



ENSAYOS

sobre política económica

Estrategias y políticas fiscales de transición en recientes experiencias de hiperestabilización

Mario I. Blejer.

Revista ESPE, No. 13, Art. 03, Junio de 1988
Páginas 39-68



Los derechos de reproducción de este documento son propiedad de la revista *Ensayos Sobre Política Económica* (ESPE). El documento puede ser reproducido libremente para uso académico, siempre y cuando nadie obtenga lucro por este concepto y además cada copia incluya la referencia bibliográfica de ESPE. El(los) autor(es) del documento puede(n) además colocar en su propio website una versión electrónica del documento, siempre y cuando ésta incluya la referencia bibliográfica de ESPE. La reproducción del documento para cualquier otro fin, o su colocación en cualquier otro website, requerirá autorización previa del Editor de ESPE.

Estrategias y políticas fiscales de transición en recientes experiencias de hiperestabilización

Mario I. Blejer *

Resumen

El trabajo analiza los planes de estabilización adoptados desde mediados de esta década por cuatro países —Argentina, Bolivia, Brasil e Israel—, concentrándose especialmente en los efectos de dichos programas durante el primer año de implantados. Especial atención se dedica al manejo de la política fiscal dentro de este conjunto de políticas, y al efecto de los planes de estabilización en las finanzas públicas.

I Introducción

A partir de julio de 1985, cuatro países —Argentina, Bolivia, Brasil e Israel— pusieron en práctica programas globales de estabilización que fueron diseñados para lograr

una reducción veloz en sus tasas de inflación, las cuales habían alcanzado niveles extremadamente altos y sin precedentes, bordeando en la así llamada hiperinflación. Existen ya muchos trabajos que tratan sobre la naturaleza e implicaciones de estos

* Fondo Monetario Internacional. Los puntos de vista expresados son de única responsabilidad del autor.

programas. En su generalidad, a éstos se los ha denominado programas "shock" o "heterodoxos" porque crearon discontinuidades repentinas y considerables en las tendencias de algunas variables macroeconómicas claves, y porque intentaron combinar las políticas "fundamentales" respecto al manejo de la demanda agregada (tales como políticas fiscales y monetarias) con elementos de política de ingresos, como el congelamiento de salarios y precios, fijación de tasas de cambio y medidas tendientes a desindexar la economía.

La mayoría de los trabajos recientes sobre el tema han estado enfocados especialmente al estudio del rol específico del congelamiento y de la desindexación, por lo cual se prestó menos atención al comportamiento de las políticas "fundamentales", y a la naturaleza de las estrategias y de los mecanismos de transición que fueron contemplados por los que planificaron estos programas. El propósito de este trabajo es el de exponer algunos de los aspectos analíticos relacionados con el carácter especial de dichos programas, prestando particular atención a la naturaleza de las medidas diseñadas para el proceso de transición de niveles de inflación muy altos a otros bajos hasta lograr una inflación estable. Para esto el trabajo se concentra en el estudio de los desarrollos durante el primer año a partir de la inserción de los programas. En segundo lugar, se consideran en detalle las políticas fiscales y las implicaciones para las finanzas públicas relacionadas con la aplicación de los programas.

II Estrategias de transición: La experiencia comparativa de Argentina e Israel (1)

A mediados de 1985, tanto Argentina como Israel dieron comienzo a un ataque

directo a la inflación que había alcanzado niveles sin precedentes. A pesar de las diferencias básicas de estructura de las dos economías, los programas fueron extremadamente similares en su diseño y efectos iniciales (2). En esta sección se describirán algunas de las similitudes en el diseño, aplicación y resultados de los programas, y a continuación se analizará la naturaleza y los efectos iniciales de las medidas adoptadas. Se hará hincapié en el argumento acerca de la existencia de una relación entre el uso del congelamiento de precios y la aplicación de políticas de demanda que conduzcan a algún grado de sobreajuste en las variables reales durante la transición y, en particular, "overshooting" (3) con relación a los salarios y las tasas reales de interés. Se argumenta que tales sobreajustes son necesarios, en el período de transición, para facilitar el congelamiento de precios, pues permiten una disminución de la supervisión administrativa requerida. La necesidad del control de precios, por su parte, surge del hecho que la inflación en estos países parece contener un gran componente inercial que es difícil de manejar utilizando métodos graduales. Por lo tanto, la relación entre políticas de ingreso y el grado de ajuste necesario es un ingrediente importante para comprender la dinámica de corto plazo de los programas de estabilización.

(1) Esta sección proviene de un estudio más extenso sobre el tema desarrollado en Blejer y Liviatan (1987).

(2) Véase, por ejemplo, Dornbusch y Fischer (1986), Dornbusch (1986), Fundación Mediterránea (1986), Bruno (1986), y Liviatan (1986).

(3) "Overshooting" se refiere al hecho de sobrepasar la meta de largo plazo.

1. Características Generales de los Programas de Ajuste de Argentina e Israel

La primera característica común a ambos programas fue la intención de disminuir el índice de inflación en forma *drástica e inmediata*. Puede observar en el Gráfico 1 que los programas adoptados a mediados de 1985 por ambos países, fueron inicialmente muy exitosos. Dicho éxito, se logró, sin duda, con la ayuda de extensos controles sobre precios y salarios. Una segunda característica común es su *cobertura global*, pues abarcaron políticas dirigidas a todas las variables básicas. La necesidad de un plan que comprenda todo el conjunto, obedece en gran parte al objetivo de disminuir la inflación en forma inmediata. Un enfoque parcial podría resultar en serias distorsiones, lo cual arriesgaría todo el plan; por ejemplo, si se excluye de la programación la política de salarios, un incremento en los salarios reales (en términos de bienes transables) conduciría a una crisis de la balanza de pagos.

Sin embargo, el alcance global de los programas también está relacionado con la concepción general del enfoque adoptado. Un plan de esta naturaleza no puede restringirse a políticas de precios y de ingresos nominales, sino que debe incluir ajustes de las variables macroeconómicas claves (las variables "fundamentales" como la cuenta corriente de la Balanza de Pagos y el déficit público). A diferencia de programas anteriores en ambos países, los de 1985 se basaron en la convicción de que no se puede, y no se debería, tratar solamente la inercia inflacionaria cuando las variables básicas (las "fundamentales") son insostenibles.

La necesidad de ajuste de las variables fundamentales, como parte integral de una estrategia que trate las fuerzas de inercia en el proceso inflacionario, surge a causa de que, cuando las "fundamentales" son insostenibles, el público sospechará, con razón, que el gobierno tendrá que adoptar medidas correctivas que generalmente afectan los precios. Por ejemplo, un persistente déficit de la cuenta corriente llevará eventualmente a una devaluación, con su consecuente impacto en los precios, mientras que si el sector público presenta una proporción creciente entre deuda-ingreso, resultará en eventuales presiones inflacionarias. La inercia inflacionaria, ya sea institucionalizada en una indexación formal o basada en un pesimismo obstinado con respecto a la habilidad gubernamental de reducir los niveles inflacionarios, no puede ser superada si las expectativas son que el ajuste en otras variables impondrán la continuidad de la inflación.

La tercera característica común de los dos programas es la *sincronización* de las políticas de transición respecto a las variables nominales, especialmente de la tasa de cambio y de las políticas de salarios con el congelamiento de precios. Tal sincronización, cuando se frena la inflación bruscamente, es esencial para evitar serias distorsiones en los precios relativos durante las primeras etapas del programa.

2. Políticas Específicas

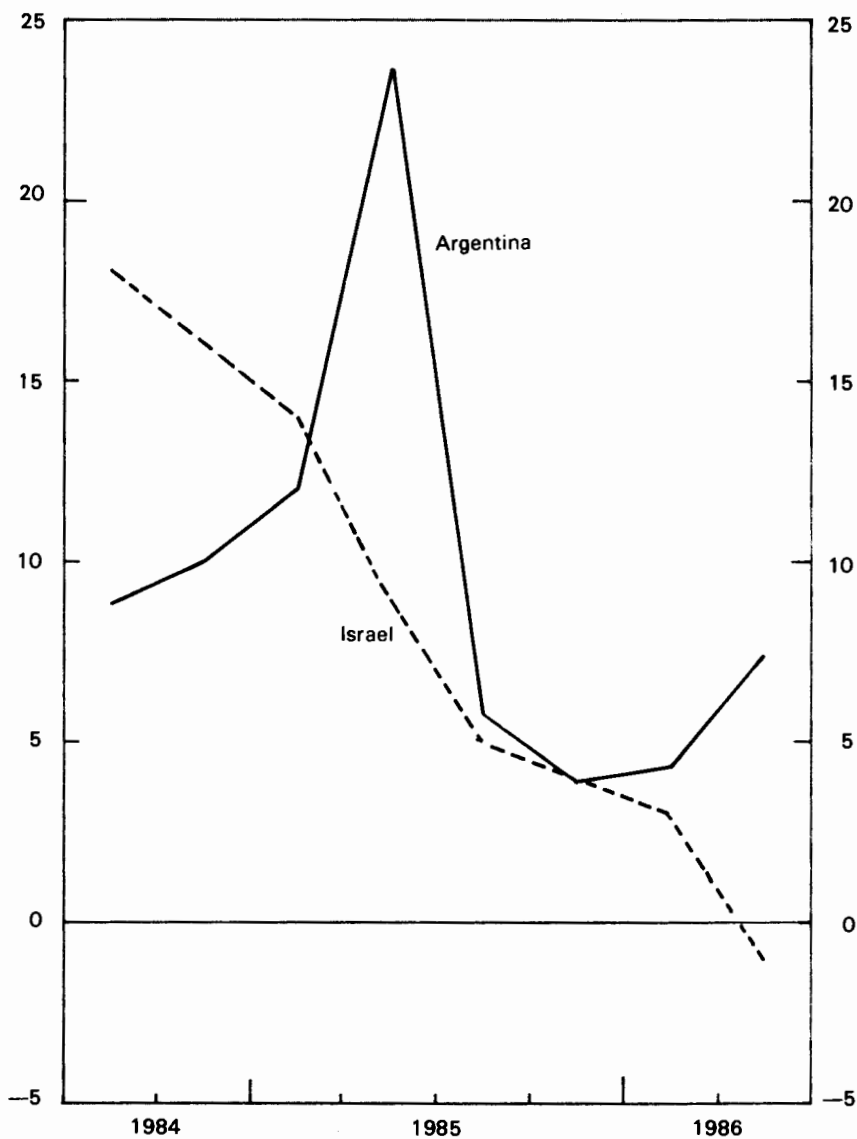
Una drástica reducción en el déficit fiscal como porcentaje del PIB fue uno de los elementos principales de los programas en ambos países; inicialmente, los déficit se redujeron, en ambos casos, a menos de la mitad, o sea en un 7-8 por ciento del PIB (Gráfico 2). Aunque la eliminación com-

GRAFICO 1
Tasa mensual de inflación — Índice de precios al consumidor
Enero 1985 — Agosto 1986⁽¹⁾



(1) Las observaciones para Israel se adelantan un período.

