

**Nº 6**  
Diciembre 1971



## Documento de Trabajo

**ISSN** (edición impresa) **0716-7334**

**ISSN** (edición electrónica) **0717-7593**

### **El Programa Monetario en el Sexenio 1964 - 1970**

**Sergio Baeza**  
**Jorge Cauas**

UNIVERSIDAD CATOLICA DE CHILE  
INSTITUTO DE ECONOMIA

oficina de publicaciones  
casilla 114-D, santiago, chile.

Versión Preliminar para discusión.

Los autores agradecen los comentarios de los profesores y alumnos participantes en el seminario de Política Económica, en especial al Profesor Vittorio Corbo.

EL PROGRAMA MONETARIO EN EL  
SEXENIO 1964 - 1970

Sergio Baeza  
Jorge Cauas

Documentos de Trabajo N°6.

Diciembre, 1971.

## INTRODUCCION

El propósito de este trabajo es evaluar la situación del mercado monetario en los seis años de la administración anterior y determinar en qué sentido sus desajustes afectaron el mercado real.

La política monetaria, en efecto, debía asumir un comportamiento pasivo. La oferta de dinero debía ajustarse a las necesidades del sistema expresadas a través de los cambios en los precios, la población, el ingreso, las expectativas, etc. Las necesidades de dinero de la economía se calculaban usando una función de demanda por dinero y la oferta debía ceñirse a este cálculo para no crear presiones inflacionarias ni recesivas.

## METODOLOGIA

Procederemos a comparar los aumentos que efectivamente se produjeron en la cantidad de dinero ofrecida, con indicadores del aumento de las necesidades de dinero del sistema, para establecer cuál fue la situación ex-post en el mercado monetario. Pero con esta comparación ex-post no es posible dis-

tinguir entre aumentos en el producto y los precios inducidos por una política activa de expansión de los medios de pago y entre aumentos en el producto y los precios validados por una política de expansión pasiva. Ocurre que la pasividad de la política monetaria no se puede determinar ex-post, puesto que ex-post precios e ingresos acusan los efectos de la política monetaria seguida.

Sin embargo, si este análisis ex-post muestra que en algunos años del período se produjo un desequilibrio significativo, se puede concluir que la política monetaria no fue pasiva en esos años. Esta es la justificación del análisis ex-post. Por el contrario, si el mercado monetario apareciera en equilibrio para algunos años del período, no podríamos afirmar que la política monetaria hubiera sido necesariamente pasiva. Puede que haya sido expansiva induciendo aumentos en el producto y los precios suficientes como para absorber el exceso de dinero generado inicialmente. Pero nuevamente, si observamos que para un año el crecimiento de la oferta de dinero excede significativamente al crecimiento de la demanda por dinero, podremos afirmar con seguridad, que la política monetaria fue activa.

MEDICION

Usaremos las funciones de demanda por dinero de Ossa y Bardon 1/, de Cortés y Tapia 2/ y de Corbo 3/.

La función de Ossa y Bardón expresada en términos de variaciones porcentuales aparece como:

$$\dot{m}_t = \dot{p}_t + \dot{n}_t + .496 \dot{y}_t - .855 \Delta E$$

en que:  $\dot{m}$  = variación porcentual en la cantidad de dinero nominal demandada entre promedios anuales.

$\dot{n}$  = aumento porcentual de la población.

$\dot{y}$  = variación porcentual del ingreso real per capita.

$\dot{p}$  = variación IPC entre promedios anuales.

$\Delta E$  = cambio en las expectativas.

La función de Cortés y Tapia expresada en términos de variaciones aparece como:

1/ Cristián Ossa, "La política monetaria y la programación del desarrollo", Cuadernos de Economía N°3, 1964.

2/ Hernán Cortés y Daniel Tapia, "La demanda por dinero: un informe preliminar", Estudios Monetarios II, Banco Central de Chile, 1970.

3/ Vittorio Corbo, "An Econometric Study of Chilean Inflation", tesis inédita, MIT, 1971.

$$\dot{m}_t = \dot{p}_t + \dot{n}_t + .470 \dot{y}_t - .287 \dot{y}_{t-1} - .267 \dot{p}_t + .842 (\dot{m}_{t-1} - \dot{p}_{t-1} - \dot{n}_{t-1})$$

en que:  $\dot{p}$  = tasa de variación del deflactor implícito.

