

## LA POLITICA FISCAL COMPENSATORIA

Ricardo Lopez Murphy\*

### I. Introducción

La utilización de la política fiscal como un instrumento moderador del ciclo y en especial como un factor de reactivación del nivel de actividad en épocas depresivas ha sido motivo de análisis permanente por parte de los economistas, en especial con posterioridad a la "Teoría General. . ." de J. M. Keynes y a las ideas de la Hacienda compensatoria.

Existen una serie de aspectos intrincados a definir para analizar correctamente la viabilidad de aplicar políticas compensatorias. Uno de ellos es el nivel de tendencia, que implica decidir sobre qué bases se va a evaluar la existencia de una situación de auge o receso. Algunos autores han fijado como situación de equilibrio la tendencia que une todos los puntos que se encuentran en el máximo de producto ocurrido durante los ciclos expansivos. Esto implica desconocer situaciones de boom y en consecuencia de sobre-empleo de los recursos. Otros puntos que luego serán señalados se refieren a la naturaleza del shock. Resulta muy distinto el tratamiento aconsejable en condiciones de shock de demanda (caída de la demanda efectiva por una mayor tendencia al atesoramiento) que aquella surgida de un shock de oferta (pérdida de cosecha, deterioro de términos de intercambio, cierre de mercados externos, etc.).

\* Docente de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional de La Plata. Consultor del Banco Central de la República del Uruguay.

En un trabajo anterior "Un modelo esquemático del Uruguay"<sup>1/</sup> señalamos las limitaciones que la política fiscal enfrentaba y mencionamos distintos aspectos: a) la ineffectividad del déficit fiscal, b) la sustitución de gasto privado por gasto público, c) la inelasticidad de la demanda de dinero a las tasas de interés, d) la filtración por el sector externo. Nuestro propósito es retomar y ampliar la discusión allí planteada

Otro aspecto que se destacara es que las posibilidades de política compensatoria se han analizado con modelos macroeconómicos muy simples, con precios fijos en términos nominales o predeterminados y en muchos casos con ausencia de sectores monetarios y externos. Si ese modelo es pertinente en algún país es discutible, pero claramente no es aplicable a economías pequeñas y con importante vinculación con el sector externo. En gran medida muchos de los supuestos efectos expansivos del desequilibrio fiscal son adjudicables a elaboraciones hechas con estos criterios.

La presencia de desempleo abierto de ciertos recursos, en particular de mano de obra, ha sido un factor fundamental para pensar que políticas exclusivamente de demanda pudieran general un aumento en el volumen de producción sin que se localizaran restricciones de oferta. Esta faceta que será analizada cuidadosamente ha omitido en general considerar que las restricciones al nivel de actividad provienen de la escasez de otros recursos o de desequilibrios de precios relativos que a su vez inducen la escasez mencionada.

Otro aspecto a considerar es si la noción de política compensatoria se concentra en el desequilibrio fiscal o también en el nivel de gasto público. En general se ha aceptado que ambas manifestaciones son integrantes de la hacienda compensatoria. El efecto del déficit como exceso de demanda es quizá más perceptible que el nivel de gasto como impulsor de la demanda agregada. Este último opera básicamente reduciendo el margen de acumulación de activos financieros domésticos o externos por parte de los particulares. Se supone que la propensión marginal del gasto del gobierno es unitaria cuando realiza el esfuerzo de ampliar balanceadamente su presupuesto. En el desarrollo del trabajo se tratará de adicionar al problema del manejo de la demanda agregada el aspecto de oferta implícito en la acumulación

1 Ariel Banda y Ricardo López Murphy, "Un modelo esquemático del Uruguay" B.C.U. 1985

de recursos por parte del sector público, por ejemplo efectos de mayores impuestos sobre el esfuerzo laboral, la tasa de ahorro y las actividades fuera de mercado.

Otros puntos que se comentarán a lo largo de la presentación son las distintas tradiciones que hay en la literatura respecto a los efectos de la política fiscal. Por ejemplo, en la versión monetarista más cruda cambios en la política fiscal afectarán la composición del gasto entre consumo e inversión, entre consumo público y privado, pero no tendrán prácticamente ningún efecto sobre el nivel de actividad económica. El producto nominal está básicamente afectado por la política monetaria y la política fiscal sólo se vuelve decisiva para el corto plazo en el caso de tener que monetizar la deuda pública. En otras corrientes de análisis el efecto de la política fiscal es significativo sobre el nivel de actividad de corto plazo, tanto por la relativa inelasticidad a la tasa de interés del gasto agregado como por la elevada elasticidad de los agregados monetarios a cambio en el costo de mantener dinero.

Otro aspecto enfatizado por muchos macroeconomistas, pero en particular por John Hicks, es que buena parte de las prescripciones fiscales se refieren a una economía cerrada o gigantesca o en todo caso al mundo en su totalidad (Esta es la interpretación de Hicks de la pertinencia de la "General Theory"<sup>2/</sup>). En particular Tobin ha afirmado recientemente que en pequeñas economías abiertas el problema era la relación salario tipo de cambio y la asignación de recursos, más que la política fiscal compensatoria. Esta última perdía toda su eficacia pues buena parte o toda la mayor demanda se volcaba hacia el exterior en menores exportaciones o mayores importaciones.

La acumulación de importantes volúmenes de deuda pública, en particular de carácter externo agrava este tipo de problema pues en última instancia existe una relación muy estrecha entre mayores recursos fiscales en el presente y ajuste externo. El mercado de capitales relevante en gran medida es el externo, en el cual se ha volcado buena parte de la integración del sistema productivo y financiero.

Esto último refuerza los límites a manipulaciones simples de la demanda y genera la aparición de un costo adicional por el creciente endeudamiento. El costo marginal de los recursos no resulta ya igual al medio.

2 Ver John Hicks "The Keynes Centenary". *The Economist*, Junio 18, 1985.

Un problema que conviene mencionar es el flujo negativo de capitales que los agentes económicos imponen en ciertas circunstancias a la economía doméstica. Esta salida se origina en desconfianza y presunciones de serios desequilibrios hacia el futuro. El efecto macroeconómico de ella es crear una propensión marginal a gastar en bienes importados igual a la unidad. Esto fuerza a un exceso de ingreso sobre gasto nominal para poder acumular esos activos externos con un efecto fuertemente recesivo sobre la economía doméstica. Dos vías alternativas y contradictorias se han sugerido para enfrentar este fenómeno. Por un lado reemplazar con gasto público el gasto privado y colocar deuda pública compensatoriamente en la inteligencia de que los particulares están dispuestos a comprar deuda pero no bienes de inversión. Buena parte de la política compensatoria de comienzos de los ochenta en Latinoamérica tuvo esta hipótesis. Otra muy distinta implica que el ajuste fiscal debe ser muy severo para tratar de obtener por medio de mayores impuestos y tarifas los recursos que se fugan al exterior y de este modo reinvertir domésticamente dichos recursos. Esto último ignora el problema de stock, sobre el que se producen los retiros de capital. No basta operar sobre las ganancias e ingresos corrientes ya que lo que media es una decisión de portafolio. En alguna medida este último supuesto es el que se halla detrás de la idea de que una política de redistribución puede ser reactivante. Los mayores gastos de los sectores favorecidos se verían corregidos por un menor gasto (consumo + inversión + fuga de recursos al exterior) de los sectores gravados con una propensión marginal a gastar en divisas menor. No parece de todos modos necesario fundar una política redistributiva en consideraciones macroeconómicas. Hay muy buenas razones para hacerlo por otras causas y lo que es peor la simetría del caso requeriría tomar medidas regresivas cuando la economía se encuentra en un sendero expansivo.

