

**MACROECONOMIA
DE LAS OPERACIONES
CUASIFISCALES EN CHILE**

**PROYECTO REGIONAL DE POLITICA FISCAL
CEPAL – PNUD**



NACIONES UNIDAS
COMISION ECONOMICA PARA AMERICA LATINA Y EL CARIBE
Santiago de Chile, 1991

LC/L.649
Noviembre de 1991

Este documento fue preparado por los señores Nicolás Eyzaguirre (Gerente de Estudios, Banco Central de Chile) y Osvaldo Larrañaga (Programa de Postgrado en Economía ILADES-Georgetown University), para el Segundo Seminario Regional de Política Fiscal CEPAL/PNUD celebrado en Santiago, Chile, en agosto de 1990. Se agradecen los valiosos comentarios recibidos en ese encuentro y en el Congreso de Economistas de Chile 1990. Un aporte particularmente valioso provino de Alvaro Gallegos.

Las opiniones expresadas en este estudio, que no ha sido sometido a revisión editorial, son de la exclusiva responsabilidad de los autores y pueden no coincidir con las de la Organización.

INDICE

	<i>Pág.</i>
PREFACIO	5
I. INTRODUCCION	7
II. EL ORIGEN DE LA CRISIS	9
1. La Crisis de 1982	9
2. La Estrategia frente a la Crisis	11
III. LAS OPERACIONES CUASIFISCALES	15
1. Detalle de las Operaciones Cuasifiscales	15
a) Instituciones en liquidación en 1981	15
b) Compra de la cartera a instituciones financieras	16
c) Programa del dólar preferencial	17
d) Apoyo a los deudores en moneda nacional	18
e) Seguro de Cambio	19
f) Pérdidas de cambio	19
g) Otras Operaciones	20
2. Una estimación del déficit cuasifiscal	20
a) Las Pérdidas del Banco Central	21
b) El Déficit de Caja del Banco Central	22
IV. IMPLICANCIAS MACROECONOMICAS DE LAS OPERACIONES CUASIFISCALES	25
1. Las Operaciones Cuasifiscales y la Estabilidad Macroeconómica	25
a) Las condiciones iniciales	25
b) La transferencia de ahorro público al sector privado	26
c) La acomodación de la política monetaria	28
d) La caída en la inversión privada y el racionamiento de créditos	29
2. Las Implicancias Futuras	29

V.	CONCLUSIONES	33
	Notas	34
	BIBLIOGRAFIA	37

PREFACIO

La Serie de Política Fiscal tiene por objetivo divulgar el resultado de los trabajos del Proyecto Regional de Política Fiscal CEPAL/PNUD.

El presente número de la Serie recoge uno de los documentos invitados al 2° Seminario Regional de Política Fiscal, Estabilización y Ajuste, organizado por el Proyecto y llevado a cabo en la sede de CEPAL en Agosto de 1990. Dicho Seminario estuvo dedicado al examen de los principales aspectos teóricos del déficit cuasifiscal, como también, a la presentación de estudios de caso nacionales con estimaciones empíricas de dicho déficit para diversos países de América Latina.

El trabajo aquí presentado es el estudio de caso del déficit cuasifiscal en Chile y está referido al período 1983-1987. En él se abordan diversos problemas teóricos, conceptuales y metodológicos de orden general tanto como específicos al caso en cuestión, complementados por estimaciones empíricas.

La correcta conceptualización, medición e identificación de las consecuencias macroeconómicas del déficit cuasifiscal, son temas que han venido cobrando creciente importancia durante los últimos años, especialmente para las autoridades fiscales y monetarias responsables del diseño, formulación e implementación de planes de estabilización y ajuste estructural en diversos países de la región. No obstante ello, el déficit que resulta de diversas operaciones de naturaleza fiscal efectuadas a través de los bancos centrales -bajo diversas formas y modalidades de subsidios, transferencias e impuestos- ha permanecido como un desafío teórico-empírico para gran parte de la profesión, debido a la escasez de referencias bibliográficas y estimaciones numéricas disponibles sobre el tema.

