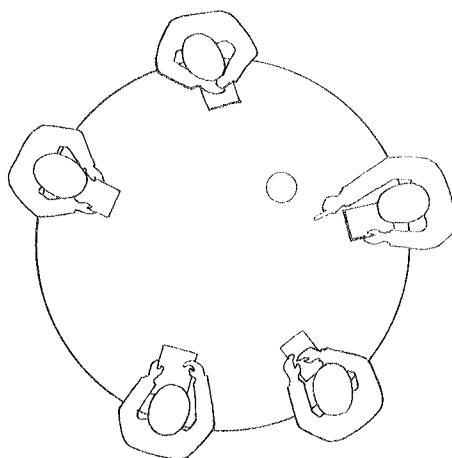


Serie de Estudios Económicos

Documentos de Investigación



Nº 15

Política fiscal y cambiaria en economías inflacionarias: consideraciones sobre la experiencia chilena

Sergio de la Cuadra F.
Francisco Rosende R.

Santiago, Julio de 1982

TRABAJO EDITADO POR EL
DEPARTAMENTO DE INFORMACIONES
ESTADISTICAS Y PUBLICACIONES
DEL BANCO CENTRAL DE CHILE

EL CONTENIDO DEL PRESENTE TRABAJO
ES DE EXCLUSIVA RESPONSABILIDAD DE SUS
AUTORES Y NO COMPROMETE LA OPINION
DEL BANCO CENTRAL DE CHILE

INDICE

	Pág.
INTRODUCCION	7
1. ELEMENTOS TEORICOS	9
1.1 Un modelo simple	10
2. CONSIDERACIONES SOBRE LA EXPERIENCIA CHILENA. PERIODO 1960-1980	15

INTRODUCCION

La literatura económica ha enfatizado, desde hace años, sobre la relación que existe entre el presupuesto fiscal, la evolución de los pasivos monetarios, el nivel general de precios y la tasa de devaluación. Sin embargo, aún subsisten en la discusión cotidiana demasiadas inquietudes sobre el problema, las que no siempre surgen de un planteamiento correcto. Este trabajo presenta un esquema muy sencillo, basado en la restricción presupuestaria que enfrenta el Gobierno, mediante el cual se explicitan esas relaciones.

El punto básico que se presenta consiste en demostrar que aquella parte del gasto fiscal no financiada con ingresos corrientes, debe serlo con endeudamiento interno o externo.

En la medida en que el financiamiento provenga de créditos del Banco Central, el Gobierno obtendrá los recursos a través de una pérdida de reservas, la que sólo podrá sustentar hasta cierto límite, en que deberá proceder a validar una inflación. Esta restricción del financiamiento fiscal permite establecer las relaciones entre las variables de política pertinentes.

En la sección 1 se formula conceptualmente el problema y, sobre la base de la teoría existente, se presenta un modelo formal. Este modelo se utiliza en la sección 2 para explicar algunos aspectos interesantes de la evolución de la economía chilena en el período 1960-1980.

NOTA: Trabajo presentado en 1981 por el entonces Presidente del Banco Central de Chile –actualmente Ministro de Hacienda– Sergio de la Cuadra F. y por el economista de la misma Institución, Francisco Rosende R.

Los autores agradecen los valiosos comentarios formulados por Alvaro Feller y Hugo Mena, economistas del Banco Central de Chile.

1. ELEMENTOS TEORICOS

La doctrina económica surgida como consecuencia de la depresión de los años treinta, involucraba un fuerte pesimismo con respecto a la estabilidad de un sistema de mercado sin intervención estatal. Específicamente, se consideraba que el ciclo económico era una característica inevitable de tal régimen. A menos que se adoptaran algunas medidas, se observarían a través del tiempo fluctuaciones en los niveles de producción y empleo, y nada impediría que en el futuro no se presentaran nuevas crisis.

