategia de transición, además del ajuste indispensable de las variables básicas, tales como el déficit público. Los principales argumentos de nuestra posición se encuentran en un estudio previo (Liviatan y Piterman [1985], al que citaremos en adelante como LP). Sin embargo, ampliaremos aquí algunas de estas ideas en función de las experiencias de los dos últimos años.

En un reciente y original trabajo, Bruno (1986b) formula una opinión similar sobre estas cuestiones, aunque desde un enfoque bastante diferente. Se sugiere que para pasar de un equilibrio de alta inflación a uno de baja inflación (en un sistema con equilibrios duales de estado estacionario para cada nivel de déficit público) es necesaria una política de transición, combinada con un recorte del déficit público.

Asimismo, se examinarán las características básicas de la estrategia de transición realmente adoptada en Israel, y se intentará evaluar su racionalidad. Con el objeto de situarla en una perspectiva adecuada, se tendrá que analizar la interacción entre la estrategia de transición y las políticas fiscal y monetaria del PEE.

En LP se hace hincapié en que, antes de introducir una aguda deflación, es necesario tomar las medidas fiscales y monetarias apropiadas para alcanzar una posición sostenible de la cuenta corriente de la balanza de pagos (BDP). Sin esta condición inicial, las expectativas de devaluación impedirán la estabilización de los precios. En este trabajo se examina en qué medida tal condición fue satisfecha en la práctica. Además, es importante considerar el estado inicial de precios relativos básicos como los salarios y el tipo de cambio real. La configuración inicial de las variables reales anteriormente señaladas desempeñó un papel de suma relevancia en la estabilización posterior.

Al evaluar el PEE se deben tomar en cuenta sus efectos sobre las variables reales del sistema. El interés principal radica, desde luego, en su efecto sobre el desempleo. Pero son, asimismo, de gran relevancia los efectos sobre el sector externo y los precios relativos, pues resultados desfavorables en estos terrenos ponen en peligro la permanencia de la estabilidad.

Este examen debe complementarse con un análisis de los efectos del PEE sobre la posición financiera interna y externa de la economía. Como se verá, los logros derivados del PEE tuvieron lugar en la esfera financiera (definida en términos amplios), en tanto que la mejora en la balanza comercial y en los precios relativos se produjo con anterioridad al PEE.

La pregunta más importante es si el éxito del PEE puede prolongarse hacia el futuro. En el largo plazo, políticas más convencionales deberán tomar el lugar de la estrategia de transición, y es aún muy prematuro juzgar si el gobierno está preparado para tales medidas. En la sección de conclusiones señalamos algunos de los principios y dificultades para la consolidación de la estabilidad en el largo plazo.

El análisis de algunos de los problemas mencionados en esta introducción se basa en una concepción particular del proceso inflacionario en Israel, descrita con más detalle en LP. Por ende, resultará de utilidad volver a plantear las ideas centrales de este enfoque, complementadas con una mejor comprensión derivada de recientes avances teóricos y empíricos. En consecuencia, el trabajo se divide en dos partes: el proceso inflacionario en Israel durante la etapa de inflación acelerada de 1973-1984, y el programa de estabilización económica de 1985-1986.

II. El proceso inflacionario en Israel (1973-1984)

1. Un enfoque de impuesto inflacionario

El motivo clásico por el cual el gobierno induce la inflación es la elevación de los ingresos para financiar el presupuesto¹. En el caso de una economía cerrada, esta idea se ilustra con el siguiente ejemplo². Supóngase que el déficit presupuestal real (diferencia entre gastos e impuestos) se financia únicamente con emisión de dinero. La ecuación del presupuesto público toma la siguiente forma:

$$D = \dot{M}/P = \pi m \text{ (en estados estacionarios)} \quad (1)$$

donde D es el déficit real, \dot{M} es el incremento en la cantidad nominal de dinero, P es el nivel de precios, π la tasa de inflación, y $m = \dot{M}/P$ (no hay sistema bancario). Si nos limitamos a casos de estado estacionario, entonces (1) es válida.

Considérese una función de demanda de dinero de la forma

$$m^d = L(\pi^e) \quad (2)$$

en la cual, bajo estados estacionarios, las expectativas de inflación π^e son iguales a π y $m = m^d$. Podemos entonces describir la determinación de π en el largo plazo por la intersección de la curva DD en la gráfica 1, que corresponde a (1), con LL , que corresponde a (2). Tal es la teoría más simplificada de π en el largo plazo. Suponiendo que L presenta elasticidad menor que la unitaria, el nivel de equilibrio de π , y el impuesto inflacionario πm , se elevarán con D .

En la práctica, el déficit no se financia sólo con la emisión de dinero, sino también con créditos del sector privado y del exterior. Pero si la deuda está completamente indizada, sigue siendo cierto que la finalidad de la inflación (bajo el enfoque tradicional) reside en el impuesto inflacionario, o bien, en una versión alternativa, en los ingresos por la emisión de dinero (\dot{M}/P) que diferirán de πm fuera de estados estacionarios.

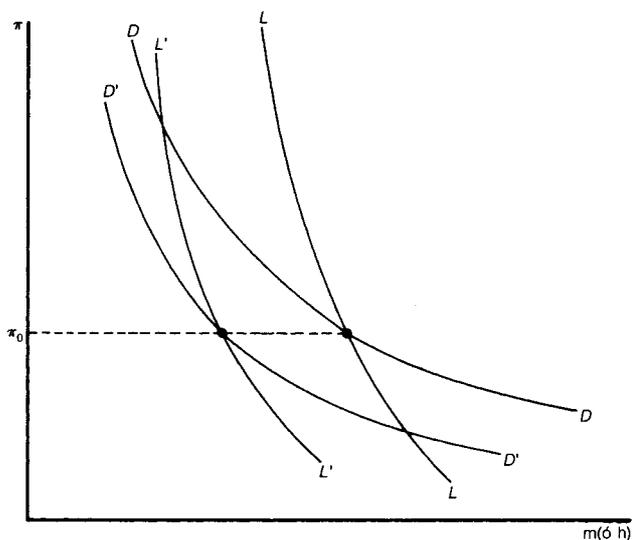
Al analizar retrospectivamente los acontecimientos de largo plazo (cuadro 1), se observa que la aceleración de la inflación en Israel a fines de los años setenta y principios de los ochenta no fue acompañada de un aumento en los ingresos gubernamentales por emisión de dinero o por reducción de la base monetaria. Es también evidente que el ingreso resultante de la emisión fue reducido, y que la mayor parte del déficit se financió con crédito interno.

¹ Véase Friedman (1971).

² La situación se describe con más detalle en Liviatan (1983).

Gráfica 1

Una reducción del déficit (desplazamiento a $D'D'$) puede compensarse mediante una reducción del coeficiente de reserva (desplazamiento a $L'L'$).



CUADRO 1

Déficit presupuestal del sector público, ingresos provenientes de la creación monetaria (porcentaje del PNB) y otros indicadores

	1963-1972	1973-1977	1978-1983
1. Déficit presupuestal interno	4.1	22.1	13.2
2. Déficit presupuestal total	7.0	20.2	11.4
3. Incremento de la base monetaria	1.2	2.1	1.6
4. Erosión de la base monetaria	1.1	3.3	2.7
5. Crédito externo neto de largo plazo	4.3	3.6	2.7
6. Subsidio al crédito	1.2	10.1	7.0
7. Inflación (anual)	7.4	32.8	107.5

Fuente: LP. El renglón 1 incluye la inversión del gobierno y el subsidio al crédito. El renglón 2 es la suma de 1 y el déficit externo. Si H es la base monetaria, ΔH son los incrementos anuales, y Y es el PNB nominal, el renglón 3 es igual a $\Delta H/Y$. Si $b = H/Y$ y π es la tasa de inflación observada, entonces el renglón 4 es igual a πb . El renglón 6 refleja principalmente la erosión inflacionaria de la deuda para el gobierno. El renglón 7 se basa en el deflactor del PNB. Los renglones 1 a 6 son porcentajes del PNB.

Hay otro factor de importancia en este contexto y que se relaciona con la peculiar política, que prevaleció en Israel, de indizar la deuda del gobierno, pero no la deuda privada (principalmente de empresas) con el gobierno. Al ascender la inflación a un nuevo nivel en 1974, las tasas nominales de interés para préstamos del gobierno adolecían de una gran rigidez institucional, de manera que los ingresos públicos por concepto de estos créditos se deterioraron considerablemente en términos reales. Este fenómeno se llegó a conocer como el "subsidio al crédito", y alcanzó un extraordinario nivel de 10% del PNB en 1973-1977 (la indización para *nuevos* préstamos se estableció en 1979).

Esto implica que, *ex post*, el gobierno perdió mucho más de lo que ganó al elevar la inflación. Aun si se admite que este subsidio fue, en parte, deliberado,³ persisten serias dudas respecto a la idea de la inflación por motivos de ingreso.

