

INT-0869

CA

Sólo para Participantes
ORIGINAL: ESPAÑOL

21 de agosto 1990



MACROECONOMIA DE LAS OPERACIONES CUASIFISCALES EN CHILE

Documento a ser presentado por los señores Nicolás Eyzaguirre del Banco Central de Chile y Osvaldo Larrañaga del Instituto Latinoamericano de Doctrina y Estudios Sociales (ILADES), en el Segundo Seminario Regional sobre Política Fiscal, Estabilización y Ajuste organizado por el Proyecto Regional de Política Fiscal CEPAL-PNUD en Santiago, Chile, durante el período 20 - 22 de agosto 1990. Las opiniones expresadas en este estudio, son de la exclusiva responsabilidad de los autores y pueden no coincidir con las de la Organización.

1. INTRODUCCION

Este trabajo tiene por objeto la estimación y análisis macroeconómico de las operaciones cuasi-fiscales realizadas por el Banco Central de Chile durante el período 1983-87. A partir de la crisis de la deuda externa e interna de 1982, el Banco Central implementó diversos programas de apoyo al sector financiero y a los deudores domésticos en moneda interna y externa. Por concepto de las citadas operaciones, dicha institución incurrió en pérdidas -que son estimadas en este trabajo- por aproximadamente 9000 millones de dólares, las que fueron financiadas con emisión de deuda del Banco Central.

Paradójicamente, la citada expansión de deuda pública se realizó bajo condiciones de estabilidad macroeconómica durante el período. En particular, tanto la tasa de interés como la tasa de inflación se mantuvieron en niveles moderados. En el trabajo se avanza hipótesis que permite conciliar la aparente contradicción entre ambos hechos. También se analizan las implicancias futuras que la acumulación de deuda cuasi-fiscal tiene sobre la política monetaria y fiscal, así como sobre el proceso de ahorro e inversión.

En la sección 2 del trabajo se presenta un breve recuento de la crisis externa y financiera experimentada por la economía chilena en 1982 y de la estrategia con que la autoridad económica la enfrentó. En la sección 3 se describen y cuantifican las diversas operaciones cuasi-fiscales, y se realiza una estimación de las pérdidas asociadas a dichas operaciones. Por último, en la sección 4 se desarrolla un análisis macroeconómico de las operaciones cuasi-fiscales y de sus implicancias futuras.

2. EL ORIGEN DE LA CRISIS

2.1 La Crisis de 1982

El año 1982 marca el comienzo de la crisis de la deuda externa. Alertada por la cesación de pagos de México, la banca internacional

decidió suspender los créditos a la mayor parte de los países en desarrollo, los cuales venían financiando importantes déficits en cuenta corriente con créditos externos a partir de mediados de la década anterior.

La suspensión de tales créditos fue el detonante que terminó con el (insostenible) boom que la economía chilena experimentaba desde 1979, y contribuyó a sumirla en una profunda recesión durante los años 1982-84. La inyección de créditos externos en el período 1979-1981 había alimentado en el país un clima de efervescencia económica que se tradujo en importantes incrementos de producción y, principalmente, de gasto agregado. El cuadro 1 presenta los indicadores macroeconómicos centrales del período en cuestión.

Cuadro 1

EVOLUCION DE LAS PRINCIPALES VARIABLES MACROECONOMICAS 1981-1989

| | 1981 | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 |
|---------------------------------------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|------|
| Tasa de crecimiento del PIB | 6.2 | -13.6 | -2.8 | 5.9 | 2.0 | 5.7 | 5.7 | 7.4 | 10.0 |
| Tasa de interés (a) | 14.5 | 16.9 | 9.8 | 9.0 | 9.4 | 7.7 | 7.3 | 7.6 | 9.4 |
| Tasa de inflación | 9.5 | 20.7 | 23.1 | 23.0 | 26.4 | 17.4 | 21.5 | 12.7 | 21.4 |
| Tasa de inversión | 19.5 | 15.0 | 12.9 | 13.2 | 14.8 | 15.0 | 16.5 | 17.0 | 18.6 |
| Saldo en balanza comercial (mill U\$) | -2677 | 63 | 986 | 363 | 849 | 1100 | 1229 | 2219 | 1578 |
| Tasa de Ahorro Nacional Bruto | 8.2 | 2.1 | 4.4 | 2.9 | 5.4 | 7.7 | 12.6 | 16.3 | 17.0 |
| Déficit sector público no financiero | -0.3 | 4.0 | 3.3 | 4.5 | 2.9 | 1.6 | -0.2 | -3.6 | -3.8 |

Fuente: Banco Central y Dirección de Presupuestos.

Notas: (a) La tasa de interés corresponde a la cobrada por los bancos en operaciones reajustables de 90-365 días.

Si bien la crisis fue detonada por la suspensión de los créditos externos, existen otras causas que la alimentan y potencian. Entre ellas destacan:

Un uso irresponsable de los créditos externos. En Chile, fue el sector privado el principal depositario de los capitales externos. El gobierno de la época, imbuido de la doctrina neo-liberal, desestimó controlar en lo fundamental la entrada y uso de tales recursos, en el entendido que se trataba de un negocio entre agentes privados quienes debían usufructuar de los beneficios de sus actividades y ser castigados cuando estas resultaran en costos.^{1/} Sin embargo, el sector privado chileno fue incapaz de autoregularse. Los créditos alimentaron por una parte gastos de consumo, y por otra, dieron lugar a un proceso de acumulación y concentración de capital por parte de los grupos económicos de la época. Esto último se explica en medida importante por el acceso privilegiado de dichos grupos a créditos externos en el contexto de tasas de interés domésticas porfiadamente altas. Que el proceso no era sostenible lo demuestran los diversos indicadores de sobreendeudamiento presentados en el cuadro 2.

La devaluación cambiaria. Hacia fines de 1981 el tipo de cambio real había descendido a un 74 % de su equivalente en 1978. Ello fue producto, en lo formal, de la fijación del tipo de cambio nominal a partir de 1979 bajo el propósito de "guiar" a los precios domésticos para que crecieran acorde a la inflación internacional. En lo sustancial, la caída en el tipo de cambio real era sostenida por la masiva entrada de capitales externos.^{2/} De manera análoga a la mecánica de la "enfermedad holandesa", se provocó una reasignación de recursos hacia el sector no

^{1/} Más aún, la liberalización del sistema financiero no fue acompañada de una readecuación del marco regulatorio. Ello implicó que mientras los depositantes se sentían --como había sido la tradición-- asegurados por el Estado, los bancos podían incurrir en cualquier riesgo de cartera.