Es de esperar que la publicación en esta Serie de los trabajos presentados y discutidos en el referido Seminario Regional, contribuya a una mejor comprensión y más amplia divulgación de esta materia entre economistas con responsabilidades de gobierno, como también, entre docentes universitarios e investigadores económicos en general.

I. INTRODUCCION

Este trabajo tiene por objeto la estimación y análisis macroeconómico de las operaciones cuasifiscales realizadas por el Banco Central de Chile durante el período 1983-1987. Estas tuvieron su origen en la implementación por parte del Banco Central de un vasto programa de apoyo al sector financiero y a los deudores domésticos después de la crisis de 1982. Por concepto de las citadas operaciones, la citada institución incurrió en pérdidas -estimadas en este trabajo- de 9 000 millones de dólares, las que fueron financiadas en lo sustancial con emisión de deuda pública.

Paradojalmente, esta enorme expansión de la deuda pública tuvo lugar bajo condiciones de estabilidad macroeconómica. Tanto la tasa de interés como la tasa de inflación se mantuvieron en niveles moderados durante el período. En el trabajo se avanza hipótesis que permiten conciliar esta aparente contradicción. También se analiza las implicancias que en futuro tendrá la acumulación de deuda cuasifiscal sobre la política fiscal y monetaria y sobre el proceso de ahorro e inversión.

El trabajo consta de cinco capítulos. El capítulo II presenta un breve recuento de la crisis que experimenta la economía chilena durante 1982 y de la estrategia que al respecto se implementa. En el capítulo III se describen y cuantifican las operaciones cuasifiscales, y se realiza una estimación de las pérdidas asociadas a dichas operaciones. El capítulo IV desarrolla un análisis macroeconómico de las operaciones cuasifiscales y de sus implicancias futuras. El capítulo V presenta las conclusiones del trabajo.

II. EL ORIGEN DE LA CRISIS

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 que venían financiando importantes déficits en cuenta corriente con créditos externos a partir de mediados de la década anterior.

En el caso chileno, la suspensión de los créditos externos fue el detonante que terminó con el (insostenible) boom que la economía experimentaba desde 1979 y que motivó un profundo ajuste recesivo durante los años 1982-1984.

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. Ello puede observarse en el cuadro 1, el que presenta los indicadores macroeconómicos centrales del período bajo análisis.

Cuadro 1
Evolución de las principales variables macroeconómicas 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 US\$)	-2 677	63	986	363	849	1 100	1 229	2 219	1 578
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 diversas 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 neoliberal, 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 Además, el proceso se retroalimentó en la medida que la caída en el tipo de cambio redujo la tasa de interés externa medida en pesos. La entrada de capitales, a través de una dinámica similar a la "enfermedad holandesa", provocó una reasignación de recursos hacia el sector no transable.

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.

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	1 012	805	609
Colocaciones (% PIB)		37.9	52.2	57.1	85.9
Deudas SS.AA (% ventas)		69.0	68.5	94.3	153.8

Fuente: Eyzaguirre (1988)

A los factores domésticos citados cabe agregar la conducta asumida por la banca internacional, la que a mediados de los setenta compitió entre sí para colocar los recursos provenientes del reciclaje de los petrodólares sin conceder importancia al factor riesgo. En este sentido, las culpas fueron compartidas en la acumulación de la deuda externa. Sin embargo, los costos del ajuste posterior han estado inequitativamente sesgados hacia los países acreedores.

Una demostración que la banca no anticipó la crisis lo constituye el hecho que en Chile, antes de producirse la crisis, los créditos externos llegaban a spreads cada vez más bajos mientras que la tendencia era hacia el alargue de los plazos y montos concedidos.

2. La Estrategia frente a la Crisis

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

La crisis fue enfrentada en el corto plazo de manera más bien caótica, a través de una serie de experimentos cambiarios que derivaron en incrementos en el tipo de cambio real. Al mismo tiempo, se articuló una profunda política contractiva que redujo el nivel de importaciones de 6 500 millones de US\$ en 1981 a tan sólo US\$ 2 850 millones 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 caída en los niveles de actividad internos y por la devaluación cambiaria. Esta última provocó un desbalance patrimonial que evaporó el capital de las instituciones y que, además, desvalorizó los flujos de caja reduciendo la capacidad de servir la deuda.

