

HACIA UNA AGUDA DESINFLACIÓN: ISRAEL 1985 *

MICHAEL BRUNO

A mediados de 1985 la crisis económica de Israel alcanzó nuevos niveles. Anteriores intentos de estabilización habían fracasado. Israel estaba perdiendo muy rápidamente sus reservas internacionales debido a la fuga de capitales y a pesar de una reciente mejoría en la balanza comercial la inflación aumentaba a una tasa del 10%-15% mensual. El primero de julio el gobierno adoptó un amplio programa de emergencia para la estabilización y recuperación de la economía, el cual ha tenido consecuencias dramáticas al menos en el muy corto plazo. En pocos meses la inflación fue reducida a 1% o 2% mensual, las reservas de divisas aumentaron rápidamente y a pesar de las drásticas medidas de política monetaria y de contracción fiscal, el promedio de desempleo no aumentó más allá de dos puntos porcentuales sobre el nivel anterior a julio.¹

Este ensayo trata sobre los antecedentes de la aguda crisis de la economía israelí, la fundamentación conceptual del plan de estabilización, y sobre los primeros seis meses de su instrumentación. Aparte de las medidas convencionales en política fiscal y monetaria con una desindización parcial, se puso énfasis especial sobre la estabilización de la tasa de cambio como un ancla nominal central para el sistema de precios, acompañada de un paquete salarial. Mayor restricción pre-

* Traducido del inglés al español por Tomás Irena Estrada, profesor de tiempo completo de la Facultad de Economía, adscrito al Centro de Estudios del Desarrollo Económico de México (CEDEM).

¹ Para el desarrollo de los indicadores clave ver el cuadro 1.

supuestal, así como moderación salarial fueron considerados los elementos clave para el éxito permanente en los esfuerzos de estabilización. Estas dos condiciones serán probadas en el nuevo año fiscal que inicia en abril de 1986.

1. LA NATURALEZA DE LA CRISIS ECONÓMICA EN LA DÉCADA ANTERIOR

La prolongada crisis económica se manifestó en tres grandes aspectos:

- 1) Un estancamiento en el crecimiento del producto real y de su productividad durante casi toda una década.
- 2) Un aumento del consumo privado y público frente al estancamiento en el producto condujo a una reducción de la inversión, a una creciente dependencia de la deuda externa y a mayores dificultades en la balanza de pagos, lo cual llevó a una seria crisis de liquidez.
- 3) Una elevada aceleración de la inflación en la que cada choque de precios se debió tanto a causas externas como a las acciones deliberadas del gobierno (devaluaciones u otras decisiones gubernamentales sobre los precios) que se tradujeron en una mayor tasa de inflación.

Las gráficas 1a, 1b y 1c resumen el desarrollo de estas principales áreas durante los últimos 20 años. La gráfica 1b mide la dependencia externa de la economía en términos del déficit civil externo (exportación de bienes y servicios menos importaciones de bienes y servicios, excluyendo las importaciones directas de defensa) como porcentaje del PNB. La gráfica 1a indica la inflación anual en términos del índice de precios al consumidor. La gráfica 1c mide la tasa de crecimiento del sector comercio en términos del producto nacional. Las gráficas muestran la transición del periodo de relativa prosperidad 1965-1972 a la crisis de 1973-1975 (aumento en los precios del petróleo y la guerra de Yonkippur), experimentándose como una caída vertical en la tasa de crecimiento (de un promedio anual de 8.7% en 1965-1972 a 2%-4% y menos en los últimos años). El programa de estabilización del ministro de Finanzas Rabinowitz, 1975-1977, permitió una gran mejoría en la balanza de pagos y una considerable reducción de la inflación en 1977 (en el punto 77-I de la gráfica 1 que

comprende de enero a mayo de 1977), pero a costa de un mayor freno en el crecimiento. No obstante, trajo como consecuencia un persistente problema estructural: El gran tamaño del sector público (su participación en la fuerza de trabajo se elevó del 20% al 30% durante la década anterior) y, en particular, el tamaño del déficit del sector público relativo al PIB (el cual aumentó del 12% al 17%).²

Durante la década anterior observamos claramente los ciclos de deterioro y de mejoramiento en la cuenta corriente de la balanza de pagos; estos ciclos se pueden relacionar a las políticas de los respectivos ministros de finanzas: un mejoramiento durante el periodo de Rabinowitz (1975-1977), deterioro en el de Ehrlich (1977-1979), un progreso temporal con Hurwitz (1979-1980), un detrimento considerable y una baja en el crecimiento durante el periodo de Aridor (1981-1983) y una importante corrección hacia fines del periodo de Cohen-Orgad y el nuevo gobierno de Unidad Nacional con el ministro de Finanzas Moda'i (1984 al presente).

Los progresos en la balanza de pagos estuvieron usualmente acompañados de una aceleración en la tasa de inflación debido al tipo de medidas presupuestarias adoptadas (el recorte de subsidios y el aumento de los impuestos indirectos) y los ajustes en la tasa de cambio. El ejemplo más reciente es la devaluación del 9% y el recorte del subsidio introducido a la llegada del gobierno de unidad (obsérvese el salto de la inflación durante el periodo agosto-octubre de 1984, en la gráfica 2). Posteriormente se abundará más sobre estos choques de precios y la inercia inflacionaria.

En los últimos dos años se hizo evidente que las dificultades en las reservas internacionales y en la balanza de pagos podrían aumentar debido a problemas con la cuenta de capital, aun cuando la cuenta corriente mejorara. Al menos en parte, estos problemas eran el resultado de la pérdida de confianza del público en la habilidad del gobierno para controlar el sistema económico, conduciendo a una masiva compra de divisas y a fuga de capitales.

La gráfica 3 expresa las reservas de divisas oficiales de Israel, junto con la amortización de la deuda corriente (la cual incluye el crédito a corto, mediano y largo plazo, crédito comprendido a un año, menos el crédito a los exportadores). La gráfica también presenta la ganan-

² Para un análisis de las respuestas macroeconómicas en los choques externos y la sustituibilidad entre crecimiento, balanza de pagos e inflación, véase Bruno (1984).

cia por importación, excluyendo la importación directa de defensa.³ Al respecto, surgen dos puntos centrales:

1) Se inició el deterioro en la posición de liquidez en divisas de la economía, mientras las reservas oficiales continuaban aumentando (1980-1982); en 1983-1984 la deuda corriente excedió gradualmente las reservas en divisas.⁴

2) Este deterioro continuó durante 1984 y el 1er. semestre de 1985,⁵ a pesar de la mejoría en la cuenta corriente, lo cual explica los pronósticos de inminente crisis justamente antes de que fuera instrumentado el nuevo plan económico.

*Fundamentos teóricos: factores reales y nominales
en el proceso inflacionario*

Un vistazo al perfil del proceso inflacionario (ver gráfica 1a) sugiere algo cercano a la función *step* (de escalón), es decir, una serie de saltos en la tasa de inflación (1973-1974, 1977 II, 1979, 1983-1984) seguidos de periodos de relativa estabilidad y alta inflación, de los cuales el más significativo es el que va de 1979 a 1983 (se manifestó el cambio en el último trimestre de 1983 después de la crisis bancaria y la gran devaluación). Tratando de comprender esta forma de inflación, se ofrecen dos grandes vertientes de explicación teórica.

Una primera línea de explicación pone énfasis en las series de *flats and asks* (planos y cuestas) que, en teoría, son los componentes de un estado estacionario de inflación mayor, concentrándose este proceso en aquella parte del déficit presupuestario que es financiado, dada la erosión inflacionaria del *stock* de monedas (impuesto inflacionario); un cambio en el estado estacionario de inflación puede ocurrir por cualquiera de las siguientes razones:

a) Un incremento permanente en el déficit gubernamental rela-

³ La información para 1983-1984 está basada en el Banco de Israel, informe anual, 1984 cuadro VII-21.

⁴ Este fenómeno familiar a varios países latinoamericanos, se manifiesta a menudo en una inminente crisis de liquidez.

⁵ La gráfica 3 muestra las ganancias de 1985 como un todo, aunque ya había ocurrido una mejoría en el 1er. semestre de ese año, mientras que la situación de liquidez, reflejada en la deuda neta corriente, empeoró.

tivo al PIB, ocasiona un aumento en el impuesto inflacionario requerido, incrementándose así la tasa de inflación.

b) Una reducción permanente en la tasa de crecimiento de la economía causa una caída en la demanda de dinero para transacciones no inflacionarias y de esta forma se requiere mayor inflación para lograr el mismo impuesto inflacionario.

c) Una caída en la demanda de la base monetaria debida a cambios institucionales, tales como la aparición de nuevos sustitutos de dinero a prueba de inflación. Así como la salida de tenedores de dinero público que exigen una mayor inflación para financiar el mismo déficit presupuestario.

Desgraciadamente, la explicación más común del crecimiento de la inflación es que se debió a un incremento en el déficit gubernamental (argumento *a*). Se puede, en el mejor de los casos, tomar en cuenta este argumento para explicar el aumento de la tasa de inflación de Israel al principio de los setenta, pero no en los periodos subsiguientes. La inflación en forma escalonada de 1973-1976 del 30%-40% hasta cerca del 500% anual en 1984-1985 (la gráfica 1a punto 85 muestra el periodo de enero-julio de 1985) ocurrió mientras el déficit presupuestario, que si bien fue grande, era más o menos estable, del 12% al 15% del PIB (ver cuadro 2).⁶

Empero, el argumento *b* (la caída en la tasa de crecimiento) podía ser utilizado para comprender el aumento de la inflación en forma escalonada después de 1972 (ver Melnick y Sokoler, 1984) y el argumento *c* puede ser aplicado a la gran escalada inflacionaria después de 1978 cuando la reforma⁷ financiera introdujo un nuevo sustituto monetario de cambio de divisas (cuentas PATAM), cuya demanda aumentó muy rápidamente mientras que la demanda de la base monetaria caía verticalmente.

Una segunda línea alternativa, en alguna medida complementaria al argumento del impuesto inflacionario, explica la naturaleza del proceso de inflación en forma escalonada en términos de choques de

⁶ Ver, también, nota *d* en el cuadro 2, referente a la corrección de la inflación de la deuda pública.