^{2/} El tipo de cambio fijado no era de desequilibrio en el sentido que no había un dólar paralelo que se cotizara a tasas mas altas.

transable. Más importante, se retroalimentó el proceso de endeudamiento externo al reducir la tasa de interés externa medida en pesos.

Cuadro 2

INDICADORES DEL SOBREENDEUDAMIENTO EN CHILE

| | 1978 | 1979 | 1980 | 1981 | 1982 |
|---------------------------------------|------|------|------|------|-------|
| Interés Cobrado | 35.1 | 16.6 | 12.2 | 38.8 | 35.1 |
| Precios Reales de Acciones | 484 | 549 | 1012 | 805 | 609 |
| Colocaciones (% PIB) | | 37.9 | 52.2 | 57.1 | 85.9 |
| Deudas Sociedades Anónimas (% ventas) | | 69.0 | 68.5 | 94.3 | 153.8 |

Fuente: Eyzaguirre (1988)

El deterioro de los precios externos en 1982. El golpe de gracia a la economía fue otorgado por el empeoramiento de los términos de intercambio y el alza de la tasa de interés externa, que caracterizó a la economía internacional durante 1982.

2.2 La Estrategia frente a la Crisis

La hechos arriba descritos hicieron que la economía se viera enfrentada a una crisis inmediata en balanza de pagos durante 1982, en la medida que el exceso de gastos sobre ingresos que caracterizaba a la economía no podía ser financiado con recursos externos y que, más aún, los ingresos se reducían producto de los shocks externos de precios.

La crisis fue enfrentada en el corto plazo de manera más bien caótica, con una serie de experimentos cambiarios que derivaron en aumentos del tipo de cambio real. Al mismo tiempo, se articuló una

profunda política contractiva que redujo el nivel de importaciones de 6500 millones de US\$ en 1981 a tan sólo 2850 en 1983. De paso, el PIB experimentó una caída de 13.6% en 1982 y el desempleo real se elevó sobre el 30% durante el año siguiente.

La precaria situación del sistema financiero fue exacerbada por la devaluación cambiaria, la cual elevó los intereses en pesos de los créditos externos, y por la caída en los niveles de actividad internos. El gobierno se determinó a realizar una profunda limpieza del sistema financiero, la cual derivó en la intervención de los principales bancos del país, en el encarcelamiento de ejecutivos, y en la desarticulación de los principales grupos económicos de la época.

El "negocio entre privados" que definía la acumulación y uso de créditos externos dio lugar a una situación de crisis generalizada: el sector productivo y los consumidores no podían pagar sus obligaciones a los bancos comerciales; éstos no podían cancelar sus obligaciones externas e internas; y el país no podía financiar los déficits externos sino renegociaba con la banca internacional. Ello motivó a que la autoridad económica asumiera la deuda externa privada y que implementara un masivo programa de apoyo a la banca y deudores nacionales, el cual consistió en la concesión por parte del Banco Central de créditos y subsidios que originaron el déficit cuasi-fiscal en Chile.

La estrategia anti-crisis contó con otros importantes elementos en el mediano plazo: una política sostenida de devaluaciones que más que duplicó el tipo de cambio real entre 1982 y 1988; una estrategia de negociación antes que confrontación con los acreedores externos; una nueva legislación bancaria (1986) que subsanó las fallas anteriores en materia de regulación financiera; y una política de demanda agregada consistente con la restricción externa.

A dicha estrategia se sumó el positivo aporte de ciertas condiciones iniciales que caracterizaban a la economía chilena al inicio de la

crisis: un sector público superavitario y un bajo nivel de deuda pública, apertura al comercio exterior y una economía desregulada.

Los factores antes citados hicieron posible una sorprendente normalización del funcionamiento de la economía hacia 1986, que luego dio paso a un período de crecimiento económico que ha motivado a que el país sea citado por organismos multilaterales como ejemplo de un caso de "ajuste con crecimiento". A lo que habría que agregar, quizás, "bajo gobierno autoritario", pues esta última cualidad hizo viable la sostenibilidad de políticas económicas que tuvieron un alto costo en términos de salarios, desempleo y provisión de servicios públicos a los sectores más postergados.

El programa de apoyo del Banco Central al sector privado cumplió un rol clave en la solución de la crisis de la economía. El apoyo brindado consistió fundamentalmente en la concesión de créditos y subsidios al sistema financiero y a los deudores internos y externos. Dichos flujos posibilitaron una salida a la crisis del sobreendeudamiento privado, el que se caracterizaba por la presencia de problemas tanto de liquidez como de solvencia.

De acuerdo a estimaciones realizadas en la sección 2.2, las operaciones de rescate y apoyo le costaron al Banco Central el equivalente de 9000 millones dólares. El financiamiento de la cifra anterior se obtuvo mediante la emisión de pagarés del Banco Central y el señoreaje que captó en virtud de la expansión económica ulterior y la moderada inflación, de manera que el costo del programa de operaciones cuasi-fiscales se distribuyó en el tiempo. A su vez, el gobierno evitó la quiebra del Banco Central mediante transferencias de títulos de deuda pública.

Las opciones que el gobierno tenía para enfrentar la crisis no eran muchas. Por una parte, podría haber aplicado la solución liberal, de manera que los acreedores finales del sistema absorbiesen las pérdidas de los créditos malos frente a la incapacidad de las instituciones

financieras de responder por dichos recursos. Tal solución, además de políticamente poco factible, implicaba la quiebra generalizada del sistema financiero y un proceso de indefinición de la propiedad que hubiera multiplicado los efectos recesivos de la crisis del 82. Similares resultados habría generado una solución basada en una reforma financiera que redujera los niveles de pasivos y activos bancarios, puesto que hubiera producido una crisis de confianza total en el sistema financiero. Además, tal medida es inequitativa en el sentido que castiga por igual a todos los acreedores, independientemente de la calidad de sus activos.