El gobierno realizó 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 déficit 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 cuasifiscal en Chile.

El proceso de ajuste 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 comienzo de la crisis: un sector público superavitario, el bajo nivel de deuda pública, la apertura al comercio exterior y una economía deregulada.³

Los factores antes citados hicieron posible una sorprendente normalización del funcionamiento de la economía hacia 1986, el cual dio luego paso a un período de crecimiento que ha motivado a que el país sea citado por organismos multilaterales como ejemplo de un caso de "ajuste con crecimiento". A la anterior definición habría que agregar el calificativo "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 las estimaciones realizadas anteriormente, las operaciones de rescate y apoyo le costaron al Banco Central el equivalente de 9 000 millones de dólares. El financiamiento de estas operaciones provino en lo fundamental de la emisión de pagarés del Banco Central y, en segundo término, del señoreaje. De esta manera, el costo del programa de operaciones cuasifiscales se distribuyó en el tiempo. A su vez, el gobierno cubrió parcialmente las pérdidas del Banco Central a través de 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 propie-

dad que habría multiplicado los efectos recesivos de la crisis de 1982. Similares resultados habría generado una solución basada en una reforma financiera que redujera los niveles de pasivos y activos bancarios, puesto que habría causado 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.⁴

Un elemento adicional y necesario de considerar en la evaluación de la política cuasifiscal es el aspecto distributivo. Un problema de equidad se origina en la medida que las operaciones cuasifiscales sean financiadas, en última instancia, por quienes no participaron de sus beneficios. Esta situación puede ser políticamente compleja si el futuro financiamiento de las operaciones cuasifiscales involucra una reducción de programas sociales o aumentos en los impuestos al consumo.⁵

III. LAS OPERACIONES CUASIFISCALES

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.

De acuerdo a la convención vigente, las operaciones cuasifiscales comprenden aquellas actividades desarrolladas por los Bancos Centrales, pero que corresponden 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.⁶

Un crédito otorgado por el Banco Central, pactado a tasas de interés de mercado, no es una operación cuasifiscal y corresponde, mas bien, 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 recuperado, 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 cuasifiscal a partir de las cifras del balance, así como su equivalente en términos de flujo de caja, se entrega en el punto 2 del capítulo II.

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.

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.

Cuadro 3
Apoyo a Instituciones en Liquidación 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

b) Compra de la cartera a instituciones financieras

Durante el período 1982-1985, el Banco Central otorgó préstamos de emergencia a la banca comercial no intervenida y procedió, además, a comprarle la cartera mala. 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.⁷

Los bancos comerciales se comprometieron a recomprar la cartera vendida con utilidades futuras. El 100% de estas utilidades deben dedicarse a la recompra en caso que el banco comercial no haya realizado un aporte de capital. En caso que si lo hubiera hecho -como las instituciones intervenidas- la recompra se efectúa después del pago de un dividendo preferente a las nuevas acciones. El porcentaje de recompra sobre el excedente se determina caso a caso sobre la base de dos restricciones: que el dividendo preferente resultara atractivo para la colocación de las nuevas acciones, y que el plazo de recompra no se extendiera como consecuencia de tal preferencia.

Cabe hacer notar que las operaciones de venta de cartera contienen diversos componentes cuasifiscales. 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 puesto 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	591.0	-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 para que estos pudiesen cubrir sus compromisos. De esta manera, el gobierno asumió la deuda externa privada para lo cual 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 subsidiada, 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 primer 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 a los desembolsos que el Banco Central incurrió en el programa del dólar preferencial.

Cuadro 5
Programa del Dólar 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 que muestren lo contrario.

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 mejoró la calidad de su cartera. 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.

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

Cuadro 6
Reprogramación de Deudas Domésticas
(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

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

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

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.

Cuadro 8
Pérdidas 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

Al respecto es necesario señalar que las pérdidas por diferencial cambiario no constituyen una operación cuasifiscal 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.

g) Otras Operaciones

Las anteriores han sido identificadas como las principales operaciones cuasifiscales acontecidas en el período. Hay una serie de operaciones de monto relativamente menor que no fueron explicitadas. Entre estas destacan los pagos efectuados a raíz de la quiebra de cinco entidades financieras pequeñas después de 1983, la venta a valor subsidiado de nuevas acciones de la banca intervenido al amparo del denominado proceso de "capitalismo popular", la recapitalización de bancos y empresas y el subsidio a los deudores hipotecarios a través del mecanismo de conversión de la deuda externa a un valor preferencial, y el prepago de líneas de reprogramación a un valor inferior al pactado (ya subsidiado).