GRAFICO 2
Déficit del sector público como porcentaje del PIB
Trimestral, 1984 III — 1986 II



pleta y total del déficit fiscal al inicio del programa no es una condición necesaria para obtener una estabilización sostenida, es importante que la trayectoria futura esperada del déficit sea compatible con la estabilidad. La importancia particular de la política fiscal será analizada en la siguiente sección.

Con relación al sector externo, el instrumento más crucial es la tasa de cambio. En muchas experiencias de estabilización que tuvieron éxito en el pasado, se adoptó una política de tasa de cambio fija. Esta política tiene, sin embargo, una especial importancia cuando se piensa que el proceso inflacionario está dominado por la inercia. La estrategia básica para superar la inercia inflacionaria es la de crear, a corto plazo, y durante la transición, una realidad concreta de estabilidad de precios. Una política de tipo de cambio parecería ser un ingrediente básico de ésta.

La clara transición en los dos países al sistema de tasa de cambio fija *vis-a-vis* el dólar americano (véase Gráfico 3) significó el comienzo de una política de estabilización. El plan de Israel fue más exitoso en mantener la estabilidad del tipo de cambio durante el primer año, mientras que Argentina viró hacia una política de "crawling peg" en el segundo trimestre de 1985 (véase nuevamente el Gráfico 3). Ambos países adoptaron la política de iniciar programas con una gran devaluación inicial que intentaba proporcionar un colchón contra los inevitables incrementos de precios que habrían de tener lugar a pesar de los controles. Sin embargo, en ambos países, la erosión del tipo de cambio real con respecto al dólar, en 1986, fue mucho mayor que la devaluación inicial (véase Gráfico 4) (4).

La respuesta de mantener un tipo de cambio fijo durante una rápida deflación, está

estrechamente relacionada con el uso del control de precios. Cuando se pone en ejecución un congelamiento de precios, no se puede mantener independientemente una política activa de tipo de cambio, como fue el caso durante el período anterior al plan de estabilización en Israel.

3. Política de "Overshooting" en Salarios y Tasas de Interés

Las políticas de transición que se siguieron en ambos países condujeron a tasas de interés reales extremadamente elevadas durante los primeros tres trimestres de los programas de estabilización, y al mantenimiento, durante muchos meses, de niveles bajos en salarios reales. Este fenómeno se define aquí como "overshooting", en el sentido de que los niveles de estas variables reales se sobreajustan transitoriamente durante el proceso de ajuste, en relación con su valor de equilibrio de más largo plazo cuando la estabilidad ha sido alcanzada.

En Israel, la reducción lenta en las tasas de interés nominales, luego del inicio del programa, resultó en tasas de interés reales de alrededor del 5 por ciento *por mes* a mediados de 1985, mientras que en Argentina, esta tasa fue algo más baja y más estable, debido a la introducción de tablas de conversión especiales (véanse Gráficos 7 y 8) (5). El cálculo *ex-ante* de tasas de interés "reales" es por supuesto arbitrario, por

(4) Es importante hacer notar que el movimiento en el tipo de cambio real contra una canasta de monedas basadas en la estructura de comercio (véase Gráfico 5) fue más estable en Israel por el debilitamiento del dólar *vis-a-vis* las monedas europeas. Debido a los diferentes patrones de comercio de Argentina, dicha estabilidad fue mucho menos evidente en el austral. Este mayor deterioro del tipo de cambio real en Argentina, en comparación con el de Israel, puede ser una de las razones por las que la prima en el mercado negro israelí haya sido más baja y más estable (Gráfico 6).

(5) Las tasas de interés reales son deflactadas por el IPC del mes anterior.