Otro hecho presente en el cuadro 1 es que el aumento de la inflación en el periodo 1977-1983 estuvo asociado con una *reducción* del déficit público. Teóricamente, una reducción del déficit no es inconsistente con una elevación de la inflación. En particular, la inflación puede seguir una trayectoria independiente del déficit si es causada por inercia y acomodada por la política monetaria.

Ilustremos esta idea con un ejemplo. Si se introduce el sistema bancario al modelo descrito en la sección 1, entonces el déficit público inyecta dinero *base* (H), cuyo valor real es $b = H/P$. La ecuación de presupuesto (1) cambia a $D = \pi b$. Supóngase que la base monetaria se relaciona con los medios de pago M a través de un factor constante α ("coeficiente de reserva"). Se tiene:

$$M/P = L = b/\alpha$$

es decir

$$b = \alpha L (\pi)$$

A continuación se puede escribir (2) como

$$b = \alpha L (\pi)$$

e interpretar m en la gráfica 1 como b [de manera que la curva LL represente $\alpha L (\pi)$]. En consecuencia, una disminución del coeficiente de reserva hará que LL se traslade a la izquierda y π aumentará⁴. Esto puede contrarrestar el efecto de la reducción del déficit.

³ Sobre el particular, véase Sokoler (1984) y Meridor (1986).

⁴ Se trata de una versión simplificada de Calvo y Fernández (1983).

Lo anterior muestra que π no está determinada únicamente por el déficit presupuestal del gobierno (conclusión válida aún en condiciones más generales). Por tanto, si π estuviese determinada por inercia de expectativas, entonces una disminución de α (que refleje acomodamiento monetario para mantener el nivel inicial de π) puede contrarrestar una disminución del déficit (gráfica 1).

2. La BDP y los choques inflacionarios

Si bien es difícil advertir qué podría ganar el gobierno al tener un alto nivel de inflación de largo plazo, es mucho más sencillo darse cuenta que podrían alcanzarse ciertos objetivos *acelerando* la inflación en el corto plazo. En Israel, estos beneficios se manifestaron especialmente en periodos de crisis de BDP.

Durante las crisis de BDP el gobierno realizó importantes recortes de subsidios (elevando los precios bajo control del gobierno) y aumentó la tasa de devaluación. Ello acarrió severos choques de precios, cuyo principal efecto fue el abatimiento del salario real⁵ y la consecuente mejora en la posición competitiva de la economía. Un propósito adicional fue la elevación del tipo de cambio real⁶, lo que ayudó, asimismo, a enfrentar la crisis de BDP⁷. Pero si bien tales efectos fueron transitorios, los choques inflacionarios resultantes tuvieron un impacto de largo plazo.

La gráfica 2 muestra que mientras los cambios en el superávit de importaciones fueron cíclicos (sin tendencia al alza), los choques inflacionarios vinculados a estas crisis tuvieron un efecto permanente. Así, las principales aceleraciones de la inflación estuvieron relacionadas con las crisis de BDP de 1974, 1979 y 1983⁸. (El carácter de estas crisis se describe en LP.) Debido a esta relación empírica se decidió analizar los choques inflacionarios a través de la BDP.

⁵ Adviértase que durante la mayor parte del periodo, el gobierno no pudo abatir la riqueza financiera privada a través de choques de precios debido a la ausencia de indización de los préstamos gubernamentales.

⁶ Generalmente en épocas de crisis de BDP las políticas monetarias se vuelven restrictivas. Ello lleva a una contracción de la demanda interna, lo que permite el cambio de precios relativos.

⁷ En algunos casos, la necesidad de una devaluación es influida por la anticipación del público a las reacciones del gobierno. Esto conduce al tipo de simultaneidad que se discute en la sección 6.

⁸ Pueden existir algunos elementos de alcance en los choques de precios asociados a las crisis de BDP. Ello implica, por ejemplo, que la política de tipo de cambio pudo haber contribuido al desarrollo de las crisis de BDP (en la práctica este elemento fue importante sólo en la crisis de 1983). Sin embargo, esto no explica por qué la inflación ascendió a una nueva cima luego de cada gran choque.

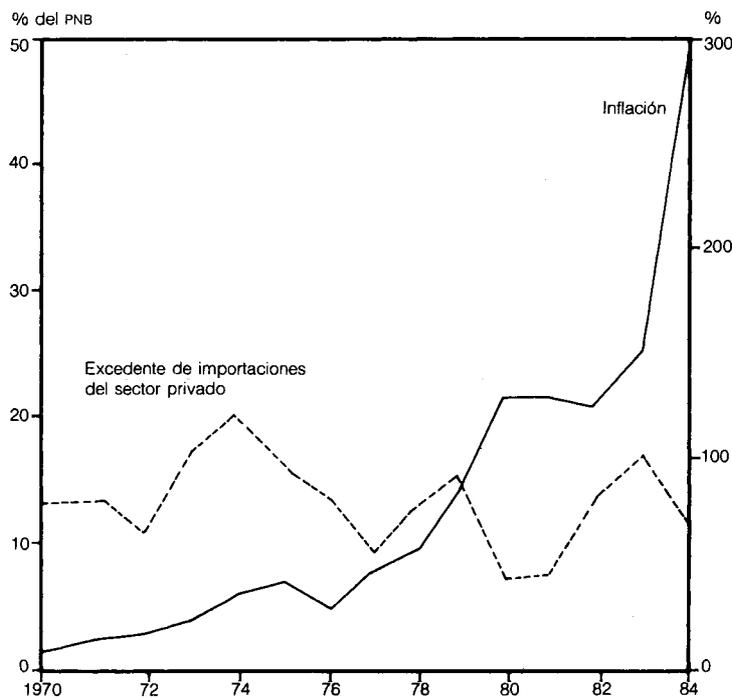
3. El papel del déficit presupuestal

¿Cuál fue el papel del déficit gubernamental en estas crisis? El único caso en que se encontró una correlación positiva entre el déficit presupuestal y la aceleración de la inflación fue en 1974. Sin embargo, se ha señalado que el déficit público puede incidir indirectamente sobre la inflación a través de la acumulación de deuda del gobierno (Bruno y Fischer, 1985), en especial cuando el coeficiente deuda/ingreso continúa creciendo.

La relación entre un coeficiente deuda/ingreso creciente y la inflación es, en general, ambigua, al menos en modelos de predicción perfecta de largo plazo. Todo depende de la forma como se estabilice finalmente este coeficiente, ya sea elevando los impuestos o incrementando el impuesto infla-

Gráfica 2

Excedente de importaciones del sector privado (como porcentaje del PNB) e inflación.



Fuente: Liviatan y Pitcrman (1985).

cionario⁹. Sin embargo, los acontecimientos en la economía israelí sugieren un interesante mecanismo de transmisión de deuda pública hacia inflación.

En los últimos años se ha hecho evidente que un coeficiente deuda interna/ingreso elevado (alrededor de 1.5) tiende a inducir un alza en las tenencias de divisas extranjeras por parte del público. Como se muestra en el cuadro 2, una parte creciente del déficit entre 1983 y la primera mitad de 1985 se financió mediante la venta de divisas. Ello crea presiones inflacionarias potenciales por las mayores expectativas de devaluación que resultan de la merma de las reservas del banco central.

Parece entonces probable que la interacción entre una deuda interna elevada y un gran déficit¹⁰ produzca presiones inflacionarias. Una deuda elevada no genera necesariamente tales presiones si se elimina el déficit (aunque es difícil lograrlo cuando el coeficiente deuda/ingreso es alto). Ésta es una consideración fundamental para la eliminación del déficit total en Israel desde el punto de vista de la deflación.

Un déficit presupuestal que eleva continuamente la razón deuda/ingreso posee el potencial de generar crisis de BDP, perturbaciones al tipo de cambio y más tarde inflación. Sin embargo, una *reducción* (o eliminación del déficit), si bien aleja la probabilidad de choques devaluatorios, no afecta necesariamente la inercia inflacionaria existente.

4. *Acomodación monetaria e inercia inflacionaria*

Bajo el régimen financiero existente en Israel, la acomodación monetaria era casi automática. Así, ante una elevación del nivel de precios, todos los activos financieros indizados se revaluaban automáticamente. Ello implicaba un aumento en la demanda de dinero que podía obtenerse (directa o indirectamente) vendiendo activos líquidos indizados al Banco de Israel en términos fijos. Puesto que la base monetaria se contrajo drásticamente, la operación mencionada significó un ajuste pequeño en la cartera de activos.

Cuando la inflación es crónica, es muy difícil terminar con la acomodación monetaria del tipo mencionado. Su interrupción repentina cuando los precios continúan subiendo como resultado de inercia inflacionaria puede causar serias perturbaciones en el funcionamiento de la economía, con la posibilidad de desempleo severo. Esto es particularmente cierto cuando la inflación se encuentra ya en una etapa avanzada, caracterizada por el uso extensivo de sustitutos monetarios y por la contracción de la base monetaria (en Israel la base monetaria se redujo a 2% del PNB en 1983).

En ausencia de perturbaciones graves, la inercia determinaba el nivel

⁹ Véase Drazen y Helpman (1985).