Ante dicho pesimismo, el éxito de las teorías keynesianas se debió a su capacidad de proponer soluciones prácticas al problema de la inestabilidad. Tanto en el plano académico como en el político, el prestigio de esa doctrina se vio sustancialmente incrementado por el prolongado período de crecimiento sostenido, alta ocupación y estabilidad de precios que se dieron en los Estados Unidos y en otros países después de la Segunda Guerra Mundial. En Chile y en otras economías en desarrollo, estos planteamientos tuvieron muy buena acogida, ya que en muchos casos validaron el rol activo que los gobiernos habían asumido en la generación de empleo y en la actividad económica, como consecuencia de la Depresión y de la Segunda Guerra Mundial.

Para el cumplimiento de esas metas, se utilizó el gasto fiscal como subsidio de ciertas actividades o de grupos poblacionales, o bien se empleó para crear y expandir empresas productoras de propiedad y gestión estatales. Tanto por motivos políticos, como para reforzar la expansión de la demanda agregada, el financiamiento tributario de ese gasto fiscal fue habitualmente parcial. El déficit fiscal debió entonces ser financiado mediante el endeudamiento con el sistema monetario o con el exterior.

Si se considera la experiencia chilena en la que el tipo de cambio, desde los años treinta, ha sido fijado en forma casi permanente por la autoridad, el comportamiento antes descrito implica una interesante interrelación entre la política fiscal, la monetaria y la cambiaria. Concretamente, una expansión del déficit fiscal no se traducirá plenamente en una mayor presión inflacionaria mientras el tipo de cambio no varíe. Esto por cuanto en

una economía con tipo de cambio fijo y cierto grado de apertura al exterior, las presiones de demanda no generan alzas en los precios de bienes transables y los precios de los bienes no transables no son totalmente independientes de aquéllos 1/. En el caso chileno, es claro que el grado de apertura de la economía era bastante menor hace diez o veinte años que en el presente, pero aun así era importante. En esas condiciones, un proceso de expansión del gasto fiscal no se traduce de inmediato —aun cuando está totalmente financiado con crédito interno— en una aceleración de la tasa de inflación mientras no se devalúe la moneda nacional.

La hipótesis que se plantea en este trabajo es que en el pasado el Gobierno eligió preferentemente como mecanismo de financiamiento de su déficit, el aumento de sus pasivos externos. Cuando se agotaba este medio, recurría al financiamiento a través de la creación de crédito interno, acompañado de devaluaciones para evitar una posterior caída en la liquidez internacional. Así se explica el porqué a un período de menor inflación sucedía otro en que recrudescían las presiones inflacionarias.

1.1 Un modelo simple

Para los efectos de formalizar las interrelaciones planteadas, se utilizará un esquema bastante simple, pero que tiene el mérito de captar los elementos esenciales del problema.

Se supone que existe una demanda por dinero del tipo Cambridge,

$$(1) \quad M = k P \bar{y}$$

donde P es el nivel general de los precios e \bar{y} el ingreso real. Esta especificación facilita bastante la operación algebraica, puesto que con un ingreso real constante, la demanda flujo por dinero es sólo por reposición de saldos reales. Esto es,

$$\begin{aligned} dM &= (M/P) dP \\ \text{o } dM/P &= (M/P) dP/P = m \pi \end{aligned}$$

donde,

$$\begin{aligned} m &= M/P \\ \pi &= dP/P \end{aligned}$$

La expresión dM/P corresponde al flujo de ingreso que debe destinarse para mantener los saldos reales deseados. Se definirá $A_F = dM/P$ como ahorro forzoso.

$$(2) \quad A_F = \pi m$$

1/ Por ejemplo, es un teorema bien conocido que en una economía abierta con un bien exportable, uno importable y uno no transable y dos factores de producción, el precio del bien no transable se determina exclusivamente por las condiciones de producción y por los precios de los bienes transables.