De esta manera, la solución implementada era probablemente la mejor posible, dada la situación de crisis. Obviamente, el primer mejor lo constituye una situación en que tal crisis no hubiese ocurrido. Un aspecto diferente es el distributivo: en la medida que las operaciones cuasifiscales sean en última instancia financiadas por quienes no participaron de sus beneficios, se genera un problema de inequidad. Dicha situación puede ser políticamente compleja en la medida en que en el futuro el financiamiento de las operaciones cuasi-fiscales involucre una reducción de programas sociales o aumentos en los impuestos al consumo.^{3/}

3. LAS OPERACIONES CUASI-FISCALES

3.1 Detalle de las Operaciones Cuasifiscales

El programa de apoyo del Banco Central a la banca y deudores domésticos es un elemento fundamental en la normalización y recuperación de la economía chilena. Este programa consultó el otorgamiento de una gran variedad de créditos y subsidios sin los cuales el sector privado chileno - financiero, productivo y consumidor - no hubiese podido recuperarse de los embates de la crisis de 1982.

^{3/} Véase Larrañaga (1990) para un estudio analítico sobre los efectos distributivos de la política fiscal durante el período de ajuste.

De acuerdo a la convención vigente, operaciones cuasi-fiscales comprenden aquellas actividades desarrolladas por los Bancos Centrales, pero que corresponden mas bien a una medida de política fiscal antes que monetaria o financiera. Esta definición hace necesario distinguir entre créditos y subsidios, dentro de los programas de apoyo del Banco Central al sector privado.^{4/}

Un crédito otorgado por el Banco Central, pactado a tasas de interés de mercado, no es una operación cuasi-fiscal propiamente tal, y mas bien correspondería a que el Banco Central asume su rol de "banco de los bancos" o prestamista de última instancia. Sin embargo, un crédito a tasa de interés subsidiada y/o con una cierta probabilidad de no ser recuperada, contiene elementos de subsidio y, por tanto, califica como operación cuasifiscal.

A continuación se describen los principales programas de apoyo del Banco Central al sector privado e implementados en el período 1982-1987. Para cada caso se presentan los montos involucrados de acuerdo a las cifras contenidas en los balances del Banco Central. Se trata de cifras de carácter devengado. Una estimación económica del déficit cuasi-fiscal a partir de las cifras del balance, así como su equivalente en términos de flujo de caja, se entrega en la sección 2-2.

A. Instituciones en liquidación en 1981

Los primeros pasos en el programa de apoyo fueron dados en diciembre de 1981, cuando el Banco Central y el Banco del Estado otorgaron créditos de emergencia a cuatro bancos y cuatro financieras que entraron en liquidación. Los flujos desembolsados se estiman a partir del balance del Banco Central y se presentan en el cuadro 3.

^{4/} Sobre la naturaleza y medición de las operaciones cuasi-fiscales, véase Robinson y Stella (1987) y Tejeiro (1989).

Cuadro 3
APOYO A INSTITUCIONES EN LIQUIDACION EN 1981

(miles de millones de \$)

| | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 | Total |
|------------|-------|------|------|------|-------|-------|-------|
| \$ dic. 89 | 397.9 | 0 | 0 | 0 | -16.0 | -13.5 | 368.4 |
| % PIB año | 8.6 | 0 | 0 | 0 | -0.3 | -0.2 | |

Fuente: Balances Banco Central

Cabe hacer notar que el Banco Central reconoció las pérdidas por estos desembolsos. Esto es, los préstamos de emergencia otorgados no serán repagados al Banco Central. Por dicha razón, la contabilidad de la institución castigó dichos activos en su totalidad.

B. Compra de la cartera a instituciones financieras

Durante el período 1982-85, el Banco Central otorgó préstamos de emergencia a la banca comercial no intervenida y procedió, además, a comprarle la cartera mala. Esta debe ser recomprada con utilidades futuras de las instituciones privadas, las que deben destinarse totalmente a este fin. La operación posibilitó que la banca comercial continuara operando, puesto que el monto de la cartera no recuperable excedía con creces al capital y reservas de los bancos.^{5/}

Respecto de la banca intervenida, el Banco Central tuvo que absorber las pérdidas por concepto de provisiones a cuenta de créditos riesgosos y además, una vez que decidió reprivatizar la banca intervenida, proceder a comprar la cartera mala y a subsidiar a los nuevos accionistas. A diferencia de la banca no intervenida, en este caso

^{5/} En diciembre de 1983, de un total de 17 bancos privados nacionales, en 14 de ellos la cartera vencida más vendida superaba el capital más reservas.

sólo el 70% de los beneficios futuros deben destinarse a la recompra de la cartera.

Cabe hacer notar que las citadas operaciones contienen diversos componentes cuasi-fiscales. Entre los más importantes destacan el riesgo que el Banco Central asume respecto de la recompra futura de la cartera (en caso que la banca no se recupere), y un subsidio en términos de tasas de interés. Este último dice relación con el hecho que el Banco Central financió un 60% de la cartera mala con pagarés que entregó a la banca comercial que devengaban un 7% de interés real y que se amortizaban en cuatro años, mientras que la banca comercial tiene un plazo indefinido para recomprar la cartera a un interés del 5% real.

En el cuadro 4 se presentan los flujos comprometidos en estas operaciones.

El Banco Central no ha reconocido pérdidas por estas operaciones, puesto que a diciembre de 1989 anota activos correspondientes por un monto de **MMM\$** 726.3.

Cuadro 4
COMPRA DE LA CARTERA A LOS BANCOS COMERCIALES
(miles de millones de \$)

| | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 | Total |
|-----------|-------|------|-------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| \$ dic 89 | 150.1 | 591. | -44.5 | 10.4 | 95.2 | -25.9 | -27.7 | -73.3 | 677 |
| % PIB año | 3.2 | 12.5 | -1.0 | 0.2 | 1.8 | -0.5 | -0.4 | -0.9 | |

Fuente: Balances Banco Central

C. Programa del dólar preferencial

En junio de 1982 ocurre la primera devaluación de una larga serie posterior, lo que elevó sustancialmente los requerimientos de pagos

externos en moneda nacional. El gobierno debió subsidiar a los deudores externos para que estos pudiesen cubrir sus compromisos externos. Esta fue una manera directa en que el gobierno asumió la deuda externa privada para lo cuál utilizó los oficios del Banco Central. El programa, denominado del "dólar preferencial", constituye una de las principales operaciones cuasifiscales.