En el análisis que sigue trataremos de considerar no sólo el corto plazo sino también los efectos que determinadas medidas de carácter compensatorio o regulador de la demanda tienen en el largo plazo. En este sentido C. Rodríguez<sup>3/</sup> señaló hace tiempo la paradoja

3 C. Rodríguez "Short and Long-Run effects of Monetary and fiscal policies under flexible exchange rates and perfect capital mobility. The American Economic Review- March 1979. Vol. 69 No. 1.

de que políticas expansivas en el corto plazo se transforman en contractivas en el largo plazo. Por ejemplo con tipo de cambio fijo es conocido que el modelo Mundell-Fleming implica una inutilidad de la política monetaria (crédito interno) si existe perfecta movilidad de capitales. La expansión del crédito se ve compensada por una contracción de reservas. La política fiscal por su parte es netamente expansiva ya que el alza potencial de la tasa de interés que genera un desequilibrio fiscal se ve compensada por un ingreso de fondos que produce y financia un mayor nivel de actividad. Cuánto, dependerá de la proporción de bienes comerciables y de la desocupación de factores preexistentes. Resulta probable que pequeñas economías envíen el grueso de su mayor capacidad de gasto al exterior. Ahora bien ese mayor nivel de gasto y deuda pública externa requerirá en el futuro un mayor ahorro público para servirla tanto por el monto mayor de intereses como por repago del principal. Ello obligará a una política fiscal muy austera de manera que se revertirá con signo inverso y en una superior magnitud, la mayor actividad generada por el endeudamiento externo. La restricción posterior será función de la diferencia que exista entre la tasa de interés y la tasa de crecimiento económico del país que constituye la base de sus recursos. Tanto mayor será el costo en la medida de que el endeudamiento financie consumo y en consecuencia menor sea el capital sobre el cual efectuar el repago. Este esfuerzo se verá también incrementado si se producen importantes cambios de precios relativos entre comerciables y no comerciables. En el momento del préstamo, la inversión en no comerciables será relativamente cara si los recursos fiscales de origen externo se vuelcan hacia ese sector e incrementan el precio relativo de los mismos. Posteriormente el precio en moneda extranjera de los servicios de los bienes no transables se reducirá seriamente para facilitar el superávit en cuenta corriente (como acotación esto ha generado la idea de que las inversiones en no comerciables tienen que tener fondeo en moneda doméstica y las que producen bienes comerciables pueden tener fondeo en moneda extranjera). Ello amerita estudiar cuidadosamente cada caso de uso de políticas fiscales expansivas, por su impacto de largo plazo.

El presente trabajo intenta ofrecer una serie de notas de reflexión sobre el problema de la política fiscal compensatoria, no constituye un modelo completo ni se propone un análisis cuidadoso de la conducta de los agentes económicos en un marco de maximización. El pro-

pósito principal es presentar una serie de aspectos comúnmente debatidos y someterlos a un análisis crítico.

## II. Modelo simple de política fiscal

El planteo inicial se formulará con un modelo de precios fijos sin sector monetario y para una economía cerrada.

Las limitaciones de tal enfoque son importantes ya que obviamente tal escenario es de poca utilidad para un mundo que sufre una experiencia de inflación de más de cuatro décadas, con mercados profundamente interconectados tanto en lo real como lo financiero y donde los recursos crediticios y de capital implícitos en el sector monetario se han vuelto sumamente móviles y de alto costo de oportunidad (El supuesto subyacente en no considerar el sector monetario es el de infinita elasticidad de crédito y recursos monetarios al costo pre-existente, conocido habitualmente como trampa de liquidez).<sup>4/</sup>

y: ingreso real

f: valor real de adquisición de bienes y servicios.

h: valor percibido del gasto gubernamental neto de transferencias

g: costo de producción del gasto gubernamental.

t: impuestos.

b: colocacion neta de bonos.

y\*: ingreso real percibido.

$\emptyset(b)$ : valor presente percibido de futuros impuestos

$$y^* = y + h(g) - t - \emptyset(b)$$

$y^e$ : gasto agregado.

$$y^e = f(y^*, r) - h(g) + g$$

Relaciones de conducta.

$$\frac{\partial f}{\partial y^*} = f_{y^*} \text{ propensión marginal a adquirir bienes y servicios,} \\ \text{propensión marginal a gastar.}$$

$$\frac{\partial f}{\partial r} : f_r \text{ efecto de tasa de interés.}$$

4 El modelo utilizado resume una versión de las clases del Profesor L. Sjaastad en la Universidad de Chicago.

$\frac{\partial \emptyset}{\partial b} = \emptyset'$  valuación marginal de los futuros impuestos (valor presente de colocar más deuda).

Si es igual a 1 como veremos luego, resulta equivalente a la financiación con impuestos o deuda (equivalencia ricardiana).

$\frac{\partial h}{\partial g} = h'$  valor marginal otorgado por la gente al gasto gubernamental.

$y^e = y$  condición de equilibrio economía cerrada.

$$y - t = (f - h) + b$$

$$g = t + b$$

$$f - h + g = y$$

$$y^e = f(y^*, r) - h(g) + g = y$$

Diferenciando totalmente

$$dy (1 - fy^*) = fr dr + [fy h' + 1 - h'] dg - fy^* (dt + \emptyset' db)$$

Esta es una curva IS, para determinar un equilibrio necesitaríamos una curva LM o suponerla infinitamente elástica. ( $dr = 0$ ) que es lo que finalmente utilizaremos.