Al definir G como el gasto real de gobierno en bienes de consumo e inversión, se tiene de la identidad del equilibrio del gasto:

$$(3) \quad I + G + X = A + T + S$$

donde:

I	=	inversión bruta privada
X	=	exportaciones
A	=	ahorro
T	=	tributación
S	=	importaciones

El ahorro consta de dos componentes: al primero denominamos “forzoso” y al segundo “voluntario”, y que corresponde a aquella parte del ahorro total que no es utilizado para mantener los saldos reales,

$$(4) \quad A = A_F + A_v$$

Suponiendo dado y constante el nivel de ingreso y el de la tributación, el déficit público viene dado por el nivel de gasto que el Gobierno decida realizar. Entonces, de la identidad de la renta:

$$(5) \quad (G^* - T) = D^* = (A_v - I) + A_F + (S - X)$$

donde un asterisco indica el nivel deseado. Para simplificar aún más, se supone que $(A_v - I)$ es igual a cero. Esto es, el Gobierno no se endeuda con el sector privado interno para financiar su déficit.

El consumo de reservas internacionales que ocasiona el déficit fiscal viene dado por:

$$(6) \quad S - X = \overset{\circ}{R}$$

Este consumo puede ser tanto de reservas propias, $\overset{\circ}{R}^P$, o bien de reservas provenientes de un aumento en la deuda externa, $\overset{\circ}{R}^E$.

$$(7) \quad \overset{\circ}{R} = \overset{\circ}{R}^P + \overset{\circ}{R}^E$$

De las fórmulas (5) y (6) se tiene que el financiamiento del déficit fiscal deseado obedece a

$$(8) \quad D^* - \overset{\circ}{R} = \pi m$$

$$(8') \quad \pi = \frac{1}{m} [D^* - \overset{\circ}{R}]$$

Esta última expresión indica cuál debe ser la tasa de inflación necesaria para cubrir el déficit no financiado mediante el consumo de reservas internacionales. Si la posición de reservas, o la capacidad de endeudamiento externo, lo permiten, el Gobierno puede reducir incluso a cero la tasa de inflación sin que por ello deba reducir su déficit.

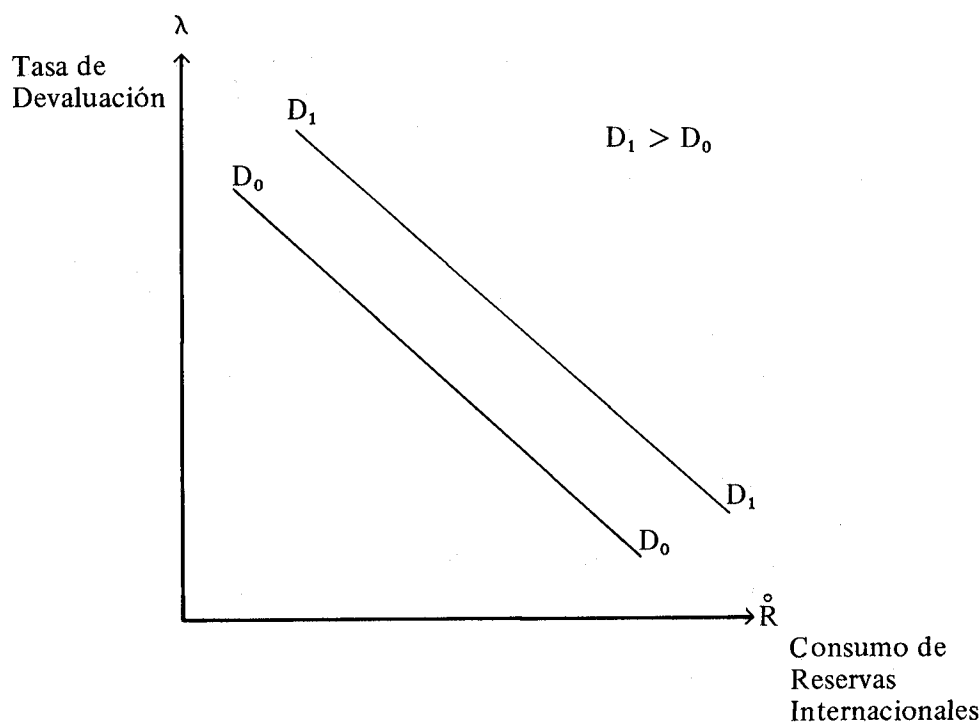
Finalmente, se supone que el análisis se realiza para un período suficientemente amplio como para que los efectos de una devaluación se traspasen plenamente al nivel general de precios.

