

Santiago, Noviembre 13, 1967.

Señor  
Patricio Aylwin,  
Presente.-

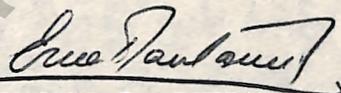
Estimado señor:

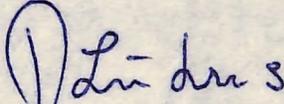
Hace algunos días el Ministro de Hacienda expuso a la opinión pública un proyecto de reajuste, cuya característica más sobresaliente consiste en que parte de dicho reajuste sería pagado en bonos.

Dicho proyecto ha causado una ardua polémica, en la que participan empleados, empleadores, políticos, etc.

Confiando en que un análisis técnico objetivo pueda contribuir a esclarecer algunos de los efectos de dicho proyecto, hemos escrito algunos breves comentarios al respecto. Considerando que Ud. pudiera estar interesado en ellos, se los enviamos adjuntos, rogándole tenga la gentileza de comunicarnos su impresión sobre los mismos.

Atentamente,

  
ERNESTO R. FONTAINE

  
ROLF J. LUDERS

Profesores Escuela  
Economía y Administración,  
Universidad Católica de Chile.

ALGUNOS EFECTOS ECONOMICOS DEL PAGO DEL REAJUSTE  
CON BONOS DE CAPITALIZACION NACIONAL.

ERNESTO R. FONTAINE y  
ROLF J. LUDERS,  
Profesores  
Escuela Economía y Adminis-  
tración,  
Universidad Católica de Chile.

Santiago, Noviembre 9, 1967.

ALGUNOS EFECTOS ECONOMICOS DEL  
PAGO DEL REAJUSTE CON BONOS  
DE CAPITALIZACION NACIONAL.

R E S U M E N :

Un aumento del ahorro nacional requerirá que la política se aplique por un largo período de tiempo y que los bonos sean básicamente intransferibles --- Estos requisitos probablemente conducirán a que la medida venga a constituir un impuesto, lo que a su vez resultará en un mayor aumento del ahorro nacional --- El impuesto probablemente será regresivo en el largo plazo, aunque progresivo en el corto --- Se sugiere calcular el monto pagado en bonos sobre la base de la remuneración total de todos los trabajadores--- Se analizan las ventajas y desventajas de otorgar el reajuste en Certificados de Ahorro Reajutable, (CAR).

A. Efectos sobre las Presiones Inflacionarias .....	Pag. 2
B. Efectos sobre la Magnitud y Composición de la Inversión y Ahorro Nacional .....	4
C. La Importancia de la Transferibilidad de los Bonos ...	7
D. La Inversión Pública, la Inversión Privada y el Presupuesto .....	8
E. Conclusiones .....	10
F. Algunas Sugerencias .....	10

De acuerdo con las declaraciones formuladas por el Ministro de Hacienda respecto de un posible pago de parte del reajuste próximo en Bonos de Capitalización Nacional, nos permitimos exponer una opinión ante un problema tan importante y de actualidad indudable. El reajuste, que probablemente sería de más del 100% del alza del costo de vida durante 1967 para los trabajadores del sector privado, sería cancelado en un 40% con bonos de capitalización y el saldo en dinero efectivo. Los objetivos que se persiguen con esta medida pueden resumirse en: (1) Mejorar la distribución del ingreso nacional; (2) Aumentar el ahorro y la inversión nacional; (3) Aumentar la participación de los trabajadores en el ahorro nacional, y (4) Lograr lo anterior sin crear presiones inflacionarias adicionales.

Para analizar los efectos de pagar una parte del reajuste con bonos de capitalización nacional emitidos expresamente para ello, deben compararse los con los efectos de otorgar un reajuste de igual magnitud pagadero en su totalidad con moneda de curso legal. 1/ Parece conveniente imaginar dos situaciones distintas: (a) La emisión de bonos viene a financiar una inversión que hubiera de todos modos realizado el sector público, y (b) la emisión de bonos no afecta los gastos gubernamentales. 2/ Será importante también distinguir entre (1) el valor asignado por los trabajadores a los bonos es igual a su valor nominal, y (2) el valor asignado es menor que su valor nominal.

---

1/ Dejamos acá de lado los rumores de que el reajuste hubiera sido de sólo el 100% del alza del costo de la vida si él hubiera sido pagado íntegramente en dinero efectivo, y de que el sector privado aparentemente recibirá un reajuste legal superior al del sector público.