¹⁰ Nos referimos al "déficit total", es decir, déficit interno menos la parte financiada por el superávit externo.

CUADRO 2

Déficit interno del sector público (incluye Banco de Israel) y su financiamiento (1980-1985) (Como porcentaje del PNB)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985		
						Total	Enero-junio	Julio-diciembre
<i>A. Componentes del déficit</i>								
1. Gasto interno ¹	51.0	53.8	54.1	51.5	50.0	48.4	50.2	46.7
2. Impuestos	44.7	44.0	47.5	48.1	40.9	46.6	45.0	48.2
3. Déficit (excluye intereses)	6.3	9.8	6.6	3.4	9.1	1.9	5.2	-1.5
4. Intereses (ajustado)	10.2	5.8	6.1	4.3	3.5	5.3	5.8	4.8
5. Déficit interno (3 + 4)	16.5	15.6	12.7	7.7	12.6	7.2	11.0	3.3
<i>B. Financiamiento del déficit</i>								
6. Creación de base monetaria	2.1	2.1	1.8	2.4	3.1	6.8	2.5	11.1
7. Deuda interna neta ²	10.6	11.9	8.3	0.2	0.4	-2.1	3.7	-8.0
8. Venta de divisas	4.3	2.0	2.7	6.7	9.0	3.7	6.3	1.1
9. Intereses sobre la base monetaria	-0.5	-0.4	-0.1	-1.6	-0.1	-1.2	-1.5	-0.9
<i>C. Déficit externo</i>	2	4	2	0	0	-7		

Fuentes: Banco de Israel, *Informe anual 1985*, páginas 96 (renglón c) y 268; y Bruno (1986b). El renglón c excluye al Banco de Israel.

¹ Incluye consumo público interno e inversión más transferencias y subsidios.

² Formación de activos financieros (incluyendo PATAM) neta de crédito público al sector privado.

de la inflación. La política típica¹¹ del gobierno era estabilizar el nivel reciente de inflación (es decir, impedir su aceleración) a través del manejo del tipo de cambio nominal y de los precios controlados por el gobierno, y del establecimiento de los topes nominales para el crédito de la banca comercial.

Sin embargo, bajo condiciones de crisis de BDP, el gobierno abandonaba las políticas estabilizadoras y empleaba los instrumentos nominales a su alcance con el fin de lograr ajustes rápidos en el salario real y en el tipo de cambio (como se describió antes). Los choques resultantes tendían a elevar el nivel básico de inercia inflacionaria.

La idea de inercia inflacionaria se emplea aquí en el sentido de rigidez a la baja de las expectativas de inflación. Esto debe interpretarse como un reflejo del pesimismo respecto a la capacidad del gobierno para abatir la inflación, generalmente con base en la experiencia del pasado¹².

¹¹ Como notable excepción se tiene la política de reducción del ritmo de devaluación que condujo a la crisis de BDP de 1983. La cuestión importante es, sin embargo, que como resultado de la crisis la inflación ascendió a un nivel mayor que el original.

¹² Otro tipo de inercia, de carácter institucional, se debe a rezagos en el sistema de indexación de salarios.

Sin embargo un viraje drástico en la política que modifique las reglas básicas del juego puede reducir las expectativas de inflación instantáneamente. El debate entre las posiciones gradualista y de choque en el combate a la inflación es ampliamente conocido. Comparto la idea de que cuando la inflación se encuentra en una etapa avanzada, la única manera de romper la inercia es mediante métodos drásticos.

5. *Choques de corto plazo y niveles de inflación de largo plazo*

¿A través de qué mecanismo los choques inflacionarios, a menudo vinculados con crisis de BDP, se transforman en mayores niveles de inflación en el más largo plazo? Una posible explicación es que los choques fuertes de precios alteran las expectativas de inflación que más tarde son acomodadas por la política monetaria. Esto es justamente lo que sucedió luego de los grandes choques inflacionarios de 1979 y 1983. En el primer caso, la frecuencia del pago del subsidio para el costo de la vida (SPCV)* pasó de dos a cuatro veces por año, en tanto que en el segundo caso se ajustó prácticamente a una base mensual.

¿A qué se debe que una economía más indizada sea más inflacionaria? Una posible razón es la siguiente: Si la frecuencia de pagos de SPCV aumenta, entonces, dado un nivel de inflación, subirá el salario real promedio. Por tanto, con el fin de mantener el salario real constante la inflación debe incrementarse.

6. *Una digresión teórica*

Este problema puede abordarse desde una perspectiva muy diferente. Recuerdese que en nuestra interpretación del proceso inflacionario se enfatizó el incentivo del gobierno para crear choques inflacionarios de corto plazo, aunque advirtiendo que no tiene interés en mantener un alto nivel de inflación. Existe una estrecha similitud respecto a recientes modelos de juegos de política monetaria (por ejemplo, Barro y Gordon, 1983).

En nuestra versión de tales modelos se tiene la siguiente función de utilidad del gobierno en el periodo t :

$$U = - (a/2) \pi_t^2 + b_t + (\pi_t - \pi_t^e); \quad a, b > 0 \quad (3)$$

donde π_t y π_t^e son las tasas observada y esperada de inflación, a representa la importancia de los costos de la inflación y b_t es un parámetro aleatorio que representa la importancia de los beneficios de la inflación no esperada. Supóngase que las expectativas inflacionarias están dadas al inicio del perio-

* Así se denomina al esquema de indización de salarios [N. del T.]

do (y reflejan, digamos, la parte nominal del acuerdo salarial alcanzado en el último periodo).

El gobierno determina π_t luego de que el valor de b_t se conoce, de forma que puede conseguir beneficios de la inflación. Un aumento en b_t reflejaría, por ejemplo, un incremento en el déficit en cuenta corriente, que eleva el incentivo para la inflación.

Bajo un régimen *discrecional*, el gobierno fija π_t de manera que se maximice U para un valor dado de π_t^e , lo que conduce a $\pi_t^* = b_t/a$. El público racional procederá entonces a fijar:

$$\pi_t^e = E(\pi_t^*) = E(b_t/a) \quad (4)$$

donde E denota las expectativas. Esto muestra que en un equilibrio discrecional, expectativas crecientes acerca de una crisis de BDP elevarán la inflación. Sin embargo, ¿por qué conduciría ello a una mayor π^e aun cuando la crisis hubiese concluido?

Una vez más la explicación puede relacionarse con la tendencia de la indización a elevarse luego de un choque inflacionario agudo. Si bien una indización mayor puede reducir b (es decir, hacer $\pi - \pi^e$ menos eficaz), hace disminuir, al mismo tiempo, la resistencia a una inflación alta (a). En el caso en que esta última tendencia sea dominante, una mayor indización llevará a una inflación más alta (véase Barro y Gordon, 1983).

Hasta aquí por lo que toca a un régimen discrecional. Pero si las condiciones económicas y políticas permiten al gobierno anunciar una regla creíble, como un tipo de cambio fijo, entonces la solución al juego es muy distinta. La credibilidad implica que la regla se incorpora a π^e y, por ende, puede bajarse la inflación en equilibrio. Si, por ejemplo, b_t no fuese aleatorio, la regla ideal sería $\pi = 0$ (si b_t es aleatorio y el gobierno emplea una regla de π constante, el valor de equilibrio de π será positivo¹³).

III. El programa de estabilización económica (PEE)

1. Condiciones iniciales para el PEE

En virtud de que las dificultades de BDP tienden a generar estallidos inflacionarios, resultó claro para los diseñadores de política que un programa de estabilización exitoso debía iniciarse con una situación sostenible en cuenta corriente. Asimismo, se pensó que niveles altos de salario real y un tipo de cambio real bajo elevan las expectativas de que el gobierno aplique medidas antinflacionarias correctivas. La situación de las variables mencionadas en la etapa inicial del programa es de la mayor importancia para su credibilidad.

¹³ Véase la discusión sobre reglas contingentes en Barro y Gordon (1983).

La necesidad de controlar el déficit presupuestal se hizo apremiante luego de los acontecimientos de 1984, que presenciaron un colapso del sistema impositivo, en especial en relación con los ingresos no salariales¹⁴. El abultado déficit público (véase el cuadro 2) creó temores de que el gobierno no pudiese cubrir el servicio de su deuda. Esto propició que las compras de divisas aumentaran (como se señaló antes) a pesar de la mejoría en la cuenta corriente. Para echar a andar un programa de estabilización resulta entonces indispensable normalizar el sistema impositivo y reducir el déficit público con el fin de detener la fuga de capitales.

Generalmente, se piensa que las bases "reales" para la estabilización, en términos de cuenta corriente (del sector privado) y precios relativos, fueron dispuestas por el propio PEE. Sin embargo, un examen cuidadoso de cifras recientes muestra que cambios importantes (si no es que los más importantes) en las variables mencionadas ocurrieron entre los primeros seis y ocho meses que precedieron al PEE, durante un régimen comúnmente conocido como "sistema de acuerdo en paquete" (AP).