1a. Gasto del gobierno financiado con bonos.

$$dt = 0; db = dg$$

$$\begin{aligned} \frac{dy}{dg} &= \frac{(1 - h') + fy^* h' - fy^* \emptyset'}{1 - fy^*} = \\ &= \frac{(1 - h') + fy^* (h' - \emptyset')}{(1 - fy^*)} \end{aligned}$$

si  $h' = 0$ , el público valúa en cero el gasto adicional (hacer pozos y taparlos como sugería J. M. Keynes) y  $\emptyset' = 0$  nadie descubre que la deuda actual significa mayores impuestos futuros (Uruguay comienzo de los ochenta).

$$\frac{dy}{dg} = \frac{1}{1 - fy^*}$$

que resulta ser el multiplicador usual que se utiliza en los libros de macroeconomía  $f y^*$  es equivalente a la propensión marginal neta a gastar del sector privado tanto sea en bienes de consumo como de inversión a una misma tasa de interés si varía la demanda global.  $(1 - fy^*)$  es la propensión a atesorar.

Si  $h' = 1$  y todo lo demás queda constante el multiplicador resultará

$$\frac{dy}{dg} = \frac{f y^*}{1 - f y^*}$$

ahora si  $h' = 1$ ,  $\emptyset' = 1$

$$\frac{dy}{dg} = 0$$

En este caso no hay multiplicación posible, los mayores impuestos implícitos en la colocación de mayor deuda bloquean la expansión del gasto. Esto es un caso límite (la perfecta previsibilidad) así como el caso keynesiano de absoluto desconocimiento de los efectos futuros del endeudamiento también lo es. El aspecto remarcable es la estricta dependencia que se crea de la miopía hacia el futuro para obtener efectos de corto plazo de cambios en la política fiscal.

Un aspecto interesante a explicar es el multiplicador del presupuesto balanceado, manteniendo como anteriormente el supuesto de  $dr = 0$ .

Como el presupuesto es balanceado  $db = 0$  y  $dt = dg$

$$\frac{dy}{dg} = (1 - h')$$

$dg = dt$

si el público valúa el gasto gubernamental exactamente como su costo el efecto de la política fiscal es nulo;

( $h' = 1; \frac{dy}{dg} = 0$ ). Si se supone que el gasto es inútil el presu-

puesto balanceado arroja el máximo de multiplicación

$$h = 0 ; \frac{dy}{dg} = 1$$

Nuevamente tenemos que un factor fundamental es la percepción del público del valor marginal del gasto gubernamental. En la medida que tenga utilidad y reemplace gastos privados el ajuste natural es a no producir un efecto de demanda adicional. Este resultado es racionalmente aceptable porque un cambio en la forma de financiar un gasto (del sector privado al público) no debería afectar el total del gasto agregado. Si en cambio se gasta en bienes o servicios que no son demandados por el público, los mayores impuestos a pagar requerirán un esfuerzo adicional por parte de la comunidad para poder hacer frente a los gastos anteriores que se financian privadamente. (Esto es siempre factible en tanto se tenga una desocupación general de recursos).

### **Introducción de dinero:**

Para su consideración conviene establecer una demanda de dinero muy simple como habitualmente se hace en los libros de macroeconomía.

$$md = \frac{M^d}{p} = l(i, y)$$

Respetando los supuestos que hemos utilizado previamente de no variación del nivel de precios, y para ser consistentes la no alteración de la cantidad de dinero, tenemos

$$dM_0 = 0 = L_i di + L_y dy$$

Como no hay cambios en el nivel general de precios la tasa nominal y real de interés coinciden y en consecuencia podemos escribir la ecuación anterior como:

$$0 = L_r dr + L_y dy$$

en consecuencia

$$\frac{dr}{dy} = - \frac{L_y}{L_r}$$

o también:

$$dr = - \frac{L_y}{L_r} dy$$

Si introduciéramos esto en la ecuación IS tenemos:

$$dy (1 - f_y^*) = - f_r \frac{L_y}{L_r} dy + [(1-h') + h'f_y^*] dg - f_y^*(dt + \theta' db)$$

$$\frac{dy}{dg} \Big|_{h'=0} = \frac{1}{(1 - f_y^*) + f_r \frac{L_y}{L_r}}$$

En comparación al caso similar anterior tenemos un menor multiplicador, debido a que la propensión a adquirir tiene un signo negativo en relación a la tasa de interés (siempre que prevalezca el efecto sustitución, lo cual en una economía cerrada parece obvio porque las rentas de interés se cancelan entre sí), así como la demanda de dinero respecto a la tasa de interés tiene una derivada negativa. Cuanto menos elástica la demanda de dinero menor es el efecto así como cuanto más elástica es la propensión marginal a adquirir también menor es el efecto.

Como una síntesis de lo visto hasta ahora se puede señalar que los márgenes de operación de la política fiscal son los siguientes:

a) Desempleo de recursos. Si esto no existe no hay ningún efecto expansivo de la política fiscal. El desempleo debe ser generalizado, no basta con que un factor esté desocupado ya que en ese caso hay

problemas de precio relativo y no de defecto en la demanda global.

b) Se necesita algún tipo de ilusión sobre el futuro ya que, de lo contrario, la operación de sustituir impuestos con bonos no tendría un gran efecto. (Abstracción hecha de los cambios distributivos y en la composición de demanda que ello puede generar).

c) Resulta probable que adicionalmente haya un efecto si esta operando alguna forma de racionamiento del crédito que es compensada por esta operación del sector público que ofrece recursos (menores impuestos) a aquellos que no lograban endeudarse por limitaciones sobre las garantías que podían ofrecer.

d) Alternativamente el mecanismo podría funcionar como una forma de reducir las transferencias de acervo de capital a las generaciones futuras. La deuda pública permite que de este modo se pueda en parte descapitalizar la sociedad. Los sistemas de seguridad social sin fondeo o de reparto y la acumulación de bonos en manos de extranjeros o nacionales (es necesario que estos últimos los tomen como riqueza) funcionan en este sentido.

e) La necesidad de la improductividad del gasto para maximizar el efecto reactivador de las medidas fiscales crea una seria limitación para la eficiencia de largo plazo del sistema económico. Una sociedad que se acostumbra a gastos improductivos debe generar conductas poco racionales. Como hemos visto ello es fundamental para amplificar los efectos expansivos de la política fiscal.

### La introducción del comercio exterior

Una forma muy simple de hacerlo es suponer que el volumen de exportaciones está dado y que las importaciones dependen positivamente del ingreso. Adicionalmente se podría suponer que las exportaciones dependen negativamente del ingreso como proxy del gasto de corto plazo y que crecen tendencialmente con la capacidad a largo plazo

Ello nos hace volver a la ecuación inicial:

$$y^e = f(y^*, r) - h(g) + g + x - M(y) = y$$

$$dy(1 - f_{y^*} + m(y) + fr \frac{L_Y}{L_r}) = [f_{y^*} h' + (1 - h')] dg - f_{y^*} dt + \emptyset db$$

Repetiendo el ejercicio original de aumentar gastos y financiar

con bonos se tiene:

$$\frac{dy}{dg} = \frac{1}{1 - f_{y^*} + m(y) + f_r \frac{by}{Lr}}$$

$$\left| \begin{array}{l} h' = 0 \\ \phi' = 0 \end{array} \right.$$

Cuanto mayor la participación de comerciables y cuanto más pequeña la economía, mayor será la proporción de M sobre producto. En algunos casos ella puede superar el propio volumen del producto. En consecuencia ello genera una filtración mayor y un multiplicador menor que por lo anotado anteriormente podríamos disminuir aún más si suponemos con un alto grado de lógica que la mayor demanda interna tiene que afectar las exportaciones en un sentido negativo.