GRAFICO 3
Tasas de cambio nominales por dólar

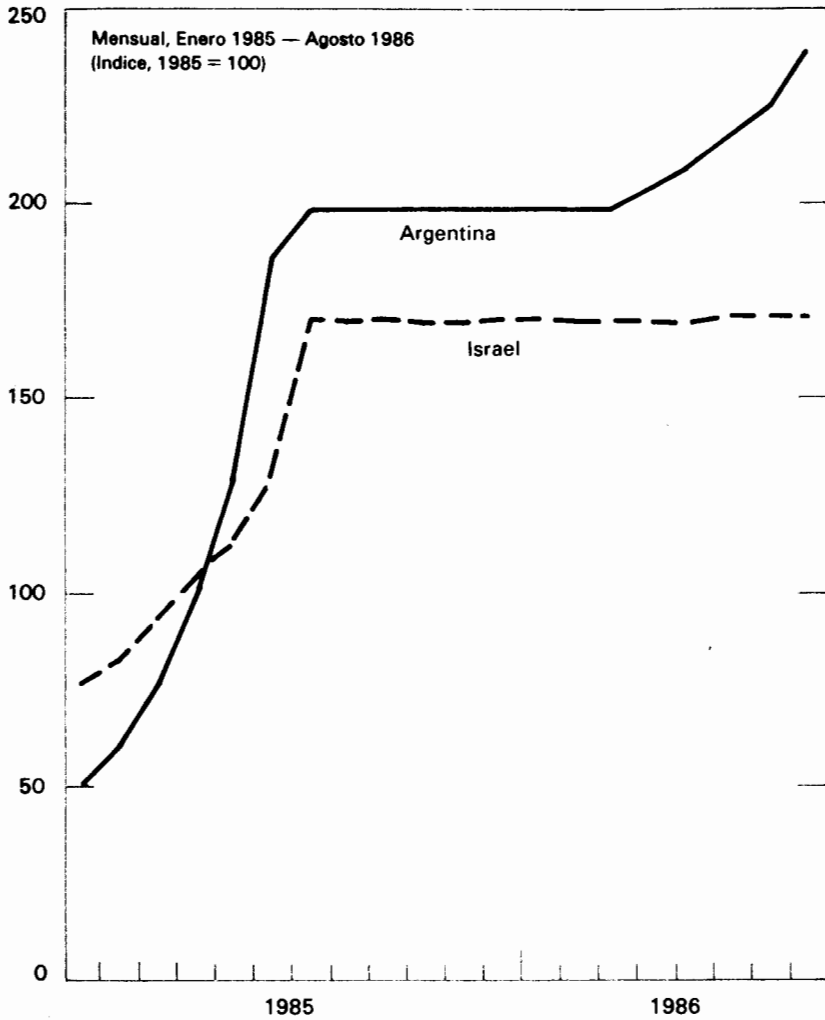


GRAFICO 4
Tasas de cambio reales por dólar

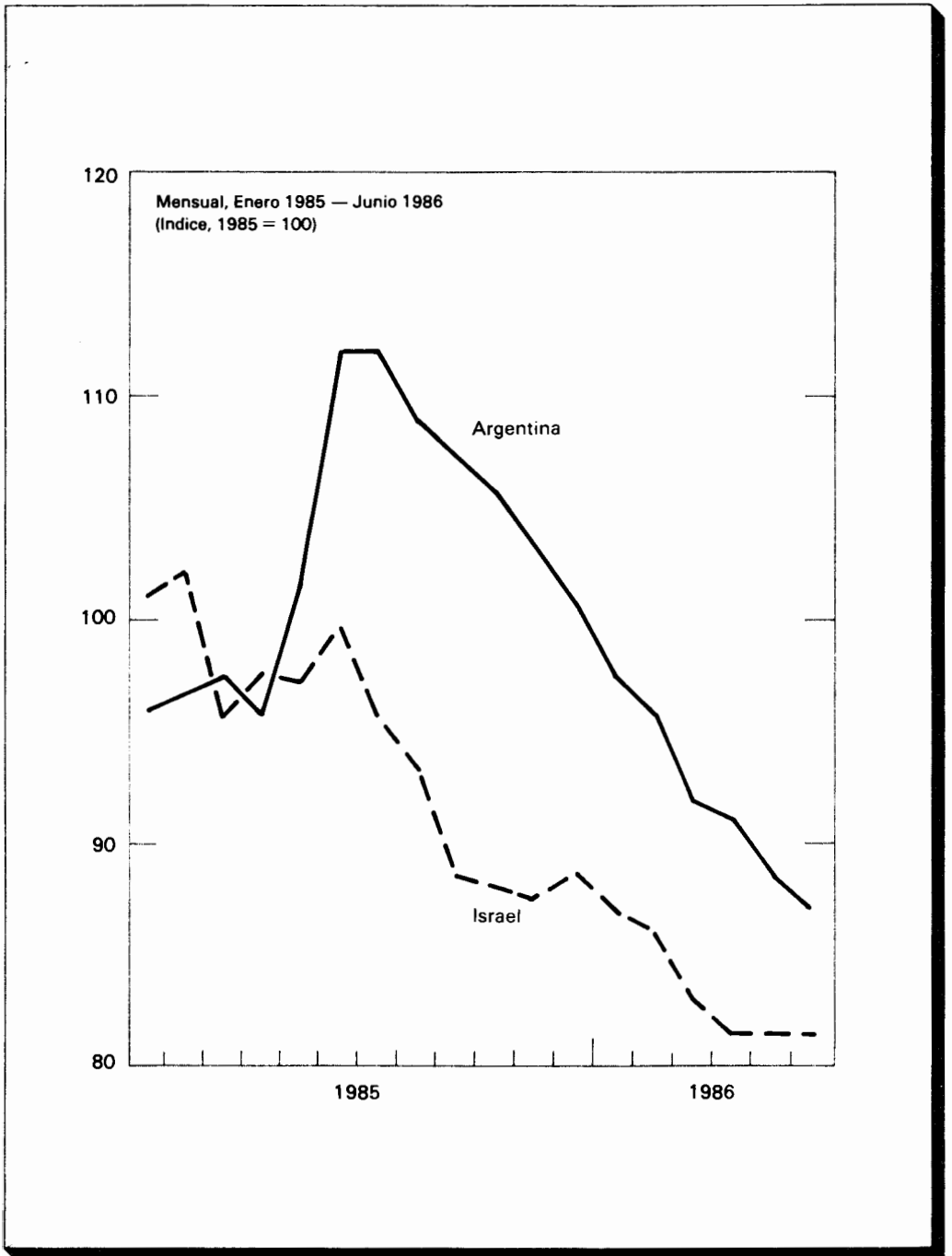
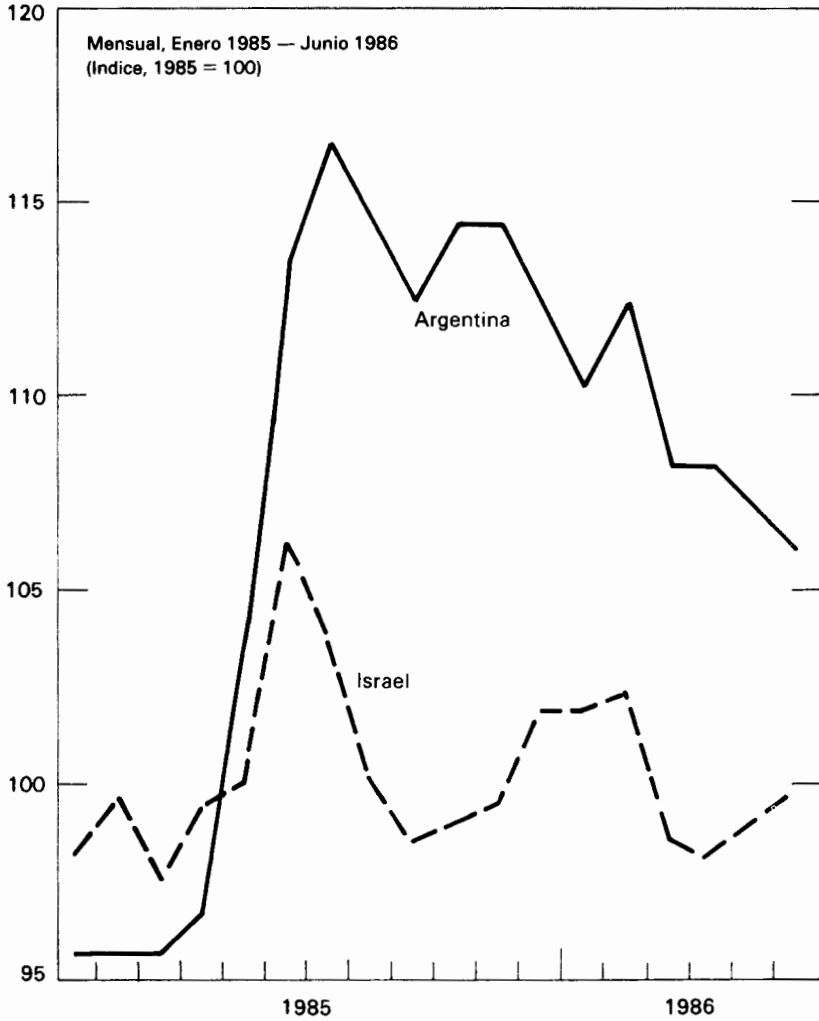
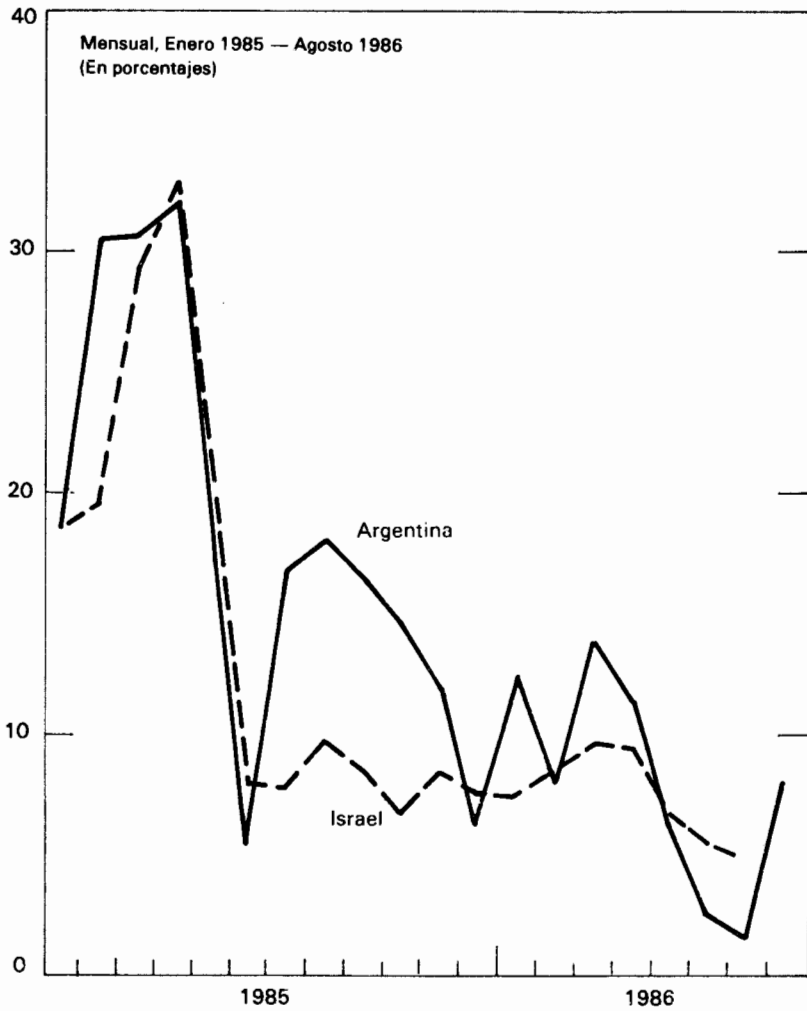


GRAFICO 5
Tasas de cambio real por canasta de monedas ⁽¹⁾



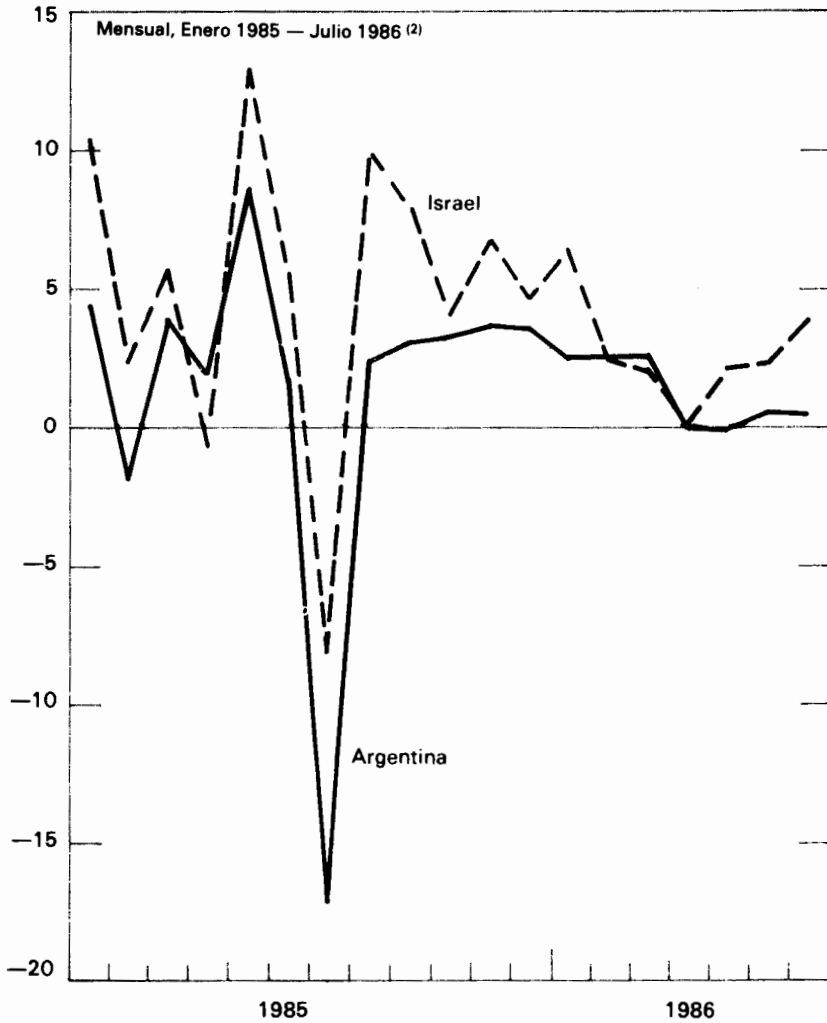
(1) Las observaciones para Israel se adelantan un período.

GRAFICO 6
Diferencial en el mercado paralelo de divisas⁽¹⁾



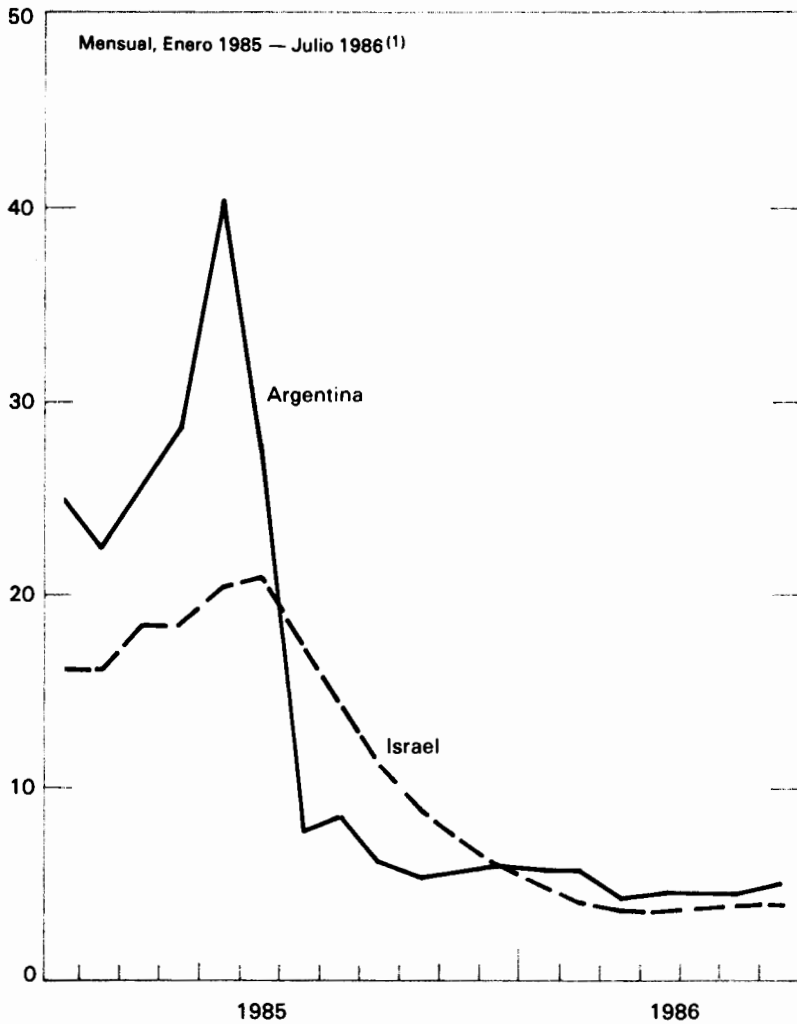
(1) Las observaciones para Israel se adelantan un periodo.

GRAFICO 7
Tasas reales de interés (1)



- (1) Las tasas de interés nominales son deflactadas por la variación del índice de precios al consumidor del mes anterior.
- (2) Las observaciones para Israel se adelantan un período.