2. Una estimación del déficit cuasifiscal

La cuantificación del déficit cuasifiscal involucra la estimación de los subsidios y demás gastos que el Banco Central incurre por concepto de las operaciones cuasifiscales. El procedimiento 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 cuasifiscales. 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 será recuperado 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 se 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 cuasifiscal.

En segundo término, algunas de las operaciones de apoyo al sector privado no requirieron un desembolso efectivo de caja en los años en que fueron implementadas. Así, en el caso del subsidio del dólar preferencial parte importante de la operación fue realizada a través de pagarés del Banco Central, cuyo vencimiento es diferido en el tiempo. La realización en base efectiva del subsidio también ocurre a lo largo del tiempo en el caso de la prestación de créditos a intereses más bajos que su costo de oportunidad. Las pérdidas de capital, por otra parte, no necesariamente son realizadas en los años en que se producen.

De esta manera, las operaciones cuasifiscales se caracterizan por su naturaleza devengada, lo que desaconseja la comparación apresurada con las cifras del déficit para el sector público no financiero, cuya contabilidad se hace en base de caja.

A continuación se presentan dos alternativas de cálculo del déficit cuasifiscal. La primera se basa en el valor presente de las pérdidas en que incurrió el Banco Central; la segunda considera la estimación del déficit de caja de la citada institución.

a) *Las Pérdidas del Banco Central*

Este procedimiento, que debe realizarse sobre las cifras presentadas en la sección anterior, se basa en 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. El valor de los activos corresponde al estimado por el Banco Central como relevante en cada caso. El cuadro 9 presenta los resultados obtenidos.

Cuadro 9
Pérdidas del Banco Central por Operaciones Cuasifiscales
(en millones de US\$, dic 89)

Operación Cuasifiscal	Desembolsos Capitalizados	Valor Estimado de Activos	Pérdidas
Instituciones en liquidación	1 930	0	1 930
Compra de la cartera	3 114	2 513	601
Dólar Preferencial	3 320	0	3 320
Reprogramación deudas internas	1 570	1 180	390
Seguro de Cambio	1 585	0	1 585
Pérdidas de Cambio	1 227	0	1 227
TOTAL	12 746	3 693	9 053

Fuente: Balances Banco Central y estimaciones propias.

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

La estimación de las pérdidas originadas en las operaciones cuasifiscales entrega un monto de alrededor que fluctúa entre los 6 200 y 9 000 millones de dólares, de acuerdo a si se incluyen o no las dos últimas operaciones. Esto último en la medida que los ítemes seguro de cambio y pérdidas de cambio, si bien no corresponden a una ayuda directa al sector privado, se derivan del hecho que el Banco Central asume la deuda externa privada.

b) El Déficit de Caja del Banco Central

Un procedimiento que complementa y valida 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.

Este procedimiento es más confiable que el anterior en la medida que corresponde a una estimación sobre cifras efectivas en lo concerniente al rendimiento de los activos y el costo de los pasivos del Banco Central.

Cuadro 10
Estimación del Déficit de Caja del Banco Central

	MM\$	% 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 interna- cionales 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.

Los resultados de esta metodología se presentan en el cuadro 10. El déficit de caja del instituto emisor alcanza a 1.9% del PIB.

En el cuadro 10 se presentan también cifras relativas al financiamiento del déficit cuasifiscal. El déficit de 1.9 puntos del PIB es parcialmente financiado con pagos gubernamentales y señoreaje. El primer ítem se deriva del hecho que el gobierno traspasó recursos - entre 1984 y 1986- por un monto de 7 000 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%.⁸ 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 concepto de señoreaje.

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 el punto 2 del capítulo IV.