Este modelo sencillo sin embargo no contempla dos puntos básicos que conviene explorar.

En primer término las mayores importaciones deberán ser cubiertas con reservas y operaciones simultáneas de crédito interno para no alterar la cantidad de dinero existente. Esto implica a su vez pérdida de reservas o aumento de deuda.

Ambos stocks por definición son finitos. Las reservas se pueden agotar, el aumento de deuda de la autoridad monetaria en el corto plazo aumentará la tasa de interés de los préstamos que recibe creando un desequilibrio que repercutirá forzosamente sobre la situación fiscal y externa requiriéndose hacia el futuro mayores impuestos para abonar esta deuda y sus mayores intereses o alguna fuente para compensar los recursos que se ganaban con la renta de las reservas (no está contemplado en el modelo).

No hemos incorporado tampoco la movilidad de capitales ni los efectos que sobre la tasa de interés tendría un aumento del riesgo país. De todos modos ello claramente impone una restricción adicional al crecimiento de corto plazo por acciones de expansión del gasto gubernamental.

Otro punto no considerado es la posibilidad de que exista un precio relativo entre la producción doméstica y el mercado externo. Ellos nos lleva a la introducción del tipo de cambio. Si la economía es pequeña y en consecuencia tomadora de precios un aumento del tipo de cambio N\$/U\$\$ implica un aumento del nivel general de precios,

una mayor demanda externa neta y por el lado de la oferta agregada un mayor nivel de producto a un salario nominal dado.<sup>5</sup> /

Inicialmente podría darse un efecto recesivo en la medida que el alza del nivel de precios produjera una seria restricción monetaria, que será corregida paulatinamente con la mejora de la cuenta corriente. (Si la cuenta de capital está abierta esta corrección es rápida ya que no pueden coexistir diferencias de rendimientos muy grandes entre dos monedas, en particular este efecto es intenso, si coexisten dos monedas en el mismo sistema financiero).

La inclusión de movimientos de capitales y variación del tipo de cambio constituyó una buena parte de los desarrollos que se conocen como el modelo de Mundell-Fleming.

En el caso de perfecta movilidad de capitales y tipo de cambio flotante, los resultados a esperar son que la política monetaria es fuertemente expansiva y que los efectos de la política fiscal son transferidos al resto del mundo, es decir se produce un perfecto "crowding out" de exportaciones e importaciones. La intuición de ese resultado es la siguiente: Un aumento del déficit fiscal (mayor colocación de bonos) en ausencia de perfecta previsibilidad de los mayores impuestos futuros, generará un aumento de la tasa de interés doméstica. Como esta, por definición, no puede exceder a la internacional (o a la prevaleciente en la otra moneda) ello genera un aumento de oferta de la moneda extranjera (ingreso de capitales) que no puede ser adquirido por la autoridad monetaria por el hecho de la flotación y en consecuencia se produce una revaluación doméstica que disminuye el volumen de exportaciones y aumenta el de importaciones hasta que el déficit en cuenta corriente (el ajuste se da en bienes y servicios) iguala el desequilibrio fiscal y en consecuencia desaparece por el ingreso de capitales la brecha de rendimientos entre obligaciones internas y externas. Como mencionamos en las consideraciones generales este esquema no es mantenible y la mayor deuda externa requerirá igualmente un ajuste de signo opuesto.

En el caso de la política monetaria la expansión de dinero doméstica reduce la tasa de interés interna creando una demanda por arbitraje de activos financieros externos. Esto eleva el tipo de cambio

5 Un desarrollo extenso de esto se puede ver en "La devaluación como instrumento de política económica". E. Ache y R. López Murphy . BCU 1986.

hasta que el aumento de exportaciones de bienes y servicios, y así como el aumento de actividad económica restablezcan la paridad de tasas de interés interna y externa al tiempo que se acumulan activos externos con las consecuencias de largo plazo que mencionamos previamente.

Un breve desarrollo algebraico aclarará esta cuestión.

Repetiremos la ecuación anteriormente utilizada pero incluyendo la dependencia de las importaciones y exportaciones del tipo de cambio.

$$y^e = f(y^*, i) - h(g) + g + X(e) - M(y, e)$$

Haremos el ejercicio anterior de aumentar gastos y financiar con bonos. Previamente a ello destacaremos dos condiciones de equilibrio necesarias en perfecta movilidad de capitales y flotación cambiaria.

$$X - M = CF(i^d, i^w)$$

El saldo de la cuenta corriente tiene que ser igual al ingreso o egreso de capitales.

$$i^d = i^w + e$$

la tasa doméstica de interés debe ser igual a la tasa internacional más la expectativa de devaluación. Si suponemos como hemos hecho anteriormente que la oferta monetaria interna está fija y que la oferta monetaria externa también está fija, la expectativa de modificaciones del tipo de cambio debería ser nula (suponiendo ausencia de cambios reales). Un aumento en el gasto en este contexto debería producir simultáneamente un ajuste en las importaciones y exportaciones de sentido inverso.

Para ver el punto conviene entrar por la ecuación monetaria:

$M = L(i, Y)$  pero  $i = i^w$  y además podemos suponer que es fijo por lo que:

$$dM = 0 = L_i di^w + L_Y dY$$

siendo  $di^w = 0$  entonces  $dY = 0$

derivando totalmente la fórmula del comienzo tenemos:

$$dy (1 - fy^* + m(y) = fi di + [(fy^* h') + (1 - h')] dg) \\ - fy^* [dt + \emptyset' db] + [x'(e) - m'(e)] de$$

Por la ecuación monetaria sabemos que  $dy, di = 0$ . Para precisar el problema haciendo igual que antes, tenemos  $h', \emptyset'$  y  $dt$  que se igualan a cero.

En consecuencia:

$$0 = dg + [x'(e) - m'(e)] de$$

$$dg = -[x'(e) - m'(e)] de$$

Como fue explicado verbalmente una economía pequeña y abierta en regimen de flotación genera un crowding out perfecto de la política fiscal por desequilibrio en las cuentas externas.