GRAFICO 8
Tasas nominales de interés



(1) Las observaciones para Israel se adelantan un período.

la falta de datos evidentes sobre las expectativas inflacionarias. Es claro, sin embargo, que durante los primeros tres trimestres de los programas de estabilización, el congelamiento de precios redujo considerablemente la incertidumbre (a corto plazo) sobre la inflación, de manera que los valores estimados de las tasas de interés reales, con base en tasas de inflación del período anterior, no pueden estar muy lejos de la realidad (6).

El surgimiento de elevadas tasas de interés reales en las primeras etapas de deflación, también se observó en otros países (véase Dornbusch y Fischer (1986)). Uno de los argumentos para explicar este fenómeno es que las autoridades monetarias no satisfacen el alza de la demanda de dinero resultante de expectativas inflacionarias más bajas (Dornbusch (1986)). Esta explicación no parece ser la adecuada para Israel, donde las tasas de interés son el instrumento de política y la oferta de dinero (dinero base, así como M_1 y M_2) se determina endógenamente por el sector privado, ya que los bancos pueden solicitar fondos en préstamo del Banco de Israel, con base en un programa de tasas de interés fijo, para cubrir sus déficit de encaje legal. Más aún, en ambos países, la posibilidad de influjo de capital está abierta, particularmente en lo que se refiere a la repatriación de capitales.

En general, por lo tanto, en un sistema donde la oferta de dinero está determinada endógenamente, no es probable la existencia de una insuficiencia de emisión monetaria y las elevadas tasas de interés reales durante la deflación deberían ser interpretadas como parte de la estrategia del gobierno (7). Es posible, por ejemplo, que las autoridades monetarias deseen mantener elevadas tasas de interés reales para compensar una reducción insuficiente en el

déficit presupuestal y proteger la tasa de cambio fija de los efectos de una posible especulación. En este análisis se aduce una razón diferente respecto al mantenimiento de tasas de interés reales muy elevadas durante las primeras etapas de deflación. Esto tiene que ver con el congelamiento de precios en forma efectiva con un mínimo de intervención administrativa (8).

El nivel de las tasas reales de interés que prevalecieron en las primeras etapas de la estabilización en Argentina e Israel fue claramente insostenible. En realidad, luego del primer trimestre de 1986 hubo una marcada tendencia descendente de estas tasas, especialmente en Argentina. En Israel, la tasa real estimada (en moneda local) bajó a mediados de 1986 hasta, aproximadamente, 2 por ciento al mes.

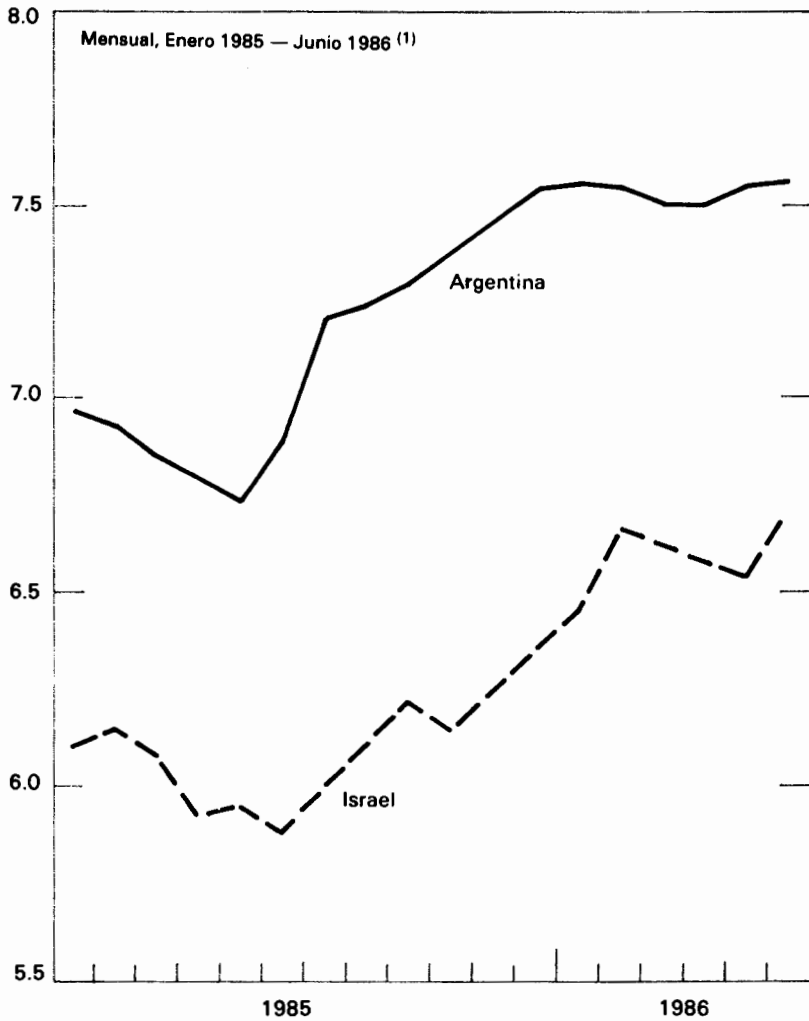
Una segunda variable que puso de manifiesto, en ambos países, un "overshooting" de transición a corto plazo fue el nivel de los salarios reales. En realidad, los dos gobiernos pudieron mantener una trayectoria en forma de U de los salarios reales durante la primera etapa de los programas (Gráfico 10). A diferencia de un aumento en las tasas reales de interés, la reducción de los salarios reales no ha sido necesariamente parte integral de los programas de deflación en el pasado. Sin embargo, es de esperarse un fenómeno semejante cuando el gobierno tiene el poder político de

(6) Esto, por supuesto, no se aplica al mes durante el cual se inició el plan de estabilización.

(7) La marcada similitud en el crecimiento de M_1 real en los dos países (Gráfico 9) sugiere que la hipótesis sobre la insuficiente monetización parece ser cuestionable también en Argentina.

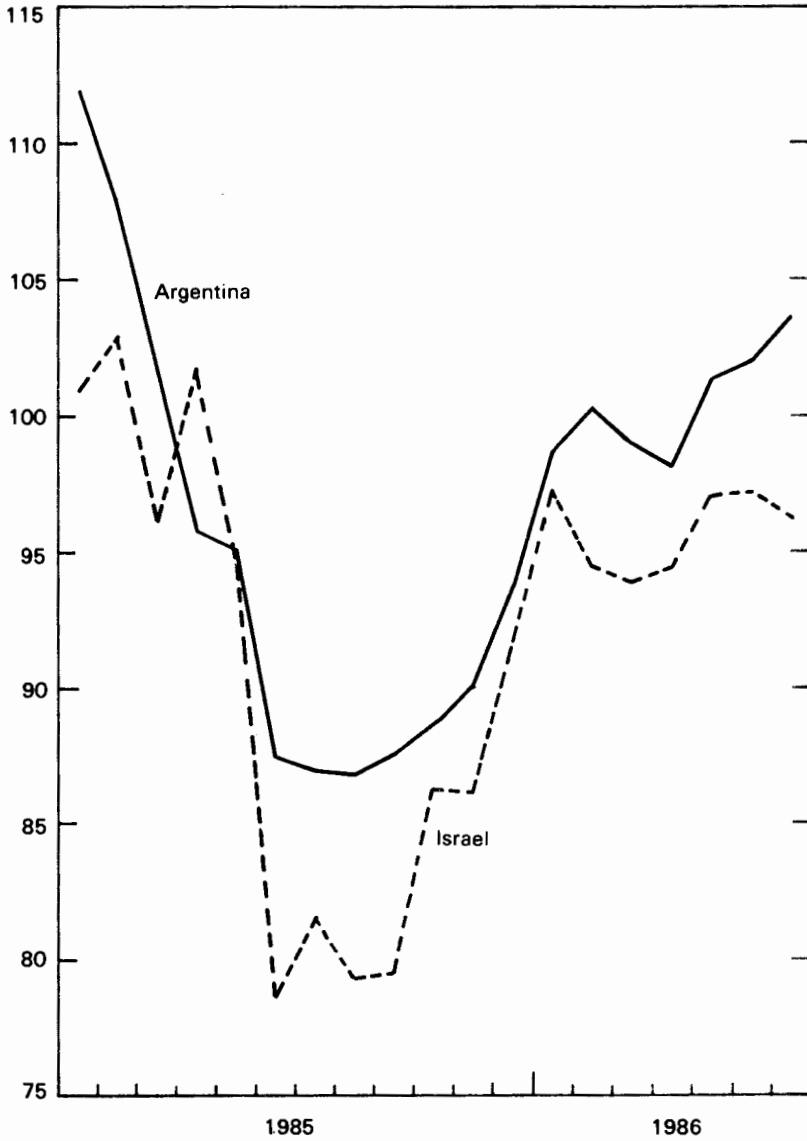
(8) Se deberá notar, sin embargo, que elevados niveles de tasas de interés reales podrían reflejar incertidumbre y poca credibilidad en el programa, particularmente en lo referente al régimen de cambio fijo. Si dicho elemento de riesgo está presente, las tasas nominales observadas puede que no representen, necesariamente, elevadas tasas reales *ex-ante*.

GRAFICO 9
Saldos reales de M1 en pesos de 1985 en logaritmos



(1) Las observaciones para Israel se adelantan un período.

GRAFICO 10
Indice del salario real (1985=100)
Mensual, enero 1985 — Julio 1986⁽¹⁾



(1) Las observaciones para Israel se adelantan un período.

imponer controles salariales. Los salarios reales bajos, al principio de un programa, disminuyen las expectativas acerca de cuáles métodos inflacionarios serán utilizados para reducirlos más adelante, y puede también representar un indicio sobre la seriedad de las políticas restrictivas del gobierno. Existe también el argumento acostumbrado de que una reducción en los salarios reales ayuda a contener la demanda por bienes de consumo (a pesar de que la naturaleza temporal del recorte salarial y los efectos redistributivos de políticas de salarios bajos debilitan este argumento), y también podría reducir el impacto de la restricción monetaria y fiscal sobre el nivel de desempleo.

Estas consideraciones podrían incentivar al gobierno a poner en práctica una política de recorte de salarios, de naturaleza temporal, para establecer un firme fundamento a la estabilización. Sin embargo, otra razón para disminuir los salarios reales —y que está relacionada con el uso de control de precios para reducir la inflación en forma drástica— es que facilita el manejo del control de precios y reduce la intervención administrativa necesaria.

Los movimientos de salarios y tasas de interés reales presentan un comportamiento casi idéntico en ambos países, tanto en amplitud como en tiempo.