El citado programa consistió en la venta de dólares a los deudores a una tasa de cambio por debajo de la de mercado, asumiendo el Banco Central la pérdida por vender divisas a un precio menor respecto al de compra. El programa tuvo dos modalidades. En sus orígenes, el Banco Central vendía directamente los dólares subsidiados a los deudores privados. Posteriormente, el subsidio operó a través de un pagaré otorgado por el Banco Central al deudor. Este último liquidaba el pagaré al momento de pagar sus compromisos externos.

Debe notarse que la primera forma de subsidio equivale a un egreso de caja del Banco Central, mientras que la segunda equivale a un gasto que se financia con deuda.

El cuadro 5 presenta las cifras correspondientes.

Cuadro 5
PROGRAMA DEL DOLAR PREFERENCIAL

(miles de millones de \$)

| | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 | Total |
|-----------|-------|-------|------|-------|------|------|-------|
| \$ dic 89 | 220.7 | 136.5 | 72.1 | 230.2 | 48.4 | 0 | 771.4 |
| % PIB año | 4.8 | 2.9 | 1.5 | 4.6 | 0.9 | 0 | |

Fuente: Balances Banco Central

En este caso, el Banco Central ha reconocido pérdidas por el total de las operaciones. No hay en la contabilidad bancaria activos como contrapartida.

D. Apoyo a los deudores en moneda nacional

El Banco Central financió la reprogramación de deudas entre los bancos comerciales y sus deudores. Este programa se concentró entre 1984 y 1985 y tuvo como beneficiarios a los deudores del sector productivo, deudores hipotecarios y de préstamos de consumo.

El programa posibilitó que los deudores pudiesen cambiar pasivos cortos y a tasas de interés de mercado con la banca comercial, por pasivos largos y a tasas subsidiadas. El programa también benefició a la banca comercial en la medida que elevó la calidad de la cartera de ésta.

El financiamiento de la operación se tradujo en el otorgamiento de créditos subsidiados- en forma de pagarés- que el Banco Central otorgó a la banca comercial.

El cuadro 6 presenta las cifras de la contabilidad del Banco Central respecto a estas operaciones.

Cuadro 6
REPROGRAMACION DE DEUDAS DOMESTICAS

(miles de millones de \$)

| | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 | Total |
|-----------|------|------|------|-------|------|------|-------|
| \$ dic 89 | 0 | 26.0 | 95.8 | 151.1 | 18.3 | 72.4 | 363.8 |
| % PIB año | 0 | 1.2 | 3.7 | 4.3 | 0.4 | 1.3 | |

Fuente: Balances Banco Central

A diciembre de 1989, existían activos correspondientes a estas operaciones por un monto de MM\$341.4, en moneda de dicho año, señalando que el Banco Central no había internalizado en lo sustancial pérdidas asociadas a estas operaciones.

E. Seguro de Cambio

El Banco Central implementó a partir de 1983 un seguro de cambio (swap con pacto de retroventa) que le significó importantes pérdidas.

El seguro de cambio funcionaba del siguiente modo: el Banco Central compraba divisas al tipo de cambio vigente y se comprometía a revenderla a un año plazo al mismo tipo de cambio reajustado por la inflación doméstica (y deflactado por la externa). En un período de fuertes devaluaciones reales, es claro que dicho mecanismo involucra una ganancia para quién efectúe la operación con el Banco Central, puesto que le posibilita recomprar los dólares al tipo de cambio real del año anterior, pudiendo luego venderlos al valor actual -más alto- de esta variable.

Una fuente adicional de pérdida para el Banco Central lo constituye el hecho que se pagaban intereses por dichos swaps.

Estas operaciones no constituyeron exactamente un programa de apoyo a deudores o a la banca. Su motivación radica mas bien en la necesidad de captar divisas en un período de escasez.

En el cuadro 7 se presentan las cifras respectivas, las que incluyen una estimación de la pérdida por devaluación cambiaria y el pago de los intereses señalados.

Cuadro 7
SEGURO DE CAMBIO

(miles de millones de \$)

| | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 | Total |
|-----------|------|------|-------|-------|------|------|-------|
| \$ dic 89 | 0 | 21.5 | 119.4 | 184.8 | 30.8 | 2.1 | 377.6 |
| % PIB año | 0 | 0.5 | 2.8 | 3.5 | 0.2 | 0.0 | |

Fuente: Balances Banco Central

Los montos citados en el cuadro 7 son contabilizados como pérdidas netas por el instituto emisor.

F. Pérdidas de cambio

A raíz de su intervención en el rescate de deuda externa, el Banco Central pasó a tener una posición deudora en moneda externa. En un período de devaluaciones reales, lo anterior significa que el Banco Central experimenta pérdidas de capital. Dichas pérdidas se presentan en el cuadro 8 y fueron estimadas tras descontar de las pérdidas de cambio contables que aparecen en el balance, la ganancia neta que se produce por la corrección monetaria.

Al respecto es necesario señalar que las pérdidas por diferencial cambiario no constituyen una operación cuasi-fiscal propiamente tal, pero sí afectan el estado de resultados del Banco Central. También es preciso recordar que las cifras del cuadro 8 tienen un carácter devengado. De acuerdo a Robinson y Stella (1987), el tratamiento correcto para este caso debiera ser reflejar las pérdidas cuando estas son realizadas.

Cuadro 8
PERDIDAS DE CAMBIO

(miles de millones de \$)

| | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 | Total |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|------|-------|
| \$ dic 89 | - | - | 122.0 | 188.5 | -81.9 | 48.6 | 276.3 |
| % PIB año | - | - | 2.9 | 3.9 | -1.5 | 0.8 | |

Fuente: Balances Banco Central

3.2 Una estimación del déficit cuasi-fiscal

La cuantificación del déficit cuasi-fiscal involucra la estimación de los subsidios y demás gastos que el Banco Central incurre por concepto de

las operaciones cuasi-fiscales. Este procedimiento, que debe realizarse sobre las cifras presentadas en la sección anterior, presenta algunas dificultades metodológicas.