Este sistema se caracterizó por una serie de acuerdos entre el gobierno, los trabajadores y los patrones con objeto de controlar los precios y regular los salarios. El primer AP (APA) se basó en un congelamiento total de precios durante tres meses, a partir de noviembre de 1984, y se acompañó de un acuerdo salarial que esterilizó una tercera parte del *SPCV*. El gobierno operó en este periodo una devaluación real considerable, que causó presiones de costos a AP posteriores. La inflación se reavivó en el segundo AP (APB) mientras que el gobierno intentaba consolidar la devaluación real.

Debe mencionarse que como parte del APB, el gobierno logró el consentimiento de los trabajadores para esterilizar los recortes de los acuerdos del *SPCV*. Sin embargo, la esterilización se suspendió durante el segundo trimestre de 1985 (que corresponde al APC), de manera que los choques resultantes de las devaluaciones y los recortes al subsidio elevaron la inflación a alrededor de 13% mensual.

En general se considera que el sistema de AP fue un fracaso. No existe ninguna duda de que falló en contener la inflación. Empero, brindó un marco nominal para la introducción en la economía de algunos cambios reales importantes, con lo que se allanó el camino para el PEE.

El cuadro 3 muestra que ha habido progresos en *BDP* desde finales de 1983. En un principio, la mejoría fue sobre todo reflejo de los efectos del abandono de la política de un menor ritmo de devaluación adoptada por Aridor, el ministro de Finanzas. Un factor coadyuvante fue la quiebra del mercado de valores en octubre de 1983, que acabó con parte de los activos líquidos del público.

Sin embargo, dado que estas influencias se disiparon hacia finales de

¹⁴ Sólo una mínima parte de este colapso es atribuible a la aceleración de la inflación en 1984; véase Bank of Israel Annual Report, 1985:102 (en hebreo).

CUADRO 3

Balance de pagos y otros indicadores

Año y trimestre	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	Cuenta corriente sector privado (millones de dólares)	Excedente de importaciones (civil) a precios de 1980 (millones de nuevos siclos). Ajustado estacionalmente	Excedente de importaciones (civil) a precios de 1980 (millones de nuevos siclos). Ajustado estacionalmente	Tipo de cambio real	Salario real en términos de exportables	Tasa de interés real sobre crédito libre (mensual)	Impuestos (% del PNB)	
			Imp.	Exp.				
1982	403	789	100	100	100	0.4	44.9	
1983								
I	474	946	93	92	121	1.0	49.6	
II	586	1 003	83	87	114	0.4	47.0	
III	839	1 281	80	86	116	1.3	45.0	
IV	414	728	89	90	106	-3.5	43.8	
1984								
I	287	750	92	90	112	2.5	41.9	
II	474	847	84	85	119	2.6	40.3	
III	762	1 198	84	85	118	5.1	41.0	
IV	112	536	87	87	113	5.9	38.0	
1985								
I	32	539	95	94	112	5.4	44.6	
II	185	562	95	93	110	4.8	44.3	
III	30	561	98	93	100	5.7	47.5	
IV	21	518	---	---	97	5.8	47.7	

Fuente: cálculos a partir de información del Departamento de Investigación del Banco de Israel.

Col. 4. Precios de importaciones civiles en el mercado interno divididos por el deflactor del PNB.

Col. 5. Precios de exportaciones en el mercado interno divididos por el deflactor del PNB.

Col. 6. Salario nominal bruto en el sector privado dividido por los precios de las exportaciones en el mercado interno.

Col. 7. Tasa de interés nominal sobre crédito libre en moneda nacional dividido por el índice de precios al consumidor (ex post).

1984, parece que nuevos factores entraron en escena, ocasionando la mejora adicional que se hizo notable a principios de 1985. Un factor que pudo haber contribuido fue la devaluación real impuesta al sistema durante el régimen de AP.

En efecto, el cuadro 3 muestra que los precios relativos de importaciones y exportaciones mejoraron sensiblemente durante la primera mitad de 1985, al tiempo que el salario real (fuertemente influido por los acuerdos) caía en términos de exportables. Esta devaluación real condujo a una mejora de la balanza comercial mediante el empleo de la capacidad ociosa existente en la economía desde hacía varios años. Las cifras trimestrales confirman, efectivamente, el crecimiento de la producción nacional durante este periodo.

La política monetaria restrictiva puesta en marcha a mediados de 1984, reflejada en el alza de las tasas de interés para crédito bancario libre (cuadro 3) a niveles sin precedentes (las tasas reales *ex post* ascendieron a 5-6% mensual), fue otro factor que contribuyó a la mejora de la BDP. Debe señalarse que si bien tal aumento se produjo en un segmento pequeño del mercado crediticio (que no incluye créditos a la exportación), es una tasa de interés que opera en el margen y era, por tanto, efectiva. Se trata también de una tasa vinculada a actividades locales (como la construcción), de manera que sus alzas desviaban recursos para mejorar la BDP.

Un tercer factor que pudo haber contribuido fue la restauración del sistema impositivo (luego del colapso de 1984) a sus niveles normales (véase el cuadro 3), lo cual impidió que el consumo privado aumentase junto con la actividad económica. En forma paralela, el déficit público se redujo gradualmente durante la primera mitad de 1984.

Podemos concluir que la cuenta corriente del sector privado y los precios relativos tuvieron un comportamiento desusadamente favorable durante el periodo que precedió al PEE. A ello deben agregarse acontecimientos importantes en el ámbito financiero de la BDP durante 1985, asociados con la conversión de préstamos del gobierno de Estados Unidos en donaciones¹⁵ y con la donación especial norteamericana de 1 500 millones de dólares (en el curso de dos años), condicionada a la instrumentación de un firme programa de estabilización. Las reservas del Banco de Israel se fortalecieron y se redujeron las posibilidades de una devaluación inmediatamente después de iniciado el PEE (el premio del dólar en el mercado negro cayó de inmediato al entrar en vigor el PEE).

Al margen de estas condiciones iniciales favorables, prevalecía una insuficiente reducción del déficit presupuestal, lo que llevó a que las ventas

¹⁵ El significado de cambio de préstamos a donaciones es discutible. Algunos economistas sostienen que las donaciones fueron concebidas como mecanismo para pagar los intereses de la deuda pendiente.

de divisas al sector privado fuesen altas durante la primera mitad de 1985¹⁶ (véase el cuadro 2). En el PEE se cuidó este aspecto, reduciéndose el déficit de 11% del PNB en la primera mitad de 1985 a 5% en el tercer trimestre, y a 3% posteriormente. Tal como se muestra en el cuadro 2, en 1985 el déficit interno en su conjunto se equiparaba aproximadamente al superávit externo, situación que debe haber prevalecido, *a fortiori*, al inicio del PEE. Parecía evidente que las condiciones estaban maduras para abatir el globo inflacionario.

Al enumerar las condiciones iniciales del PEE, debe mencionarse el clima político favorable derivado de la formación del gobierno de coalición en el verano de 1984. La inmensa mayoría parlamentaria del gobierno y la ausencia de diferencias fundamentales de ideología económica crearon la base política potencial para un ataque frontal a la inflación. Hubo empero que esperar la conclusión de la guerra en Líbano y el fin de las elecciones al Histadruth (federación de sindicatos) en mayo de 1985, luego de lo cual el escenario quedó listo para los grandes sucesos económicos.

2. La necesidad de una estrategia de transición

El recorte del déficit presupuestal necesario para crear la condición básica de una baja inflación podría convertirse, paradójicamente, en la fuente de una nueva oleada inflacionaria. Ello se debe a que cuando se opera una reducción súbita del presupuesto es probable que se base fundamentalmente en una disminución de los subsidios y en incrementos a los impuestos, los cuales crean generalmente choques inflacionarios. Un ejemplo de este fenómeno fue el intento de reducir el déficit a través de la disminución de subsidios, a finales de 1979. Las perturbaciones resultantes en los precios contribuyeron finalmente a elevar el nivel de inflación.

Por lo que toca al PEE, en el Informe Anual 1985 del Banco de Israel (IA85) se calcula que sólo entre 20 y 25% de la reducción total planeada del déficit se efectuó en gastos reales, en comparación con 40% en subsidios. Es menester advertir que se había planeado que el recorte a los subsidios a la exportación debía ir acompañado de una devaluación nominal.

Bajo condiciones normales, dichas perturbaciones de precios generarían una espiral inflacionaria que los recortes presupuestales no podrían impedir, pues como hemos precisado antes, un déficit presupuestal dado es consistente con diferentes niveles de inflación. Parecería entonces que el mecanismo sensato para evitar las consecuencias inflacionarias de una reducción en el déficit es romper el vínculo salarios-precios, inherente al sistema SACV. Sin embargo, no hubiera sido políticamente posible hacerlo sin

¹⁶ En parte atribuible a la conjetura de que se implantaría un programa drástico en el futuro, junto con una gran devaluación.

garantizar la estabilidad de precios. El único camino para lograr tal estabilidad era a través de un contrato social implícito entre gobierno, trabajadores y patrones. En efecto, el acuerdo salarial pactado entre trabajadores y patrones bajo presión del gobierno en julio de 1985 consiguió consolidar las condiciones sociopolíticas para la congelación de salarios-precios.