### **Un comentario general**

Un supuesto implícito en el análisis es que existe una desocupación de recursos suficiente para absorber el aumento de demanda efectiva. La restricción de oferta no es relevante y además se hace a costos constantes. Entre otras relaciones cabe mencionar que el efecto expansivo se produce por un aumento del precio de la divisa extranjera respecto del salario nominal que está fijo en la moneda doméstica. Esta situación llevó al Premio Nobel de Economía James Tobin (defensor de las políticas compensatorias de corto plazo) a afirmar:

“... La teoría general supone una economía cerrada, en su momento se aplicaba mejor a U.S.A. que al propio país de Keynes. Por supuesto, Keynes se daba cuenta de las limitaciones del manejo de la demanda agregada en economías abiertas, en especial las pequeñas, por sus vínculos con el resto del mundo tanto en transacciones comerciales como de capital. Estas economías tienen que ser competitivas en los mercados mundiales. Ellas pueden aumentar su ingreso y empleo sólo si la tasa de cambio resultante de sus políticas macroeconómicas

reduce los salarios y otros costos domésticos en terminos de las monedas extranjeras. . ."<sup>6/</sup>

### **Las economías pequeñas y los cambios transitorios y permanentes**

Otra dimensión compensatoria de la política fiscal es el rol a cumplir en la atenuación de cambios en las economías pequeñas de carácter transitorio en oposición a aquellos de orden permanente que por definición no pueden ser compensados de manera persistente.

Una pregunta importante es qué razonamiento se encuentra detrás de la idea de compensar movimientos reales o financieros de corto plazo como alternativa a que dicho ajuste lo realice directamente el sector privado.

La respuesta a ello se debe básicamente a rigideces en materia de algunos numerarios que implican una lenta adaptación de variables a cambios exógenos, con consecuencias sobre el nivel de actividad y la solvencia del sistema financiero. Entre los conceptos más importantes que tienen una gran rigidez se encuentran los salarios nominales, las jubilaciones y pensiones, el gasto público, los precios públicos y la estructura de préstamos en distintas monedas, luego de refinanciamientos forzosos y obligatorios. Un cambio transitorio externo (brusco aumento de demanda por exportaciones reducción significativa del precio de un insumo externo muy importante (petróleo)) produce una revaluación del tipo de cambio que altera las tasas de ganancia sectoriales en un sentido que de revertirse luego el fenómeno, requerirá su restablecimiento. Este desplazamiento de recursos a la producción doméstica y el mayor nivel de gasto interno generan un alza de salarios en dólares y de gasto agregado que se ve aumentado por la sustitución de endeudamiento en pesos por dólares y la agudización del aumento de demanda asociado a una menor tasa de interés esperada en términos del numerario doméstico. La reversión del shock temporario obliga a un redesplazamiento de recursos de sectores no comerciables a comerciables, pero en el interín se han producido desapariciones de empresas y capital humano que no es facilmente reponible en un medio de elevada vulnerabilidad financiera privada por la baja relación Patrimo-

6 James Tobin: "Keynes General Theory after fifty years" Address to XXI meeting of Asociación Argentina de Economía Política. Noviembre 1986.

nio Neto-activos. Esto se ve compuesto en el caso de no reaccionar el sector público en sus políticas de endeudamiento, ya que ellas no ajustan automáticamente al mayor nivel de ingresos externos. (En general la meta que se vigila es de déficit y no de gasto).

En este caso el propósito de la política fiscal debería ser, reconocer la transitoriedad de la situación externa y en consecuencia ajustar su necesidad de financiamiento.

Este es un punto a destacar, la principal política compensatoria estaría vinculada a mantener un nivel de gasto fiscal relacionado al ingreso permanente de la economía y corregir el financiamiento neto de acuerdo a la evolución del nivel de actividad. Ello puede requerir en determinadas circunstancias obtener superávit fiscal. En particular en casos de shock transitorios muy marcados, la reacción no debe esperar el repunte gradual de la recaudación por la elasticidad ingreso de la misma, sino anticiparse y evitar la alteración de precios relativos resultante de la posibilidad de un mayor volumen de gasto sobre los recursos domésticos.

La clave de este ajuste es volcar la mayor recaudación de recursos sobre la demanda de divisas evitando así la sobrevaluación asociada al shock y a la mayor capacidad de gasto doméstico.

Si el shock caracterizado como transitorio resultara de carácter permanente se habría alterado temporalmente el sendero de consumo acumulando activos externos en exceso a una situación normal (En Latinoamérica cabría preguntarse si esta posibilidad existe, donde la deuda externa e interna alcanza niveles sumamente elevados y la disminución de la misma puede significar una de las alternativas de mejor inversión a largo plazo)

La medición del desequilibrio a que se hace referencia es aquella que presenta una vinculación directa con la cuenta corriente del balance de pagos y en consecuencia incorpora el impuesto inflacionario que devenga y cobra el Banco Central como parte integrante del sector público.

En este contexto la tasa de devaluación es un impuesto más dentro del equilibrio macroeconómico.

Para hacer más claro este punto conviene señalar cómo se determina el tipo real de cambio de una economía. Por medio de él se equilibra la demanda de bienes transables y no comerciables para un volumen dado del financiamiento externo neto y de la composición del

gasto público en transables y no transables. Esta consideración puede sintetizarse en la siguiente fórmula extraída de "Reflexiones sobre la actual regla cambiaria y políticas alternativas".<sup>7</sup>

$$e = e [ d , f , s , \frac{Px^f}{PM^f} , \frac{G}{Y} , t , \text{shock} ]$$

donde:

$$(-) \quad (-) \quad (-) \quad (-) \quad (-) \quad (\pm) \quad (\pm)$$

e: tipo real de cambio

d: exceso de creación crédito doméstico por sobre incremento de la demanda nominal de dinero. Asimilable a financiamiento interno del déficit en exceso del impuesto inflacionario. Excluye en mi interpretación desplazamiento crédito privado.

f: ingreso neto de capitales  $(\dot{F} - i F)/Y$  donde F deuda externa y  $\dot{F}$  variación de la deuda. Cobertura con nuevos préstamos de la deuda externa.

s: subsidio neto a exportaciones e importaciones (diferencia entre el tipo de comercial y financiero de cambios)

$\frac{Px^f}{PM^f}$  : términos de intercambio

$\frac{G}{Y}$ : gasto público en términos de PBI

t: variable de tendencia.

Los valores específicos de las variables arriba mencionados se ajustarán a las características estructurales de la economía (preferencias, tecnología, reglas de política).

Sin embargo, aún así, se puede mencionar los factores que afectan el tipo de cambio real, que en última instancia refleja, todas

7 M. Santo y D. Vaz 'Reflexiones sobre la actual regla cambiaria y políticas alternativas' B.C.U 1987.

las demás cosas constantes, la acumulación neta de activos sobre el exterior o el endeudamiento neto que la economía está contrayendo.

Para aclarar ello conviene repasar los signos de las derivadas de las variables allí anotadas.