2/ La situación (a) corresponde con las declaraciones del Ministro de Hacienda aparecida en la Revista Ercilla, N° 1692, y la situación (b) es consecuente con las declaraciones publicadas en El Mercurio, N° 47497, ambas del 8 de Noviembre de 1967.

Á. Efectos sobre las Presiones Inflacionarias.

Debido a que nos hemos propuesto analizar los efectos de otorgar un reajuste en bonos o si no otorgarlo integralmente en dinero efectivo, dejaremos aquí de lado los problemas introducidos por el hecho de otorgar un reajuste general superior al 100% del alza del costo de la vida.

Supóngase, por el momento, que el bono es intransferible, y que el valor asignado por el trabajador a un bono es igual a su valor nominal, de modo que tanto la remuneración total del trabajador como el costo total para la empresa son iguales a lo que hubieran sido en ausencia del pago en bonos. En estas circunstancias, el efecto del pago en bonos dependerá exclusivamente de la forma en que él afecte la política de gastos del gobierno.

En la situación (a) planteada más arriba, es claro que la emisión de bonos reduce las presiones inflacionarias pues en este caso el fisco necesitará recurrir en menor grado al Banco Central para su financiamiento ó tener un superávit. En la situación (b), sin embargo, la emisión de bonos no viene a afectar las presiones inflacionarias del país, pues la cantidad de dinero disponible en Chile será la misma que aquélla que hubiera existido sin la emisión de bonos. 1/. Resumiendo,

---

1/ Desestimamos los problemas introducidos por el "multiplicador del presupuesto balanceado" y por la posible presión inflacionaria provocada por el cambio en la composición del gasto nacional en presencia de inflexibilidades de precios. En todo caso, estos efectos serían de una magnitud despreciable.

si es cierto que el ingreso de la "venta" de bonos no viene a afectar el presupuesto de gastos (de inversión), el efecto sobre las presiones inflacionarias es nulo; habrá un efecto anti-inflacionario sólo en la medida que la "venta" de bonos venga a reducir los gastos presupuestados.

El análisis anterior se hizo en el supuesto de que los bonos fuesen intransferibles y valorados por los trabajadores "a la par", de manera que no se producía una presión inflacionaria por el lado de los costos. En tanto los bonos sean valorados en menos que su valor nominal, la medida constituirá un impuesto sobre la contratación de trabajadores y significará desenfrenar presiones de inflación de costos; puesto que en el corto plazo, y en tanto haya inflexibilidad a la baja en las remuneraciones del trabajo, este impuesto será de cargo del empleador, generando de esta manera una presión sobre los precios y una tendencia hacia una mayor desocupación, situaciones ambas que llevarán a una autoridad monetaria que desea evitar el desempleo a aumentar la cantidad de dinero disponible en el país. Vale decir, si bien es cierto que de la teoría económica ortodoxa se infiere que un impuesto es una herramienta anti-inflacionaria, un impuesto sobre el trabajo, en el corto plazo, provocará mayores demandas de parte de los trabajadores que ven cercenados sus ingresos, demandas que de accederse a ellas, deberán verse reflejadas en los precios o en una mayor desocupación; ambos resultados llevarán a una política monetaria expansiva. La magnitud de la incidencia del impuesto en las utilidades de las empresas dependerá de la capacidad de trasladar el impuesto al precio del producto y de la movilidad del capital. En el largo plazo es razonable presumir que el capital sea relativamente más móvil que el trabajo en el mercado internacional; de ello se infiere que esta medida redundará en que el impuesto sea pagado en su mayor parte por el trabajador. En el "corto plazo", sin embargo, la medida resultará en una pérdida de capital y, po-

siblemente en una reducción de la inversión privada nacional. 1/

La significancia de la transferibilidad de los bonos en relación con las presiones inflacionarias de demandas será tratada más adelante en el punto C.