Un segundo vínculo entre el congelamiento de precios y la reducción del presupuesto se da a través de la expectativa de que la estabilidad de precios conducirá al cobro de impuestos más altos. En el IA85 se estima que cerca de una cuarta parte del aumento de la recaudación de 1985 se debió a la reducción de la inflación.

Debe hacerse hincapié en que aun cuando los factores citados no estuviesen presentes, habría necesidad de combatir la inflación activamente. De no procederse así, la inflación podría mantenerse a su nivel histórico como resultado de la inercia apoyada por una política monetaria acomodaticia.

Los monetaristas podrían argumentar (y lo hacen) que el mismo objetivo puede alcanzarse anunciando una regla de oferta monetaria (por ejemplo, un incremento de 1% mensual de la base monetaria). El peligro de tal solución es que la inercia inflacionaria puede mantenerse y conducir a un agudo aumento del desempleo.

La idea de que la inercia inflacionaria puede romperse a través de una política de ingresos (siempre que se haya cuidado que las variables fundamentales estén al nivel correcto) es el núcleo de la estrategia de transición.

3. *La estructura de la estrategia de transición*

La estrategia de transición adoptada en Israel presentó las siguientes características:

A. CONGELAMIENTO INICIAL ABSOLUTO DE PRECIOS Y SALARIOS, Y EL PACTO SOCIAL

El PEE se inició con una fuerte devaluación (19%), un alza similar en el nivel general de precios (17%) y severos aumentos en los precios de bienes subsidiados (45-100%). A continuación se impuso, a través de una legislación de emergencia, un congelamiento total de precios durante tres meses. El sistema SACV fue suspendido en ese lapso y los salarios se incrementaron sólo 14%. Las organizaciones obreras y patronales alcanzaron, bajo la presión del gobierno, un acuerdo salarial que reforzó las medidas oficiales y especificó el patrón de aumentos al salario nominal hasta abril de 1986.¹⁷

En el programa de emergencia (los primeros tres meses del PEE) se planteó un doble objetivo: moderar la perturbación inicial de los precios y rom-

¹⁷ Para una descripción completa de estas medidas y su análisis, véase Bruno (1985a)

per la inercia inflacionaria mediante el choque psicológico de la “estabilidad inmediata de los precios”.

B. DESCONGELAMIENTO GRADUAL Y REANUDACIÓN DE LA INDIZACIÓN

El acuerdo salarial firmado en julio de 1985 estipulaba la reanudación de la indización luego del congelamiento de tres meses. El proceso de deshielo incluyó, además, el retiro paulatino de controles, de manera que se estima que durante la primera parte de 1986, más de la mitad de los precios (ponderados por los gastos) fueron descongelados.

El descongelamiento, iniciado a principios de 1986, fue apoyado por indicios de que el PEE había logrado reducir el nivel de las expectativas inflacionarias, al menos en el corto plazo. Los indicadores de las expectativas inflacionarias que se derivan de información de los mercados de activos¹⁸ muestran, durante la segunda mitad de 1985, una caída gradual en los tres meses subsiguientes, mientras que en 1986 se estabilizaron en alrededor de 2 por ciento.

Otro indicador (más directamente relacionado con expectativas de choques inflacionarios) es la proporción de activos líquidos de corto plazo (M2) respecto a los activos financieros totales. Esta proporción pasó de 6% en junio de 1985 a 11% en diciembre, y se mantuvo a ese nivel en mayo de 1986.¹⁹

El premio al dólar en el mercado negro constituye un tercer indicador. Luego de una fuerte alza antes del PEE (y la devaluación que lo acompañó), se estabilizó a un nivel menor de 10% (cuadro 5).

C. POLÍTICA DE TIPO DE CAMBIO Y SALARIOS

Con la reanudación del sistema de SACV y el descongelamiento de precios, ¿quedó algo de la estrategia de transición? Los principales elementos que se mantuvieron operando fueron la política de tipo de cambio fijo, los controles restantes y la amenaza del restablecimiento de los controles si los precios se desalineaban.

La política de tipo de cambio fijo nunca formó oficialmente parte del PEE. Aun así, el tipo de cambio respecto al dólar se ha mantenido inalterado (aunque el debilitamiento del dólar ha significado una depreciación en términos de la canasta de divisas). Sin embargo, funcionarios gubernamentales han insistido en que los aumentos excesivos de los salarios nominales

¹⁸ Véase IA85:278. Este cálculo se basa en el rezago entre la fecha de vencimiento de algunos bonos gubernamentales indizados y la fecha del último índice de precios conocido. Este rezago crea una pérdida de capital para el poseedor, lo que permite extraer las expectativas inflacionarias implícitas (suponiendo cierta tasa de interés real).

¹⁹ Véase el informe del gobernador sobre aumento de los medios de pago, Banco de Israel, julio de 1986: cuadro 7.

serán compensados por una depreciación del tipo de cambio oficial.

Hasta ahora el tipo de cambio respecto al dólar no ha reaccionado a cambios en los salarios nominales. Existen, asimismo, en algunas industrias, indicios de que los patrones no han incrementado los salarios debido al riesgo de una política de tipo de cambio no acomodaticia.

La política no oficial de fijar el tipo de cambio a una tasa de 1.5 nuevos ciclos por dólar (con una banda de 2%) sirvió como compromiso del gobierno para no provocar inflación. Tal compromiso resultó creíble gracias a las medidas tomadas por el PEE, a la donación especial de Estados Unidos y al consenso respecto a la política económica dentro de la coalición de gobierno. En términos del modelo descrito en la sección II.6, el gobierno actuó en un régimen de "regla" más que de "discreción", lo que implica que el nivel de equilibrio de la inflación puede reducirse.

Como se señaló, el que el tipo de cambio se mantuviese fijo respecto al dólar originó una devaluación en términos de la "canasta de las cinco divisas", como resultado del debilitamiento del dólar. Puede apreciarse en el cuadro 4 que luego del programa de emergencia, que concluyó en septiembre, los precios se elevaron al ritmo del tipo de cambio respecto a la canasta de divisas.

Ello explica probablemente por qué la inflación no se estabilizó al nivel

CUADRO 4

Principales indicadores nominales (1980-1986)

	<i>Promedio 1984</i>	<i>1985</i>			<i>1986</i>	
	<i>1980-1984</i>	<i>Enero-Julio</i>	<i>Agosto-sept.</i>	<i>Oct.-dic.</i>	<i>Enero-marzo</i>	
Tasas porcentuales mensuales						
A. Precios, tipos de cambio y salarios.						
1. Precios al consumidor	8.7	15.2	14.0	3.5	2.1	0.6
2. Tipo de cambio respecto al dólar	8.8	15.9	13.6	0.2	-0.1	0.0
3. Tipo de cambio de las cinco divisas	7.5	15.3	15.3	0.7	2.0	1.5
4. Salario nominal	9.0	16.5	11.0	0.2	4.6	5.3
B. Dinero y crédito						
1. Crédito bancario total	9.1	16.8	13.9	1.1	2.1	2.0
2. Cuasi dinero (M3)	10.7	15.9	13.0	0.0	1.9	1.6
3. Medios de pago (M1)	8.0	13.4	10.6	12.4	6.7	10.3
4. Tasa de interés (fin del periodo)			21.0	14.1	7.2	3.9

Fuente: Bruno (1986b).

Reglón B.2 - Dinero y activos líquidos, incluyendo PATAM (depósitos bancarios ligados a divisas).

Reglón B.4 - Tasa de interés nominal sobre crédito libre.

CUADRO 5

Indicadores económicos

Trimestre y mes	1985			1986			
	I-II	III	IV	I	Ene.	Feb.	Mar.
<i>Precios relativos</i>							
1. Salario real (bruto)	100	85	82	92	90	90	97
2. Salario real (neto)	100	85	89	100	98	98	104
3. Tipo de cambio real (canasta)	100	103	99	103	102	102	104
4. Precio real de artículos subsidiados	100	120	111	110	110	109	110
5. Coeficiente dólar mercado negro	1.17	1.08	1.07	1.08			
<i>Interés e inflación</i>							
6. Tasa de interés (mensual)	17.6	17.4	9.0	5.1	6.2	5.1	4.0
7. Inflación (mensual, IPC)	12.0	11.5	2.1	0.6	-1.3	1.6	1.5
<i>Actividad macroeconómica</i>							
3. Tasa de desempleo	6.2	7.8	6.6	7.2			
10. Solicitantes de empleo/vacantes	1.36	1.76	1.54	1.55			
11. Producción industrial	100	96	98	100			
12. Ventas al menudeo	100	96	106	116			
13. Déficit comercial (canasta)	100	66	99	102			
(Como porcentaje del PNB)							
<i>Actividad del sector público</i>							
14. Déficit interno	12	5	4	3			
15. Inyección externa	9	-2	0	3			
16. Ventas de divisas	6	-2	4	2			

Fuente: Banco de Israel, información del Departamento de Investigación.