Al llamar λ a la tasa de devaluación, se tiene que $\pi = \lambda$ y que

$$(9) \quad \lambda = \frac{1}{m} [D^* - \dot{R}]$$

Esta ecuación expresa, entonces, la tasa de devaluación como función de las necesidades de financiamiento del déficit; asimismo, resume la relación existente entre la política fiscal y cambiaria y la de endeudamiento externo. En el gráfico 1 pueden verse estas relaciones en forma más palpable.

Gráfico N° 1



La curva $D_0 D_0$ establece las combinaciones de tasa de devaluación-consumo de reservas que permiten financiar un cierto déficit fiscal D_0 . Si las posibilidades de endeudamiento con el extranjero son escasas o si el nivel de reservas internacionales ha llegado a un nivel considerado crítico, entonces el Gobierno se sentirá estimulado a sustituir el financiamiento externo por el

doméstico. Nótese que puede aumentarse el nivel de reservas, manteniendo e incluso aumentando el déficit, a través de una devaluación más acelerada. Por tanto, es perfectamente posible observar una acumulación de reservas internacionales junto con un déficit fiscal y con inflación.

Por la forma particular de la función de demanda por dinero que se ha supuesto, la inclinación de la curva DD es constante. Si se supone que m depende de la inflación esperada, es claro que esa inclinación no será independiente de la política fiscal que se adopte. Más aún, el Gobierno podría afectar en su favor la pendiente de DD si logra influir en las expectativas de la comunidad. Si m aumenta, la curva DD se hará menos inclinada y se requerirá una menor inflación (o menor consumo de reservas) para financiar el mismo déficit. Sin embargo, es claro que este efecto será sólo transitorio, pues cuando deba recurrirse nuevamente a las devaluaciones, el proceso se revertirá.

2. CONSIDERACIONES SOBRE LA EXPERIENCIA CHILENA EN EL PERIODO 1960-1980

Desde 1960 se han llevado a cabo diversos tipos de políticas económicas, incluso durante un mismo Gobierno 2/. Sin embargo, siempre ha existido un patrón común de fuerte intervención estatal e importantes déficit públicos. En todo este período, sólo a contar de 1979 se observa un superávit del presupuesto fiscal. Los gobiernos buscaron, dadas las restricciones políticas que enfrentaban, ejecutar sus planes de gasto cubriendo los déficit, ya sea mediante la recaudación inflacionaria o consumiendo las reservas internacionales.

Una característica interesante que se presentaba en todas los gobiernos era su éxito inicial en cuanto a reducir la tasa de inflación. En esto la variable "expectativas" aparece jugando un rol importante. Cada gobierno llegaba al poder impugnando las prácticas inflacionistas de su antecesor y planteaba como elemento clave de su plataforma electoral el control de la inflación. Aparentemente, la comunidad creía en las posibilidades de éxito de los planes estabilizadores y consecuentemente incrementaba sus tenencias de saldos reales. Esto permitía mejorar transitoriamente las posibilidades de financiamiento del déficit fiscal al enfrentar una relación devaluación-consumo de reservas más favorable. Cabe destacar que tanto en el gobierno de Jorge Alessandri como en los de Eduardo Frei y Salvador Allende, la inflación cayó en un comienzo en forma brusca sin que hubiera reducciones importantes en el déficit fiscal. Más aún, en el primer año del gobierno de Allende (1971), el déficit fiscal creció más de cuatro veces con respecto al año anterior, pero se consiguió reducir en un tercio la tasa de inflación e incrementar en un 50% las tenencias de MI, como porcentaje del Producto Geográfico Bruto.

Durante los años 1960 y 1961, se aplicó una política de tipo de cambio nominal fijo como elemento clave del programa de estabilización

2/ Durante el gobierno de los presidentes Jorge Alessandri (1958-64) y Eduardo Frei (1964-70) existieron períodos de mayor apertura al exterior y otros de comercio más restringido. La intensidad de la intervención estatal fue a su vez variable.

adoptado. Sin embargo, el déficit fiscal se mantuvo, y al no poder manifestarse a través de aumentos de precios por la política cambiaria señalada, se produjo un deterioro en la posición de pagos internacionales de la economía. Esto puede apreciarse observando la columna de Reservas Internacionales Netas y el Déficit Comercial, en el cuadro 1.