B. Efectos sobre la Magnitud y Composición de la Inversión y Ahorro Nacional.

Los bonos --que supondremos intransferibles-- vienen en parte a sustituir otros valores que habrían compuesto la cartera de activos (portafolio) mantenida por el trabajador chileno, y en parte a disminuir su nivel de consumo. Definido el ahorro como ingreso menos consumo, el aumento del ahorro provendrá solamente de la disminución en el consumo. Aquellos trabajadores con ingresos "bajos" ahorrarán ahora menos en términos de bienes durables y semi-durables (ropa, pintar la casa, muebles, radios, etc.) y normalmente también disminuirán su consumo habitual, pues se verán "obligados" a mantener bonos, sin posibilidad de sustituirlos por otros activos similares. Aquellos que hubieran comprado acciones u otros activos, aceptarán en vez de ellos los bonos de capitalización. Cabe destacar que para ambos grupos de trabajadores existe temporalmente la posibilidad de desahorrar, liquidando activos o postergando reparaciones con el objeto de mantener el nivel de consumo y portafolio de activos deseados, impidiendo de esta forma un aumento del ahorro global; esto dependerá, sin embargo, del exceso de ahorro forzado sobre ahorro deseado, del mon-

---

1/ Entiéndase aquí por "corto plazo" el tiempo necesario para que se deprecie consecuentemente el capital privado actualmente existente. La forma en que el capital paga este impuesto se manifiesta por una pérdida de valor de las empresas en un monto igual al valor actual de la diferencia entre las utilidades esperadas.

to de la cartera (riqueza) del trabajador, de la perpetuidad de la medida, y de la transferibilidad de los bonos.

Por otro lado, en la medida que en el valor asignado a los bonos por los trabajadores sea menor que su valor nominal, y en que la propensión marginal a consumir del Fondo de Capitalización sea menor que aquélla de los trabajadores, la parte del impuesto implícito en la emisión de bonos intransferibles que recae sobre los trabajadores, llevará en efecto a una mayor tasa de ahorro y capitalización nacional. Con otras palabras, si acaso es cierto que de cada escudo el trabajador ahorra veinte centésimos mientras que el gobierno ahorra ochenta, el traspaso de un escudo de impuestos desde trabajadores al Fondo de Capitalización Nacional resulta en un aumento de 60 centésimos en el ahorro e inversión nacional.

Volviendo al caso en que los bonos sean valorados a la par, ¿cuál es la situación más favorable al ahorro nacional? Es aquélla en que la mayor parte de los trabajadores no tengan la posibilidad de sustituir otros activos por los bonos y no puedan desahorrar.

A la luz de esto, la proposición de acordar en bonos un reajuste proporcionalmente igual para todos los trabajadores tendrá un efecto sobre el ahorro nacional mayor que aquel que, rindiendo el mismo ingreso, sea progresivo a partir de una tasa relativamente baja. Si bien es cierto que para esta conclusión el bono ha sido, por presunción, valorado a la par, su adquisición forzada viene en efecto a constituir una especie de impuesto sobre el trabajador de ingresos "bajos", quien no puede sustituir el bono por otros activos. Es en este sentido que la medida de acordar un reajuste "parejo" es regresiva. Por ello es que en la decisión relacionada con las tasas del reajuste en bonos deberán sopesarse los beneficios de un mayor ahorro y el

costo implícito sobre los trabajadores.

Sin embargo, en cuanto el reajuste en bonos constituya un pequeño porcentaje de la remuneración al trabajador, existe la posibilidad de sustitución de activos descrita anteriormente, de modo que el efecto del pago de reajuste en bonos será menos regresivo y conducirá a una situación depresiva en el mercado de capitales, con el consecuente traspaso de fondos invertibles desde el sector privado al Fondo de Capitalización, sin que ello venga a provocar un aumento significativo de la inversión o ahorro nacional. 1/ En este caso la inversión del Fondo se hace a costa de una igual disminución en la inversión privada. El beneficio para la comunidad de esta transferencia depende de la rentabilidad social de la inversión hecha por el Fondo en comparación con la rentabilidad social de la inversión privada que se ha sacrificado.

Cabe mencionar acá que la disposición que permite usar los fondos para pagar deudas en viviendas CORVI o en Asociación de Ahorro y Préstamo aumenta la posibilidad de que el ahorro implícito en los bonos sustituya un ahorro que de todas formas se hubiese realizado. Además, debido a que los bonos serían recibidos a la par, tiene el efecto de disminuir el impuesto implícito, disminuyendo el ahorro y la regresividad de la política.

---

1/ En tanto los bonos sean intransferibles y el trabajador no posea activos nacionales y esté transfiriendo sus ahorros al extranjero, el pago de reajustes en bonos vendrá efectivamente a aumentar el ahorro e inversión nacionales. Este caso es demasiado poco realista como para considerarlo seriamente.