Un menor déficit interno (ya sea por reducción genuina o por desplazamiento de crédito privado) y un menor endeudamiento neto, mejoran el tipo de cambio real. Por otras razones un menor subsidio neto a la producción interna de comerciables requerirá un tipo de cambio real mayor<sup>8/</sup>. La mejora en los términos de intercambio permite una mayor oferta de bienes comerciables al mismo tipo real de cambio con lo cual con costos crecientes y funciones normales de demanda implica aumento del precio relativo de los no comerciables. El gasto público figura en el supuesto que su composición marginal en términos de comerciales y no comerciales diverja del sector privado y cambios en el nivel del mismo alteren el precio relativo de equilibrio. En el signo que se ha propuesto está implícita una propensión mayor a gastar en no comerciables. Tendencia y shock son dependientes de otras fuerzas que no resulta interesante evaluar para el corto plazo.

Resulta claro que las políticas para influir sobre una variable endógena como el tipo de cambio real, son de carácter real y no nominal. La relevante en este caso es el nivel de déficit fiscal que condiciona el endeudamiento externo y la tasa de devaluación, que a su vez afecta la política de crédito interno como realización del impuesto inflacionario. Las políticas permanentes para mantener un tipo de cambio real no pueden ser, por lo mencionado anteriormente, de tipo nominal como, por ejemplo, restringir el crédito doméstico, salvo que operen transitoriamente, en un medio distorsionado. Ello puede ocurrir en el mercado crediticio si ha operado previamente en un medio fuertemente insolvente lo cual permite que la tasa de interés permanezca fuera de la relación de arbitraje. La forma genuina de mantener los precios relativos ante un shock de demanda externa, es mejorar la cobertura de las erogaciones públicas para hacer lugar a la mayor demanda externa reduciendo la brecha financiera interna. En especial se requiere que el menor déficit se logre abatiendo la acumulación de

**8** Ver E. Ache y R. López Murphy. "La devaluación como instrumento de política económica" presentado a las Primeras Jornadas de Economía B.C.U. - 1986.

deuda externa neta (menor deuda bruta o mayores reservas). Esta demanda neta por divisas neutraliza la mayor oferta asociada a la mejora de intercambio. La política crediticia opera igual si el repago de créditos es reemplazado por deuda pública interna que se esteriliza en reservas.

Luego de esta larga explicación cabe volver a preguntar porqué estabilizar una variable endógena como el tipo de cambio real. La respuesta obedece a dos órdenes de problemas. En primer lugar las rigideces existentes parecen indicar que resulta más fácil hacer ajustes en el ritmo de endeudamiento que en los precios relativos. En segundo lugar porque los hacedores de políticas llevan muy frescos los traumas de fines de los setenta y principios de los ochenta para repetir similares procesos de ajuste.

### **III. Algunas extensiones**

#### **III. 1. Composición de la demanda**

La posibilidad de hacer política fiscal compensatoria en economías pequeñas y abiertas con una cierta tradición inflacionaria hemos visto que se encuentra sumamente limitada.

Una condición necesaria para que un mayor déficit no repercuta en un mayor desequilibrio externo y si en mayor empleo es que la propensión marginal a gastar en no comerciables sea aproximadamente igual a la unidad. Ello requiere funciones de consumo y producción muy sui-generis para que sean aceptables. Otra alternativa es que la propensión a ahorrar sea muy elevada para el ingreso marginal, de modo de reproducir el equilibrio externo a un mayor nivel de ingreso. Este punto en alguna oportunidad se ha racionalizado con la idea de que los desocupados tienen un nivel de consumo mínimo que no aumenta bruscamente con los nuevos ingresos y en el caso de aumento del consumo se realiza básicamente en servicios que es su forma de conectarse con el mercado oficial de transacciones. El problema persistente es que (salvo que aumente la oferta de comerciables, un supuesto difícil de adoptar para un país pequeño tomador de precios que enfrenta una demanda infinitamente elástica y no la aprovecha, y en este caso aumenta la producción por una mayor demanda fiscal) la expansión de la demanda agregada requerirá mayores importaciones y posiblemente me-

nores exportaciones así como un mayor nivel de producto. Este deterioro de las cuentas externas, en última instancia la restricción de recursos de la economía, será el límite efectivo de la política de expansión. Sólo supuestos heroicos podrían revertir este escenario.

### III. 2. Crowding Out

Otro aspecto que habitualmente se menciona cuando se desarrolla el tema de la política fiscal compensatoria es el del crowding out, o el desplazamiento de gasto privado en consumo de bienes durables o inversión, por parte del mayor déficit público. Estos puntos que desarrollaremos son quizás la parte más difundida de los límites existentes a las políticas compensatorias.

La primera versión de crowding out viene de los economistas clásicos que establecían una dicotomía bien clara entre el mercado real y el monetario. La determinación del empleo se realiza en el mercado laboral donde no existe ilusión monetaria comparando el valor de la productividad marginal del trabajo con el salario real.

Una vez fijado el nivel de empleo, el desequilibrio fiscal (o la posición de la curva IS) sólo determinará la tasa de interés del sistema y la distribución entre consumo e inversión privada y consumo e inversión pública. La introducción del dinero fija el nivel de precios del sistema. Por la definición del modelo (permanente pleno empleo) la política fiscal compensatoria sólo puede alterar la tasa de interés y no el nivel de ocupación con lo cual hay un perfecto crowding out de la demanda privada por la expansión de la demanda pública.

Otra versión muy similar de crowding out es aquella vinculada a la presencia de una demanda de dinero rígida e ingenierilmente vinculada al nivel de transacciones. En este supuesto la curva del equilibrio de activos financieros (LM) es de forma vertical y en consecuencia todo movimiento que se genere en inversión o gasto público se traducirá en un mayor o menor nivel para las tasas de interés. Este esquema es similar al anterior salvo en cuanto hace al nivel de empleo. Un aumento de la cantidad de dinero si existe desempleo es todo poderoso para eliminarlo. Prácticamente existe una relación unívoca entre el agregado monetario relevante y el producto nominal. Con salarios nominales dados esto implica una expansión del empleo *pari passu* con la cantidad de dinero hasta alcanzar el pleno empleo.

Otra forma de desplazamiento del sector privado por el déficit público ocurre cuando las mayores erogaciones públicas implican una sustitución de la adquisición privada de esos bienes por ejemplo, almuerzos escolares, atención hospitalaria pública, etc. En estos casos resulta probable al menos parcialmente un efecto de reemplazo de la erogación privada por la pública sin un efecto neto sobre la demanda agregada.

Una posición más sofisticada en cuanto al desplazamiento de gasto privado por gasto público por efecto de la deuda ha sido atribuido a J. Tobin.

El esquema opera de la siguiente forma. El mayor volumen de deuda pública, generada por el déficit fiscal, requiere para que el sector privado presente equilibrio de cartera un aumento en la demanda de activos monetarios. Este aumento de demanda resulta equivalente a una reducción de la oferta monetaria y en consecuencia se produce un alza de las tasas de interés que desaloja los componentes más sensibles a ella de la demanda global privada (inversión), generando de este modo un efecto retroactivo en la economía. (Este efecto resulta acentuado si además demanda activos externos ya que obliga a un menor gasto interno para obtener el superávit de cuenta corriente que financie la salida de capital).