CUADRO Nº 1

AÑOS	(1) Déficit Fiscal P.G.B.	(2) Tasa de Devaluación (Dic.-Dic.)	(3) Tasa de Inflación (Dic.-Dic.)	(4) Déficit Comercial (millones de US\$)	(5) Reservas Brutas (millones de US\$)	(6) Reservas Netas (millones de US\$)
1960	4,64	0,0	5,5	85,7	119	23,0
1961	4,53	0,0	9,6	154,2	104	-85,6
1962	5,69	47,0	27,7	87,8	106	-134,6
1963	4,95	35,1	45,3	61,0	114	-162,8
1964	3,88	26,2	38,5	17,9	131	-139,4
1965	4,06	30,9	25,8	-68,7	182	-92,7
1966	2,46	26,3	17,0	-90,9	234	26,9
1967	1,24	32,1	21,9	-105,3	200	3,5
1968	1,51	31,1	27,8	-109,5	288	121,4
1969	0,41	31,1	29,3	-246,5	433	295,9
1970	2,78	23,1	34,9	-155,9	505	409,3
1971	10,76	19,6	22,1	16,3	290	109,5
1972	12,88	71,2	163,4	253,4	271	-121,3
1973	23,55	1.272,0	508,1	138,3	401	-233,6
1974	10,32	372,0	375,9	-135,0	535	-278,5
1975	3,05	409,6	340,7	118,3	427	-563,5
1976	2,72	106,4	174,3	-406,6	816	-113,3
1977	2,28	62,0	63,5	231,8	871	-127,9
1978	1,21	19,6	30,3	728,6	1.597	495,9
1979	-2,23	18,2	38,9	873,0	2.792	1.506,7
1980	-2,00	0,0	31,2	1.055,0	4.701	2.281,1

Fuente: *Indicadores Económicos 1960-1980*. Banco Central de Chile.

Durante este período y hasta 1964, se utilizó preferentemente el financiamiento externo del déficit fiscal, por cuanto el tipo de cambio fue modificado en menor magnitud que el movimiento de los precios internos. Puede apreciarse que durante este lapso se registró, sistemáticamente, un exceso de pasivos internacionales de corto plazo con relación a las disponibilidades de activos a través del signo negativo de las reservas netas, tal como se indica en el cuadro 1.

Entre 1965 y 1970, se observó una situación de menor déficit fiscal y de superávit en la balanza comercial, todo ello acompañado de una posición de reservas internacionales mejorando sistemáticamente durante el período. De todos modos, la razón entre el déficit fiscal y el Producto Geográfico Bruto fue, en promedio, inferior a la observada en los cuatro años

precedentes; luego la “tasa de inflación de equilibrio” debía ser necesariamente inferior 3/.

Posiblemente, debido a la baja posición de reservas netas de la economía al comienzo de este período, las autoridades optaron por devaluar en mayor proporción que la tasa de inflación doméstica, con el objeto tanto de financiar el déficit fiscal, como de incrementar la posición de reservas. Hacia fines de 1970, la economía presentaba una tasa de inflación creciente, aproximada al 40% anual, una sólida posición de reservas internacionales y una situación superavitaria en la Balanza Comercial.

En 1970, al asumir un nuevo gobierno, éste procedió a elevar sustancialmente el gasto fiscal, llevando el déficit a un nivel extremadamente alto, incluso para una economía tradicionalmente inflacionaria. Sin embargo, la posición de reservas de que pudo disponer en un comienzo, más la creación de un ambiente favorable a la nueva administración, permitieron que el enorme desequilibrio fiscal no se manifestara en los precios sino hasta 1972. En el transcurso de este período, el Gobierno recurrió, en la primera etapa, a la utilización de reservas para financiar el déficit fiscal; agotadas éstas, se desató una fuerte presión inflacionaria que no fue posible ocultar mediante los controles de precios. En 1973 la inflación bordeaba el 1.000% anual y no existían activos internacionales.