⁷ En octubre de 1977 se llevó a cabo una gran reforma financiera ("Malapach") por Ehrlich, ministro de Finanzas del nuevo gobierno del Likud. El control del flujo de capitales fue eliminado, un nuevo intercambio de divisas se estableció, se incorporaron depósitos bancarios nacionales de alta liquidez ("Patam") y el régimen de la tasa de cambio fue modificada (temporalmente) de una situación fija a una flotante. Todo esto fue acompañado de una gran devaluación con pleno empleo y sin contracciones presupuestarias.

niveles de precios (la cual considera los saltos), unida a un ajuste monetario total (justificando por qué un choque del nivel de precios se traduce en un salto en la tasa de inflación). Los choques de precios pudieron ser totalmente exógenos (por ejemplo, el aumento de precios de materias primas y del petróleo en 1973 y 1979 o el choque introducido con la reforma de octubre de 1977), o pudieron ser inducidos por las dificultades de la balanza de pagos (llevando a devaluaciones y a medidas fiscales que incrementaron los precios, tales como la suspensión de subsidios en 1974, 1983 y 1984.⁸

El ajuste monetario ha tomado la forma de una especie de enlace automático de los activos líquidos financieros (como son las cuentas PATAM, precios garantizados por límites indizados por el gobierno durante un tiempo hasta 1983, también ha tomado parte la banca comercial apoyada por el gobierno). Este ajuste fue fortalecido por una política de tasas de cambio que más o menos siguió la regla de la paridad del poder de compra. Con las tasas de cambio y la moneda estrechamente unida al nivel de precios se obtuvo la tercera variable nominal clave, con ello los arreglos de indización (COLA) han sido bien establecidos por un largo tiempo. Los salarios no parecen haber tenido un efecto autónomo en la aceleración de la inflación. Israel ha conocido décadas de acuerdos COLA cuando la inflación no era mayor del 5%-7% anual y los aumentos en los salarios eran seguidos de aumentos de precios y no a la inversa. Sin embargo, los acuerdos COLA y en particular la reducción de la ley de indización (de un año a 6 y 3 meses, y más recientemente a leyes de sólo un mes), han contribuido, después de los choques de los niveles de precios, a la persistencia de una inflación elevada. Así, en la cima de todos estos componentes de inercia inflacionaria está el fortalecimiento de las expectativas que toman en cuenta el ajuste de la política fiscal y monetaria.

¿Por qué, bajo este punto de vista, la inflación ha aumentado siempre y no ha disminuido? Una razón puede ser que los choques positivos y negativos de precios no son simétricos en sus efectos sobre la dinámica de la inflación. Cuando el rasgo general de la política fiscal y monetaria es expansionista y se presenta un inesperado cambio a la baja de la tasa de inflación, las expectativas no son revisadas a la luz de este cambio. El efecto de tales asimetrías es hacer una secuencia de

⁸ Para un análisis de la relación entre los problemas de la balanza de pagos y el aumento de la inflación véase Liviatán y Piterman (1984); para una caracterización general del proceso inflacionario en 1970-1984 véase Shiffer (1982) y Bruno y Fisher (1984).

choques positivos y negativos cuyo valor medio es cero e impone una tendencia ascendente a la tasa de inflación.⁹

Finalmente, ¿cuál es el principal papel del presupuesto gubernamental bajo este punto de vista de “choques y ajustes” del proceso inflacionario?; obviamente, el déficit presupuestario no se reduce exclusivamente a la relación directa entre el exceso de demanda agregada que éste causa y los precios resultantes en el mercado. En realidad, basándose en la aparente falta de correlación entre el tamaño del déficit con la acelerada escalada inflacionaria, se podría argumentar (y esto ha conducido, algunas veces, a diagnósticos equivocados) que esta relación no tiene importancia. Los principales mecanismos son más indirectos: primero, un déficit presupuestario contribuye a un deterioro en la balanza de pagos cuando los ahorros negativos del gobierno amplían la brecha entre ahorro e inversión, lo cual se constituye en el anverso del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Ante la necesidad de responder a una caída en la balanza de pagos y a un aumento en la deuda externa, se instrumentan medidas que por su propia naturaleza tienden a elevar los precios (este es el principal argumento utilizado por Leviatan y Piterman (1984)).

Otro efecto indirecto de un déficit es la gran deuda interna, que a su vez impide que los déficit acumulados alcancen, con el tiempo, proporciones considerables. La importancia de reciclar esta deuda, la cual se encuentra entre las más altas en términos relativos (un cociente de 1.4-1.5% del producto) y especialmente la parte líquida de esta deuda, es impedir que se constituya en un límite a la libertad de acción del gobierno, tanto en su política fiscal como monetaria. De aquí que la prevención de un incremento de la deuda externa e interna, se constituya en un elemento clave para un programa diseñado para estabilizar la economía.

Resumiendo, todos los diferentes argumentos convergen en la opinión de que el proceso inflacionario y las dificultades de la balanza de pagos son originados por dos fuentes importantes:

1. Un gran déficit gubernamental real que incrementó la deuda externa e interna continuamente.

⁹ Para una representación formal de la dinámica inflacionaria véase Bruno y Fisher (1985). El argumento de asimetría podría ser aplicado al intento del ministro de Finanzas Aridor de liberar la economía de la inflación, reduciendo el costo de las importaciones y frenando la tasa de devaluación; el empeoramiento de la situación de la balanza de pagos condujo, últimamente, a una gran devaluación y a un nuevo aumento de precios en octubre de 1983.

2. La pérdida del ancla monetaria en un sistema que se ajustaba, principalmente, a la inflación por medio de la oferta automática de activos líquidos y un casi ajuste automático de la tasa de cambio. Sin embargo, ya que las diferentes magnitudes nominales (dinero, tasas de cambio, así como salarios) nunca tuvieron asimetrías perfectamente sincronizadas al ajuste de los choques de precios, éstas determinaron una elevación en la inflación.

Generalizando, el proceso inflacionario parte de una primera causa real (el gran déficit presupuestal) y de un problema nominal, la ausencia de un "ancla nominal". De acuerdo a este punto de vista no es suficiente comprender sólo una de estas dos causas. Una condición necesaria para alcanzar la estabilidad económica es atacar ambas, simultáneamente. Los adeptos a un modelo económico convencional de la inflación, no tendrían dificultades en creer que una reducción drástica en el déficit presupuestal es necesario para la estabilización. Es difícil convencer a los seguidores del modelo conservador de que la inflación de la década anterior contenía también un componente de inercia nominal muy poderoso. Por ello, la necesidad de sincronizar salarios, crédito, precios y tasas de cambio entre los diferentes sectores económicos. Es totalmente concebible que el déficit presupuestal real podría ser sustancialmente reducido por medio de algunas acciones drásticas del gobierno, pero la inflación persistirá por libre inercia, dado que los agregados nominales en la economía no están sincronizados adecuadamente. Un programa de estabilización que no tenga éxito en lograr la sincronización de este problema está destinado a fracasar, al menos en el combate a la inflación. Nuestro argumento en torno a esta situación, es que dicho fracaso se manifestará rápidamente en términos reales porque los cambios no sincronizados en las magnitudes nominales traerán serios cambios en los precios relativos (salario real, crédito real, tasas de cambio real) los cuales conducen a un profundo desempleo o a una pérdida de reservas internacionales, o a ambas.

Otro problema relacionado a estos aspectos y que ha mantenido ocupados a los economistas de Israel en los últimos años, es si es posible liberar a la economía de dicha inflación gradualmente. Los adeptos al modelo gradualista encontraron apoyo en anteriores intentos de estabilización que se hicieron para reducir el presupuesto, este paso precedería a la instrumentación de un contrato social (un paquete

total) diseñado para hacerle frente a la inflación con una política de ingresos y resolver el problema de sincronización.

Para la sincronización gradual, las tasas de cambio aparecen, a primera vista, como las más atractivas desde un perspectiva sociopolítica. El contraargumento de esto sostiene que el proceso inflacionario es un círculo vicioso en el cual el déficit presupuestal, la inflación y el cese al crecimiento se fortalecen mutuamente (véase por ejemplo la quiebra del sistema de impuestos en 1984 y la caída de la productividad durante la década anterior). Más aún, una reducción de la inflación gradual y perfectamente sincronizada es prácticamente imposible a causa de la inercia inflacionaria.¹⁰

No hay duda de que la sincronización con una tasa de alrededor de cero (un completo congelamiento de las tasas de cambio, crédito, salarios y precios, etc.) es mucho más simple de comprender para el público; los consumidores pueden percibir aumentos en los niveles de precios de bienes, pero están menos inclinados a constatar tasas de cambio. Pero el argumento principal en contra del gradualismo y a favor de una acción drástica es una consideración político-económica. Incluso, un gobierno fuerte no es capaz más que de un determinado esfuerzo centrado en un plan de emergencia. Uno puede agregar consideraciones relacionadas con la confianza del público y la credibilidad y reputación del gobierno, donde éstas están más en concordancia con un programa completo y profundo para "sacar a la economía del proceso inflacionario", para lo cual, el primer ministro y el ministro de finanzas pueden cambiar el sistema político y público en un esfuerzo para restaurar el control sobre el sistema económico. Parece extraño a primera vista que para evitar incluso la profundidad del persistente desempleo, pueda tener mejores posibilidades de éxito un programa que intenta erradicar la inflación con un fuerte impacto en las expectativas del público. De esta manera, las estrictas limitaciones al crédito y a la demanda no necesitan ser aplicadas más de 6 o 12 meses.

Con el desarrollo del problema, el debate entre estas opiniones contradictorias no tuvieron la oportunidad de ser colocadas en un ni-

¹⁰ No está muy claro si el "Experimento Aridor" de 1982-1983 es un buen ejemplo: por un lado, la frecuencia de las devaluaciones no fueron acompañadas de una reducción en la tasa de crecimiento de los precios y salarios; por otro lado, no se presentaron restricciones monetarias. De cualquier modo, el segundo y tercer "acuerdo paquete" instrumentado a principios de 1985 atestiguan las dificultades de sincronizar las tasas de cambio, además de la falta de reducciones presupuestarias.

vel teórico; el curso de los acontecimientos en el primer semestre de 1985, tanto la inflación como los movimientos de las divisas aniquilaron la línea gradualista y se determinó un movimiento drástico.¹¹

2. FORMACIÓN Y PRINCIPALES PUNTOS DEL PROGRAMA ECONÓMICO

Aunque los términos de referencia del programa económico fueron establecidos en discusiones y deliberaciones anteriores, su preparación detallada empezó solamente a principios de junio de 1985. El equipo profesional¹² designado conjuntamente por el ministro de finanzas y el primer ministro contó con tres semanas para proponer el programa al gobierno, el 30 de junio de 1985. El equipo se basó principalmente en los estudios realizados en el Ministerio de Finanzas, el Banco de Israel y en el Ministerio de Comercio e Industria. El trabajo del equipo avanzaba en un marco de crisis, salida de divisas y pérdida en el control del proceso inflacionario. Se realizó un intento por entender las experiencias de varios acuerdos tripartitas que formaron la base de la política de estabilización durante el periodo octubre 1984-mayo 1985. Claramente, el presupuesto planeado para 1985-1986 y la cuenta corriente en la balanza de pagos conducían a nuevas medidas de estabilización. Pero la inflación estaba saliéndose del control.