En primer término, está el problema de valorar adecuadamente los activos que el Banco Central mantiene como contrapartida a algunas de las operaciones cuasi-fiscales. Este es el caso de la compra de la cartera vencida a los bancos comerciales, los préstamos a las instituciones financieras que entran en liquidación en 1981, y los programas de renegociación de deudas domésticas. Hay dos tipos de razones para imputar un porcentaje de pérdida sobre estas operaciones. Por una parte, una fracción de los créditos otorgados no serán devueltos, en la medida que quienes los recibieron no sean capaces de normalizar sus actividades. En este caso, cabe realizar provisiones y castigos por aquella parte de los créditos que estima incobrable. Por otra parte, las operaciones citadas fueron acompañadas de subsidios por concepto de diferenciales de tasas de interés: el Banco Central prestó recursos a un interés inferior al costo de oportunidad de sus fondos. Corresponde por tanto, contabilizar dichos subsidios como parte del déficit cuasi-fiscal.

En segundo término, existen operaciones de apoyo al sector privado que no significaron un desembolso efectivo de caja en los años en que fueron implementadas. Este es el caso del subsidio del dólar preferencial y de las pérdidas de cambio. Así, por ejemplo, éstas últimas corresponden a pérdidas de capital que no necesariamente son realizadas en los años en que se producen. Lo correcto, desde una perspectiva del déficit cuasi-fiscal, es contabilizarlas en el momento en que dichas pérdidas se realizan, por ejemplo, cuando el Banco Central realiza los pagos al exterior. Es este el caso del subsidio del dólar preferencial, parte importante de la operación fue realizada con pagarés del Banco Central, cuyo vencimiento se difiere en el tiempo.

Con todo, es posible aproximarse al cálculo del total de pérdidas en que incurrió el Banco Central por estas operaciones sobre la base de la siguiente metodología. Se capitalizan los desembolsos efectuados en cada

año utilizando para ello la tasa promedio de captación de fondos del instituto emisor. Esta se calcula como el promedio ponderado de las tasas implícitas de los documentos del Banco Central de Chile. Se llega así al concepto de desembolsos capitalizados, del cual se sustrae el valor de los activos para estimar las pérdidas.

La estimación de las pérdidas originadas en las operaciones cuasi-fiscales entrega un monto de alrededor de 9000 millones de dólares. Como se trata de valores devengados antes que efectivos, una manera de aproximación a su equivalente en términos de déficit de caja es a través del costo de los pasivos bancarios. Si se asume que este corresponde a un 6%, se obtiene una cifra de 540 millones de dólares, es decir, un 2.2 % del PIB.

Cuadro 9

PERDIDAS DEL BANCO CENTRAL POR OPERACIONES CUASI-FISCALES

(en millones de US\$, dic 89)

| Operación Cuasi-fiscal | Desembolsos Capitalizados | Valor Estimado de Activos | Pérdidas |
|--------------------------------|---------------------------|---------------------------|-------------|
| Instituciones en liquidación | 1930 | 0 | 1930 |
| Compra de la Cartera | 3114 | 2513 | 601 |
| Dólar Preferencial | 3320 | 0 | 3320 |
| Reprogramación deudas internas | 1570 | 1180 | 390 |
| Seguro de Cambio | 1585 | 0 | 1585 |
| Pérdidas de Cambio | 1227 | 0 | 1227 |
| TOTAL | 12746 | 3693 | 9053 |

Fuente: Balances Banco Central y estimaciones propias.

Nota: El tipo de cambio utilizado es de 1 US\$ = 289 pesos.

Un procedimiento que complementa y válida la metodología anterior es la estimación directa del déficit de caja del Banco Central, esto es, la diferencia entre el costo de los pasivos y el rendimiento de los activos de dicha institución.

Dicho procedimiento es ilustrado en el cuadro 10. El resultado en este caso alcanza a 1.9% del PIB. Como se aprecia, se trata de una cifra bastante cercana a la obtenida en el caso anterior, lo que proporciona una mayor confiabilidad a la metodología e implicancias del trabajo.

En el cuadro 10 se presentan también cifras concernientes al financiamiento del déficit cuasi-fiscal. El déficit de 1.9 puntos del PIB es parcialmente financiado por pagos gubernamentales y por señoreaje. El primer ítem se deriva del hecho que el gobierno traspasó recursos -entre 1984 y 1986 - en el orden de los 6000 millones de dólares al Banco Central. Dichas transferencias tuvieron por objetivo financiar las pérdidas del instituto emisor y fueron otorgadas a través de bonos de Tesorería, sobre los cuales el fisco se obliga a pagar un interés mínimo de sólo el 2%.^{6/} Es esa cifra la que aparece aportando un 0.43% del PIB como financiamiento del déficit del Banco Central.

Respecto del señoreaje, este se ha estimado para una tasa de crecimiento del PIB de 5% y una tasa de inflación del 15%. Bajo las citadas premisas, se estima una recaudación de 0.72 puntos del PIB por dicho concepto.

Lo anterior deja un remanente de 0.75% del PIB por financiar. Esta cifra equivale en 1990 a aproximadamente 200 millones de dólares, los que debieran ser cubiertos con emisión de nueva deuda pública. Las implicancias de esta política son analizadas en la sección 4.2 del trabajo.

^{6/} No obstante dichos bonos están valorados en dólares y devengan un interés de libor más 0.5 puntos porcentuales. La parte de los intereses devengados no pagados se capitaliza.

Cuadro 10

ESTIMACION DEL DEFICIT DE CAJA DEL BANCO CENTRAL

(miles de millones e pesos de 1990)

| | | % PIB |
|------------------------------------|-----|-------|
| Egresos | 248 | 2.95 |
| Pasivos internos | 110 | 1.30 |
| Pasivos externos | 70 | 0.83 |
| Depósito apoyo | 28 | 0.33 |
| Pasivos internos en moneda externa | 40 | 0.48 |
| Ingresos | 90 | 1.05 |
| Reservas internacionales netas | 50 | 0.58 |
| Cartera vendida | 40 | 0.47 |
| Déficit de Caja | 158 | 1.90 |
| Financiamiento | | |
| Pagarés fisco | 36 | 0.43 |
| Señoreaje | 60 | 0.72 |
| Déficit a financiar | 62 | 0.75 |

Fuente: Estimaciones propias.