En el contexto de los salarios reales, es importante poner de manifiesto una de las características iniciales notables de estos programas: el efecto relativamente bajo que tuvieron sobre el empleo y la producción en comparación con su efecto dramático sobre la inflación. Los índices de empleo y el PIB real (Gráficos 11 y 12) indican que el impacto de los programas sobre el empleo en Israel fueron pequeños y transitorios sobre el PIB en ambos paí-

ses, mostrando también la forma en U de las otras variables reales. De esta manera, el costo de la deflación en términos del producto y del empleo perdido parece ser menor durante la transición y, en efecto, fue evidente una aceleración en el crecimiento real en ambos países durante 1986.

4. *Credibilidad, Inercia y Controles*

Un argumento bastante conocido dentro de la escuela de expectativas racionales⁽⁹⁾ indica que la inflación puede ser detenida abruptamente, con bajos costos de transición, si el gobierno adopta drásticas políticas fiscales y monetarias que sean consistentes con la estabilidad de precios. Sin embargo, estas políticas deben gozar de *credibilidad* pues el público debe estar convencido que se mantendrán durante un lapso prolongado.

Razonablemente no existe una manera simple en que el gobierno pueda convencer al público sobre la firmeza de su política. Supongamos que el público no cree que el gobierno está decidido a poner en práctica una política monetaria muy restrictiva, debido a las permanentes expectativas inflacionarias (por miedo a crear considerable desempleo). En este caso, las expectativas inflacionarias del público tenderán a mantenerse. Confrontando esta situación, el gobierno no se inclinará hacia la adopción de ningún tipo de política monetaria restrictiva y las expectativas del público habrán probado ser autojustificadas o "racionales".

Entre las razones por las cuales el público no se convencería de los objetivos anunciados por el gobierno, se podría mencionar que, en países con un pasado persis-

(9) Véase, por ejemplo, Sargent (1982).

GRAFICO 11
Indices de empleo
(1985 = 100)

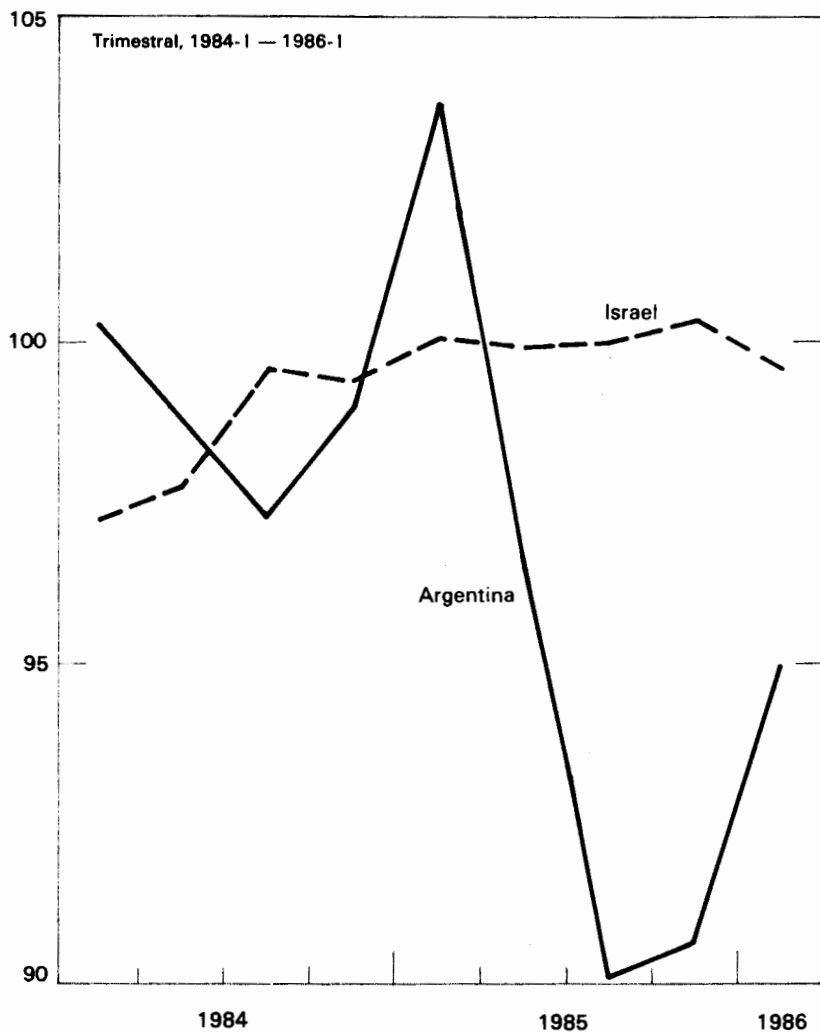
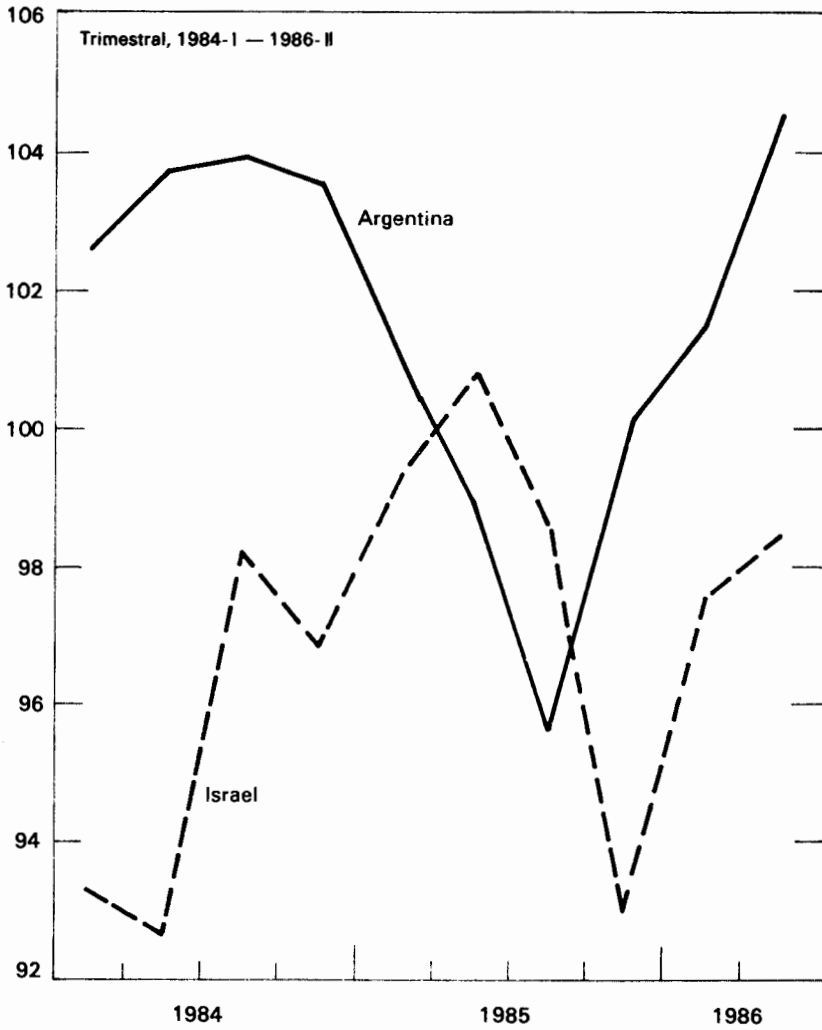


GRAFICO 12
Indices del PIB real



tente de inflación y fracasos en la implantación de políticas de deflación, existe un pesimismo muy arraigado respecto a la habilidad del gobierno para poder controlar la inflación. Esto ocasiona una gran rigidez a la baja en las expectativas inflacionarias de largo plazo. Estas expectativas son, junto con los mecanismos institucionales y la indexación formal, las fuerzas que se incluyen en el concepto de "inflación inercial" y causan que el uso de políticas monetarias contraccionistas como instrumento básico o único de estabilización, sea muy costoso. Por el contrario, el uso de políticas de ingreso temporales y congelamientos iniciales de precios evitarían los grandes costos en términos de empleo, que surgen de políticas monetarias restrictivas en presencia de inercia inflacionaria.

Por supuesto, la pregunta es: ¿Qué asegura que la inercia será afectada realmente por el paquete de congelamientos de salarios/precios/tasas de cambio? Ciertamente, no existen garantías de que la política de ingresos reducirá el nivel básico de las expectativas inflacionarias, pero hay dos aspectos que indican que esto podría suceder. Primero, suponiendo que los adecuados ajustes en las variables "fundamentales" (tales como la cuenta corriente y el déficit presupuestal) han sido puestos en práctica, la imposición de un congelamiento de salarios-precios (y tipo de cambio) puede ayudar al gobierno a demostrar que la economía puede funcionar efectivamente, durante un prolongado tiempo, sin una inflación rápida. Como resultado de este efecto de demostración, cada agente podrá aceptar la baja inflación como una situación viable.

Segundo, mientras el gobierno combine políticas de ingreso con un tipo de cambio fijo, existe un compromiso explícito o implícito de no recurrir a la inflación para lograr

beneficios a corto plazo (por ejemplo, en términos de una disminución de los salarios reales para hacer que la economía sea más competitiva). Si las variables "fundamentales" son consistentes, este compromiso gozará la credibilidad⁽¹⁰⁾ y puede que se mantenga así aun cuando los controles sean levantados; la credibilidad, por supuesto, también depende de la estabilidad política del gobierno. A este respecto, tanto Argentina como Israel tuvieron un cambio de regímenes con el establecimiento de una amplia coalición gubernamental en Israel y del gobierno democrático en Argentina.

Por lo tanto, parece que una combinación de políticas de ingreso con un adecuado ajuste de las políticas "fundamentales" proporciona, dentro del correcto ámbito político, una estrategia de transición, la cual podría tender a romper el círculo vicioso asociado con la credibilidad y la inercia inflacionaria.

Sin embargo, las políticas de ingreso, congelamientos y controles ocasionarán probablemente problemas de diversa índole. Estos incluyen los bien conocidos costos económicos causados por la interferencia con el mecanismo de mercado⁽¹¹⁾, pero tal vez menos conocido es el problema de que la necesidad de usar un penetrante y muy visible mecanismo de intervención, es, por sí mismo, una indicación de que la estabilidad lograda es artificial y puede no ser mantenida. La demostración de que la economía puede funcionar sin inflación requiere que los controles sean mantenidos con un mínimo de coerción.

(10) Véase el trabajo sobre "reglas y discreción" en Barro y Gordon (1983).

(11) Para un estudio global de los costos reales con relación a controles de precio en los últimos 25 años en Argentina, véase Dadone e Ingarano (1986).

En este contexto es una característica común, y algo sorprendente, de ambos programas, el empleo de un mínimo de coerción en el manejo de los controles ⁽¹²⁾. Por lo tanto, parece que las autoridades hicieron grandes esfuerzos para reducir la intervención administrativa tanto como fuera posible. Esto implicó el uso de varios métodos de persuasión y propaganda. Sin embargo, tal vez de gran significación, fue la estrategia de crear condiciones de exceso de oferta durante la fase crítica del congelamiento de precios.