Renglones 1-4, 10-12 son índices con 1985 I-II = 100.

Renglones 8-12 están ajustados estacionalmente.

Renglón 3: tipo de cambio respecto a 5 divisas dividido por IPC.

Renglón 4: deflactado por IPC; Renglón 5 - tipo de cambio en el mercado negro dividido por el oficial.

Renglón 6: tasa de interés sobre crédito bancario comercial libre en moneda nacional.

Renglón 11: comercio al menudeo en gran escala a precios constantes.

Renglón 12: cifras en dólares convertidas a la canasta de monedas (índice).

Renglón 13: incluye pagos netos de intereses calculados de manera diferente al cuadro 2.

Renglón 14: contribución directa total del sector público y el Banco de Israel a la creación de activos financieros.

Renglón 15: del Banco de Israel al sector privado.

de la de los países de la OCDE. Es muy posible que si el gobierno hubiese adoptado la política de fijar el tipo de cambio respecto a la canasta en lugar del dólar, entonces la inflación se habría realmente estabilizado al nivel de las tasas de la OCDE.

D. SINCRONIZACIÓN

Uno de los mayores logros que se atribuyen al PEE es la llamada "sincronización". Bajo el régimen de AP, que precedió al PEE, la ausencia de coordinación entre las políticas de precios y tipo de cambio (tal y como se las ha descrito) ocasionó el fracaso del sistema. De manera similar, no existió una coordinación precisa entre los recortes de subsidios y su esterilización por pagos de SACV, lo que contribuyó a la reanudación de la espiral salarios-precios.

La lección que se deriva del experimento anterior es que cuando se detiene la inflación de manera drástica empleando políticas de ingresos, se deben sincronizar cuidadosamente las variables nominales. De no hacerlo pueden generarse graves distorsiones al inicio del programa. En tal virtud, las modificaciones en precios, tipo de cambio y salarios nominales se coordinaron y sincronizaron al comienzo del PEE. Esta medida se aplicó al mismo tiempo que la baja en los precios mundiales del petróleo se trasladaba a los consumidores y que se ajustaban al alza los precios de los bienes subsidiados.

La sincronización debe abarcar también a los objetivos monetarios nominales. Un aumento no coordinado del crédito bancario nominal puede minar la estabilidad de precios. Se estableció en consecuencia la estabilización del crédito bancario al inicio del programa a un nivel real algo inferior al prevaleciente antes de la puesta en marcha del PEE.

El cuadro 4 (tomado de Bruno, 1986b) muestra que el PEE logró una buena sincronización de las variables nominales (véase la discusión al respecto en Bruno, 1986b). El aumento en M1 es endógeno y refleja el bien conocido fenómeno de una mayor demanda de dinero luego de una inflación.

El aspecto fundamental que se destaca en el cuadro 4 es el siguiente: resulta claro que el principal factor que hizo posible contener el aumento de los agregados monetarios, con tan sólo un pequeño incremento del desempleo, fue su sincronización con la política de precios-salarios-tipo de cambio.

Pero supóngase que la política hubiese consistido en fijar los agregados monetarios nominales a las tasas que se muestran en el cuadro 4. ¿Habrían permanecido invariables los resultados de inflación y desempleo? Considero que se habrían presentado tasas mucho más altas de inflación y desempleo debido a la permanencia de la inercia inflacionaria.

Parece existir una asimetría básica (si todos los demás factores permanecen constantes) entre aplicar inicialmente el freno a los agregados mone

tarios o a los precios. El origen de dicha asimetría radica en que las expectativas inflacionarias están sujetas a inercia, en tanto que no hay una inercia inherente al proceso de creación de dinero como tal. Es por ende mucho más sencillo sincronizar agregados monetarios y precios cuando los últimos son controlados directamente durante cierto tiempo.

Por supuesto que, en teoría, una suspensión completa de la acomodación monetaria²⁰ debe detener la inflación. Sin embargo, en la práctica, las dificultades que acarrea la inercia inflacionaria en este caso obligan al gobierno a transigir respecto a la acomodación monetaria. Como resultado, es probable que la estrategia monetarista conduzca a un periodo prolongado de inflación y crecimiento cero.

Un problema similar de sincronización se presenta en la etapa inicial si se fija el tipo de cambio nominal sin contar con una política de ingresos. La permanencia de inercia inflacionaria en el sector de no comerciables crea una apreciación real de la moneda, lo que pone en peligro el programa de estabilización.

E. SOBRERREACCIÓN

Uno de los rasgos distintivos del PEE fue la aguda reducción del salario real durante las primeras fases y el retorno gradual al nivel previo hacia abril, aproximadamente (véase el cuadro 5). Lo sorprendente es que ese patrón se estableció de antemano al formularse la política de salarios.²¹ ¿Cómo se esperaba que una baja anticipada de los salarios en el corto plazo afecte la tendencia básica de la inflación? ¿De qué forma pudo haber contribuido a la permanencia de una baja inflación durante la segunda mitad de 1986?

La política de tasas de interés del crédito bancario libre siguió un patrón similar (cuadro 5). Si las expectativas inflacionarias estaban cerca de las tasas observadas, entonces el interés real en este segmento del mercado crediticio era muy elevado debido a la lenta reducción de las tasas nominales de interés. Hacia abril-mayo, la tasa (mensual) nominal de interés cayó a alrededor de 3.5%, en tanto que las expectativas se calculaban en 2% aproximadamente.

¿Cuál pudo ser el propósito de esta sobrerreacción deliberada? Parece que la principal motivación fue el deseo de apoyar el congelamiento de precios y evitar la necesidad de medidas administrativas severas (de hecho, prácticamente no se requirió de ningún esfuerzo administrativo para establecer el congelamiento). La caída de los salarios reales creó excesos de oferta potenciales. De manera similar, las altas tasas de interés indujeron una reduc-

²⁰ Se puede incluir la abolición de la indización de activos financieros.

²¹ Me refiero al acuerdo salarial de julio de 1985, convenido bajo fuerte presión del gobierno.

ción en inventarios que se reflejó en que las empresas tomaran la iniciativa para aumentar sus ventas.

La política de altas tasas de interés se hizo extensiva a las cuentas bancarias, lo que provocó un desplazamiento masivo hacia depósitos no indexados y estimuló la entrada de capitales desde el exterior. Sin embargo, esta política fue criticada por considerarla excesiva (y por causar desempleo innecesario), si se toma en cuenta que el PEE comenzó con una devaluación que redujo la especulación y que la posición externa de la economía mejoró notablemente.

4. *El efecto del PEE sobre las variables reales y financieras*

A. DESEMPLEO

Uno de los indicadores comunes del costo de la deflación es el incremento del desempleo. En este sentido el PEE ha sido, hasta ahora, sorprendentemente eficiente. Las fuertes perturbaciones de la demanda durante el programa de emergencia incrementaron el desempleo menos de 2 puntos porcentuales. Durante los seis meses posteriores, el desempleo se redujo alrededor de un punto porcentual (cuadro 5). Por supuesto es prematuro evaluar la tendencia futura del desempleo y, por tanto, el costo del PEE en el más largo plazo.

Parece que una de las principales razones del aumento del desempleo, luego del choque inicial, fue la alta tasa de interés al crédito comercial, que golpeó a la producción para el mercado interno (las tasas de interés para el sector exportador se elevaron en mucho menor medida). El resultado fue que las empresas tuvieron problemas financieros y despidieron trabajadores. En ciertos casos, el gobierno concedió créditos especiales para evitar un desempleo más severo.

La pregunta interesante no es, sin embargo, por qué aumentó el desempleo, sino por qué no aumentó mucho más. Aparentemente la respuesta central es que la estrategia de transición se basó en una fuerte reducción inicial del salario real, que compensó en buena medida la menor demanda de trabajo causada por la política monetaria contraccionista. En ausencia de una estrategia de transición, la inflación podría continuar durante bastante tiempo y los salarios reales podrían comportarse rígidos a la baja, lo que conduciría a una tasa de desempleo mucho más elevada.

B. CONSUMO Y EXCEDENTE DE IMPORTACIONES

Durante los primeros tres meses del PEE, se observó un agudo efecto, no sólo sobre los precios, sino también sobre el consumo privado y las importacio-

CUADRO 6

**Recursos y su utilización. Información trimestral 1984-1985
(a precios constantes de 1980 [millones de nuevos siclos],
ajustados estacionalmente).**

	1983	1984				1985			
	Total	I	II	III	IV	I	II	III	IV
1. Consumo privado	20.2	18.5	18.8	19.8	18.3	19.0	18.8	17.7	19.5
2. Consumo público interno	7.2	7.1	7.1	7.3	7.2	7.3	7.2	6.9	6.8
3. Inversión (activos fijos)	7.1	6.4	6.1	6.3	5.9	6.0	5.9	5.5	5.8
4. Utilización interna (1 + 2 + 3)	34.5	32.0	32.0	33.4	31.4	32.3	31.9	30.1	32.1
5. Inversión total	7.3	6.9	6.3	7.2	6.7	6.0	7.1	5.7	4.7
6. Exportaciones	12.6	14.2	13.7	14.6	14.7	15.0	15.5	15.5	15.4
7. Importaciones (civiles)	18.4	18.0	17.3	18.5	17.3	17.2	17.7	15.7	18.1
8. Excedentes de importaciones (civil)	5.8	3.8	3.6	3.9	2.6	2.2	2.2	0.2	2.7
9. Producto interno bruto	28.6	28.5	28.3	30.0	29.6	30.3	30.8	30.1	28.4

Fuente: IA85, p. 46.