Finalmente, un tercer indicador respecto del costo del programa de apoyo cuasi-fiscal lo entrega la evolución de la deuda pública del Banco Central, expresada a través de los documentos emitidos por dicha institución.

El stock de documentos del Banco Central ascendía a MM\$ 1756 en junio de 1990, lo que se compara con un stock inicial de sólo MM\$ 40 (en moneda equivalente) hacia fines de 1981. Luego, el incremento en el stock de deuda interna del Banco Central durante el período asciende a MM\$ 1716, lo que equivale a alrededor de 5700 millones de dólares.

Esta cifra está algo por debajo del resto de las estimaciones. Sin embargo, es preciso considerar que el Banco Central financió parte de las operaciones con señoreaje. Al incluir éste en las estimaciones, debidamente capitalizado, se obtiene una cifra del orden de 7500 millones de dólares.^{7/}

4. IMPLICANCIAS MACROECONOMICAS DE LAS OPERACIONES CUASI-FISCALES

Ciertamente no pueden ser triviales los efectos macroeconómicos de haber realizado operaciones de apoyo al sector privado en el orden de los 9000 millones de dólares. En esta sección se analizan las implicancias macroeconómicas de la política cuasi-fiscal. Para ello, se procede primero al análisis del período 1984-89, para luego examinar las perspectivas futuras.

4.1 Las Operaciones Cuasi-fiscales y la Estabilidad Macroeconómica

La relación entre las operaciones cuasi-fiscales y la estabilidad macroeconómica del período 1984-89 es ciertamente paradójica. Por una parte la economía chilena en el período de ajuste estructural se distinguió por el logro de los equilibrios macroeconómicos. La inflación no superó el 30% y las tasas de interés se estabilizaron en torno al 8% (véase el cuadro 1). Por otra parte, el financiamiento de las operaciones cuasi-fiscales requirió de la expansión de la deuda pública interna en alrededor de 6000 millones de dólares. ¿Cómo es posible conciliar ambos hechos?^{8/}

^{7/} En vigor habría que corregir esta cifra en función de la variación de las Reservas Internacionales Netas.

^{8/} Es sabido que es el déficit fiscal la causa principal detrás de los desequilibrios macroeconómicos que experimentan aquellos países latinoamericanos que no han logrado estabilizar sus economías. Véase al respecto, Selowsky (1989), Barandiarán (1988), y Buitier (1987).

A nuestro juicio existen diversas razones que permiten conciliar la aparente contradicción entre la expansión de la deuda pública y la estabilidad macroeconómica. Estas se presentan a continuación.

4.1.1. Las condiciones iniciales

Históricamente, la deuda pública en Chile no había alcanzado magnitudes significativas. Ello en la medida que los grandes déficits fiscales de comienzos de los 70 fueron financiados con impuesto inflación. Además, en el período precedente a la crisis, el sector público había destinado a la amortización de la deuda pública los excedentes superavitarios resultantes de las profundas reformas fiscales implementadas a partir de 1974.^{9/}

En este sentido, las operaciones cuasi-fiscales se realizan sobre una base reducida de deuda pública, lo que otorga al sector público el espacio necesario para financiar tales operaciones a través de la expansión de dicha variable.

La relación entre el nivel de la deuda pública y la estabilidad macroeconómica está fundamentalmente ligada a la tasa de interés a la que el gobierno puede colocar deuda adicional en el mercado. El sector privado exigirá por la compra de los pasivos públicos un interés que refleje el rendimiento de las alternativas de inversión del mercado y el riesgo asociado a los bonos públicos. Este último elemento es el clave. Un nivel "muy alto" de deuda pública genera fundadas dudas en la capacidad futura que tendrá el gobierno para servir sus pasivos, lo que repercute en la tasa de interés que tiene que pagar para poder colocar deuda adicional. Qué nivel es "alto" depende de las características del sector público, de las expectativas sobre el comportamiento futuro de la economía, de la credibilidad en el gobierno, de la profundidad del sistema financiero, etc.^{10/} Pero lo cierto es que en el caso chileno el

^{9/} Véase, Larraín (1987), al respecto.

^{10/} Véase al respecto Buitter (1985).

haber iniciado el período de crisis con un bajo stock de deuda pública ayudó, sin dudas, a la estabilidad macroeconómica que caracterizó al proceso de operaciones cuasi-fiscales.

Una explicación que complementa la anterior es el hecho que al existir un reducido nivel de papeles públicos en el mercado, y por tanto en la cartera de los agentes privados, éstos últimos adquirirán la nueva oferta de papeles públicos como forma de satisfacer la composición deseada de la cartera. Lo anterior requiere, como es obvio, que los bonos públicos constituyan una alternativa atractiva de inversión, en particular, por el bajo riesgo que tendrían asociado.

4.1.2 La transferencia de ahorro público al sector privado

A partir del año 1981, el sector público chileno había implementado dos reformas -previsional y tributaria- que implicaban recursos públicos al sector privado.

La reforma previsional consistió en el cambio de sistema previsional de reparto (pays as you go) por un sistema de capitalización individual. Además, mientras el viejo sistema era administrado por entidades públicas, el nuevo sistema está a cargo de instituciones privadas. A raíz de tal reforma, el sector privado empezó a administrar los ahorros provenientes de los actuales cotizantes del sistema. El sector público, en cambio, tomó a su cargo el financiamiento de los pasivos del antiguo sistema. Resulta claro, entonces, que el sector público traspasó a través de esta reforma importantes recursos al sector privado, los cuales se estiman en alrededor de 3 puntos del PIB durante los primeros años después de la reforma.

Por otra parte, a partir de 1981 comenzó a implementarse una reforma tributaria que tenía por objetivo explícito aumentar la capacidad de ahorro del sector privado. Dicha reforma consistió en la reducción de las tasas y el incremento de los tramos del impuesto a la renta. El

impacto negativo de la reforma sobre los ingresos públicos fluctúa entre 2 y 2.5 puntos del PIB.^{11/}

En el cuadro 11 se presentan datos sobre la composición del ahorro geográfico de la economía. Tales cifras demuestran claramente el traspaso de recursos públicos al sector privado a partir de 1981.