R. Barro plantea en su libro "Macroeconomics" otra forma de crowding out, que vendría generada por la sensación de ser más rico que en algunos modelos se asocia al reemplazo de impuestos por deuda pública. La demanda agregada por efecto riqueza crecería al tiempo que el esfuerzo de trabajo y la oferta de bienes caería. En este sentido el efecto riqueza crea un exceso de demanda por bienes como resulta requerido por la política compensatoria. Ahora bien ese exceso de demanda por bienes haría subir las tasas de interés en el mercado financiero forzando una declinación de la inversión. El déficit fiscal desplaza inversión privada, genera más consumo y menor esfuerzo productivo (la gente se siente más rica). El mayor consumo pese a un esfuerzo productivo menor se obtiene a partir de un menor nivel de inversiones. En el largo plazo la menor inversión se muestra en un decrecimiento del stock de capital siendo éste el verdadero peso de la deuda pública.

Como se observa, existen otros problemas consignados en la literatura al uso de política fiscal compensatoria, sintetizados en términos de crowding out, que puntualizan que el esfuerzo de mayor deman-

da se puede frustrar y además dejar en el largo plazo un mayor nivel de pobreza.

### **III.3 Contexto de la propuesta Keynesiana original.**

Convendría repasar brevemente dentro de estas extensiones el proposito central de las tesis keynesianas en materia fiscal como fueron originalmente formuladas. Ello también permitirá evaluar los límites y diferencias con la situación existente actualmente.

En la década del treinta se vivía una situación muy especial en los mercados de bienes y de capitales. La tasa de interés de Bonos del Tesoro Americano había descendido a niveles extremadamente bajos, 0,50/o anual. En ese contexto se reflexionaba que las operaciones de mercado abierto tendrían poco impacto, puesto que resulta difícil hacer bajar aún más la tasa de interés y la oferta monetaria adicional sería absorbida sin dificultad por los tenedores de bonos que de este modo se deshacerían de papeles que poseían un riesgo de baja de precios considerable. De este modo reemplazaban títulos de riesgo por unidades de cuenta muy estables. A su vez el nivel general de precios había experimentado una baja sustancial que hacía muy rentable la tenencia de activos financieros nominales. La economía internacional por su parte estaba muy fragmentada por la guerra de aranceles iniciada por la ley Smoot - Hawley así como por la cesación de pagos en que incurrieron muchos deudores soberanos.

En ese contexto una expansión del gasto financiada con bonos tenía muy ligeros efectos sobre la tasa de interés y creaba una demanda neta en el mercado. Esta encontraba a su vez grandes excesos de mano de obra (El desempleo había alcanzado 24,90/o en U.S.A. en 1933) que permitían aumentar la producción. El sector externo se encontraba relativamente controlado por las regulaciones y la propia pérdida de importancia del mismo. La situación actual difiere marcadamente de la descripción anterior, la escasez de capitales en el mundo esta reflejada en las elevadas tasas reales de interés que se están pagando, los ahorros no sobran sino que faltan. Existe una tradición de inflación especialmente en los países menos desarrollados que ha eliminado totalmente los balances monetarios ociosos y la misma inversión en billetes y monedas como cobertura al riesgo de baja de las tasas de interés. La integración en el mercado mundial es muy importante tanto en bienes.

servicios y recursos de financiamiento (Deuda Externa). La elasticidad de oferta de mano de obra a un salario nominal dado no resulta inferible de las dificultades que se encuentran para obtenerla, ni bien algún sector se reactiva (caso de la construcción en Uruguay 1987). Debe señalarse por otra parte que la oferta laboral hoy se integra con una cantidad apreciable de mujeres y con un mercado educacional distinto a los años treinta. En aquel momento el desempleo era, básicamente desempleo de jefes de familia, hoy es de mujeres y jóvenes. Ello implica una limitación seria para desplazar a los integrantes de la oferta laboral, a un mismo salario nominal, cuando hay que hacerlos abandonar actividades fuera del mercado que tiene costos crecientes (tareas del hogar, alargamiento del período de estudios, etc.). Por último el tamaño del estado es muy diferente y su crecimiento lo obliga a introducirse en actividades donde su eficiencia es mucho más limitada que en las primeras tareas que emprendió. En esta perspectiva hay que evaluar también la política fiscal compensatoria.

#### III.4 El problema de la medición del déficit

La definición de política fiscal compensatoria se refiere en un déficit ajustado por inflación, en el entendimiento de que es este último el que se encuentra vinculado a la cuenta corriente del balance de pagos. El será el que requerirá el financiamiento adicional en términos reales para cubrir la brecha existente. El supuesto básico es que los tomadores de bonos no sufren de ilusión monetaria y no computan como ingreso la tasa de amortización implícita en las tasas de interés que reciben. Una cuestión más compleja es si capitalizan las ganancias de capital del Banco Central por aumento del precio del oro y otros activos externos respecto a la moneda de reserva (dólar). En la medición de riqueza como argumento de la función de gasto, indudablemente pesan las ganancias de capital. Esto lleva también a precisar cual es el déficit correcto de cuenta corriente a medir, muy vinculado a lo anterior. De todos modos, tomando arbitrajes fijos para las monedas extranjeras el déficit fiscal relevante es aquel ajustado por la unidad de cuenta del sistema (dólar ajustado por inflación) en economías con intervención cambiaria.

Esto es una primera aproximación, los agentes económicos pueden no considerar adecuada la deuda pública interna y pretender despojarse de ella, ya sea cambiándola por activos externos o con un mayor

gasto. Ello a su vez debilita el vínculo entre el déficit fiscal y la cuenta corriente generando un nuevo conjunto de problemas. En cualquier caso parece una primera aproximación razonable la mencionada anteriormente.

Otro aspecto de medición no considerado es aquel de tomar déficit presente o déficit futuro.

Habitualmente se toma déficit presente ya que es el que presiona sobre los sectores externo, de deuda pública y monetario. Sobre el se articula el programa financiero y se prevén las fuentes para su cobertura.

Esto, sin embargo es una simplificación. El déficit realmente importante es aquel de largo plazo para el cual hay que prever la financiación correspondiente. Poco importa cubrir los requerimientos de corto plazo si se está emitiendo documentos de una entidad insolvente en el largo plazo.

Los agentes económicos perciben esta situación y ello afecta las demandas de activos financieros de corto y largo plazo. Gran parte del spread de tasa de interés que se observa en algunos países en desarrollo, se puede atribuir a la aparente inconsistencia entre el crecimiento de la deuda pública y la capacidad tributaria que sirve de fuente para atender los servicios de la misma.