Renglones 3 y 7: no incluyen barcos ni aviones.

Renglón 5: incluye inversión en barcos, aviones e inventarios.

nes. La drástica caída de estas variables se interpretó como un indicador de que el PEE había provocado un cambio estructural en el sector real de la economía. Sin embargo, al correr el tiempo se hizo evidente que el fenómeno descrito fue meramente transitorio.

En el cuadro 6 se muestra que durante el cuarto trimestre de 1985 el consumo y las importaciones (a precios constantes) estuvieron por encima del nivel observado antes del PEE. La información preliminar de 1986 apunta en la misma dirección (véase el cuadro 5).

¿Cuál es la explicación de estos hechos y cuáles sus implicaciones para la estabilidad de precios en el futuro? Tómese el caso de la baja temporal del consumo privado. Hay quienes la atribuyen a los correspondientes excesos en las rebajas salariales y las alzas en las tasas de interés. Pero en vista del enorme acervo de activos líquidos en poder del público, esta explicación no es convincente. Es más probable que se haya debido a un "choque de incertidumbre" introducido por las severas medidas de política, y a la necesidad de evaluar los nuevos acontecimientos. De hecho, un comportamiento similar se registró luego de políticas de choque previas (a fines de 1974 y 1979).

Más difícil de explicar resulta la ausencia de respuesta del consumo a la aguda reducción del déficit presupuestal que involucró una disminución sin precedente del ingreso real disponible (que se calcula en 11% en 1985).²²

²² IA 85:48.

citario del presupuesto. Ello explica la idea generalizada de que a menos que el tamaño del sector público se reduzca, los recortes al déficit presupuestal habrán de ser transitorios. Así, en el largo plazo, se deberán reducir los gastos del gobierno en lugar de elevar excesivamente los impuestos.

Con el fin de obtener una imagen cuantitativa de estos problemas se empleará la información presupuestal del cuadro 7. Estos datos difieren en varios aspectos de los del cuadro 2. Por ejemplo, el primero toma en cuenta sólo al gobierno, excluyendo el Banco de Israel, el sistema de seguridad social, la Agencia Judía y los gobiernos locales. Asimismo, considera años fiscales (a partir del primero de abril) y no años calendario.²⁶ En términos generales, estas cifras muestran un déficit menor que las correspondientes al sector público. Sin embargo, puesto que estamos interesados sobre todo en el análisis de los cambios del déficit, las conclusiones no son incompatibles con el marco previo.

Un hecho fundamental que resalta en este cuadro es que el PEE incidió poco en el gasto interno real del gobierno en relación con el presupuesto aprobado para 1985-1986, a diferencia de los enormes cambios en impuestos y transferencias. Puede observarse que el nivel de ingresos internos obtenido en 1985-1986 fue particularmente elevado, superando en 3% del PNB los niveles del presupuesto aprobado para 1985-1986 y del propuesto para 1986-1987.²⁷ Esto nos da una idea de la sobre-reacción en materia de impuestos durante el PEE (se ignora aquí el hecho de que el PEE propiamente dicho se inició en el tercer trimestre de 1985 y no en el cuarto).

Una medición alternativa de esta sobre-reacción se refiere a la carga de los impuestos, es decir, a la diferencia entre impuestos y transferencias (estas últimas pueden obtenerse al restar los renglones 1 y 1a). Durante el periodo de estabilización de 1985-1986, dicha carga superó en 5% del PNB la prevista en los presupuestos (columnas 6 y 8). Ésta es probablemente una mejor medida de la sobre-reacción en materia de impuestos.

Si suponemos que la magnitud del déficit doméstico observado en 1985-1986 fue la adecuada para la estabilidad de precios, entonces en el largo plazo el gobierno deberá reducir sus gastos entre 3 y 5% del PNB con el fin de sustituir los excesivos gravámenes señalados anteriormente. De hecho, esta cifra

²⁶ Hay otras diferencias importantes. En primer término, los datos del cuadro 7 no incluyen imputaciones (tales como la del subsidio al crédito). En segundo lugar, es importante advertir que las columnas 7 y 8 se basan en información contable que hace imposible una asignación precisa de las transacciones financieras entre años distintos. Existen también diferencias conceptuales; por ejemplo, el subsidio al crédito no se incluye en los gastos del gobierno en el cuadro 7.

²⁷ El presupuesto aprobado se basa en el presupuesto para 1985-1986 aprobado por el Knesset, actualizado de acuerdo con los cambios de precios durante el año y con el donativo especial de Estados Unidos (del que no se tenía conocimiento en aquel momento). El déficit propuesto para 1986-1987 se basa en el aprobado por el Knesset, empleando proyecciones de precios. Este último incluye componentes que requieren aprobación especial de los comités del Knesset.

CUADRO 7

Presupuesto del gobierno (1980-1986)
(años fiscales, porcentajes del PNB precios corrientes)

	(1) 1980/81	(2) 1981/82	(3) 1982/83	(4) 1983/84	(5) 1984/85	(6) 1985/86 Presupuesto aprobado	(7) 1985/86 Real (est.)	(8) 1986/87 Propuesta
1. Gasto interno el cual:	47.1	52.0	53.3	49.4	48.2	50.3	47.9	50.1
Consumo e inversión	25.5	26.3	28.5	24.7	22.5	23.4	23.1	23.4
2. Ingresos internos	40.4	40.6	45.7	45.4	37.2	45.3	48.3	45.3
3. Déficit interno (1-2)	6.7	11.4	5.8	4.1	11.0	5.0	-0.3	4.8
4. Déficit externo	3.3	2.1	7.4	6.3	3.1	-1.4	-3.8	-2.2
5. Déficit total (3 + 4)	10.0	13.5	13.2	10.4	14.1	3.6	-4.1	-2.6

Fuente: IA85, p. 105.

Una teoría al respecto plantea que el público consideró temporales el recorte del déficit y la consecuente reducción del ingreso disponible. La permanencia de una baja inflación podría entonces explicarse por el tipo de cambio fijo, apoyado por la mejora en la posición de reservas de divisas que se logró con la donación especial de Estados Unidos. Esta interpretación implica que si la opinión del público es correcta, entonces la inflación baja es transitoria.²³ Pero si el gobierno sigue manteniendo un déficit bajo, entonces el público tendrá que reconsiderar su opinión y el consumo descenderá. Ello significa que los efectos económicos "reales" del PEE emergerán sólo en el más largo plazo.

Existe también la posibilidad (optimista), que se analizará después, de que el público considerase el incremento de impuestos netos como temporal aunque esperara que el gobierno mantuviera el balance presupuestal disminuyendo los gastos (como proporción del PNB) en el futuro. En este caso, cierta respuesta del consumo privado al PEE podría ser compatible con una baja inflación.

A principios de 1986 existía una preocupación creciente acerca de un posible deterioro de la cuenta corriente, en vista del estancamiento del volumen de exportaciones y del crecimiento de las importaciones de bienes de consumo. Sin embargo, esta situación se vió, en buena medida, compensada por la baja en el precio de las importaciones de petróleo. Además, las estadísticas del déficit comercial reflejaron el debilitamiento del dólar. En términos de la canasta de divisas, el déficit en la primera mitad de 1986 fue 6% menor que el nivel registrado en el mismo periodo del año anterior.²⁴

C. OTROS ASPECTOS DE DEMANDA REAL

Si bien la mayor parte de la reducción presupuestal provino de los impuestos netos, en el cuadro 6 puede observarse el esfuerzo realizado para disminuir el gasto público interno. La reducción del gasto interno real (sobre todo en defensa) fue de alrededor de 1.5% del PNB durante la segunda mitad de 1985, pero contenía elementos meramente transitorios bajo la forma de aplazamiento (más que supresión) de erogaciones y de reducción de salarios en el sector público (que fueron aumentados en 1986).

Finalmente, se advierte que el PEE propició una baja en la inversión (cuadro 6) en la forma de desacumulación de inventarios, atribuible a la política monetaria restrictiva, que se fue flexibilizando con el correr del tiempo. Parecería por tanto que el efecto del PEE sobre la inversión fue básicamente de carácter temporal.

²³ Puesto que el mayor déficit se traducirá en mayores tenencias privadas de divisas que inducirán devaluaciones.