¹¹ La formulación de un proceso combinado real-nominal, así como las diferentes salidas al proceso inflacionario fueron discutidas en una serie de seminarios "staff" del Departamento de Economía de la Universidad Hebrea a fines de 1983 y a lo largo de 1984 y en varios estudios preparados en el Departamento de Investigación del Banco de Israel. Un artículo de Liviatan (1984) sobre la dolarización y un memorándum mío con una propuesta para la reforma monetaria, presentó dos sugerencias para una acción drástica. [Mis propios puntos de vista sobre la naturaleza especial del proceso de inflación alta y la necesidad de una salida radical fueron expresados en una entrevista (*Miguan*) en 1981. El estudio sobre la experiencia de las grandes hiperinflaciones europeas (ver Sargen, 1982) y en particular de la Alemania de 1923, fueron fructíferos]. Un estudio de Sokoler, Piterman y Fraenkel (1984), detallaron un plan preparado para el Banco de Israel, también se presentó un acercamiento combinado real-nominal, pero prefirieron una instrumentación en etapas.

¹² El equipo, encabezado por Emanuel Sharon, director general del Ministerio de Finanzas, incluía a Eitan Berglas (Universidad de Tel Aviv), Michael Bruno (Universidad Hebrea de Jerusalén), Mordecai Fraenkel (jefe del Departamento de Investigaciones del Banco de Israel) y Amnon Nenbach (asesor económico del primer ministro). Nissan Liviatan (Universidad Hebrea) fue un participante activo en varias discusiones internas para la designación del equipo.

Un equipo anterior que incluía, además de a Berglas y Bruno (Nenbach como secretario), Yoram Ben-Porath, Hain Ben-Shahar y David Golan, sometió un amplio delineamiento de un plan muy similar al primer ministro en julio de 1984.

En la víspera del nuevo programa había considerables desviaciones del nuevo presupuesto recién aprobado, especialmente a cuenta de los subsidios de bienes y de mantener a presión los gastos. El continuo mejoramiento en la cuenta del comercio exterior (que había empezado en 1984) fue anulado por la considerable salida de divisas. En cuanto al proceso de inflación, el acuerdo tripartita de tres meses sobre el congelamiento de precios y salarios (el primer "acuerdo-paquete" empezó en noviembre de 1984) parecía significar un considerable éxito político-social al detener rápidamente el aumento de precios. Sin embargo, sus principales debilidades fueron: ser incorporado a un programa de estabilización más completo; que lo acompañara una reducción del presupuesto; la continuación de ajustes en salarios COLA (aumentos de salarios reales) y, en particular, sostener las devaluaciones. La elevación de los precios de importación hizo inevitable establecer una corrección en el nivel de precios entre este acuerdo y el siguiente, eliminando el acuerdo-paquete de enero de 1985. Las principales debilidades de los siguientes "acuerdos-paquete" estaban relacionadas principalmente con la incapacidad de controlar las tasas de crecimiento de los precios más que en congelar el nivel de precios (como en el primer "acuerdo-paquete").

Para resumir, el presupuesto, la balanza de pagos y seguramente el proceso inflacionario eran considerados para el periodo inmediatamente anterior, cuando el nuevo plan económico estaba maduro, tanto en términos de las condiciones fundamentales como en términos de la necesidad de un nuevo y drástico ataque.

El objetivo del nuevo programa de estabilización económica era reducir la inflación de un golpe, de una tasa mensual de entre 15% y 20% a prácticamente cero. Dados algunos efectos de inercia y *tail-end*, etcétera, esto implicaría en efecto una reducción de la inflación a no más del 2%-3% mensual y, en algunos meses, a menores tasas. El programa fue diseñado para permitir una mejoría importante en la balanza de pagos. Atacando simultáneamente la inflación y la balanza de pagos, también se pondrían los fundamentos para un subsiguiente y renovado crecimiento y para cambios estructurales en la economía.

En relación con nuestro análisis, el programa tendría que ser completo y drástico en sus efectos sobre la confianza y las expectativas del público. Atacaría simultáneamente la fuente real de las dificultades, es decir, el desequilibrio del presupuesto gubernamental, echaría un

ancla nominal o, más bien, varias anclas nominales sincronizadas. Una característica central del programa fue anunciar una reducción del déficit presupuestario de 1.5 billones de dólares (7.5% del PIB) por debajo del presupuesto de 1984. Simultáneamente, el shekel israelí fue devaluado cerca del 20%: por dólar 1 500 junto con una reducción parcial a impuestos de importación y subsidios a exportación.

A la vez que el programa era anunciado, el gobierno declaraba su intención de congelar todas las cantidades denominadas en shekel: salarios, precios, tasas de cambio y crédito (después de un ajuste nominal); con el congelamiento de las tasas de cambio se mantuvo el nivel requerido de los salarios nominales. Éstos, además del cese temporal de los acuerdos COLA, se definirían a través de negociaciones con la federación del trabajo y los patrones. El Banco de Israel se comprometió a restringir la dimensión nominal del crédito bancario y el Ministerio de Industria y Comercio continuó como responsable del control de precios. El gobierno también anunció su intención de limitar el nivel del presupuesto nominal planeado para el trimestre julio-septiembre de 1985.

En cuanto al mercado de capital, el principio operativo fue claramente asegurar la preservación del ahorro a largo plazo (indizado) y, al mismo tiempo, reducir la liquidez de las acciones como salida al régimen anterior. Las cuentas de depósitos, PATAM, (vinculadas al dólar) serían en lo sucesivo de "un sentido" solamente, los retiros serían permitidos, pero los depósitos sólo serían aceptados para periodos mayores de un año. Aún más, el gobierno haría gradualmente totalmente comerciables todos sus bonos (a excepción de los fondos de pensión), así como ampliaría la base para las operaciones del mercado abierto.

El tiempo de duración del programa de estabilización fue de un año; sus primeros tres meses fueron declarados como un periodo de emergencia económica.

A continuación se abundará con mayores detalles sobre algunos elementos del programa.

2.1 Recorte del sector público

En el corazón real del programa estaba el deseo de reducir el déficit presupuestal a un nivel en el que "la deuda interna y externa real del

gobierno no creciera más" (con el subsiguiente crecimiento del PIB, esto aseguraría una caída lenta y gradual en el cociente deuda/PIB). Esto habría requerido una reducción de 2.1-2.5 billones (10% del PIB) comparado con el presupuesto de 1984. Una decisión de alto nivel llevó, salvo reducciones sustanciales de los gastos de defensa, entre otras cosas a una disminución del déficit a 1.5 billones con la esperanza de que la reducción complementaria fuera introducida en el presupuesto de 1986. Las reducciones incluían un recorte en los subsidios a los productos básicos e impuestos adicionales directos a indirectos; sólo el 20% del total del recorte fue para la contracción real de la actividad del gobierno. Las limitadas dimensiones en los recortes del gasto pueden introducir una contracción en otro aspecto central del programa, es decir, la capacidad de moderar la erosión del salario neto por medio de concesiones impositivas, como veremos más adelante.

El exceso de demanda real del gobierno en 1985 cayó más allá de los recortes planeados; es muy probable que la deuda interna y externa del gobierno no haya crecido en el presupuesto del año que terminó en marzo de 1986. También se toma en cuenta que la ayuda de emergencia de E.U. de 750 millones de dólares (3-3.5% del PIB) en los años de 1985-1986, contribuyeron a tener estabilidad en un largo periodo sin efectuar totalmente los recortes presupuestarios requeridos (el déficit interno, incluyendo los pagos de intereses y subsidios al crédito en 1984, fue de 3.6 billones o cerca del 16% del PIB).

Un segundo elemento importante en la reducción del tamaño del sector público fue la decisión de recortar su personal en 3% (alrededor de 10 000 personas, contando también al gobierno local y otras instituciones financiadas por el sector público). Este paso no fue en sí mismo de gran significación presupuestaria (gastos por *severance pay*, etcétera); su importancia radicó, principalmente, en señalar las intenciones del gobierno en relación al cambio estructural requerido en la economía.

2.2 Devaluación

El shekel israelí fue devaluado en 18.8% el día de la introducción del programa (más una devaluación de cerca del 6% a fines de junio de 1985), estableciendo 1 500 shekel¹³ por dólar. Como parte de la uni-

¹³ En un cambio puro de numerario, de viejos a nuevos shekels (un nuevo shekel = 1 000

ficación parcial de las tasas efectivas de cambio en la cuenta comercial VAT, fue reducido en 2% el impuesto sobre el combustible y los depósitos de importación fueron rebajados. El crédito subsidiado para exportaciones en shekels fue abolido, así como el subsidio especial para preservar la utilidad de las exportaciones; el seguro de la tasa de cambio de exportaciones fue reemplazado por un arreglo equivalente, generalizando un subsidio efectivo del 11% para el valor agregado en exportaciones. Este arreglo no depende de los cambios en el índice de los precios al consumidor en relación a la tasa de cambio (la cual era parte integral del esquema del seguro), así se eliminó una distorsión que había incrementado las presiones inflacionarias en los últimos años. Las tasas de cambio se establecieron a un nivel menor del requerido para permitir la total abolición del subsidio¹⁴ a las exportaciones, así como para limitar el tamaño del choque de precios inmediatamente después de la instrumentación del programa. Un choque de precios de por lo menos 15% era inevitable debido a la devaluación, a la reducción de subsidios y al incremento parcial en los techos de los precios controlados, ir más allá de esto se consideró peligroso, principalmente por las consecuencias implícitas en las erosiones del salario real.

2.3 Estabilización de la tasa de cambio y establecimiento de anclas nominales

Como hemos visto, parte importante del plan era alcanzar una rápida estabilización de precios, para ello se requería determinar una o más anclas nominales y asegurarlas con los acuerdos sociales y las medidas políticas apropiadas. La cantidad de moneda (*M1* o *M2*) sirve a menudo como ancla, y su preservación por el Banco Central asegura precios estables. Bajo condiciones de inflación rápida, especialmente en la transición a la desinflación, la demanda de medios de pago es extremadamente inestable (un incremento sustancial en la demanda de dinero se puede esperar pero no se puede decir qué monto), por ello no puede servir como ancla. Por tanto, es preferible confiar en el volu-

viejos shekels), fue anunciado en agosto de 1985 e instrumentado totalmente en enero de 1986 cuando la tasa de cambio llegó a 1.5 nuevos shekels israelí = 1 dólar.