C. La Importancia de la Transferibilidad de los Bonos.

De las declaraciones del Ministro pareciera desprenderse que los bonos serán básicamente intransferibles. Si los bonos son libremente transferibles y utilizables para el pago de impuestos --como fué el caso de los bonos "Empréstito 9 de Julio" emitidos en la Argentina en 1963-- ellos vendrían en gran medida a constituir un sustituto para el dinero (cuasi-dinero), creando de esta forma una presión inflacionaria de demanda. Con esto, en el caso (b) de más arriba se manifestaría una presión inflacionaria --toda la inversión permitida por la emisión de bonos estaría de hecho financiada con cuasi-dinero. En la medida que los bonos son menos transferibles, peores sustitutos del dinero serán y menores serán las presiones inflacionarias que desatarán; en cambio, más probable es que sean valoradas a un precio menor que su valor nominal, y constituyan un impuesto sobre el trabajo.

La importancia de la transferibilidad para la magnitud del ahorro global radica en que al ser transferibles, la persona que no desee ahorrar podría venderlos y mantener su nivel de consumo. En este caso, la emisión de bonos involucra un mero traspaso de recursos desde el sector privado al Fondo de Capitalización. Si la venta de bonos superara al ahorro voluntario neto que se hubiera producido en ausencia de este esquema, la inversión del Fondo podría estar proviniendo de una descapitalización del sector privado. 1/ Es más probable que es-

---

1/ Es claro que en este caso la cotización de los bonos será inferior al valor nominal, con lo que se introduce el efecto impositivo de la medida. Además, la mayor tasa de interés implícita podría significar un aumento del monto del ahorro voluntario y, por lo tanto, una disminución de la tasa de descapitalización privada.

to suceda si acaso la emisión de bonos es solamente por un período corto, puesto que si la medida tuviera cierta perpetuidad las personas tenderían a disminuir su nivel de consumo en lugar de disminuir su riqueza. Es importante destacar que la tasa de descapitalización del sector privado nacional no podrá ser superior a la depreciación natural del capital, salvo que se permita la exportación de capital.

El caso en que los bonos son intransferibles fué analizado en los puntos A y B más arriba.

Del análisis anterior se desprende que para una política que pretenda aumentar el ahorro nacional sin generar al mismo tiempo presiones inflacionarias a través de la emisión de bonos de capitalización, es necesario que éstos sean pobres sustitutos del dinero (o sea, relativamente intransferibles) y que se creen expectativas de que la medida será usada permanentemente. Ambos requisitos parecen cumplirse en el proyecto esbozado por el Ministro de Hacienda. Sin embargo, debido a que los bonos podrán ser usados para pagar deudas en viviendas CORVI o en las Cajas de Ahorro y Préstamos, estos bonos en parte serán sustitutos de saldos monetarios y vendrán a constituir un ahorro que de todos modos se hubiera realizado.

D. La Inversión Pública, la Inversión Privada y el Presupuesto.

El bienestar del país requiere que los proyectos públicos de inversión se lleven a efecto sólo si una evaluación social de sus beneficios y costos indica que son rentables, y que rechacen proyectos de inversión cuya rentabilidad social sea dudosa, cualesquiera que sea la situación de caja en el momento de identificar el proyecto tenga el fisco. Con otras palabras, los proyectos deben justificarse o rechazarse de acuerdo con su rentabilidad social, y en ningún caso, de acuerdo con la disponibilidad de fondos fiscales para inversión: el fisco

deberá buscar el financiamiento para proyectos que son rentables desde el punto de vista social, antes que buscar proyectos en los cuales invertir los fondos que haya obtenido ya sea a través de la tributación, emisión de bonos, o contratación de deuda internacional. Vale decir, en la medida con que se cuente con un conjunto de proyectos socialmente rentables, será responsabilidad del sector público obtener un adecuado financiamiento para su ejecución.

Es necesario destacar sin embargo, que si se desea mantener una tasa aceptable de crecimiento del ingreso nacional, será imprescindible efectuar inversiones por un monto compatible en proyectos socialmente rentables. Por motivos que no son del caso analizar aquí, la inversión privada pareciera ser ahora insuficiente para lograr la meta de desarrollo dados los recursos para inversión pública generados por los canales normales de financiamiento de este sector. Es así como, si se desea lograr la tasa proyectada de crecimiento, habrá que buscar nuevos canales de inversión para sustituir la menor inversión privada. Es razonable esperar que la rentabilidad social de algunas inversiones que normalmente corresponderían al sector privado sea en estas circunstancias relativamente elevada; por ello es que los encargados de hacer las nuevas inversiones --actuando con el criterio esbozado en el párrafo anterior-- posiblemente deberán destinar recursos a esos proyectos.