La función de Corbo expresada también en términos de tasas de variación aparece como:

$$\dot{m}_t = \dot{p}_t + 1.251 (\dot{m}_{t-1} - \dot{p}_{t-1}) + .543 \dot{q}_t - .273 \dot{q}_t - .528 i_t + .264 i_{t-1} + .376 (\dot{p}_{t-1} - \dot{m}_{t-1})$$

en que:  $\dot{p}$  = tasa variación del índice de precios al consumidor en Santiago, promedios anuales.

$\dot{q}$  = tasa de variación del producto real.

$i$  = tasa de variación del interés nominal efectivo.

Si alimentamos las funciones con los datos ex-post tenemos las siguientes estimaciones para el incremento en la cantidad de dinero demandada para cada año del período:

CUADRO N° 1

Variación en la cantidad de dinero demandada entre promedios anuales.

	$\dot{m}_{OB}^d$	$\dot{m}_{CT}^d$	$\dot{m}_C^d$
1965	.333	.383	.347
1966	.245	.564	.586
1967	.179	.428	.414
1968	.416	.293	.209
1969	.369	.328	.306
1970	.343	.436	.448

Comparando estas estimaciones del aumento de las necesidades del sistema con la expansión efectivamente producida tenemos:

CUADRO N° 2

Diferencias entre las variaciones de las cantidades de dinero ofrecidas y demandadas entre promedios anuales.

	$\dot{m}_O - \dot{m}_{OB}^d$	$\dot{m}^o - \dot{m}_{CT}^d$	$\dot{m}^o - \dot{m}_C^d$
1965	.253	.203	.239
1966	.238	- .081	- .103
1967	.097	- .152	- .138
1968	.108	.015	.099
1969	.045	.086	.108
1970	.082	.089	.077

CUADRO N° 3

Variación del Índice de Precios al Consumidor entre pro-  
medios anuales y crecimiento real del gasto del PGB a  
precios de mercado

	Gasto PGB	IPC
1965	.050	.286
1966	.070	.229
1967	.023	.181
1968	.029	.266
1969	.033	.306
1970	.031	.325

FUENTE: ODEPLAN, INE.

COMENTARIOS

La diferencia medida entre cantidad de dinero ofrecida y demandada merece algunas observaciones.

En primer lugar, está el problema de la cantidad de la función usada en la medición de la variación en la cantidad de dinero demandada. Claramente, si el ajuste de la función no es bueno (poco poder explicatorio, parámetros sesgados, inconsistentes o poco significativos) entonces al usar esa función no estaremos estimando en forma precisa las necesidades de dinero de la economía.



En segundo lugar está el problema de rezagos, el problema de que los saldos deseados no necesariamente son siempre iguales a los saldos efectivamente demandados para un período dado. En este análisis estamos suponiendo que cada año del período se cierra con equilibrio entre las cantidades deseadas y demandadas. Para el año 1970, por ejemplo, se observa que hay un exceso de la variación en cantidad ofrecida (efectivamente demandada) sobre la estimación de la variación en cantidad demandada. Sería razonable pensar que la cantidad deseada era inferior a la efectivamente absorbida y, consecuentemente, la diferencia entre lo ofrecido y las necesidades estimadas del sistema sería menor.

En tercer lugar está el problema de posibles desplazamientos de la función. El ajuste de una función supone *ceteris paribus* variables que no están incluidas entre los argumentos, pero que podrían afectar la variable dependiente en determinadas circunstancias. Concretamente, la función de demanda por dinero supone que no hay alteración en el marco institucional. Sin embargo, dentro del período de análisis cubierto por este trabajo hay dos oportunidades, el año 1965 y el año 1970, en que la economía puede haber absorbido más dinero del que se estimó que podía absorber con las funciones de demanda por dinero, ya que éstas pueden haber sufrido un

desplazamiento debido a la eliminación del sobregiro y la incorporación de vastos sectores agrícolas a la economía monetaria en 1965, y debido a la crisis financiera de Septiembre en 1970.

