

DESARROLLOS MACROECONOMICOS RECIENTES EN LA ECONOMIA CHILENA*

VITTORIO CORBO**

ABSTRACT

The recent evolution of the chilean economy has been conditioned in great part by events that took place in the last five years. This paper reviews these development concentrating in the period 1979-1981. In June 1979, the peso was pegged to the U.S. dollar at a fixed rate. At the time, chilean inflation was substancially above international levels and therefore a large real peso appreciation followed. Furthermore, wage indexation based upon lagged changes in the CPI, in a period of decreasing inflation, resulted in large increases in real wages. The final consequence was a large drop in competitiveness sustained through a large increase in capital inflows, when capital inflows decreased a large recession developed.

La reciente evolución de la economía chilena ha estado condicionada en gran parte por eventos que tuvieron lugar en los últimos cinco años. Este trabajo reseña estos desarrollos, concentrándose principalmente en los últimos tres años.

1. FIJACION DEL TIPO DE CAMBIO, INDEXACION DE SALARIOS Y LA TASA DE INTERES REAL

Chile siguió, por cerca de seis años, un sistema cambiario con un tipo de cambio reptante activo con respecto al dólar¹. En las primeras etapas se determinó que el tipo de cambio reptara en más que la inflación pasada para lograr que el tipo de cambio real aumentara. En junio de 1976 se reduce la tasa a la cual reptaba, empezando así un período durante el cual la evolución del tipo de cambio nominal fue determinada para compensar por la inflación pasada y por reducciones tarifarias. A partir de diciembre de 1977 se establece que el tipo de cambio reptaba a una tasa predeterminada y decreciente, inaugurando

* Esta investigación fue parcialmente financiada por el Banco Mundial, bajo el proyecto de investigación "Liberalization with Stabilization in the Southern Cone" (RPO 672-85).

Agradezco a Jorge Cauas, Juan Eduardo Coeymans, Sergio de la Cuadra, Juan Andrés Fontaine, Jaime de Melo, Carlos Massad y un referee anónimo por sus comentarios en una versión anterior de este trabajo. Estoy en deuda con José Miguel Sánchez por su muy eficiente ayuda en la investigación. Este trabajo fue presentado en la Conferencia sobre Políticas de Estabilización, organizada por el Banco Central del Paraguay en octubre de 1982. Agradezco también el aporte del Banco Central del Paraguay.

** Profesor de Economía, Universidad Católica de Chile.

¹ Activo en el sentido que la tasa a la cual reptaba no seguía las reglas de la PPP (paridad de poder de compra).

un período en el que el tipo de cambio fue usado como una herramienta estabilizadora. En febrero de 1978, la tasa decreciente preestablecida se extiende hasta fines de ese año.

En diciembre de 1978 la tasa, siempre decreciente, a la cual repta el tipo de cambio, es anunciada para el año siguiente. Sin embargo, en junio de 1979 se decide fijar el tipo de cambio por un período que se extendería hasta finales de febrero, en un valor nominal que era el que se suponía que debía alcanzar en diciembre de ese año, según la política previamente anunciada. Finalmente, a comienzos de 1980 se anunció que el tipo de cambio permanecería fijo en términos nominales. La fijación del tipo de cambio fue realizada como un dispositivo de estabilización para una economía que, se juzgaba, era muy abierta en cuanto a su consumo de bienes. En efecto, en la mayor parte de los documentos oficiales escritos en ese tiempo se supuso implícitamente, y algunas veces explícitamente, la validez, en el corto plazo, de la ley de un solo precio. Así, el entonces Ministro de Hacienda, Sergio de Castro, en su informe anual de 1980, afirmó: “El reforzamiento de la disciplina fiscal y financiera al posibilitar una mayor estabilidad del tipo de cambio constituye la base para lograr en el futuro una paulatina reducción de la tasa de inflación, tendiendo a que se nivele con la que afecta a los bienes que nuestro país comercia en el mercado internacional”².