En este punto es donde irrumpe el "overshooting" de corto plazo en tasas reales de interés y salarios. Elevadas tasas de interés reales inducen a la reducción de inventarios y, por tanto, la sobreoferta que será amplificada por el efecto negativo de elevadas tasas de interés y más bajos salarios reales en la demanda agregada ⁽¹³⁾. Es importante destacar que, en general, los excesos de oferta no son incompatibles con las expectativas inflacionarias, cuando el nivel de precios es rígido a la baja. Claramente, en una economía con rigidez a la baja (a corto plazo) en el nivel de precios, aún con sobreofertas en los mercados de mercancías y laboral, los precios no pueden disminuir. Pero si la oferta de dinero aumenta y prevalecen las expectativas inflacionarias, los precios pueden aumentar proporcionalmente. Los salarios reales no subirán (y, en consecuencia, la oferta probable de mercancías no disminuirá) debido a que existe sobreoferta en el mercado laboral. Por lo tanto, se obtiene una combinación de sobreoferta o inflación que está estrechamente relacionada al fenómeno de "estanflación" (stagflation).

En una economía que está sujeta a un efectivo control de precios se podría, nuevamente, tener la coexistencia de las expectativas inflacionarias básicas (causadas

por la inercia) y la sobreoferta. Sin embargo, el efecto de estas expectativas en la tasa de inflación vigente se reduce en forma drástica mediante controles directos. Pero, como se indicó anteriormente, es costoso implantar los controles en forma efectiva y, para reducir ese costo, el gobierno está forzado a generar sobreoferta, la que reducirá la necesidad de intervención administrativa.

5. La Disyuntiva ("Tradeoff") entre Controles y Sobreoferta

Podría ser útil formular de una manera más precisa las ideas precedentes relacionadas con el rol de la sobreoferta en un régimen de control de precios.

Siguiendo el enfoque de "inflación inercial", supongamos que, en una economía no controlada, la inflación está determinada por:

$$\pi = \pi_1 + f(E) \quad f(0) = 0, f' < 0 \quad (1)$$

donde π_1 representa el componente asociado con la inercia inflacionaria (π_1 puede ser considerado como una función de todas las variables del pasado, incluyendo tasas de inflación, déficit presupuestarios y externos), y E representa la sobreoferta vigente que afecta negativamente a la inflación. Si los precios son rígidos a la baja y flexibles al alza, tendremos $\pi = \pi_1$, excepto cuando exista un exceso de oferta.

(12) Se estima que durante el período de austeridad de Israel, a principios de 1950, miles de personas fueron empleadas por el sistema de control de precios, mientras que en 1985, el número de las activamente involucradas en esta área no alcanzó ni siquiera a cientos de personas.

(13) Estos efectos podrían, sin embargo, ser parcialmente compensados por el efecto contrario sobre la producción de los elevados tipos de interés.

Podemos suponer además que, usando controles (C), medidos por (digamos) el esfuerzo de supervisión, el gobierno podrá reducir el efecto de $\pi_1 = \pi$. De esta manera, la ecuación (1) sería rectificada como sigue:

$$\pi = \phi(C)\pi_1 + f(E)m\phi(O) = 1, \phi' < 0. \quad (14) (2)$$

Despejando C se obtiene:

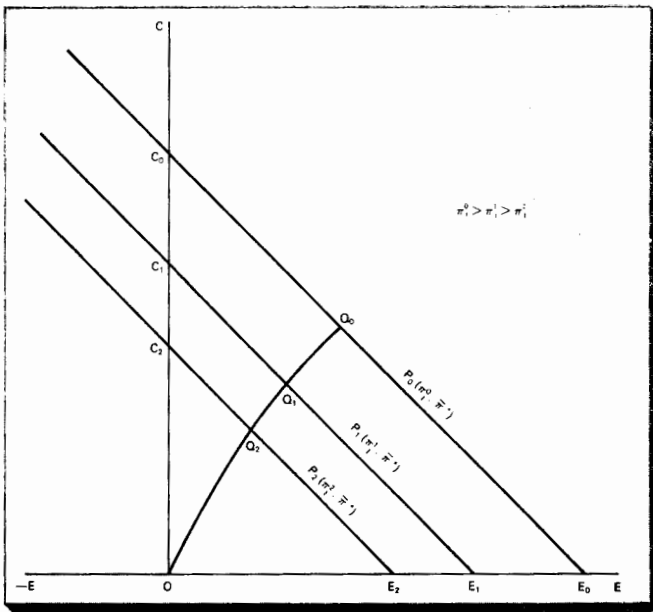
$$C = U(E, \pi, \pi_1) \quad (3)$$

donde la derivada parcial negativa de π significa que, cuando el nivel objetivo de π es mayor (es decir un ajuste menos rigu-

roso), el gobierno podría utilizar un nivel de menor control.

Se puede ver que, durante el congelamiento de precios, existe una disyuntiva (trade-off) de transición entre C y E, para niveles dados de π_1 y π . Este "trade-off" está representado por la curva P_0 , en el Gráfico 13. El uso de mayores controles representa costos económicos y otros, lo que el gobierno podría reducir mediante el uso de sus instrumentos de política para generar la sobreoferta. Dado un conjunto de preferencias, la óptima combinación de C y E está en Q_0 . Cuanto más ambicioso sea el gobierno con respecto a su meta π (representada por $\bar{\pi}^*$), más hacia la derecha se ubicará la curva P.

GRAFICO 13
"Trade-off" entre control de precios y exceso de oferta



Si el gobierno consigue mantener un nivel de inflación (π) bajo, sin el deterioro del déficit presupuestal o de la balanza comercial, entonces se podría suponer que π_1 disminuiría gradualmente. Esto movería

la curva P hacia la izquierda hasta P_1 , donde el punto escogido está represen-

(-) (+) (-)
(14) Más general, $\pi = F(C, \pi_1, E)$.

tado por Q_1 . De esta forma, a medida que π_1 disminuye, se requerirá menos C y E para obtener la misma meta de inflación. El éxito en una política de estabilización significa la abolición gradual de controles a lo largo de OQ_0 .

Los datos de los programas de estabilización, descritos anteriormente, reflejaron similares preferencias gubernamentales, con relación a aceptar intereses reales elevados y disminuir los salarios en forma similar, para reducir el costo de los controles durante las primeras etapas del plan de estabilización. Esto dio como resultado un pequeño impacto en el desempleo.



El ajuste de las políticas "fundamentales" — Políticas fiscales en situaciones de alta inflación (15)

Es evidente que, a pesar de las estrategias específicas de transición, se podrá lograr y mantener una estabilidad a largo plazo, solamente si el ajuste se basa en una posición sostenible con relación al presupuesto gubernamental y la cuenta corriente de la balanza de pagos. Además de la necesidad de que una significativa reducción del déficit presupuestal sea parte integral de las primeras etapas de un programa, para así generar confianza y respaldo en la reversión de las fuerzas inerciales, es vital, para romper las pasadas tendencias inflacionarias y, por lo tanto, las expectativas, que estos pasos deban ser interpretados como parte de una política permanente de equilibrio presupuestal de largo plazo. Dado este rol central de las políticas fiscales durante la estabilización, el propósito de

esta sección es el de proporcionar una discusión sistemática de las interacciones entre la inflación y las políticas de manejo presupuestal, por un lado, y la retroalimentación ("feedback") entre los elementos heterodoxos y fiscales de los programas. Esto podría esclarecer el adecuado rol de cada uno de sus componentes cuando se intenta parar las presiones hiperinflacionarias.

1. Los Efectos de Inflación en el Presupuesto

Es ampliamente reconocido que cuanto mayor sea la tasa de inflación, menores son los ingresos fiscales tradicionales, expresados en términos reales. De esta forma, la reducción de la tasa de inflación podría permitir un mayor nivel del gasto público (financiados con la recuperación de los ingresos tradicionales), aun si todas las políticas fiscales permanecieran invariables o inalteradas (Tanzi, 1978).

El cálculo del presupuesto que existiría en condiciones de baja inflación, dado un determinado conjunto de políticas en un país que sufre un elevado índice de inflación, es complicado por el hecho de que casi todos los elementos del presupuesto se ven afectados por la inflación, pero con diferentes escalas de elasticidad. Si la elasticidad de los gastos estatales respecto a incrementos en el ingreso nominal es mayor que la elasticidad ingreso (nominal) de las recaudaciones fiscales, entonces el déficit real aumentará con la inflación. Igualmente, las reducciones en la inflación podrían generar aumentos o reducciones inesperadas en el ingreso y el gasto.

(15) Esta sección se basa en Blejer y Cheasty (1988) donde se presenta un estudio más detallado del rol de la política fiscal en el contexto de programas de ajuste.

Con relación al gasto, la inclusión en el cálculo del déficit de los pagos de intereses nominales sobre la deuda pública magnifica enormemente el incremento porcentual de tales egresos en relación con el incremento de otros gastos y el incremento del ingreso, a medida que la tasa de inflación aumenta. Este efecto es particularmente marcado cuando la mayor parte de la deuda no está indexada y las tasas de interés nominales son flexibles (16).

Respecto al ingreso tributario, se puede demostrar que el valor real de los recaudos de impuestos caen cuando existe un elevado índice de inflación, debido al rezago inevitable en la recaudación (y a otros elementos del sistema tributario) (17). El "bracket creep" (18), cuando los impuestos a la renta son progresivos, compensaría en algo la baja en la recaudación provocada por el rezago, pero los países con un elevado índice de inflación desarrollan rápidamente sistemas de impuestos indexados, que protegen a los contribuyentes contra el incremento en sus obligaciones tributarias reales. (Además, los impuestos sobre la renta tienden a ser menos importantes en los países en desarrollo).

Con el objeto de reducir al mínimo el impacto negativo de la inflación sobre el presupuesto, la elasticidad de las rentas públicas debería ser elevada al máximo y reducirse al mínimo los rezagos administrativos. Si se quiere que los impuestos y otros instrumentos evolucionen paralelamente con los ingresos nominales, se deberán evitar esquemas regresivos tales como los impuestos específicos.

En los programas de "shock" discutidos aquí, fueron notables las reducciones "pasivas" en el déficit a medida que disminuía la inflación. En Brasil, la baja en la inflación redujo el nivel requerido de financiación

del sector público de un 27 por ciento del PIB en 1985 a aproximadamente un 10 por ciento en 1986 (19), con casi 18 puntos porcentuales de esta reducción provenientes de la caída en el servicio indexado de la deuda. La reducción del déficit de Argentina también reflejó, en parte, una caída en los pagos por corrección monetaria, a pesar de que el impacto del efecto automático sobre la recuperación de los ingresos tributarios (asociado con la menor inflación) fue particularmente sorprendente en ese país (20).