El déficit de caja estimado es consistente con el cálculo para las pérdidas del Banco Central. Si a las pérdidas (devengadas) se calcula su equivalente en términos de déficit de caja a través del costo de los pasivos bancarios (6%), se obtiene una cifra de 540 millones de dólares, es decir, un 2.2 % del PIB.

IV. IMPLICANCIAS MACROECONOMICAS DE LAS OPERACIONES CUASIFISCALES

En esta capítulo se analizan las implicancias macroeconómicas de la política cuasifiscal. Para ello se procede, primero, al análisis del período 1984-1989 para luego examinar las perspectivas futuras.

1. Las Operaciones Cuasifiscales y la Estabilidad Macroeconómica

El programa de operaciones cuasifiscales fue financiado con emisión de deuda y con señoreaje. El stock de documentos del Banco Central ascendía a MM\$ 1 756 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\$ 1 716, lo que equivale a alrededor de 5 700 millones de dólares. Por su parte, la recaudación por emisión de dinero alcanzó un promedio anual aproximado de U\$ 180 millones durante el período 1983-1989.

La relación entre las operaciones cuasifiscales y la estabilidad macroeconómica del período 1984-1989 es aparentemente contradictoria. 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% (veáse el cuadro 1). Por otra parte, el financiamiento de las operaciones cuasifiscales requirió de la expansión de la deuda pública en el monto señalado. ¿Cómo es posible conciliar ambos hechos?⁹

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.

a) Las condiciones iniciales

Históricamente, la deuda pública en Chile no había alcanzado magnitudes significativas. Ello en la medida que los grandes déficit fiscales de comienzos de los setenta fueron financiados con impuesto inflación. Además, en el período precedente a la crisis, el sector público había amortizado deuda pública con los superávits de caja originados en las profundas reformas fiscales del período 1974-1976.¹⁰

En este sentido, las operaciones cuasifiscales ocurren en el contexto de un reducido stock de deuda pública, lo que otorga al sector público el espacio necesario para financiar la política cuasifiscal 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.¹¹ Pero lo cierto es que, en el caso chileno, el 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 cuasifiscales.

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.

b) La transferencia de ahorro público al sector privado

A partir del año 1981, el gobierno chileno implementa dos reformas -previsional y tributaria- que transfieren un monto importante de recursos del sector público al sector privado.

La reforma previsional consistió en el cambio de sistema previsional de reparto 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 la ampliación 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.¹²

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 (geográfico) del sector público 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.

Además, debe tenerse en cuenta que el Banco Central disponía de un considerable grado de control sobre el mercado financiero como producto de los extensos programas de apoyo descritos en este trabajo. Este hecho debe reforzar la capacidad que el Banco central tenía para colocar deuda en el mercado.

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.¹³

c) *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 1985-1989 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 impuesta por la restricción externa y la asociada a la capacidad instalada. En la economía chilena, durante los años 1984-1989, fue dominante la primera restricción, mientras que a partir de 1990 se hace dominante la segunda.

Las estimaciones disponibles¹⁴ muestran que, después de la crisis de 1982, la economía chilena no alcanza a utilizar plenamente su capacidad instalada hasta 1989. Por lo tanto, ello valida la afirmación que había lugar para expandir demanda agregada en lo que a capacidad instalada se refiere.

La restricción obvia durante la década del ochenta es la externa. Un incremento en la demanda por sobre lo que permite la capacidad de importar 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 denominado 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.

d) *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 dicho cuadro, la tasa de inversión cae en alrededor de 5 puntos 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 presencia de información asimétrica. En este contexto habrá menor presión privada por los fondos prestables y los nuevos papeles públicos encontrarán fácil colocación en el mercado.

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 cuasifiscal 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. El actual nivel de deuda pública doméstica es del orden de 30% sobre el PGB,¹⁵ lo que significa que el financiamiento señalado incrementaría la deuda pública a una tasa de 2.7% anual. En la medida que el PIB crezca a una tasa mayor que 2.7%, se tiene que la razón deuda/PIB decrecería en el tiempo. En este sentido, el déficit actual sería manejable.¹⁶

El cuadro 12 presenta simulaciones respecto del financiamiento del déficit del Banco Central bajo distintos escenarios relativos al crecimiento del producto y la tasa de inflación.