¹⁴ Dicha abolición, combinada con un deseo de preservar la ganancia de la exportaciones, habría requerido una devaluación de alrededor del 30%. Por tanto la devaluación de menor tamaño limitó sustancialmente la perspectiva de la unificación de la tasa de cambio efectiva tanto en importaciones como en exportaciones.

men completo del crédito bancario, el cual está íntimamente relacionado al PIB nominal. Sin embargo, el control sobre el nivel del crédito en Israel es indirecto (recientemente el Banco de Israel controlaba el precio del crédito más que su cantidad) y habría sido difícil confiar solamente en el crédito para este propósito. Dada la importancia del costo en el proceso inflacionario en los últimos años, la mejor combinación de anclas nominales centrales parecía ser la tasa de cambio con el dólar y el salario nominal. La tasa de cambio ha servido durante mucho tiempo como un índice de precios ampliamente cotizado, a la vez que el CPI regular (índice de precios de bienes de consumo) era publicado solo mensualmente.¹⁵ Establecer la tasa de cambio en términos del dólar,¹⁶ en las etapas iniciales de estabilización, era considerado extremadamente importante. Por otro lado, el programa no daba confianza en su apreciación real. Específicamente, habría sido infructuoso que la tasa de cambio fuera establecida por periodos prolongados, a menos que los salarios nominales fueran congelados, ya que el salario-dólar (salario nominal determinado por la tasa de cambio) es un factor central en la determinación del costo y la rentabilidad de las exportaciones. De aquí que el principio rector, anunciado públicamente, del programa, fuera el congelamiento en la tasa de cambio que posibilitara una estabilidad en los costos y en el salario nominal más allá de una compensación inicial (véase más adelante);¹⁷ con el congelamiento de ambas variables se garantizaba que los costos de producción no aumentarían, tanto para las exportaciones como para el mercado interno.

El control de precios permitió complementar el sistema de anclas nominales durante el periodo de estabilización (además, establecer un acuerdo en paquete),¹⁸ y siempre fue una de las condiciones estable-

¹⁵ No podríamos citar mejor ejemplo que el índice para julio de 1985, anunciado el 15 de agosto; la mayor parte del incremento de precios representado en este índice (27.5%) había tenido lugar alrededor de 6 semanas antes, cuando el nuevo programa fue introducido.

¹⁶ La estabilidad del comercio exterior llevaría al shekel a una vinculación con una canasta de monedas reflejando la composición del comercio de Israel. Una vez terminada la primera fase de estabilización tendría, por tanto, sentido vincular al nuevo shekel a dicha canasta.

¹⁷ Del monopolio bilateral de una federación de trabajo para fijar el salario nominal y el gobierno para fijar la tasa de cambio, con lo cual se condicionaban mutuamente, surgen algunas interesantes consideraciones de credibilidad en el juego teórico, recientemente discutidas por Horn y Persson (1985).

¹⁸ La teoría del equilibrio general determina los precios relativos en la economía. Anclando una de las variables nominales (tales como la tasa de cambio, salarios, crédito o precios) sería suficiente para determinar los niveles nominales de todas las demás variables bajo

cidas por la federación de sindicatos. Después de algunos meses se ha desvanecido gradualmente, cuestión ya tomada en cuenta (este programa de hecho se inició en enero de 1986, seis meses después de haber empezado el programa y se esperaba su terminación en junio de 1986).

2.4 Política de ingresos y de salarios

Los acuerdos de indización del salario formal (COLA) son de gran ayuda para evitar la erosión injustificada de los salarios reales durante los procesos de alta inflación, pero son un anatema para un esfuerzo de desinflación. Incluso, con una ley de un mes de ajuste mínimo de salarios (que ha sido el caso en Israel en el pasado reciente), una desaceleración aguda en la inflación se frustrará por el alza inmediata en el salario real en los dos primeros meses de estabilización. Por eso, no hay salida para una suspensión temporal de los acuerdos COLA y para una reducción, al menos pasajera, en el salario real. Suponiendo que el ingreso interno neto real, anterior al programa, se había ya erosionado al nivel deseado, todo lo que el plan había estipulado era que una ulterior reducción en el salario neto real debería ser temporal (aunque no en costos salariales para el empresario —véase más adelante) y podía ser corregido a fines del año fiscal de 1985 (marzo de 1986). Dada la posición relativamente fuerte de la federación sindical (HISTADRUT) en el proceso de ajuste salarial y el punto de partida relativamente débil de un gobierno que tiene que dar estabilidad en los precios partiendo de la base de una conducta anterior bastante deficiente, estaba claro que los trabajadores exigirían una compensación inicial así como una especie de seguridad adicional a cambio de la suspensión temporal de los acuerdos COLA.

El impacto inicial en los precios fue calculado por el equipo de planeación, así como el nivel de compensación que se requería para los salarios dada la suspensión de los acuerdos COLA por tres meses. La compensación inmediata fue pactada en 14% del salario bruto. La propuesta tomada en cuenta fue otorgar un incremento adicional en los

equilibrio. Pero lo que aquí tenemos es una situación de desequilibrio. La noción de "anclas múltiples" es sugerida por analogía asegurando un barco con varios cables para así distribuir el esfuerzo en caso de que se presenten climas adversos. En caso de que una de las líneas falle las otras pueden tomar su lugar, pero es, sin embargo, importante coordinar las distancias de los diferentes cables anticipadamente. (La analogía está basada en una discusión con Mordicai Frenkel hace dos años).

salarios netos, estableciendo para octubre los ajustes en la cartera tributaria y garantizar alguna mejora adicional en una etapa posterior. Finalmente, el 15 de julio, después de algunas negociaciones fuertes, se firmó un acuerdo salarial entre trabajadores y empresarios¹⁹ que incluía los siguientes puntos:

1. Compensación del 14% al salario de julio, pagándose el primero de agosto.
2. Un aumento único del 12% para el primero de septiembre.
3. Aumentos de salarios proyectados de 4%, 4% y 3.5% el 1 de enero, el 1 de febrero y el 1 de marzo respectivamente. Los empresarios en el sector industrial se comprometieron a absorber estos incrementos dentro de los techos de los precios existentes y los acuerdos sobre subsidios para la exportación.
4. El acuerdo COLA (80% del aumento del último mes en el índice de precios al consumidor) sería renovado el 1 de diciembre (salarios de noviembre) de acuerdo al aumento de precios de octubre, con una inflación inicial mínima del 4% (en lugar del inicial del 12% antes del periodo de estabilización).

La extensión de estos arreglos al sector público estaba asegurada, eventualmente, por el HISTADRUT a cambio de posponer ciertos acuerdos sobre aumentos salariales de octubre de 1985 (para ingenieros, maestros y algunos otros grupos del sector público) hasta después de marzo de 1986.

Claramente, el curso de los aumentos proyectados de salarios mensuales, después de seis meses (punto 3) y en particular la renovación del ajuste mensual COLA con una tasa muy baja (punto 4), parecían muy problemáticos pero fueron presumiblemente los costos de seguridad requeridos para el logro de la suspensión crucial temporal. El impacto de estos arreglos sobre la conducta del salario real será discutido más tarde (ver gráfica 5 y cuadro 5).

El debate público sobre la política salarial fue importante tanto en materia de justicia social como por la distribución de la carga. El principal objetivo del programa de estabilización era la eliminación

¹⁹ En Israel el gobierno no es formalmente parte del acuerdo COLA, el cual es firmado tradicionalmente por la Asociación de Empresarios y el Histadrut y sólo entonces es adoptado por el gobierno. Esto puede explicar por qué el contrato contenía algunos inconvenientes obvios para la política de estabilización (ver más adelante).

de la más seria distorsión, tanto económica como social, en la economía: la inflación. La inflación, por ejemplo, erosionaba más los impuestos pagados por los trabajadores que laboraban por su cuenta que aquellos pagados por los asalariados; así, tenían un efecto relativamente más dañino en los ingresos disponibles de los asalariados, más el problema de la erosión de impuestos. Además, el programa no se propuso mejorar la distribución del ingreso. Éste intentó reducir todo lo posible el impacto del aumento de precios de bienes básicos en los sectores de ingresos bajos, por medio de una compensación vía sistema de seguridad social. Éste, también, incluía un impuesto sobre artículos de lujo (para ser retenido por las autoridades locales) en adición a un impuesto extra sobre la propiedad de vehículos y equipo, anteriormente²⁰ establecido. Pero aquí también, como en el caso de las distorsiones causadas por las tasas de cambio múltiples, la idea básica era abolir primero la inflación y sólo entonces regresar a un crecimiento renovado y al intento de rectificar otras desviaciones en la economía, incluyendo algunas sociales.

En relación al desempleo —el cual será mencionado más tarde—, parecía claro desde el inicio que el programa de estabilización causaría un alza de éste, al menos temporalmente, y el problema principal era impedir que el desempleo excediera de un nivel del 8-9% (en el arranque del programa, el desempleo había disminuido del 6 al 5% aproximadamente).

3. EL DESARROLLO EN LOS PRIMEROS TRES MESES

Un periodo de seis meses puede ser demasiado corto para la evaluación de un programa de desinflación fundamentándose sobre la conducta inmediata de los precios, pero al observar los indicadores de los precios clave en el cuadro 1 éstos muestran un éxito considerable, con una reducción de la inflación de precios al consumidor del 14-15% a una tasa promedio mensual del 2.6% (o precios al mayoreo a una tasa del 2%). Una vez que los productos especiales de temporada son tomados en cuenta (en particular precios de frutas, vegetales y cam-

²⁰ Una propuesta sobre el gravamen al capital general (incluyendo el capital financiero) tuvo que ser archivada tempranamente con motivo de una ley para la protección de ahorros que el parlamento (Knesset) había adoptado previamente a las elecciones de julio de 1984, una ley que solamente podía ser revocada por una mayoría de 2/3.

bios de ropa por temporada) la tasa mensual era aproximadamente del 1-2%, tal fue el caso a fines de 1986. Esta era, también, la tasa proyectada para los primeros meses de 1986. Sin embargo, debe transcurrir un periodo más largo antes para saber si la aguda desaceleración en la inflación realmente persistirá. En esta etapa se debe hacer una evaluación de las variables claves fundamentales que apoyarían los esfuerzos de disinflación y las condiciones para su mantenimiento en el futuro.

Un ingrediente determinante para el éxito de un programa de estabilización es la actitud del público hacia éste. Esta actitud puede ser medida a través de encuestas de opinión, las que han indicado un mejoramiento desde los inicios de julio y agosto.²¹ Las primeras semanas de julio fueron notables por una acentuada confusión. Los debates vehementes entre el HISTADRUT y el gobierno, las huelgas y la falta de claridad sobre las intenciones del gobierno hacían dudar del programa en sus inicios. Los acuerdos salariales firmados con el sector privado el 15 de julio, sirvieron como una señal importante en el proceso de creación de un ancla nominal para el sistema de precios. Debates públicos, presiones de las bases en los sindicatos y una percepción general de que pese al excepticismo (alimentado por fracasos anteriores) el gobierno de unidad disfrutaría de otra oportunidad, todos tendrían que colaborar para llegar a un acuerdo salarial. El hecho de que las tasas de cambio permanecieran estables durante las primeras semanas del programa (como también sucedió con la tasa del mercado negro, ver cuadro 1) y que las reservas internacionales empezaran a aumentar, no sorprende ya que contábamos con eso inmediatamente después de una considerable devaluación y un congelamiento de precios, pero evidentemente ayudaron.