Cuadro 11

TASA DE AHORRO (GEOGRAFICO) DEL SECTOR PUBLICO Y PRIVADO

| | Ahorro público | Ahorro privado | Total |
|------|----------------|----------------|-------|
| 1980 | 11.6 | 5.2 | 16.8 |
| 1981 | 6.1 | 6.3 | 12.4 |
| 1982 | 0.8 | 8.6 | 9.4 |
| 1983 | 1.7 | 10.8 | 12.5 |
| 1984 | 3.1 | 9.2 | 12.6 |
| 1985 | 6.6 | 9.9 | 16.5 |
| 1986 | 8.4 | 10.0 | 18.4 |
| 1987 | 8.7 | 12.3 | 21.0 |
| 1988 | 10.5 | 13.7 | 24.2 |

Fuente: Larrañaga y Marshall (1990).

Que el sector privado dispusiese de una mayor capacidad de ahorro es un requisito necesario, pero no suficiente para que dichos recursos se canalizaran a la compra de bonos públicos. A excepción de los fondos que por obligatoriedad las nuevas administradoras de fondos de pensiones tenían que colocar en papeles públicos, el sector privado tenía otras alternativas para asignar sus activos financieros. Aquí nuevamente ayuda la argumentación del punto anterior: que la inversión en papeles públicos se consideraba una alternativa atractiva en términos de rentabilidad y riesgo.

^{11/} Cifras respecto del impacto de las citadas reformas sobre las finanzas públicas se encuentran en Larrañaga (1989).

Por último es necesario destacar el hecho que el sector público realizó un ajuste adicional sobre su déficit primario. De no haber procedido así, hubiera neutralizado los recursos que traspasó al sector privado con una mayor emisión de deuda pública. El ajuste adicional de las finanzas públicas se produjo a través de la disminución de los gastos corrientes y, sobre todo, a partir de los excedentes que la política de devaluación provocó en el sector -mayoritariamente transable- de empresas públicas.^{12/}

4.1.3 La acomodación de la política monetaria

Otro elemento a destacar es el papel que juega la política monetaria, la cual acomoda parte de la expansión de la deuda pública. Esto es, una política monetaria expansiva durante los años 1985-89 que amortigua parte de la presión que el incremento en la deuda pública ejerce sobre las tasas de interés.

Cabe entonces preguntarse como la política monetaria expansiva se conjuga con la estabilidad de precios que presenta la economía.

Al respecto es necesario recordar que hay dos límites a la expansión de la demanda agregada: la otorgada por la restricción externa y la propia de la capacidad instalada. En la economía chilena, durante los años 1984-89, fue dominante la primera restricción, mientras que a partir de 1990 se hace dominante la segunda.

El gráfico 1 presenta la evolución del PIB efectivo y del PIB potencial para el período. Es claro del citado gráfico que la economía no alcanza a utilizar plenamente su capacidad instalada hasta 1989. Por lo tanto, ello válida la afirmación que había lugar para expandir demanda agregada en lo que a capacidad instalada se refiere.

^{12/} Ver al respecto Larrañaga y Marshall (1990).

La restricción obvia durante la década del 80 es la externa. Un incremento en la demanda por sobre lo que permiten las importaciones financiadas, provoca pérdidas de reservas y obliga a devaluar el tipo de cambio para equilibrar las cuentas externas. En la medida que la presión de demanda persista, se genera una secuencia de devaluaciones nominales e incrementos de precios que originan un tipo de "inflación de restricción externa" .

Que lo anterior no haya ocurrido en Chile se explica porque la política monetaria, si bien expansiva a partir del año 1985, fue consistente con la restricción externa. Lo que sucede, es que tal restricción comienza a relajarse a partir del citado año con el incremento en el volumen de las exportaciones, hecho que es reforzado con la mejoría de los términos de intercambio que la economía experimenta a partir de 1987. También es importante destacar el papel positivo que juega la estrategia de renegociación de la deuda externa. La estrategia seguida "del buen deudor" tuvo resultados positivos cuando se compara las cifras de transferencia externa de la economía chilena vis a vis las que presentan los demás países latinoamericanos (Ver al respecto Larrañaga y Marshall, 1990).

4.1.4. La caída en la inversión privada y el racionamiento de créditos

Hay dos factores adicionales que ayudan a explicar el incremento de la deuda pública bajo condiciones de estabilidad macroeconómica. En primer término, la caída en el coeficiente de inversión (ver cuadro 1) en los años siguientes a la crisis alivia la presión sobre los fondos prestables de la economía. De acuerdo a las cifras que se presentan en el cuadro 1, la tasa de inversión cae en alrededor de 5 puntos del producto entre 1981 y los años 1983-1986, reflejando los efectos del shock sobre expectativas que representó la crisis de la deuda.

En segundo término, resulta razonable postular que las entidades financieras tuvieron un comportamiento muy conservador en materia de otorgamiento de créditos después de la crisis e intervención del sistema.

En este sentido, se puede aplicar el razonamiento de Stiglitz y Weiss (1981), según el cual los bancos aplicarán un racionamiento de créditos por cantidad antes que por precio de manera de minimizar el riesgo sobre la cartera de inversiones. En este contexto, los nuevos papeles públicos encontrarán fácil colocación en este mercado.

4.2 Las Implicancias Futuras

De acuerdo a las estimaciones presentadas en el cuadro 10, el Banco Central exhibe un déficit de caja que asciende a 1.9% del PIB. Esta cifra incluye los pagos de intereses (0.43% del PIB) que el gobierno debe cancelar al Banco Central por concepto del financiamiento otorgado, de manera que el déficit cuasi-fiscal señalado representa una carga para el conjunto del sector público durante los próximos años.