En el cuadro señalado se muestra la recaudación por emisión monetaria que el Banco Central obtiene con diferentes combinaciones para crecimiento del PGB e inflación. La relación, como se espera, es positiva para ambas variables. Con baja inflación y crecimiento (15% y 2% respectivamente), los ingresos derivados de la emisión monetaria alcanza a 0.6% del PGB. En cambio, en un escenario de alta inflación y crecimiento (30% y 7%) dicha cifra se eleva a 1.1% del PGB.

Después de recaudar el señoreaje, el Banco Central debe financiar el remanente del déficit de caja con emisión de deuda. En el cuadro 12 se presenta el coeficiente deuda/PGB respectivo correspondiente al quinto año de implementada la política, siendo la base de comparación un coeficiente inicial de 30% para el caso de la deuda interna. Como se observa, el coeficiente tiende a crecer en el tiempo en aquellos casos que el PGB crece a un tasa del 2%. Ello es explicado por dos razones. En primer lugar, una baja tasa de crecimiento del PGB genera un menor señoreaje y requiere, por tanto, financiar una mayor parte del déficit con deuda. En segundo lugar, si el PGB crece poco, el coeficiente deuda/PGB tiende a crecer en la medida que la deuda crece a una mayor tasa que el denominador.

Cuadro 12
Financiamiento del Banco Central

Tasa de Inflación: 15%				
	Crecimiento PGB	2%	5%	7%
Recaudación por Emisión (% PGB)		0.6	0.7	0.8
Deuda interna/PGB		32.1	27.2	24.4
Deuda total/PGB		59.2	50.1	45.8
Tasa de Inflación: 30%				
	Crecimiento PGB	2%	5%	7%
Recaudación por Emisión (% PGB)		0.9	1.0	1.1
Deuda interna/PGB		30.4	25.8	23.1
Deuda total/PGB		57.6	49.4	44.4

Nota: Coeficientes Deuda/PGB después de 5 años. El coeficiente inicial es 30% en el caso de la deuda interna y 60% para la deuda total.

También se muestra el resultado de la política tomando como referencia el total de la deuda pública (doméstica y externa). En este caso, el coeficiente inicial deuda/PGB es del orden de 60%, y resulta obvio que una similar necesidad de financiamiento tiene un menor impacto relativo sobre un stock mayor de deuda. De esta manera, este coeficiente siempre desciende bajo los escenarios presentados. Considerar la deuda total antes que la doméstica sería relevante en la medida que el sector privado internalizara plenamente la restricción presupuestaria del gobierno dentro de sus decisiones. Si así fuera, es la deuda total del gobierno la que señala los impuestos futuros, la capacidad de pago del gobierno, etc.

Los cálculos anteriores suponen 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 tiene un 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 a las cifras presentadas que, se insiste, suponen que el gobierno general no está acudiendo a la emisión de deuda para financiar un eventual déficit. De esta manera, la deuda cuasifiscal, 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.¹⁷

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 cuasifiscal.

Un modo de ver el problema es el siguiente. El sobreendeudamiento del período 1979-1981 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 menor cuantía- en el monto en que la deuda privada 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 cuasifiscal 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 cuasifiscal. 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.

V. CONCLUSIONES

En el trabajo se han descrito, estimado y analizado en cuanto sus efectos macroeconómicos, las operaciones cuasifiscales que el Banco Central implementó durante el período 1982-1987 para rescatar al sistema financiero y productivo de la crisis provocada por el proceso de sobreendeudamiento interno y externo.

El costo estimado de las operaciones cuasifiscales para el Banco Central alcanza a US\$ 9 000 millones si se consideran tanto los programas de apoyo directo al sector privado como las pérdidas de la institución originadas por asumir la deuda externa privada.

El financiamiento de estas operaciones se realizó en lo sustancial con emisión de deuda doméstica, de manera que las pérdidas descritas se diferieron en el tiempo. Por ello, es de mayor relevancia medir el costo del programa cuasifiscal en términos del déficit de caja que el Banco Central enfrentará en los años venideros. Este se estima en el equivalente de 1.5% del PGB, cifra que ya considera un aporte fiscal del orden de 0.4% del PGB anual.