Las posibilidades de inflación son una medida importante en la confianza del público; ésta se puede medir por su conducta en el mercado indizado de bonos. Este indicador mostró una disminución gradual en la inflación esperada. Por ejemplo, de acuerdo con estos cálculos el aumento de precios mensual previsto o pronosticado para los siguientes tres meses cayó de 18% en junio a 11-12% en julio-agosto y disminuyó gradualmente en el curso de los meses siguientes, hasta llegar

²¹ Una encuesta tomada por "Dahaf" para el diario *Yedi ot Aharonot* muestra un aumento en el número de respuestas a favor del programa, del 45% al inicio de julio al 64% a principios de agosto, mientras que el número de opositores a él declinó del 51% al 31% en el mismo periodo (*Yedi ot Aharonot*, 9 de agosto de 1985).

al 1.7% al término de 1986 (ver cuadro 4, columna 8).²² De ahí que la credibilidad del programa creciera en sus primeros meses de operación.

Ahora veremos algunos aspectos más "reales"; primero y ante todo la instrumentación del presupuesto. La gráfica 4 muestra información sobre los ingresos y egresos del gobierno, a precios constantes,²³ del primer trimestre de 1983 al último trimestre de 1985. Obsérvese la disminución en el gasto real (incluyendo subsidios) en el periodo más reciente y la disminución sistemática en el exceso de demanda, hasta que ésta se transforma en un ligero excedente en el tercer trimestre de 1985.

El cuadro 2 presenta los datos anuales (incluyendo intereses) como porcentaje del PNB. El déficit en los primeros ocho meses del presupuesto anual de 1985 fue menor al esperado. En realidad, si las primeras 2/3 partes del presupuesto anual de 1985 fueran representativas de todo el año, la reducción del déficit (incluyendo pago de intereses) comparado con 1984, alcanzaría 1.8 billones de dólares en lugar de los 1.5 billones de dólares planeados. Esto significaría que el déficit como parte del PNB cayó del 15% en 1984 (alrededor del 10-12% en un promedio de largo plazo) a solamente 6% en 1985 (4% en los meses de julio-diciembre). Regresando a la gráfica 4 y comparando los desarrollos en el presupuesto anual de 1985 con el trimestre correspondiente de 1984, se observa que el mejoramiento en abril-junio (2o. trimestre de 1985 contra el 2o. trimestre de 1984) se debió completamente a un aumento en los impuestos y no a la reducción del gasto, mientras que los progresos ulteriores, a partir de la instrumentación del programa (julio-septiembre), desembocaron en un incremento de los egresos. Esta reducción fue provocada fundamentalmente a través de recortes de subsidios y sólo en una pequeña parte por disminuciones en las actividades reales gubernamentales; también, es demasiado pronto para decir si el gobierno podrá reducir sus actividades durante el resto del año presupuestal y en el próximo presupuesto (1986). Nunca se llegará a enfatizar demasiado que las restricciones

²² Esta serie no cambia mucho cuando el periodo de tiempo considerado es de 6 a 12 meses en lugar de 3 [ver Yoriv (1985)], quizás porque en un punto determinado en el tiempo el público evalúa las posibilidades de éxito del programa total en la reducción de la inflación, más que un cambio del perfil de la inflación en el periodo; la cifra a fines de diciembre fue de 1.7%.

²³ Para comparar los datos mensuales en la gráfica 4 pueden ser traducidos en dólares de 1.610 shekel por dólar. Estos datos, contrariamente al dato anual del cuadro 2, no incluyen los pagos de intereses.

presupuestarias apoyaron el intento de efectuar una estabilización rápida de precios y tasas de cambio.

Esto me lleva al segundo factor en el sistema real —la balanza de pagos—. Aquí, no menos importante que el presupuesto, el cuadro para 1985, como un todo, muestra incrementos sustanciales y no sólo en términos de ganancias por importaciones. La cuenta corriente (incluyendo transferencias unilaterales) logró establecer “números negros” por primera vez desde hace muchos años.²⁴ El mejoramiento en la liquidez para fines de 1985, puede ser observada en la gráfica 3; las reservas aumentaron considerablemente mientras que la deuda corriente disminuía. Esta mejoría está relacionada con la disminución en las importaciones, un aumento en las exportaciones (aunque no dramático) y los 750 millones de dólares donados por el gobierno norteamericano.

El comportamiento del excedente de importaciones desarrolló una tendencia claramente continua, que se inició antes de que el plan de emergencia fuera instrumentado. El programa puede, a corto plazo, reforzar estas tendencias, especialmente contrayendo las importaciones, pero su mayor efecto inmediato ha sido en la cuenta de capital, deteniendo la ola de especulación en la compra de divisas (en julio-agosto el sector privado empezó vendiendo divisas, la repatriación de capitales privados en el segundo semestre de 1985 pudo haber sido del orden de 500 millones de dólares). El punto principal es que el desarrollo de la balanza de pagos apoya fuertemente la posibilidad de una estabilización continua de la tasa de cambio.

Finalmente, el cuadro 3 indica una tasa de cambio real elevada (en términos de los precios relativos al mayoreo), no sólo en relación al dólar sino también a una canasta frente a monedas europeas, en un proceso que se ha mantenido por más de un año. Con la tasa del shekel/dólar estable, en el segundo semestre de 1985 una devaluación efectiva de aproximadamente 1% mensual en relación a la canasta de monedas extranjeras. El índice promedio de la tasa de cambio real frente a una canasta de los cinco principales países para el tercer y cuarto trimestre de 1985, fue cerrado en los niveles más altos, nunca alcan-

²⁴ La estimación preliminar para 1985 consideró que la cuenta corriente neta (incluyendo transferencias unilaterales) tendría un excedente cercano a los 600 millones en 1985 comparados con los déficit de 1 500 millones y 2 300 millones en 1984 y 1983 respectivamente, incluso sin las transferencias unilaterales esto constituiría un ulterior mejoramiento de más de un billón de dólares en 1985.

zado desde 1972. Naturalmente, este índice puede sufrir un retraso si el nivel de precios en Israel continúa aumentando en forma relativa a la tasa de inflación de los países competidores, mientras que la tasa de cambio nominal se encuentra inalterable. Pero “un respiro” considerable se ha ganado, lo cual posibilita colocar el énfasis en la política de tasas de cambio sobre la estabilización del nivel de precios, las restricciones presupuestarias de crédito y la preservación de las políticas salariales.

Veamos ahora las consideraciones monetarias. El cambio de una rápida inflación (incluyendo una tasa alta de devaluación) a una tasa estable es muy dramático y frecuentemente lucha con grandes dificultades, especialmente en una economía que ha usado ampliamente la relación con el dólar y acciones en shekels reales y nominales. La tasa de interés mensual efectiva de acciones en dólares fue del 17% (en términos de shekels), justamente antes que el programa fuera introducido; al siguiente día de su inicio bajó a 3%; la tasa de préstamo mensual en shekel fue de 18-20% y de 11-14% al momento de los depósitos (ver cuadro 4 columnas 9 y 10). Un cambio en las expectativas inflacionarias causó un aumento en la tasa de interés real. Se expresó una preocupación en el público sobre “el peligro de un flujo monetario que pondría en peligro el programa económico”, debido a los diferentes cocientes de liquidez aplicados al dólar y a los depósitos en shekels en bancos comerciales.

Los datos presentados en el cuadro 4 revelan que el sistema monetario permaneció estable en los primeros 6 meses del programa de estabilización. Como era de esperarse, se dio una inmediata caída en los depósitos PATAM (los cuales se han moderado desde agosto) y un aumento dramático en los depósitos en shekels a corto plazo; el total de acciones líquidas declinó en un 11% en términos reales en julio, permaneció más o menos estable en agosto y cayó nuevamente en septiembre (comparar columnas 4-6 en el cuadro 4 con columna 7). La disminución del crédito nominal, dirigido y libre (columnas 1-3) estaba de acuerdo al programa de estabilización. El crédito bancario total en la economía decreció en términos reales en un 9% en julio, aumentó ligeramente en agosto y no cambió mucho en septiembre-diciembre. Sobre el crédito en el mercado “gris” (el cual supuestamente cayó verticalmente) no podemos decir mucho, pero no hubo excesos evidentes, a pesar de la disminución de las tasas de interés. Durante los primeros seis meses del programa las tasas de préstamos

marginales declinaron en etapas, alcanzando 5% en diciembre, mientras la tasa de depósitos bajo al 2% por mes. Incluso con expectativas inflacionarias del 1-2% mensual, la tasa de interés de préstamo real permaneció sustancialmente más alto que el nivel que estimularía la producción y el empleo. Pero debe considerarse que la velocidad a la cual esta presión es aliviada, se debe a un esfuerzo continuo para estabilizar las tasas de cambio.²⁵

Finalmente, debe mencionarse el problema de la erosión de los salarios reales que provocó un debate cuando el programa de estabilización se hizo público. El cuadro 5 (ver también gráfica 5) resume los datos del salario bruto y neto a precios constantes durante los años fiscales de 1980 a 1984 e incluye un pronóstico para el final del año fiscal de 1985 (abril de 1986). Varios factores aparecen:

1. Los salarios brutos reales en 1984 fueron aproximadamente mayores en un 16% a los de 1980, aunque el producto por empleado no se había elevado e incluso podía haber declinado.

2. Inmediatamente antes de que el programa fuera puesto en marcha (junio de 1985) los salarios brutos ya habían sido erosionados ligeramente, comparados con el promedio de 1984.²⁶ La pérdida promedio de 15% en 1985 había restaurado los salarios brutos reales en su totalidad al nivel de 1980 aproximadamente, lo cual es considerado correcto en las condiciones de equilibrio de la economía respecto a la productividad y a la balanza comercial.

3. La erosión de los salarios brutos en el curso del programa de estabilización fue compensada por los ajustes de la inflación en la cartera de impuestos (y por la aguda disminución en la inflación); así, para fines del año fiscal se esperaba que los salarios netos habrían reconquistado su nivel previo a la estabilización; esto es, 10% más alto que en 1980. Nótese que la erosión real cubre junio y octubre (y después) y es menor porque estamos comparando un mes de alta inflación (junio) con meses de baja inflación.²⁷

²⁵ Las tasas de interés reales son extremadamente altas en las primeras etapas de estabilización y son fenómenos conocidos en la experiencia histórica de muchos países [ver por ejemplo el desarrollo de Alemania en 1923 como lo describe Dornbusch (1985) y los eventos similares en Argentina].

²⁶ En el momento de preparar el programa, el índice de salarios para julio fue estimado en 101% (1980), una estimación que desde entonces ha sido corregida en más del 10%.

²⁷ Este es en efecto el cálculo del salario real dividiendo salarios nominales con el pro-

4. ALGUNOS PROBLEMAS Y OTROS ASPECTOS

El desarrollo del programa de estabilización en los primeros seis meses después de su instrumentación parece apoyar la idea de continuar los esfuerzos de estabilización en los meses siguientes y contribuir a lograr sus principales objetivos. Pero también se deben enfatizar las dificultades y peligros posteriores. Primero: el peligro de desviaciones del presupuesto. Los subsidios han sido recortados, pero la visión de reducción en las actividades reales del gobierno aún no es clara. Las demandas de los ministros de ampliar el presupuesto dado los fracasos de los recortes hechos no parecen haber disminuido. Lo mismo sucede con lo planeado para el presupuesto de 1986, sobre el cual ha tenido lugar un fiero debate interno. Es muy temprano para decir si sostendrá una reducción permanente en la tasa de inflación, la cual exige una considerable reducción en los gastos del gobierno.