Por otro lado, es irónico notar que el beneficio por concepto de ingresos tributarios asociado con la caída violenta de la inflación es menor a medida que el sistema fiscal se ha ido adaptando mejor a la inflación previa al programa "shock" (mediante la minimización de los rezagos por recaudación, etc.). La reforma tributaria en el Brasil, en diciembre de 1985, es un buen ejemplo de los posibles costos post-inflacionarios de haberse previamente adaptado exitosamente a la inflación. La reforma tributaria comprendía la reducción en las retenciones para facilitar la indexación de las obligaciones tributarias que, a su vez,

(16) Se podría argumentar, sin embargo, que debido a que el componente inflacionario del interés es más bien la amortización, el impacto sobre la demanda agregada de los pagos de interés que reflejan la inflación es mucho más bajo que el impacto de otros componentes de gasto (véase Tanzi, Blejer y Teijeiro (1987)).

(17) Véase Tanzi (1977).

(18) "Bracket creep" se refiere al incremento en las tasas de impuesto individuales durante períodos de inflación, debido al hecho de que las tarifas se aplican sobre valores nominales.

(19) Antes de que se implantaran reformas fiscales adicionales en noviembre de ese año.

(20) La descripción de este aumento de impuestos como "automático" no implica que no debería tomárselo en cuenta al evaluar el esfuerzo fiscal como parte de los programas. El aumento en el ingreso real representó un costo para el sector privado, y en ese sentido, no es diferente cualitativamente de un incremento en el ingreso generado por tasas de impuestos más elevadas.

fue diseñada para mejorar los ingresos reales. Sin embargo, la reducción en las retenciones implicó que los rezagos en la recaudación se extendieran.

En presencia de una inflación elevada y debido al impacto de la indexación de las obligaciones tributarias, los beneficios provenientes de la reducción en retenciones claramente superaban las pérdidas; en situaciones de baja inflación, sólo se anotaron pérdidas, procedentes del rezago prolongado en la recaudación. Además, cuando la inflación es alta, puede resultar ventajoso para el gobierno introducir sistemas administrativos complejos con sanciones costosas, con el objeto de reducir al mínimo las pérdidas por pagos diferidos. Sin embargo, tan pronto como la inflación disminuye hasta niveles razonables, estos sistemas pueden llegar a ser inapropiados y sus costos superan los beneficios, dada la caída en el costo real de los rezagos.

2. Incrementos de la Tasa Tributaria versus Reducciones en los Gastos Públicos

En la práctica, el corte en los déficit tienden, muy a menudo, a afectar directamente el *nivel* de precios. En sistemas inerciales, donde las espirales inflacionarias son alimentadas por indexación formal e informal, reajustes en los precios relativos del sector público (tales como incrementos en las tasas de impuestos indirectos, la reducción de subsidios gubernamentales, o el aumento de las tarifas del sector público), implican generalmente incrementos en el nivel de precios que podrían provocar presión inflacionaria que sobrepasaría cualquier reducción gradual en la presión de precios a través de la contracción del déficit presupuestal.

Si el gobierno desea disminuir el déficit a través de medidas que afecten su ingreso, es importante eliminar previamente los mecanismos de indexación existentes. Por otro lado, mientras persista la inflación, el público permitirá que el gobierno elimine los "sistemas de seguro", que evitan que su riqueza se deteriore en términos reales. En consecuencia, la aplicación *simultánea* de medidas tributarias y de precios públicos y de esquemas de eliminación de la indexación podrían ser cruciales para el éxito de cualquier política. Esto representa una razón adicional del porqué en los programas de "shock", la "sincronización" de las políticas discutidas en la sección anterior juega un rol importante.

Si los esquemas de indexación no pueden eliminarse, es probable que la reducción del déficit a través de menores gastos reales del gobierno, tales como el recorte en los gastos laborales o en las compras de bienes y servicios, tenga más éxito, al provocar una rápida caída en la inflación sin los efectos sobre precios que tienen los ajustes en impuestos, tarifas o subsidios.

En los recientes programas de "shock", las principales políticas de ajuste fiscal consistieron en incrementos en las tasas y tarifas públicas y en recortes en los subsidios, habiéndose cortado mucho menos el resto del gasto público. Se consideró que para reducir la inflación es fundamental la contracción fiscal por cualquier método, y que esto tendrá más importancia que los impactos sobre el nivel de precios provenientes de ajustes tarifarios. Además, se podría también indicar que severos incrementos de tasas y tarifas al inicio del programa podrían realmente mitigar las expectativas inflacionarias, puesto que reducen la necesidad de ajustes adicionales en el futuro cercano.

Es importante destacar que, en la práctica, los recientes programas comentados incluyeron grandes cambios en los precios de los servicios públicos con efectos relativamente pequeños en el nivel de precios. Si bien parte de la explicación concerniente a este pequeño impacto podría deberse a problemas relacionados con la manera en que han sido computados los índices de precios, los resultados todavía sugieren que el gobierno no debe alarmarse sobre el uso de instrumentos con efectos directos en los precios como instrumento de recorte en el déficit fiscal.

3. Minimización de los Efectos Recesivos — Implicaciones para la Política Fiscal

Como se discutió anteriormente, una de las mayores preocupaciones de los programas de ajuste de “shock” fue el deseo de evitar la recesión durante el período de transición. Con este objeto, las disminuciones drásticas en los déficit se vieron como caminos eficaces para modificar las expectativas de la gente, aumentando su confianza en el manejo económico, reduciendo la inercia y el costo en términos de empleo. En general, las políticas de tributación y de cambios de precios y tarifas tienen un menor efecto multiplicador sobre la demanda agregada, comparativamente con el multiplicador directo del gasto del gobierno; esto sugeriría que las disminuciones del déficit, adoptadas con el propósito de cambiar las expectativas, deberá efectuarse a través de la modificación de precios en lugar de la actividad estatal, la cual tiene un efecto multiplicador directo sobre el nivel de actividad.

Una diferencia sorprendente entre los recientes programas y los más tradicionales ha sido el uso extensivo de *medidas fiscales temporales*. Una explicación para esto es

que el énfasis en los programas de “shock”, sobre los efectos que producen los anuncios y los resultados rápidos significa que, si los cortes del déficit fueran a ser utilizados para reducir la inflación inercial, tendrían que ser considerables y generar un muy rápido influjo de recursos reales al gobierno.

La necesidad de obtener inmediatamente un aumento considerable en la recaudación de ingresos requiere, casi por definición, el uso de medidas extremas, y generalmente se presume que estas serán reemplazadas luego por políticas graduales, ya sea en los ingresos o en los gastos. En otras palabras, se espera que la reducción en los ingresos disponibles permanentes del público sea mucho más pequeña que el efecto inmediato de las medidas adoptadas sobre el ingreso corriente. Esta suposición implica que el público tenderá a aceptar políticas temporales mucho más estrictas que si fueran consideradas como permanentes y por tanto, medidas temporales permiten afectar más rápidamente las expectativas.

El “overshooting” temporal en el ajuste fiscal podría permitir al gobierno adoptar cambios estructurales de largo plazo, en las finanzas públicas que son costosos en el corto plazo. En los programas discutidos aquí tales cambios estructurales comprendieron recortes en el empleo público, que redujeron los costos laborales de largo plazo, pero que requieren fondos inmediatos para la relocalización y pagos de indemnizaciones.

Las medidas temporales más usadas en los programas fueron los esquemas de ahorro forzoso. En general, éstos fueron diseñados de manera que no tuvieran efecto alguno en los ingresos permanentes. Se deberá notar, en este contexto, que el impacto de esquemas de ahorro forzoso

sobre la brecha financiera del gobierno, a largo plazo, es semejante, independientemente de si el gobierno paga o no el préstamo forzoso. Si el préstamo es pagado, el gasto del gobierno aumentará en esa proporción en el año en que el pago se haga efectivo. Por otro lado, el pago ocasiona credibilidad en el préstamo como un activo, y permite que el gobierno refinance el préstamo. Si el préstamo no se devuelve, los gastos corrientes del gobierno serán menores, pero más difícil será para éste aumentar los ingresos nuevamente mediante ese esquema. En ambos casos, el impacto neto sobre la brecha financiera podría ser el mismo.

Mientras que las medidas fiscales temporales tienen efectos inmediatos, pero que no pueden sostenerse, las *medidas fiscales estructurales*, que mejoran el futuro manejo fiscal pueden no tener un impacto inmediato en el presupuesto. Tales medidas (como pueden ser, el anuncio de las reformas tributarias en Argentina y Bolivia, y la reforma de la administración pública en Israel) forman parte de los programas de "shock" debido al respaldo que supuestamente dan a la credibilidad gubernamental, en otras palabras, tienen un "efecto de anuncio". Su valor depende de cuán razonables sean, *ex-ante* (de manera que sus anuncios tengan algún impacto) y cuán pronto se pongan en práctica. Si las políticas no se ejecutan, se deteriora la credibilidad del gobierno; existe un "efecto contrario de anuncio", en el sentido de que, debido a que la política fue presentada con mucha publicidad, será más notorio si el gobierno no cumple. En tal caso hubiese sido más ventajoso no haberla anunciado ya que las futuras promesas gozarán de menor confianza (efecto credibilidad).

Otra de las razones para la inclusión de anuncios creíbles sobre futuras políticas

fiscales en un programa de "shock" es que reducen la incertidumbre mediante la provisión de directrices para la toma de decisiones a largo plazo del sector privado. En particular, la inversión privada dependerá de las tasas de interés, tanto futuras como vigentes, de manera que el conocimiento del comportamiento futuro del sector público puede afectar la decisión de invertir.

Respecto a la reducción al mínimo de los efectos negativos sobre la actividad económica en el largo plazo, aunque los incrementos en impuestos tengan un menor impacto en el crecimiento actual que lo que tienen los recortes en el gasto público, se ha demostrado que tienden a reducir el crecimiento futuro, al distorsionar los incentivos en la economía (21). Si las elevadas tasas marginales de tributación son desfavorables al crecimiento, la base impositiva podría deteriorarse (en relación con el PIB). En otras palabras, la eliminación del déficit a corto plazo puede realizarse a costa de un incremento potencial en el déficit a largo plazo. Si el público percibe cierta inconsistencia, la naturaleza de la política fiscal del gobierno será dudosa, y las expectativas de inflación no bajarán al mismo ritmo que los ajustes fiscales realizados en el corto plazo.