Veamos en primer término las implicancias de lo anterior sobre el Banco Central. Asumiendo que el gobierno sigue cancelando los pagos mínimos de intereses por su deuda con el Banco Central, esta última entidad registraría un déficit de 1.5% del PIB. Bajo un escenario "normal", en el cual el producto crece al 5% y la tasa de inflación alcanza al 15%, se estima que el señoreaje que el Banco Central recolecta en la economía ascendería a 0.7% del PIB. Lo anterior deja un déficit neto por financiar de 0.8% del PIB. ¿Representa la citada cifra un nivel manejable?. La respuesta tiene que ver con el crecimiento de la deuda pública que de allí se deriva. Tomando como base el nivel de deuda pública de junio de 1990 (US\$ 5800 millones), la deuda se incrementaría a una tasa de 3.4% a partir del déficit estimado. En la medida que el PIB crezca a una tasa mayor que 3.4%, se tiene que la razón deuda/PIB decrecería en el tiempo. En este sentido, el déficit actual es manejable.^{13/}

^{13/} Otros datos que confirman que el carácter "manejable" del déficit cuasi-fiscal están dados por el crecimiento de los fondos de pensiones y el del agregado M₂. El crecimiento natural del fondo de pensiones se estiman en alrededor de 17% real anual en los próximos años. Dado que dicho fondo posee el 40% de los documentos del Banco Central (algo más de US\$ 2000 millones), su crecimiento implica un importante espacio para la colocación de papeles públicos. Por su parte el stock de ahorro financiero (M₂) registra en la actualidad crecimientos del orden del 15% real anual.

El cálculo anterior supone que el sector público no financiero genera un superávit mayor o igual a 0.5% del PIB. Esto es, una vez que el sector gobierno realiza los pagos al Banco Central, no hay déficit que financiar. De no ser así, el gobierno tendría que endeudarse para financiar el déficit y la deuda pública globalmente considerada subiría en proporción mayor al 3.5%. De esta manera, la deuda cuasi-fiscal, si bien en manos del Banco Central, limita los grados de libertad de la política fiscal. Lo anterior puede ser un hecho significativo en un contexto de transición a la democracia y materialización de demandas sociales. Hay que considerar además, que por tal vía el Banco Central pierde en los hechos parte de la autonomía que le confirió la ley de 1989. Esto es, por cierto, relevante en una situación de conflicto entre la autoridad monetaria y fiscal, la que ha sido tratada en la literatura como una guerra de rendición (war of attrition) entre ambas autoridades de política.^{14/}

Por último, el hecho que el sector público tenga que financiar pagos por orden de 1.9% del PIB, implica que el ahorro y la inversión de la economía son eventualmente distintos que los que hubiesen sido de no mediar el déficit cuasi-fiscal.

Un modo de ver el problema es el siguiente. El sobreendeudamiento del período 1979-81 equivale a un valor de los pasivos, tanto internos como externos, superior al de los activos. Así, con anterioridad a la crisis los agentes económicos tienen una percepción falsa de la riqueza de la economía, en el sentido que computan como parte de ella la diferencia entre el valor de pasivos y activos. La solución adoptada por el gobierno implica amortiguar la absorción económica de las pérdidas asociadas a la sobrevaloración de los activos, al introducir "riqueza falsa" constituida por los bonos emitidos por el Banco Central. Si la sociedad no percibe la deuda del gobierno como equivalente a futuros impuestos (es decir, si no se cumple la llamada equivalencia Ricardiana), la sociedad seguirá sobrevalorando su riqueza --aunque probablemente en

^{14/} Véase Blackburn and Christiesen (1989) para una revisión de la literatura.

menor cuantía-- en el monto en que la deuda pública se perciba como riqueza neta. De este modo, el ahorro privado será inferior al que se registraría sin deuda pública o, lo que es lo mismo, el desahorro del gobierno por el concepto cuasi-fiscal no será totalmente compensado con mayor ahorro privado.

La implicancia de lo anterior es que el ahorro y por tanto, todo lo demás constante, el crecimiento se verán resentidos por el déficit cuasi-fiscal. No obstante es preciso aclarar que el punto de comparación es una situación en que no se hubiese producido sobreendeudamiento y "burbujas" en la riqueza. La no intervención, como se señaló anteriormente, podría haber implicado una paralización de la inversión y la producción con consecuencias de mediano y largo plazo eventualmente peores.

Referencias

- Barandiarán, E.: "The Adjustment Process in Latin American's Highly Indebted Countries" mimeo, The World Bank, 1988.
- Barro, R.: "The Government Bonds New Wealth?", Journal of Political Economy, Vol. 82, nov.-dic. de 1974, pp 1095-1117.
- Blackburn K. and M. Cristhensen; "Monetary Policy and Policy Credibility: Theories and Evidence" Journal of Economic Literature, 1989.
- Buiter, W. "A guide to Public Debt and Deficits" Economic Policy, noviembre 1985.
- , "Some Thoughts on the Role of Fiscal Policy in Stabilization and Structural Adjustment in Developing Countries", mimeo, The World Bank, 1987.
- Eyzaguirre, N. "El impacto de shocks macroeconómico sobre la situación financieras de las empresas", en C. Massad y R. Zahler (eds) Deuda Interna y Estabilidad Financiera. Volumen I: Aspectos Analíticos, GEL, Buenos Aires, 1988.
- , "La Deuda Interna Chilena 1975-1985" en C. Massad y R. Zahler (eds) Deuda Interna y Estabilidad Financiera. Volumen II: Estudios de Casos, GEL, Buenos Aires, 1988.
- Larrañaga, O. : "El déficit del sector público y la política fiscal en Chile. 1978-87" Serie de Política Fiscal, CEPAL, 1989.
- Larrañaga, O.: "Adjustment, Fiscal Policy, and Income Distribution", mimeo, CECMG, The World Bank, 1990.
- Larrañaga O. y J. Marshall: "Ajuste macroeconómico y fianzas públicas", Serie de Política Fiscal de CEPAL, 1990.
- Massad C. y N. Eyzaguirre (eds.): Ahorro y Formación de Capital. Experiencias latinoamericanas: Argentina, Brasil, Chile, El Salvador, México, GEL, Buenos Aires, 1990.
- Robinson, D. and P. Stella: " Amalgamating Central Bank and fiscal deficits" IMF Staff Papers, 1987.
- Selowsky, M.: "Preconditions for the Recovery of Latin American's Growth", Mimeo, The World Bank, 1989.
- Stiglitz, J and A. Weiss: "Credit Rationing in Markets with Incomplete Information" American Economic Review, junio, 1981.
- Tejeiro, M: "Central Bank Losses: Origins, Conceptual Issues, and Measurement Problems" PPR Working Papers, The World Bank, octubre