El programa cuasifiscal cumplió un rol fundamental en la normalización y recuperación de la economía chilena después de la crisis de la deuda. Además, la política se implementó en condiciones de estabilidad macroeconómica, cuestión de particular relieve dado el monto del déficit fiscal que ella originó. Dicha estabilidad fue posible debido a la conjunción de una serie de elementos, entre los que destacan el bajo stock inicial de deuda pública y la transferencia de recursos al sector privado proveniente de las reformas previsional y tributaria de comienzos de la década del ochenta.

Un costo importante del programa es la pérdida de grados de libertad de la política fiscal puesto que el gobierno, además de financiar parcialmente el déficit del Banco Central, se ve restringido en el acceso al mercado de fondos prestables en la medida que no quiera competir con el Banco Central en dicha acción. Este hecho apunta hacia otro costo del política cuasifiscal, cual es, una pérdida en el grado de autonomía efectiva del Banco Central al depender en buena parte de las acciones del gobierno para financiar su déficit de caja.

El costo en última instancia del programa cuasifiscal radica en quienes deben pagar más impuestos o recibir menores beneficios públi-

cos debido a que el sector público como un todo debe destinar cada año un 2% del PGB para cubrir el déficit originado en las operaciones cuasifiscales. En la medida que quienes paguen hoy día no sean los que se beneficiaron de manera más directa en el pasado, la política cuasifiscal tiene un costo adicional en términos de equidad.

Notas

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.

³ Véase Larrañaga y Marshall (1990) para un análisis del proceso de ajuste en Chile.

⁴ La solución que se implementa corresponde, en realidad, a un "tercer mejor" en la medida que el gobierno fue tardío en reconocer la verdadera magnitud del problema. Así, la estrategia asumida tuvo diversas etapas asociadas con la percepción que se iba teniendo de la situación financiera. Una acción mas decidida habría evitado alguno de los costos del proceso.

⁵ Véase Larrañaga (1990) para un estudio analítico de los efectos distributivos de la política fiscal durante el período de ajuste.

⁶ Sobre la naturaleza y medición de las operaciones cuasifiscales, véase Robinson y Stella (1987) y Teijeiro (1989).

⁷ 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. (Eyzaguirre, 1988).

⁸ La deuda de Tesorería con el Banco central está en la actualidad denominada en dólares y devenga un interés de libor más 0.5 puntos porcentuales. La parte de los intereses devengados no pagados se capitaliza.

⁹ 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 Buiter (1987).

¹⁰ Véase, Larraín (1987), al respecto.

¹¹ Véase al respecto Buiter (1985).

¹² Cifras respecto del impacto de las citadas reformas sobre las finanzas públicas se encuentran en Larrañaga (1989).

¹³ Ver al respecto Larrañaga y Marshall (1990).

¹⁴ Ver Marfán y Artiagoitia (1989).

¹⁵ Incluye las tenencias privadas de documentos del Banco Central y de pagarés de Tesorería.

¹⁶ Otros datos que confirman el carácter "manejable" del déficit cuasifiscal están dados por el crecimiento de los fondos de pensiones y el del agregado M7. El crecimiento natural de los fondos de pensiones se estima en alrededor de 17% real anual en los próximos años.

Dado que dicho fondo posee el 40% de los documentos del Banco Central, su crecimiento implica un importante espacio para la colocación de papeles públicos. Por su parte el stock de ahorro financiero (M7) registra en la actualidad crecimientos del orden del 15% real anual.

¹⁷ Véase Blackburn and Christiesen (1989) para una revisión de la literatura.