4. Crecimiento del Sistema Financiero durante la Inflación y sus Implicaciones Tributarias

Una característica de muchos sistemas tributarios en países con altos índices de inflación, es su relativamente elevada concentración en las transacciones financieras como base impositiva. Esto ocurre debido a dos razones: primero, el sistema financiero tiende inicialmente a crecer en rela-

(21) Liviatan (1986).

ción con el PIB a medida que el país se adapta exitosamente a la inflación. La estructura financiera crece y de una manera más "sofisticada" a medida que, con el fin de preservar la moneda nacional como una unidad de cálculo, se desarrollan transacciones financieras más complicadas que incorporan mecanismos de indexación. En consecuencia, la participación de los ingresos, y por lo tanto, de impuestos sobre utilidades y transacciones procedentes del sector financiero puede que aumente desproporcionadamente con la inflación ⁽²²⁾. Segunda, a medida que la inflación va en aumento, se contrae la demanda real de dinero, que sirve de base para el impuesto inflacionario. La base impositiva alterna está dada por los sustitutos del dinero desarrollados por el sector financiero.

Si el volumen de las transacciones financieras se afecta con el proceso inflacionario, también se podría esperar que una caída en la tasa de crecimiento de los precios reduzca el tamaño relativo del sector. En particular, la demanda de sustitutos de moneda tiende a caer drásticamente a medida que la inflación va desapareciendo y que sus propiedades de protección contra la inflación se tornan de menor valor. Es probable, por lo tanto, que luego de una rápida deflación, la base de la tasa impositiva provista por el sector financiero se contraiga drásticamente ⁽²³⁾. La reducción en el recaudo tributario será magnificada si los bancos pueden compensar las pérdidas incurridas contra sus obligaciones tributarias.

Este efecto se observó en la práctica. En los países donde se introdujeron programas "shock", el sector financiero tuvo dificultades a medida que la inflación bajaba. En Brasil, por ejemplo, el sistema bancario privado despidió a 140.000 trabajadores durante las primeras semanas del programa.

Brasil también sufrió pérdidas tributarias a consecuencia de la reforma impositiva puesta en ejecución justo antes del Plan Cruzado. Los impuestos del sistema financiero fueron ajustados, con tasas relativamente altas sobre activos indexados y con tasas relativamente más bajas en activos no muy elásticos con respecto a la inflación. Estas reformas indican que, cuando la inflación cae, la sustitución de activos por parte del sector privado ocasiona una pérdida permanente en los ingresos fiscales.

Se espera, además que el sector público financiero sea vulnerable a la gran disminución de la inflación observada durante la fase inicial de los programas de "shock". Los bancos oficiales estarán en peores circunstancias que sus contrapartes del sector privado si no está permitido para ellos el despido laboral. Así mismo, los portafolios de los bancos públicos tienden a componerse de activos de más largo plazo y menos negociables (particularmente en los bancos de desarrollo), de manera que estos solamente puedan reaccionar con largos rezagos a los considerables cambios ocasionados por la inflación. En el ínterin, las utilidades y, por cierto, la viabilidad del sector público financiero puede estar en peligro.

5. La Interrelación de Políticas Fiscales y de Ingreso en los Programas de "shock"

A pesar del relativo éxito de las políticas de ingreso y de congelamiento de precios

(22) El crecimiento del sector financiero, con el incremento de la tasa de inflación, probablemente llegue a un límite. Si se da una hiperinflación, se presentará un cambio respecto a la moneda nacional como unidad de cálculo, y se observará una gran disminución en el tiempo de duración de los contratos. Este proceso, generalmente, va acompañado de la desintermediación financiera.

(23) La validez de este argumento depende del tipo de política sobre tasa de interés utilizado puesto que los cambios en tasas de interés relativas podrían afectar, de diferentes formas, el tamaño relativo de los varios segmentos del sistema.

para reducir la inflación, éstas pueden resultar costosas para el presupuesto. Por ejemplo, el costo de un congelamiento de precios puede ser sustancial. Si los precios de los servicios públicos son congelados a niveles bajos, el presupuesto se verá perjudicado. Si los precios son congelados y los mismos incluyen un subsidio, éste permanecerá por tiempo indefinido, y si sucede que son congelados a tasas de desequilibrio bajas, relativos a otros bienes, el subsidio agregado se incrementará al aumentar la demanda por los bienes subsidiados relativamente baratos.

Si el ajuste exitoso genera una repentina mejora en la balanza de pagos, que lleve a una disminución en el ingreso proveniente de los impuestos al comercio internacional, esta pérdida deberá ser también un factor para tomarse en cuenta en las proyecciones post-programa. En Argentina, por ejemplo, la caída del ingreso fiscal en 1985, debido a circunstancias ligadas al sector externo fue estimada en la mitad del punto porcentual del PIB.

IV Observaciones finales

La característica central de los recientes programas de estabilización ha sido que éstos, algunos de los cuales comprendían componentes llamados heterodoxos, han cautivado la imaginación pública y movilizado su respaldo para la implantación de políticas que, generalmente, resultan en costos significativos durante el período de ajuste. La confianza del público con respecto al gobierno y sus políticas es un elemento tan vital en el restablecimiento de la estabilidad y en el logro de un exitoso nivel de actividad económica, de

recuperación y de crecimiento, que la innovación de estos programas no puede ser descartada fácilmente.

Es importante reconocer que, cuando la inflación llega a incorporarse en el sistema, adquiere su propia dinámica, lo cual requiere paquetes de estabilización globales que contengan mecanismos específicos de transición que puedan enfrentarse con las fuerzas inerciales que, ciertamente, se fortifican a medida que la inflación aumenta. Los mecanismos de transición deberán combinar y coordinar la corrección de distorsiones fundamentales con políticas directas de señales en precios. Es, por supuesto, fundamental garantizar una reversión clara en las tendencias anteriores e indicar el compromiso del gobierno de adelantar políticas consistentes con las señales de precios.

Políticas de ingresos transitorias y la intervención directa en los precios pueden acompañar, pero nunca sustituir la corrección adecuada de las distorsiones fundamentales de la economía, incluyendo particularmente, ajustes presupuestales y la viabilidad del sector externo. Más aún, los controles y las políticas de señales de precios, diseñados para tratar el problema de la falta de credibilidad y combatir la inflación inercial, no tendrán éxito si la demanda no se restringe por encima de los requerimientos de corto plazo. Para una efectiva ruptura de la inercia inflacionaria, deberá implantarse un sobreajuste que cause en cierto grado, una sobreoferta en mercados claves, durante el período de transición. El "overshooting" observado tanto en Argentina como en Israel en los instrumentos de política de ajuste, tales como salarios y tasas de interés reales, son consistentes con esta observación. El "trade-off" implícito entre la sobreoferta y la firmeza de los controles para diferentes grados de infla-

ción inercial indica que el sobreajuste proporcionará también el mecanismo para la eliminación uniforme y eventual de la intervención directa.

El éxito inicial en la ruptura de la tendencia inflacionaria podría traducirse en una estabilidad continuada solamente si el ajuste de las variables fundamentales es sostenible. A largo plazo, un presupuesto balanceado y también una reducción en el tamaño del sector público son requisitos para una estabilidad duradera. En este contexto, debe reconocerse que la conducta y los efectos de políticas fiscales en países con elevados índices de inflación, por sí mismos o en el contexto de programa de "shock", pueden diferir del análisis convencional. El manejo fiscal es más difícil en el sentido de que los encargados de tomar decisiones deben tener en cuenta otras complicaciones que surgen de la persistencia del proceso inflacionario. Entre estas, hemos examinado el hecho de que el déficit provocado por un elevado índice de infla-

ción no es el mismo que el observado en épocas de baja inflación; que la base impositiva óptima, con una inflación elevada, puede desaparecer a medida que la misma se reduce; y que los mecanismos administrativos eficaces en una inflación alta, pueden ser difíciles de manejar cuando ésta es baja.

Algunas de las instituciones generales incorporadas en los programas de "shock" también proporcionan importantes enseñanzas para la política fiscal. Medidas fiscales temporales pueden jugar un papel valioso en el ajuste, así como los anuncios de futuros cambios en el régimen fiscal (si hay credibilidad). Por otro lado, algunos principios aceptados acerca de la política fiscal no parecen haber sido sustentados en la práctica. Por ejemplo, la reducción del déficit, a través de incrementos en los impuestos, tarifas y tasas, no demostró generar presiones inflacionarias significativamente mayores que las que puedan haberse generado al ajustar el déficit mediante recortes en el gasto público.

Referencias

- Barro, R.J., y D. Gordon, "Rules, Discretion, and Reputation in a Model of Monetary Policy," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 12 (Julio 1983).
- Blejer, Mario I., Nissan Liviatan, "Fighting Hyperinflation: Stabilization Strategies in Argentina and Israel, 1985-86," Fondo Monetario Internacional (Washington), Febrero 1987 para ser publicado en *Staff Papers* del FMI.
- _____, and Adrienne M. Cheasty, "High Inflation, 'Heterodox' Stabilization, and Fiscal Policy," Fondo Monetario Internacional. *World Development*, forthcoming, August 1988.
- Bruno, M., "Generating a Sharp Disinflation: Israel 1985", *NBER Working Paper* No. 1822 (1986).
- Clavo, G.A., y R.B. Fernández, "Competitive Banks and the Inflation Tax," *Economics Letters*, Vol. 12, Nos. 3-4 (1983), pp. 313-317.
- Dadone, a. y J.A. Ingaramo, "Controles de Precios en Argentina, 1960-1980", IEERAL, Fundación Mediterránea, Córdoba, 1986.
- Dornbusch, R., y S. Fisher, "Stopping Hyperinflation: Past and Present," *Weltwirtschaftliches Archiv* (Abril 1986).
- _____, "Tight fiscal Policy and Easy Money," manuscrito no publicado, (Julio 1986).
- Fundación Mediterránea, "The Austral Plan: Ten Months Later," *Newsletter*, Vol. 1, No. 2, Argentina (Abril-Junio 1986).
- Liviatan, N., "Inflation and Stabilization in Israel -Conceptual Issues and Interpretation of Developments," Fondo Monetario Internacional, (Washington) WP/ 86/10 (Noviembre 4, 1986 (a)).
- Tanzi, Vito, "Inflation, Lags in collection, and the Real Value of Tax Revenue," *Staff Papers*, Fondo Monetario Internacional (Washington), Vol. 24, (No. 1, Marzo 1977, pp. 154-167).
- _____, "Inflation, Real Tax Revenue, and the Case for Inflationary Finance: Theory with an Application to Argentina," *Staff Papers*, Fondo Monetario Internacional (Washington), vol. 25, No. 3, (Septiembre 1978), pp. 417-451.
- _____, Mario I. Blejer, and Mario O. Teijeiro, "Inflation and the Measurement of Fiscal Deficits," Fondo Monetario Internacional (Washington), Marzo 1987, para publicarse en *Staff Papers* del FMI.
- Sargent, T., "The End of Four Big Inflation's," en R. Hall (ed.) *Inflation*, NBER y University of Chicago Press, 1982.