²⁴ En dólares, el déficit comercial durante la primera mitad de 1986 fue 11% mayor que el año anterior.

D. ASPECTOS FINANCIEROS

Al volver la mirada hacia el ámbito financiero de la economía, encontramos que los efectos del PEE fueron más importantes. En primer lugar se redujo sustancialmente la inyección total de liquidez proveniente del sector público y del Banco de Israel, que antes del PEE se situaba en alrededor de 9% (véase el cuadro 5).

A lo anterior se sumaron las menores compras de divisas por parte del sector privado, reflejo de la confianza en la estabilidad del tipo de cambio. En 1985, la cuenta corriente del sector público arrojó un superávit de 1 400 millones de dólares debido a la ayuda especial norteamericana (750 millones de dólares) y a la transformación de préstamos de Estados Unidos en donaciones.²⁵ El superávit total en cuenta corriente fue 1 100 millones de dólares (IA85:192).

Los párrafos anteriores indican que el cambio fundamental asociado al PEE no se dio en el ámbito "real" (demandas internas y precios relativos). Hasta ahora, los únicos efectos duraderos atribuibles propiamente al PEE ocurrieron en el área financiera, definida en términos amplios.

5. *Los problemas de una estabilidad sostenida*

Los principales problemas que enfrenta la política deflacionaria son la consolidación de los logros del periodo de transición y la ulterior reducción de la inflación al nivel de la OCDE. La dificultad es que el primer año de la estabilización se caracterizó por un enorme esfuerzo nacional en varios aspectos de la vida económica que no fue el adecuado para el más largo plazo. Esto se manifestó aparentemente en sobrerreacciones de corto plazo en varias esferas.

Un aspecto ya analizado de la sobrerreacción de corto plazo se reflejó en la política de altas tasas de interés iniciada en 1984, y que se hizo más severa durante las primeras etapas del PEE. En el largo plazo, las tasas de interés sobre créditos comerciales habrán de bajar (como de hecho lo hicieron), lo que tenderá a empeorar la posición de BDP. En consecuencia, una política fiscal más restrictiva deberá tomar el lugar de la flexibilizada política monetaria.

Un segundo aspecto se relaciona con la excesiva confianza en el aumento impositivo para lograr la reducción del déficit presupuestal; la creciente carga sobre la actividad productiva de las empresas y los individuos se erige como un fuerte obstáculo al pleno empleo y al crecimiento. Es justamente este tipo de medidas el que crea presiones para reanudar el financiamiento defi-

²⁵ Este cambio se había efectuado durante la primera mitad de 1985 y no debe ser atribuido al PEE.

tendrá que ser mayor pues la estabilidad de precios durante el PEE estuvo apoyada por el donativo especial de Estados Unidos, que representó una sobrerreacción de la ayuda externa del orden de 3.5% del PNB (este componente se refleja en los déficit externos negativos de las columnas 6 a 8).

Debe tenerse cuidado al emplear los cálculos anteriores, pues se basan en estimaciones provisionales que pueden variar significativamente al disponerse de la información definitiva. Tomando en cuenta esta limitante, los cálculos indican que la reducción requerida del gasto del gobierno constituye una difícil tarea. Debe situársele, sin embargo, en un contexto de largo plazo en el que la eliminación de la inflación suprimirá ineficiencias y estimulará el crecimiento económico. Ello permitirá la reducción de la participación del gasto público en el PNB, al acelerarse el crecimiento de este último. Aun así, es necesaria una disminución inicial del nivel absoluto del gasto del gobierno con el fin de echar a andar el proceso.

Un rasgo preocupante en el cuadro 7 es que el presupuesto preparado para 1986-1987 parece haber eliminado el aumento a los impuestos netos observado en 1985-1986 sin reducir en absoluto los gastos, lo que podría ser reflejo de un decaimiento en el esfuerzo realizado durante el primer año del PEE. Sin embargo, la información respecto al déficit público en mayo-junio de 1986 muestra que se encuentra a un nivel menor que el año anterior. Aparentemente entonces el principio del presupuesto balanceado (después de donaciones) se ha mantenido hasta la fecha.

Consideremos ahora los aspectos nominales de la estabilización. No es posible mantener por largo tiempo una estrategia de transición basada en congelamientos de precios-salarios y en un intenso esfuerzo político para alcanzar un "contrato social". En el largo plazo no existe alternativa a las políticas monetaria y de tipo de cambio tradicionales.

El mejor remedio para un trauma inflacionario es un periodo prolongado de estabilidad de precios. Si se mantiene la disciplina presupuestal, es razonable apoyar dicha estabilidad con una política de tipo de cambio relativamente fijo.

La relevancia de este enfoque puede apreciarse en relación con el problema de la indización. Existen razones para creer que un alto grado inicial de indización hace más difícil consolidar la deflación. El argumento es que la indización tiende a facilitar la transmisión de choques monetarios, al tiempo que la "memoria inflacionaria" de la economía tiende a convertir estos choques en expectativas inflacionarias.

Sin embargo, la indización es en buena medida el *resultado* del proceso inflacionario y, en particular, de su inestabilidad. Resulta por ende difícil reducir la indización (excepto durante periodos muy cortos) antes de estabilizar la inflación.²⁸ Se tiene así un problema circular que quizá sea más fac-

²⁸ Me refiero a indización de salarios. De hecho el PEE limitó el alcance de la indización de activos al impedir ampliaciones de depósitos ligados a divisas extranjeras

tibie superar bajo un régimen de tipo de cambio estable. Una vez que la inflación se ha estabilizado, la indización bajará gradualmente.

Se ha dado un paso en esta dirección con el nuevo acuerdo SACV de mayo de 1986, que elevó el mínimo acumulado para pagos de SACV de 4% (en el acuerdo de julio de 1985) a 7 por ciento.

Otra implicación de la política de estabilizar el tipo de cambio nominal es que el gobierno no puede realizar correcciones *ex post* a incrementos salariales injustificados por la vía de las devaluaciones. Tampoco es posible en el largo plazo contener los incrementos salariales a través de pactos sociales del tipo empleado durante el PEE y los regímenes AP.

Los anteriores señalamientos implican que una condición necesaria para la estabilidad sostenida es la capacidad del gobierno para resistir peticiones salariales injustificadas en el sector público. Debe asimismo convencer al sector privado de que los aumentos salariales injustificados no serán acomodados automáticamente a través de una devaluación. Esta política debe desde luego ser apoyada por políticas fiscal y monetaria apropiadas, con el fin de proteger la BDP.

Una política salarial de este tipo y los recortes presupuestales requeridos para estabilizar la economía indican que la política macroeconómica de Israel deberá ser contraccionista en el futuro próximo. Los resultados de estas medidas se presentarán gradualmente con la eliminación de las ineficiencias que provoca la inflación.

Traducción: Óscar Franco

Bibliografía

- Barro, R.J. y D. Gordon (1983a), "Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy", *Journal of Monetary Economics*, julio de 1983, vol. 12, pp. 101-122.
- (1983b), "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model", *Journal of Political Economy*, agosto de 1983, vol. 91, pp. 589-610.
- Bruno, M., (1986a), "Generating a Sharp Disinflation: Israel 1985", NBER Working Paper núm. 1822.
- (1986b), "Israel's Stabilization: The End of the Lost Decade?", preparado para la conferencia "Economic Issues and Policy in Israel, 1985-1986", 15-16 de junio de 1986 (Jerusalén).
- , y S. Fischer (1986), "The Inflationary Process: Shocks and Accommodation", en *The Israeli Economy-Maturing Through Crises*, ed. Y. Ben-Polath, Harvard University Press, 1986, pp. 347-371.
- Calvo, G.A. y R.B. Fernández (1983), "Competitive Banks and The Inflation Tax", *Economic Letters*, vol. 12, núms. 3-4, pp. 313-317.

(PATAM). Pero no es claro qué tanto esta medida representa una reducción de la indización efectiva, pues el público puede adquirir moneda extranjera en lugar de depósitos PATAM (lo que crea problemas adicionales al Banco de Israel).

- Drazen, A. y E. Helpman (1985), "Inflationary Consequences of Uncertain Macroeconomic Policies", Foerder Institute for Economic Research, Working Paper núm. 21.
- Friedman, M. (1971), "Government Revenue from Inflation", *Journal of Political Economy*, vol. 79, pp. 846-856.
- Liviatan, N. (1983), "Inflation and the Composition of Deficit Finance", en F.E. Adams (ed.), *Global Econometrics*, MIT Press, Cambridge.
- , y S. Piterman (1985), "Accelerating Inflation and Balance of Payments Crises, 1973-1984", en Bruno y Fischer (1986:320-346).
- Meridor, L. (1986), "Financing Government Expenditures in Israel (1960-1983)", Bank of Israel, Research Department, Discussion Paper Series 86.01 (en hebreo).
- Sokoler, M. (1984), "The Inflationary Tax on the Money Base, The Inflationary Subsidy and The Inflationary Process", Bank of Israel, Research Department, Discussion Paper Series 84.05 (en hebreo).