Un problema serio, potencialmente, podría surgir en relación con el crecimiento del desempleo. La tasa de desempleo para el inicio del año fue estimada en 7-8%. Un alza en el desempleo es inevitable en un programa de estabilización de este tipo pero podría tomar proporciones que condujeran, en el caso de Israel (con una tradición de elevado empleo), a una reacción política y social que podría frustrar el éxito del programa. Cuanto más pronto se sienta que la economía se ha movido hacia un nuevo camino de relativa estabilidad de precios, más fácil se relajarán las contracciones, lo que permitirá reactivar gradualmente la actividad económica. Los incrementos salariales acordados que fueron anticipados a principios de 1986 son también apropiados en este contexto. Aunque los empresarios se comprometieran a absorber los incrementos salariales, el hecho de que los salarios aumentarán en un 4% por mes durante tres meses consecutivos (el límite del COLA permitido para octubre, el cual fue pagado el 1 de diciembre cuando el índice de octubre fortuitamente excedió el 4%) podría traer consigo el inicio de una renovada inflación. La renovación de las negociaciones del contrato salarial en abril de 1986 y la habilidad del gobierno al presentar ulteriores concesiones fiscales en el contrato, pa-

medio mensual de precios aunque los salarios son pagados a fin de mes. Este efecto reduce la erosión de los salarios reales (o exagera su crecimiento) en momentos de inflación acelerada y lo exagera durante la transición a la estabilidad. La corrección de este sesgo reduce la erosión relativa a la base inflacionaria de 5% a 8% (estimado por S. Amir, Banco de Israel).

recieron críticas. Una vez más, esto pone de manifiesto la gran importancia de una ulterior reducción en los gastos gubernamentales.

El sistema todavía carece de la fuerza necesaria para impedir choques en el nivel de precios que se transformen en una inflación acelerada y renovada. Un importante paso ulterior en esta dirección podría ser la total abolición de todos los subsidios para bienes básicos y su sustitución por un sistema de apoyo directo a la agricultura. Esto podría inmunizar al sistema contra el choque de precios inducido por el gobierno, del tipo que caracterizó al proceso inflacionario anterior.

Ya que el proceso inflacionario estaba profundamente enraizado, el incremento de precios podría, de igual forma, renovarse como resultado de un juicio erróneo por parte de algún sector, o bien un incremento inesperado de precios inducido por el COLA, que exceda al 4%.

Por esta razón se consideró importante la precaución y discreción en la eliminación gradual del control de precios. Mientras que los precios de muchos bienes comerciales pueden, en principio, ser controlados por el mercado —por estar expuestos a la competencia de importaciones—, esto no es verdad en el caso de bienes y servicios no comerciales, especialmente cuando los mercados están lejos de la competitividad. Al momento de escribir esto, en enero de 1986, la eliminación del control de precios fue iniciada en un proceso que debía finalizar a fines de junio de 1986.

Otro aspecto que requiere de prudencia es el “aligeramiento” de las restricciones crediticias y reducciones en las tasas de interés. Una tasa elevada puede afectar los resultados y el empleo. Pero al mismo tiempo puede ayudar a mantener la estabilidad en las tasas de cambio. La reducción de las tasas de interés depende de qué tan rápidamente declinen las expectativas inflacionarias y éstas, a su vez, dependen del desarrollo del presupuesto y del salario. Mientras mayores sean las restricciones al gasto público, más fácil será relajar las políticas monetarias restrictivas. Al momento de analizar las tasas de interés de préstamos, aún permanecían bastante elevadas.²⁸

Finalmente, existe la condición a largo plazo de cuánto volverá a crecer la economía. El precio de la estabilización es una precondi-

²⁸ Estos dos últimos aspectos (el descontrol de precios y la política monetaria) son ejemplos que ilustran la importancia del control férreo de un programa de estabilización. Una herramienta institucional importante en este contexto ha sido un comité de expertos sobre la materia (encabezado por E. Sharon quien también dirigió el equipo de planeación). Este ha tenido reuniones semanales a partir de julio de 1985, controlando el programa y realizando informes directamente al ministro de finanzas y al primer ministro.

ción necesaria para un crecimiento renovado y mientras más rápido se establezca el sistema de precios, más pronto será posible pasar al tercer objetivo del programa: un nuevo crecimiento económico. Al reiniciarse el crecimiento pueden pasar varios años en los que excedan las importaciones a las exportaciones, debido a la necesidad de mayor inversión. Dicho incremento temporal aumenta la dependencia externa, la cual se ve alentada por la necesidad de financiar la inversión productiva; este hecho difiere del proceso de desinversión que se ha extendido a la economía durante 10 años aproximadamente. Al momento de escribir este documento, el principal obstáculo —liberar a la economía del círculo vicioso de inflación y desequilibrio en la balanza de pagos— aún estaba exigiendo la mayor atención. La recuperación del control sobre la política económica posibilita una mayor dirección pero esto no garantiza por sí mismo un pasaje seguro al final de nuestra travesía.

CUADRO 1. *Indicadores clave, 1980-1984 y 1985. Antes y después de la estabilización (tasas de cambio mensuales)*

	Promedio 1980-1984	1984 (Durante el año)	1985	
			Enero-julio	Agosto- diciembre
a) Precios, tasas de cambio y salarios				
Precio al consumidor	8.7	15.2	14.0	2.6
Precios al mayoreo (manufacturas)	8.9	13.3	12.4	2.0
Tasas de cambio \$ (oficial)	8.8	15.9	13.6	0.0
Tasa de cambio \$ (en el mercado negro)	—	16.1	13.3	0.0
Salario nominal	9.0	16.5	11.0	2.1
Tasa de interés (nivel del fin del periodo)		16.1	20.3	5.4
b) Precios relativos				
Tasa de cambio real (canasta) ^a	-0.5	0.1	2.8	-0.6
Salario real (bruto)	0.3	1.1	-2.7 (-0.3) ^b	-0.5 (-3.1) ^b
Salario real (después de impuestos)	0.2	0.8	-1.8 (0.4) ^b	0.8 (-1.4) ^b
c) Dinero y crédito				
Medios de pago (M_1)	8.0	13.4	10.6	11.9
Cuasi-dinero (M_3) ^c	10.7	15.9	13.0	3.0
Total de crédito bancario	9.1	16.8	13.9	3.9
d) Déficit presupuestal (% del PIB)	10.2 ^d	15.0	(12.0) ^b	(4.0) ^b
e) Tasa de desempleo (%)	4.9 ^d	5.9	6.0	7.5
f) Balanza de pagos balanza básica (m. \$)	-210 ^d	-480	+340	

^a Precios al mayoreo relativos a los principales socios comerciales (canasta de cinco, véase cuadro 3).

^b Las cifras entre paréntesis se refieren a los periodos: enero-junio y junio-diciembre respectivamente.

^c Dinero y activos líquidos, incluyendo PATAM (véase cuadro 4).

^d El periodo para 1980-1983.

CUADRO 2. *Gastos e ingresos del gobierno, déficit interno y su financiamiento, 1977-1985 (años fiscales,* porcentaje del PIB)*

	Gasto interno (1)	Ingresos (2)	Déficit (1) - (2) (3)	Déficit incluyendo intereses (4)	Déficit financiero		
					Cambio en la base monetaria (5)	Incre- mento en la deu- da neta (6)	Ven- tas del comercio exterior (7)
1977	45	38	7	13			
1978	40	36	4	8			
1979	43	38	4	9			
1980	40	35	5	9	2	6	1
1981	45	35	9	14	2	8	3
1982	44	40	4	9	2	5	2
1983	43	39	4	9	2	1	6
1984	43	36	8	15	3	4	8
1984							
Abril a							
noviembre	42	34	8	15	4	2	9
1985							
Abril a							
noviembre	39	38	1	6	11	-7	3

* El año fiscal se extiende del 1 de abril al 31 de marzo.

FUENTE: Columnas (1), (3), (6) y (7), Banco de Israel, Departamento de Investigaciones y la Oficina de la Contaduría General. Columna (2), Oficina de Administración y cálculo del ingreso interno del departamento de investigaciones del Banco de Israel.

^a Gasto interno: gasto civil y militar, transferencias y subsidios, inversiones, gastos y reservas.

^b Pagos de intereses: estimaciones de la división fiscal de intereses internos pagados al Banco de Israel y al seguro social.

^c Pronóstico para 1985/1986 que fue hecho sobre la base de las tasas de cambio correspondiente en el presupuesto publicado.

^d Las estimaciones del gasto y el déficit no están corregidas por la erosión inflacionaria de préstamos no indizados al sector privado, éstas ascendieron a un 5%-8% del PIB en los años 1978-1982 y cayeron a 1%-2% en 1983-1984.

CUADRO 3. *Precios de mayoreo relativos a los socios comerciales seleccionados, 1977-1985 (índice 1972 = 100)*

	E.U.	Canasta europea	Canasta de 5 monedas	
<i>Promedio anual</i>				
1977	91	96	94	
1978	106	121	116	
1979	98	118	111	
1980	101	122	114	
1981	107	105	106	
1982	105	95	99	
1983	101	86	81	
1984	108	84	93	
1985	123	97	106	
<i>Trimestral</i>				
1984	1	106	87	93
	2	107	87	94
	3	108	82	91
	4	111	81	92
1985	1	120	83	96
	2	124	94	104
	3	128	106	114
	4	119	106	111

NOTAS: Los datos se refieren a precios de mayoreo de las manufacturas relativas al índice israelí multiplicado por las tasas de cambio representativas. La "canasta de 5" se refiere a E.U., Reino Unido, Alemania, Francia y los Países Bajos por el peso de éstos en el comercio de Israel.

FUENTE: Departamento de Investigaciones del Banco de Israel.

CUADRO 4. *Crédito Bancario, acciones liquidas y tasas de interés:
abril-diciembre de 1985
(tasas de cambio mensuales)*

346

	Crédito			Medios de pagos y depósitos en Shekels (4)	PATAM (en \$) (5)	Total de acciones liquidas (6)	Tasas de cambio mensuales de inflación			
	Libre ^a (1)	Dirigido (2)	Total (3)				Actual (7)	Espe- rada ^b (8)	Préstamo bancario (9)	Depósitos a plazo (10)
Peso relativo										
Fin de										
1984	(49)	(51)	(100)	(18)	(82)	(100)				
Abril	11	17	14	20	—2	11	19.4	11.3	18.4	11.1
Mayo	17	8	13	4	—0	9	6.8	10.3	18.8	11.3
Junio	18	16	17	7	—1	16	14.9	18.1	20.4	14.4
Julio	13	23	18	64	—14	17	27.5	10.9	20.3	11.2
Agosto	13	1	8	14	—3	4	3.9	11.7	15.7	6.7
Septiembre	10	—1	5	14	—2	4	3.0	7.9	12.2	4.9
Octubre	4	2	3	9	—4	2	4.7	6.0	9.2	3.9
Noviembre	2	—1	1	11	—2	4	0.5	3.9	6.9	2.7
Diciembre	5	—1	3	—0	—2	—1	1.3	2.2	5.4	2.3

^a Excluyendo combustible, transportación marítima y aérea y cuentas de ahorros.