Debe volver a repetirse que para lograr las metas de crecimiento en circunstancias de que el sector privado no esté invirtiendo su alícuota, es necesario aumentar la inversión global que de otra manera se hubiera realizado. Es decir, la consecución de las metas del plan de desarrollo requerirá que la emisión de los bonos se traduzca en un aumento efectivo de ahorro nacional y no el mero traspaso de fondos convertibles desde el sector privado al Fondo de Capitalización Nacional.

### E. Conclusiones.

Resumiendo todo lo que se desprende del análisis anterior, el esquema propuesto conducirá a un aumento del ahorro nacional sólo en la medida que se den las siguientes condiciones: Que la política sea perpetua, que los bonos sean básicamente intransferibles, y/o que ellos tengan un "efecto demostración" o catalítico sobre los ahorrantes de bajos ingresos; que lleve a un aumento voluntario en la tasa de ahorro; alternatively, el ahorro nacional podrá aumentarse si los bonos son valorados a menos de la par (esto como consecuencia de que ello viene a constituir un impuesto sobre el trabajo y los fondos recaudados del impuesto son destinados íntegramente a la inversión, en circunstancias de que esos fondos en manos de particulares habrían sido destinados en parte al consumo). Es interesante hacer notar que la primera alternativa involucra la segunda, pues la intransferibilidad de los bonos y la perpetuidad de la política llevará forzosamente a una evaluación menor que su valor nominal. Debe destacarse, sin embargo, que este resultado se obtiene a través de un impuesto cuya incidencia en el corto plazo recae principalmente sobre el capital y, en el largo plazo, sobre los trabajadores. Vale decir, un aumento significativo del ahorro sólo podrá obtenerse a través de algo que la comunidad considere en el corto plazo como un impuesto; con todo, en la medida que los trabajadores lleguen a apreciar los beneficios obtenidos de la inversión en esos bonos, la característica del impuesto tenderá a desaparecer.

### F. Algunas Sugerencias.

Teniendo en cuenta los objetivos perseguidos por la política de pagar un reajuste en bonos, sin entrar a calificarlos, nos permitimos sugerir algunas modificaciones que creemos vendrán a ayudar que se logren los objetivos.

1. Pagar en bonos un porcentaje determinado de la remuneración total del trabajador en vez de pagar un porcentaje del reajuste acordado, incluyendo también a los trabajadores independientes. De esta manera se evitaría la situación irregular que puede suscitarse con los trabajadores que sean contratados después del primero de enero de 1968, o con los trabajadores que se cambien de empleador después de esa fecha.
2. La oposición que pareciera existir a los bonos de capitalización nacional, manifestada a través de las declaraciones de los gremios, nos indican que el valor real de ellos será bastante más bajo que su valor nominal. Quizás pueda obviarse este problema reemplazando los bonos de capitalización nacional por Certificados de Ahorro Reajustables (CAR). Estos cuentan ya con una reconocida reputación en Chile debido a que ellos en efecto representan una "buena" inversión para el trabajador --son reajustables y pagan un interés razonable-- de modo que es muy probable que su cotización sea cercana a su valor nominal, con la consecuente parcial eliminación del aspecto tributario implícito en la medida propuesta por el Ministro de Hacienda. Es claro que estos certificados deberán ser intransferibles y no canjeables durante un período largo de tiempo. Una ventaja adicional de los certificados es que el pago de la amortización e intereses deberán servirse con recursos del presupuesto fiscal; en cambio, para el pago de la amortización e intereses de los bonos de capitalización nacional podrían llegar a utilizarse políticas de precios que si bien vienen a aumentar las utilidades contables y/o la situación de caja de las empresas financiadas por los bonos, pueden venir a representar un costo social de magnitud apreciable. Sin embargo, la desventaja de pagar en CAR (debidamente modificados --serie B, por ejemplo) versus la de pagar en bonos de capitalización nacional radica en que se elimina la participación efectiva de los trabajadores en las decisiones de inversión de los fondos.