#### CONCLUSIONES

La política monetaria entre 1965 y 1970 tuvo como característica la de tratar de servir el resto de las metas económicas establecidas en términos de inflación y crecimiento 4/. Es posible observar que en el año 1965 el dinero sobrepasó los niveles adecuados para el ajuste en ambas variables. En 1965 y 1966 fue posible obtener un alto crecimiento y una reducción de la tasa de inflación por la utilización de la capacidad instalada para la producción de bienes de consumo y por las condiciones favorables fiscales y de comercio exterior. Sin embargo, las metas establecidas en el programa en cuanto a costos de producción e incremento del ahorro no fueron logradas por no ser viables políticamente. Estos hechos, sumados al efecto de la reducción en los márgenes utilizables de capacidad instalada, a la imposibilidad de mantener el incremento del excedente fiscal y a la estabilización de las con

4/ Jorge Cauas, "Política Económica de Corto Plazo", Estudios Monetarios II, Banco Central de Chile, 1970.

diciones de comercio exterior, condujeron a una situación crítica en materia de política de estabilización en 1967. Esta situación dió origen a la preparación de un proyecto de ley sobre ahorro cuyas finalidades fundamentales eran contener el alza de costos y generar los recursos financieros necesarios para mantener el ritmo de crecimiento programado. No se reconocieron dicho año las presiones reales de costos y se trató de contener los precios extremando los controles directos y siguiendo una política monetaria restrictiva. Las condiciones políticas no permitieron la aprobación del proyecto de ahorro, ni la regulación de los reajustes, lo que significó que los costos siguieran aumentando simultáneamente a una caída importante en el ritmo de incremento de la demanda global, lo que se reflejó en la tasa de crecimiento.

En la práctica, a partir de 1968, la política monetaria pasó a tener un carácter defensivo tratando de obtener una inflación lo más pequeña posible, en un marco de crecimiento lo más grande posible, sin problemas de comercio exterior ni de abastecimientos.

La consideración final más importante que debe hacerse es en relación con el concepto de pasividad en la política monetaria. Parece claro que dicha pasividad debe ser medi-

da esencialmente en relación con las intenciones de la autoridad monetaria. Dichas intenciones, a su vez, deben estar relacionadas con un conjunto de metas de la política económica que deben ser claramente establecidas y controladas momento a momento.

Surgen varias reflexiones de la afirmación anterior.

La primera es la posibilidad de definir claramente dichas metas, o bien, si una vez definidas en términos económicos ellas corresponden adecuadamente a las tendencias y conductas del sistema socio-político.

La segunda es la capacidad de ajuste de la autoridad monetaria momento a momento para recoger y validar los cambios en las metas de la economía. Normalmente el proceso político no tiene la claridad requerida para permitir una respuesta oportuna del responsable en materia técnica económica.

La tercera es la pregunta acerca de la validez técnica de las diferentes definiciones, instrumentos analíticos y la oportunidad y calidad de la información estadística para las cuantificaciones correspondientes. La discusión sobre estos temas no está agotada. Por el contrario, ha dado origen

a una revitalización de antiguas polémicas. Para el caso de Chile en el período 1964 - 1970 la situación era tanto más delicada puesto que los instrumentos disponibles entonces 5/ fueron primeras aproximaciones que debieron ser reforzadas 6/. Sólo muy recientemente se ha logrado un nivel más alto de satisfacción 7/. Tal vez este es uno de los resultados importantes de la aplicación de la política: la necesidad de un fortalecimiento del instrumental analítico.

En resumen, la experiencia que describe este trabajo deja una lección y una pregunta. La lección es la extrema dificultad de aplicar una política monetaria pasiva. La pregunta es cuál debe ser la conducta de la autoridad monetaria. Desgraciadamente, en países con inflación secular como la nuestra, las respuestas difícilmente pueden ser la de una política activa cuya única meta sea la de estabilizar los precios, o la de una autoridad monetaria absolutamente sujeta a las presiones y vaivenes que se generan en otros sectores.

5/ J. Deaver, "The Chilean Inflation and the Demand for Money", Ph.D. Dissertation, Dept. of Economics, University of Chicago, mimeo, 1960.

A. Harberger, "The Dynamics of Inflation in Chile", Measurement in Economics, Stanford, 1963.

T. Reichman, "La Demanda por Dinero: Un intento de cuantificación", Publicación N°73, Instituto de Economía, Universidad de Chile, 1965.

6/ C. Ossa, op. cit.

7/ H. Cortés y D. Tapia, op. cit.

V. Corbo, op. cit.