^b Yariv, (1988), promedio de inflación esperada para los siguientes tres meses, basado en el mercado de bonos indizados.

FUENTE: Departamento de Investigaciones del Banco de Israel.

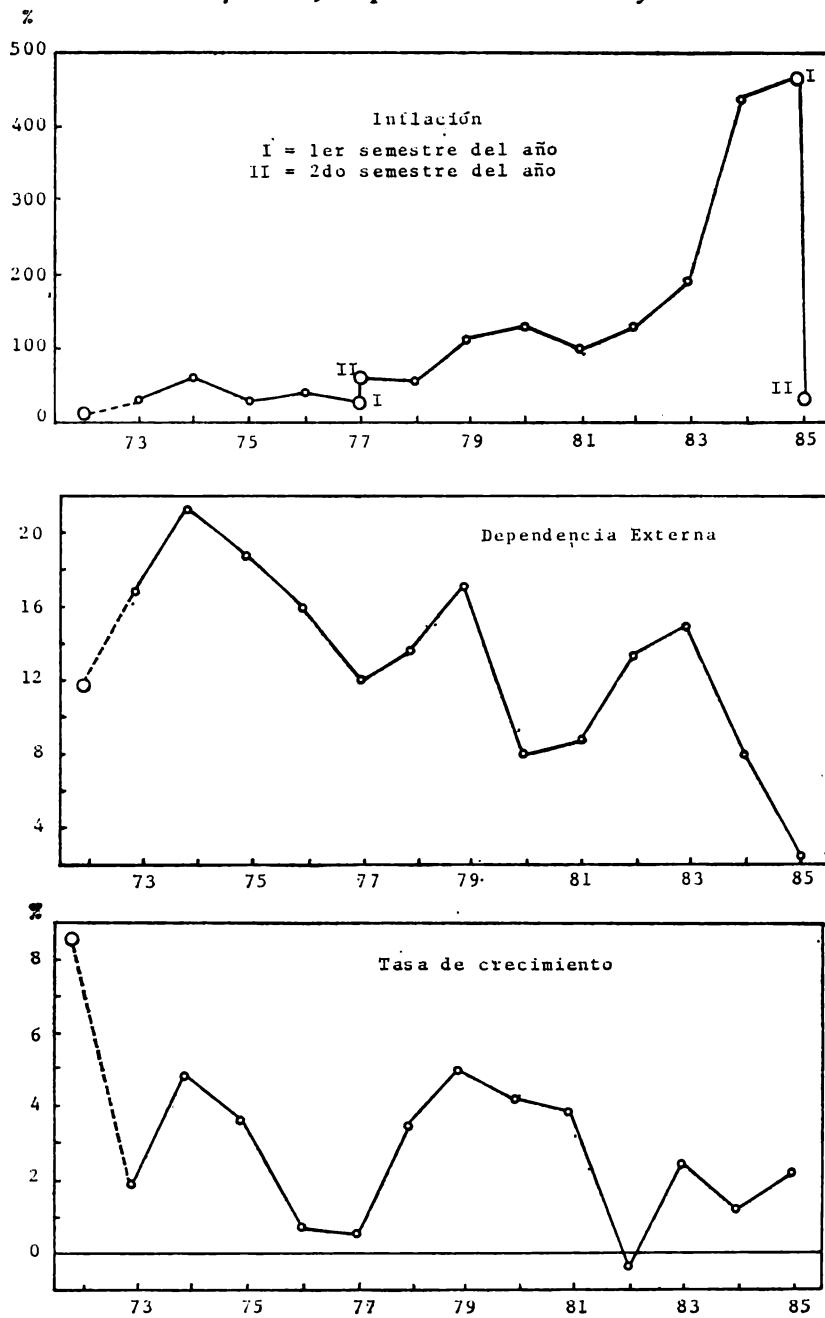
MICHAEL BRUNO

CUADRO 5. *Producto por trabajador, salario real bruto y neto, 1980-1985*
(año fiscal 1980 = 100)

	<i>Producto por trabajador</i>	<i>Salario real bruto</i>			<i>Total del salario real bruto</i>
		<i>Sector comercio</i>	<i>Sector público</i>	<i>Total</i>	
1980	100	100	100	100	100
1981	101	111	108	110	113
1982	101	113	107	111	114
1983	99	112	107	110	110
1984	99	116	116	116	112
1985	99	103	91	100	104
<i>Meses seleccionados 1985/1986</i>					
Junio 1985		113	114	114	112
Julio 1985		98	98	96	96
Octubre 1985		92	81	89	96
Diciembre 1985		99	83	94	101
Febrero * 1986		104	88	99	108
Marzo * 1986		107	92	103	110

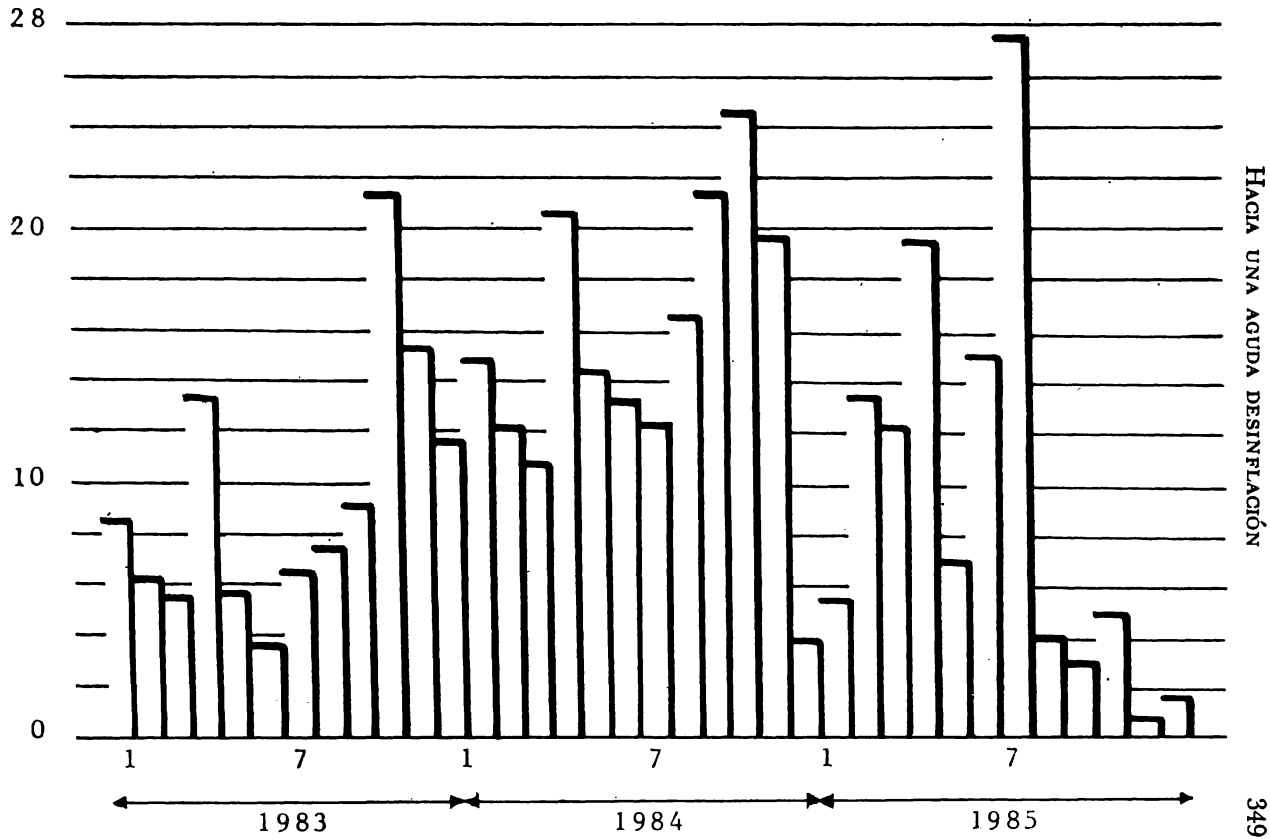
* Pronóstico, se supone que la inflación será de 1.5% mensual durante enero-abril de 1986.

FUENTE: Consejo Económico, Ministro de Finanzas, basado en la información del Instituto Nacional de Seguros.

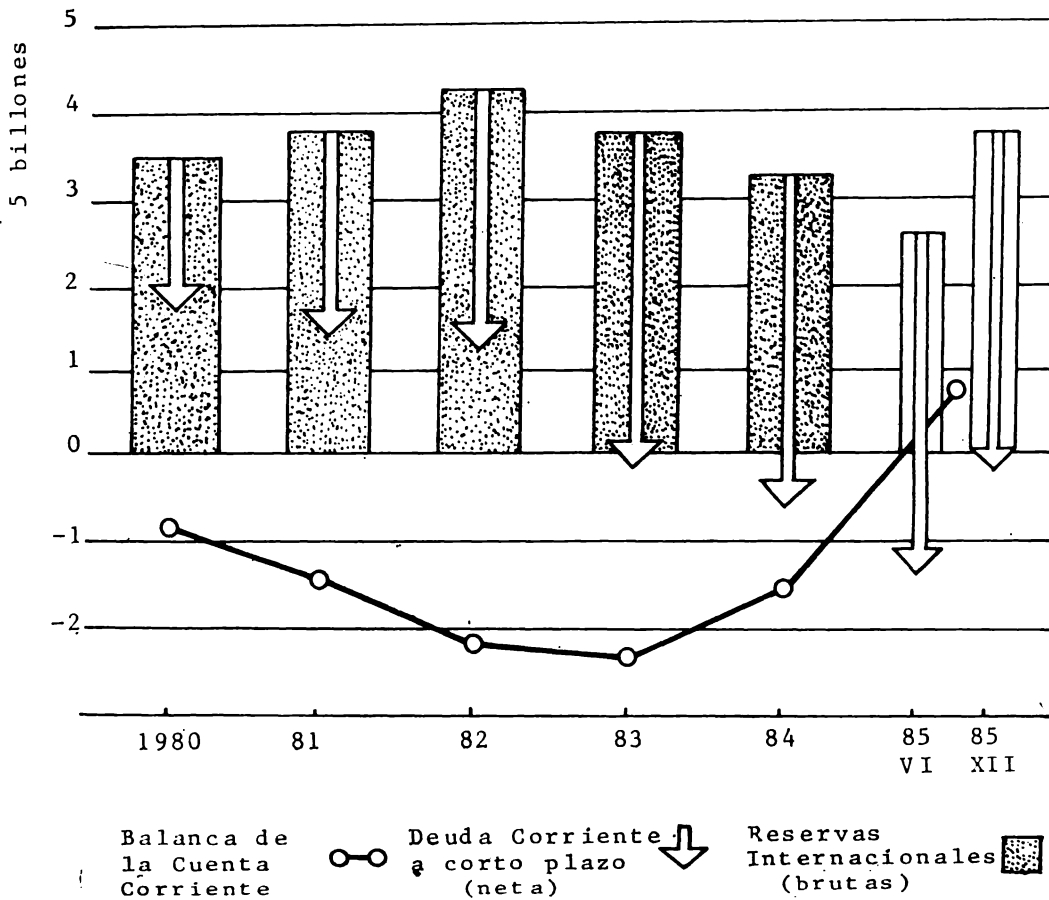
GRÁFICA 1. *Inflación, dependencia externa y crecimiento*