BIBLIOGRAFIA

- Barandiarán, E.: "The Adjustment Process in Latin American's Highly Indebted Countries" mimeo, The World Bank, 1988.
- 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, November, 1985.
- Buiter, W.: "Some Thoughts on the Role of Fiscal Policy in Stabilization and Structural Adjustment in Developing Countries" Mimeo, The World Bank, 1987.
- Eyzaguirre, N. "La Deuda Interna Chilena 1975-1985" en C. Massad y R. Zahler (eds) Deuda Interna y Estabilidad Macroeconómica, GEL, 1988.
- Larrañaga, O.: "El déficit del sector público y la política fiscal en Chile. 1978-1987" Serie de Política Fiscal, CEPAL No 4, 1990.
- Larrañaga, O.: "Adjustment, Fiscal Policy, and Income Distribution", mimeo, CECMG, The World Bank, 1990.
- Larrañaga O. y J. Marshall: "Ajuste macroeconómico y finanzas públicas", Serie de Política Fiscal de CEPAL No 6, 1990.
- Marfán, M. y P. Artiagoitia: "Estimación del PGB potencial, Chile 1060-1988", Colección Estudios CIEPLAN, No 27, Diciembre 1989.
- 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, June, 1981.
- Teijeiro, M: "Central Bank Losses: Origins, Conceptual Issues, and Measurement Problems" PPR Working Papers, The World Bank, October 1989.

SERIE POLÍTICA FISCAL*

Nº	Título:
1	"UN MARCO ANALITICO-CONTABLE PARA LA EVALUACION DE LA POLITICA FISCAL EN AMERICA LATINA" (LC/L.489)
2	"AMERICA LATINA: LA POLITICA FISCAL EN LOS AÑOS OCHENTA" (LC/L.490)
3	"LA POLITICA FISCAL EN AMERICA LATINA: TOPICOS DE INVESTIGACION" (LC/L.529)
4	"EL DEFICIT DEL SECTOR PUBLICO Y LA POLITICA FISCAL EN CHILE, 1978-1987" (LC/L.563)
5	"POLITICAS DE REDUCCION DE LA EVASION TRIBUTARIA: LA EXPERIENCIA CHILENA, 1976-1986" (LC/L.567)
6	"AJUSTE MACROECONOMICO Y FINANZAS PUBLICAS CHILE: 1982-1988" (LC/L.566)
7	"LA POLITICA FISCAL Y LOS SHOCKS EXTERNOS" (LC/L.568)
8	"EL DEFICIT DEL SECTOR PUBLICO Y LA POLITICA FISCAL EN URUGUAY" (Período 1978-1987) (LC/L.579)
9	"DETERMINANTES DEL DEFICIT DEL SECTOR PUBLICO EN BOLIVIA" (Período 1980-1987) (LC/L.582 y LC/L.582/Add.1)
10	"EL DEFICIT DEL SECTOR PUBLICO Y LA POLITICA FISCAL EN MEXICO" (1980-1989) (LC/L.622)
11	"DETERMINANTES DEL DEFICIT Y POLITICA FISCAL EN EL ECUADOR" (1979-1987) (LC/L.624 y LC/L.624 Add.1)
12	"EL DEFICIT DEL SECTOR PUBLICO Y LA POLITICA FISCAL EN ARGENTINA" (1978-1987) (LC/L.625)
13	"EL DEFICIT PUBLICO Y LA POLITICA FISCAL EN VENEZUELA" (1980-1990) (LC/L.635 y LC/L.635/Add.1)
14	"O DEFICIT DO SETOR PUBLICO E A POLITICA FISCAL NO BRASIL, 1980-1988" (LC/L.636)
15	"CASOS DE EXITO NA POLITICA FISCAL BRASILEIRA" (LC/L.641)

* El lector interesado en números anteriores de la Serie Política Fiscal, puede solicitarlo dirigiendo su correspondencia a: Proyecto Regional de Política Fiscal CEPAL/PNUD, CEPAL, Casilla 179-D, Santiago, Chile.

- 16 "LA POLITICA FISCAL EN COLOMBIA" (LC\L.642)
- 17 "LECCIONES DE LA POLITICA FISCAL COLOMBIANA" (LC\L.643)
- 18 "EL DEFICIT CUASIFISCAL: ASPECTOS TEORICOS, CONCEPTUALES Y METODOLOGICOS" (selección de trabajos) (LC\L.646)
- 19 "EL DEFICIT CUASIFISCAL DE LA BANCA CENTRAL EN COSTA RICA: 1985-1989" (LC\L.647)
- 20 "EL DEFICIT CUASIFISCAL EN BOLIVIA: 1986-1990" (LC\L.648)
- 21 "MACROECONOMIA DE LAS OPERACIONES CUASIFISCALES EN CHILE" (LC\L.649)