El Gobierno que asumió en septiembre de 1973 debió enfrentar tal crisis, la que, dadas sus características, hacía indispensable restablecer la posición externa de pagos de la economía, postergando momentáneamente la reducción de la tasa de inflación doméstica. Las medidas básicas contemplaron: reducción del déficit fiscal, racionalización tributaria, gradual apertura de la economía, saneamiento financiero y devaluación programada.

La comprometida situación externa de la economía chilena se vio agravada en 1975 por la crisis económica internacional, que significó una fuerte elevación en los precios de las importaciones y redujo el de las exportaciones. Esta situación aceleró la tasa de devaluación en 1975, lo cual, pese a la brusca reducción del déficit fiscal, impidió que disminuyera la tasa inflacionaria, que superaba el 300%.

En los años siguientes, se continuaron las reducciones del déficit fiscal hasta alcanzar un superávit a partir de 1979. Sin embargo, la tasa de inflación se mantuvo sobre el 30% en 1979 y 1980, de manera que el impuesto-inflación en estos dos años se utilizó para financiar un fuerte incremento en las reservas internacionales.

La existencia de un déficit comercial junto a una situación fiscal saneada y a un estricto control del crédito del Banco Central, no debe considerarse necesariamente un obstáculo para el funcionamiento de la economía, sino, por el contrario, puede ser resultado de la existencia de proyectos rentables que atraen un flujo de ahorro externo. Esta situación es opuesta a la pasada, cuando dicho déficit era el resultado de una política de gasto excesivo del Gobierno.

3/ Durante estos años el precio del cobre, principal producto de exportación del país, alcanzó el nivel más alto de todo el período analizado. Ello constituyó una ayuda importante para reducir el déficit fiscal y para lograr un superávit en la balanza comercial.

De la breve descripción de las políticas económicas seguidas en Chile durante los últimos veinte años, queda de manifiesto que el uso del endeudamiento externo para financiar el déficit fiscal, no hace sino ahondar el desequilibrio que éste provoca. En efecto, es probable que por razones políticas los gobiernos prefieran evitar un aumento de la inflación como consecuencia de un mayor déficit fiscal; sin embargo, el financiamiento externo no podrá sostenerse indefinidamente y llegará el momento en que será necesario acelerar la inflación doméstica, a través de una mayor tasa de devaluación.

CUADRO N° 2

PERIODOS	(1) Tasa de Devaluación	(2) Tasa de Inflación	(3) Déficit Comercial Reservas Brutas	(4) Déficit Fiscal P.G.B.
1960-1961	0,0	7,5	1,07	4,6
1962-1970	31,4	29,1	-0,27	3,0
Máx.	47,0 (1962)	45,3 (1963)	0,82 (1962)	5,69 (1962)
Mín.	23,1 (1970)	17,0 (1966)	-0,57 (1969)	0,41 (1969)
1965-1970	29,1	26,1	0,42	2,07
1971-1974	433,7	267,3	0,18	14,37
Máx.	1.272,0 (1973)	508,1* (1973)	0,93 (1972)	23,55 (1973)
Mín.	19,6 (1971)	22,1 (1971)	-0,25 (1974)	10,32 (1974)
1975-1980	102,6	113,2	0,23	0,83
Máx.	409,6 (1975)	340,7 (1975)	0,45 (1978)	3,05 (1975)
Mín.	0,0 (1980)	30,3 (1978)	-0,49 (1976)	-2,23 (1979)

Fuente: Obtenido a base de la información aparecida en el cuadro N° 1.

* Esta cifra de inflación, medida por el Índice de Precios al Consumidor, ha sido cuestionada en algunos estudios en que se sostiene que la variación efectiva de los precios fue superior a la indicada.

Sobre este punto, véase J. Yáñez. Una corrección del Índice de Precios al Consumidor durante el período 1971-1973 en *Comentarios sobre la Situación Económica*. Segundo semestre de 1978, Departamento de Economía, Universidad de Chile.