GRÁFICA 2. Tasa de inflación mensual, 1983-1985

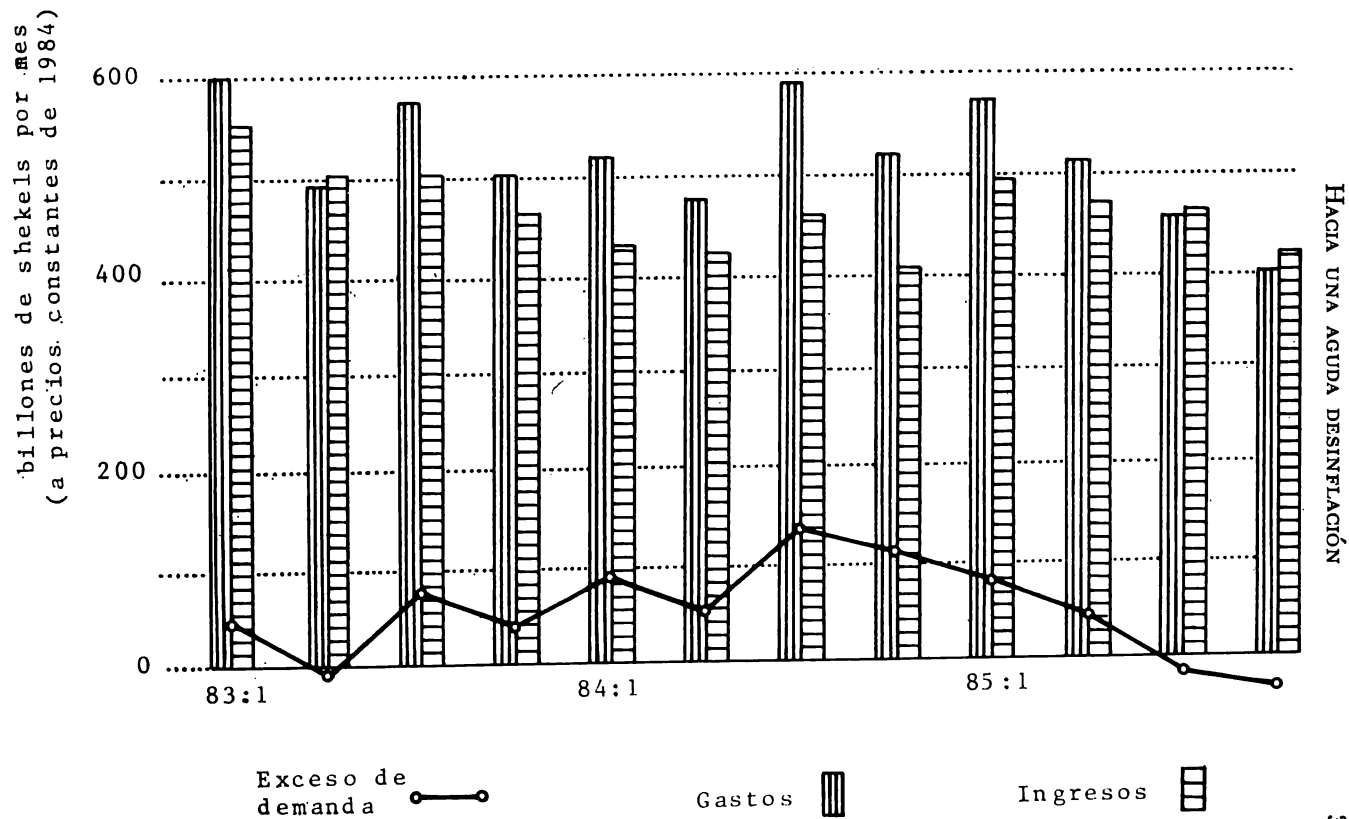
Porcentajes



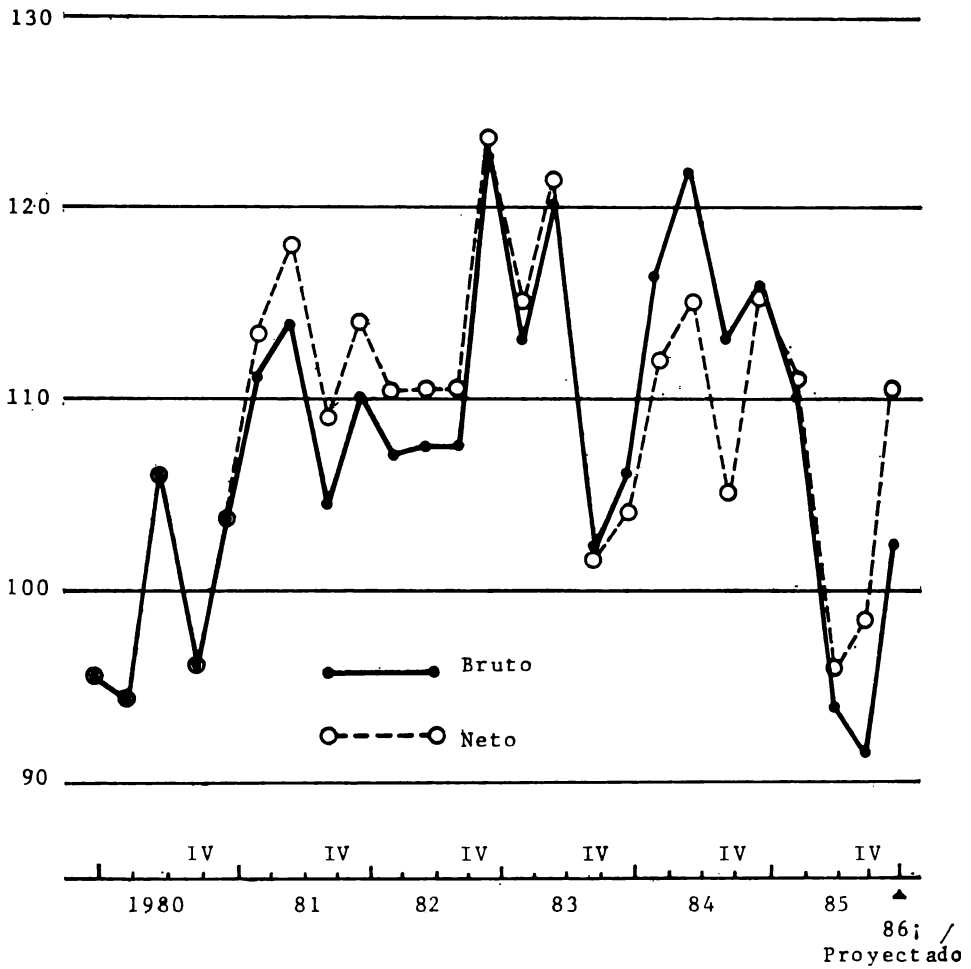
GRÁFICA 3. Cuenta corriente, reservas internacionales y deuda corriente, 1980-1985



GRÁFICA 4. *Gasto real, ingresos y exceso de la demanda interna del sector público, trimestral 1983: 1 a 1985: 1*



GRÁFICA 5. *Movimientos del salario real neto y bruto, 1980/I-1986/I*
(índice 1980 = 100)



BIBLIOGRAFÍA

- Bruno, M. (1984). "External Shocks and Domestic Response: Israel's Macroeconomic Performance, 1965-1982", Jerusalén: Falk Institute, *Discussion Paper* núm. 84-01.
- (1984). "An Anchor for Economic Stability", memorándum inédito, octubre.
- and Fischer, S. (1984). "The Inflationary Process in Israel: Shocks and Accommodation", Jerusalén: Falk Institute, *Discussion Paper* núm. 84-06.
- Dornbusch, R. (1986). "Stapping Hyperinflation: Lessons from the German Experience in the 1920's", en Bossons J. y Fischer, S. eds., *Essays in Honour of Franco Modigliani*, MIT.
- Fraenkel, M., Sokoler, M. y Piterman, S. (1984). "Principles of a Plan for Rapid Disinflation", *Riva'on Lekalkala* (Economic Quarterly), 123, diciembre en hebreo.
- Horn, H. y Persson, T. (1985). "Exchange Rate Policy, Wage Formation and Credibility", Estocolmo, Institute for International Economic Studie, seminario, documento núm. 325, abril.
- Litwin, U., Meridor, L. y Spivak, A. (1984). "Inflation and Money Formation in Israel", Jerusalén: Bank of Israel Research Departament Discussion, documento núm. 84-04, marzo (en hebreo).
- Liviatan, N. (1984). "The Dollarization Plan", *Riva'on Lekalkala* (Economic Quarterly), núm. 119, enero (en hebreo).
- , y Piterman, S. (1984). "Acceleration of Inflation and Balance of Payments Crises: Israel 1973-1984", Jerusalén: Bank of Israel, Research Department, documento de examen, núm. 84-04, marzo.
- Melnick, R. y Sokoler, M. (1984). "The Government's Revenue from Money Creation and the Inflationary Effects of a Decline in the Rate of Growth of GNP", *Journal of Monetary Economics*, 13 (núm. 2, marzo): 225-236.
- Sargent, T. (1982). "The Ends of Four Big Inflations", en R. E. Hall (ed.), *Inflation: Causes and Effects*, University of Chicago Press.
- Shiffer, Z. F. (1982). "Money and Inflation in Israel: The Transition of an Economy to High Inflation", *Review of the Federal Reserve Bank of St. Louis*, 65 (núm. 7, agosto-septiembre), 28-40.
- Sussman, Z. (1982). "Is Growth Possible?" *Riva'on Lekalkala* (Economic Quarterly), 113 (junio), en hebreo.
- Yariv, D. (1985). "Estimates of Inflationary Expectations, 1984-1985", Jerusalén: Bank of Israel Research Department, agosto (borrador en hebreo).