Un caso muy claro de ello es el de los regímenes de seguridad social, que pueden implicar un equilibrio coyuntural o superávit. Sin embargo en las proyecciones de largo plazo subyace un desequilibrio acentuado. Siempre es posible aumentar los impuestos más adelante pero transferir esfuerzo tributario hacia el futuro tiene necesariamente que condicionar la demanda de activos financieros nacionales. Parece obvio que conviene ahorrar en economías y monedas no sujetas a ese predecible aumento de carga tributaria.

Por ello no es adecuado observar exclusivamente el desequilibrio de corto plazo, que de todos modos hay que financiar, sino también computar el crecimiento potencial de la deuda asociado a la proyección en el tiempo del régimen fiscal vigente. (Gran parte de las tareas de planificación consiste en volver compatible estas proyecciones).

Otro aspecto vinculado a lo anterior es que en la posición fiscal neta deben incluirse los compromisos implícitos en los regímenes de garantía bancaria y avales que otorgue el Estado.

En los casos anteriores la percepción del problema no es abso-

lutamente clara para los agentes económicos y reaparece así el problema de cómo valúan los compromisos futuros en términos de impuestos asociados a la deuda pública.

### III. 5 La política fiscal compensatoria y la fuga de capitales.

El fenómeno de fuga de capitales, es decir el retiro de recursos de la economía nacional, implica un menor nivel de empleo y/o salario así como de nivel de producto. Este efecto se dará con control de cambios o sin control de cambios, con tipo de cambio variable o fijo, difiriendo únicamente en el proceso de ajuste.

La política fiscal puede cumplir un rol en dos sentidos. Por un lado emitir títulos que sean mejores sustitutos de los activos extranjeros que las inversiones físicas en el país. Esta mayor disponibilidad de recursos deberá invertirse en activos de alta liquidez que permitan recolocar estos recursos en inversión privada cuando retome la confianza.

Alternativamente se puede cobrar con impuestos la brecha de exceso de ahorros que se vuelcan a la fuga de recursos y reducir de este modo la brecha externa o alternativamente mantener la brecha de financiamiento y aumentar la demanda de bienes domésticos.

Ambas medidas van a generar un mayor nivel de actividad doméstica y una mayor acumulación de recursos dentro del país en el tiempo. Este punto debe ser considerado con sumo cuidado y manejado con extrema prudencia. Mas allá de un cierto punto o de un fenómeno puramente transitorio un aumento de impuestos o de deuda pública puede agravar la desconfianza y generar una tremenda crisis. El caso apuntado más arriba se refiere a una discrepancia de expectativas entre el sector privado y la real conducta del gobierno, no al problema de un desequilibrio fundamental de largo plazo en las cuentas fiscales, o a una desconfianza esencial en el derecho de propiedad o en el cumplimiento de los contratos.

En este orden de ideas se inscribe el efecto que sobre la inversión doméstica ejerce la presencia de un fenómeno de acumulación de deuda pública de altísimo rendimiento por caída del valor del principal. Esos títulos son las alternativas más claras a la inversión doméstica y su continua elevación se convierte en un freno inexorable a iniciar cualquier nuevo proyecto o a mantener siquiera el stock de capital.

Este, quizás, sea el límite más preciso a la política de financiar con deuda creciente los desequilibrios presupuestarios, al tiempo que se solicitan permanentemente refinanciaciones y tratamientos no comerciales. Esta conducta afecta la credibilidad y por medio de ella los institutos de la propiedad, que resultan esenciales a la colocación de capital de riesgo y al proceso inversor.

### **Comentarios finales.**

En esta presentación se ha procurado pasar revista a las posibilidades de la política fiscal compensatoria. En particular se ha orientado el caso hacia economías pequeñas, abiertas, con un elevado stock de deuda y con un proceso inflacionario de larga duración.

Se procuró extender algunos comentarios vertidos en un trabajo anterior por parte del autor y precisar su extensión. La revisión partió de modelos muy simples de precios fijos y sin mercado monetario ni externo, que luego fueron incorporados. La dimensión temporal del fenómeno fue también considerada, contraponiéndose los efectos de corto y largo plazo. Sucesivamente se fueron tomando en cuenta los efectos de las futuras cargas impositivas asociadas a la deuda pública, la naturaleza sustitutiva del gasto público y su valuación por el sector privado, los efectos sobre bienes no comerciables y los cambios de carácter transitorio y permanente.

En la tercera sección se trataron algunas extensiones al modelo previo. Entre ellas la referida a las características del aumento de la demanda global necesario para que no se verifique un desplazamiento de no comerciables a comerciables, las distintas nociones de crowding out, el contexto de la idea original keynesiana, la medición del déficit relevante, la consideración de déficit explícitos e implícitos, la fuga de capitales y los efectos sobre la inversión de la acumulación de deuda y potencial insolvencia pública.

Lamentablemente hubo temas que debieron ser restringidos en su extensión, así como algunos ni siquiera pudieron ser considerados. Entre estos últimos quizás el más importante es si la política fiscal aún cuando tenga efecto, vale la pena llevarla a cabo.

Las conclusiones generales han sido muy pesimistas en cuanto a los efectos prácticos a obtener y su potencial virtuosidad. En alguna medida ello era previsible simplemente observando el funcionamiento

real de las economías, pero resultó inicialmente interesante emprender el esfuerzo de sistematizar estas ideas y luego estimulante el desarrollarlas, aún cuando carezcan de una gran originalidad, difícilmente posible en un tema tan explorado por la literatura.

## LA POLITICA FISCAL COMPENSATORIA

### RESUMEN

El trabajo desarrolla un modelo para analizar el uso de la política como un instrumento moderador del ciclo. Se considera así el nivel de tendencia en base al cual establecer las medidas compensatorias, las limitaciones de la política fiscal como son entre otras, el descuento de los mayores impuestos futuros asociados a la colocación de deuda neta, la sustitución de gasto privado por público, la filtración de la mayor demanda por el sector externo. Se comenta también la reversión a largo plazo de políticas fiscales expansivas de corto plazo. Se toma especial cuidado en estudiar el caso para pequeñas economías abiertas así como se discute qué déficit es relevante, el nominal o aquel ajustado por inflación.

## THE COMPENSATORY FISCAL POLICY

### SUMMARY

This paper develops a model to analyze the use of fiscal policy as a tool to attenuate the business cycle. It is considered in this way the trend level over which it can be triggered the compensatory measures, the limitations on fiscal policy, as for example, the discount of future tax liabilities associated to an increase in public debt, the substitution of public expenditure for private expenditure, the leakage by the external sector of the higher internal demand etc. In the paper it is given consideration to the reversions in the long-run of short-run fiscal policies. The small open economy is specially analyzed as well as what level of deficit is relevant for policy, the nominal deficit or that one adjusted by inflation.