En la época en que se fijó el tipo de cambio la tasa de inflación mensual —aunque sustancialmente más baja que en años anteriores— era aún del orden de 2,5% mensual y, por lo tanto, sustancialmente superior a los niveles internacionales. Además, a fines de 1979, con la nueva ley laboral, se hizo extensiva la indexación de salarios para los trabajadores sujetos a negociación colectiva, al menos basado en compensación completa por los cambios anteriores en el IPC; aunque la compensación completa existía ya desde comienzos de 1975³. Asimismo, los precios de muchos bienes no transables habían tenido indexación retroactiva por muy largo tiempo (arriendo de casas, matrículas escolares, etc.). La fijación del tipo de cambio, junto a la indexación retroactiva de salarios y precios de muchos bienes no transables, condicionó la evolución de corto y mediano plazo del tipo de cambio real (definido como el precio de los bienes transables en moneda nacional dividido por el precio de los no transables). En efecto, bajo indexación retroactiva, la desaceleración de la inflación que siguió a la fijación del tipo de cambio dio origen a una revaluación efectiva de la moneda nacional. Esto puede verse en el cuadro 1 y en el gráfico 1, y ha sido analizado en Corbo (1982a). El cuadro 1 muestra un incremento en el valor del tipo de cambio real (i.e. una depreciación de la moneda nacional) en el tercer trimestre de 1979 y un decrecimiento continuo a partir de entonces (ver especialmente PT/PN1 y PT/PN12). Esta depreciación de la moneda nacional durante el tercer trimestre de 1979 fue una consecuencia directa de la devaluación que precedió a la fijación del tipo de cambio. Un cuadro similar surge cuando observamos la evolución de PM/PN1 y PX/PN1 en el gráfico 1.

Sin embargo, debido a la evolución favorable en los términos de intercambio de Chile (ver columna 8 en el cuadro 1), el tipo de cambio real para exportables a finales de 1979 y en los primeros tres trimestres de 1980 fue aun superior al tipo de cambio real que prevaleció durante los dos primeros trimestres de 1979. En contraste, el tipo de cambio real de importables cayó continuamente desde el segundo trimestre de 1979 en adelante. Entonces, la pérdida de la competitividad de los exportables frente a las actividades no transables tuvo lugar más tarde que para los productores de importables.

² Exposición sobre el Estado de la Hacienda Pública, Ministerio de Hacienda, abril de 1980, pág. 11.

³ Debo esta aclaración a un comentario de José Piñera.

CUADRO 1
TIPOS DE CAMBIO REALES (*)
1979.II = 1.0

	PM/PN1 (1)	PX/PN1 (2)	PT/PN1 (3)	PM/PN12 (4)	PX/PN12 (5)	PT/PN12 (6)	PT/W (7)	PX/PM (8)
1975								
I	1.639	1.664	1.650	1.541	1.565	1.553	2.165	1.014
II	1.662	1.689	1.675	1.545	1.571	1.559	2.487	1.015
III	1.702	1.707	1.703	1.579	1.585	1.582	2.201	1.003
IV	1.751	1.779	1.762	1.629	1.654	1.641	2.203	1.015
1976								
I	1.731	1.775	1.751	1.595	1.637	1.616	2.214	1.025
II	1.528	1.524	1.525	1.407	1.404	1.405	1.922	0.996
III	1.339	1.371	1.355	1.280	1.311	1.297	1.628	1.022
IV	1.177	1.278	1.226	1.173	1.272	1.222	1.422	1.084
1977								
I	1.095	1.151	1.122	1.103	1.161	1.132	1.249	1.051
II	0.903	0.992	0.946	0.940	1.031	0.984	1.117	1.095
III	0.910	0.940	0.924	0.961	0.994	0.977	1.048	1.032
IV	0.952	0.968	0.960	1.014	1.030	1.022	1.169	1.015
1978								
I	1.016	0.967	0.990	1.057	1.008	1.033	1.104	0.951
II	1.015	0.907	0.959	1.048	0.937	0.991	1.076	0.892
III	0.998	0.875	0.934	1.042	0.914	0.975	1.045	0.876
IV	0.998	0.899	0.946	1.032	0.930	0.980	1.063	0.899
1979								
I	0.987	0.925	0.954	1.012	0.950	0.981	1.002	0.937
II	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
III	1.082	1.186	1.132	1.025	1.124	1.073	1.050	1.095
IV	0.984	1.103	1.041	0.946	1.063	1.003	1.030	1.121
1980								
I	0.939	1.118	1.025	0.897	1.070	0.980	0.920	1.191
II	0.925	1.092	1.003	0.880	1.039	0.957	0.864	1.178
III	0.916	1.018	0.965	0.872	0.969	0.919	0.831	1.110
IV	0.874	0.917	0.894	0.831	0.873	0.851	0.736	1.049
1981								
I	0.846	0.844	0.843	0.812	0.812	0.812	0.686	0.998
II	0.784	0.775	0.779	0.767	0.761	0.764	0.630	0.989
III	0.725	0.709	0.716	0.724	0.709	0.716	0.571	0.978
IV	0.703	0.679	0.691	0.716	0.693	0.705	0.561	0.966

Fuente: V. Corbo (1982a), PX excluye al cobre.

(*) El tipo de cambio nominal está definido como el número de unidades de moneda nacional requeridas para comprar una unidad de divisa.

PN1 = Índice de precios para bienes no transables, obtenido del IPC Cortázar-Marshall, basado en la ecuación estimada de Corbo (1982a).

PN12 = Agregado de PN1 y el precio de bienes transables diferenciados (Corbo, 1982a).

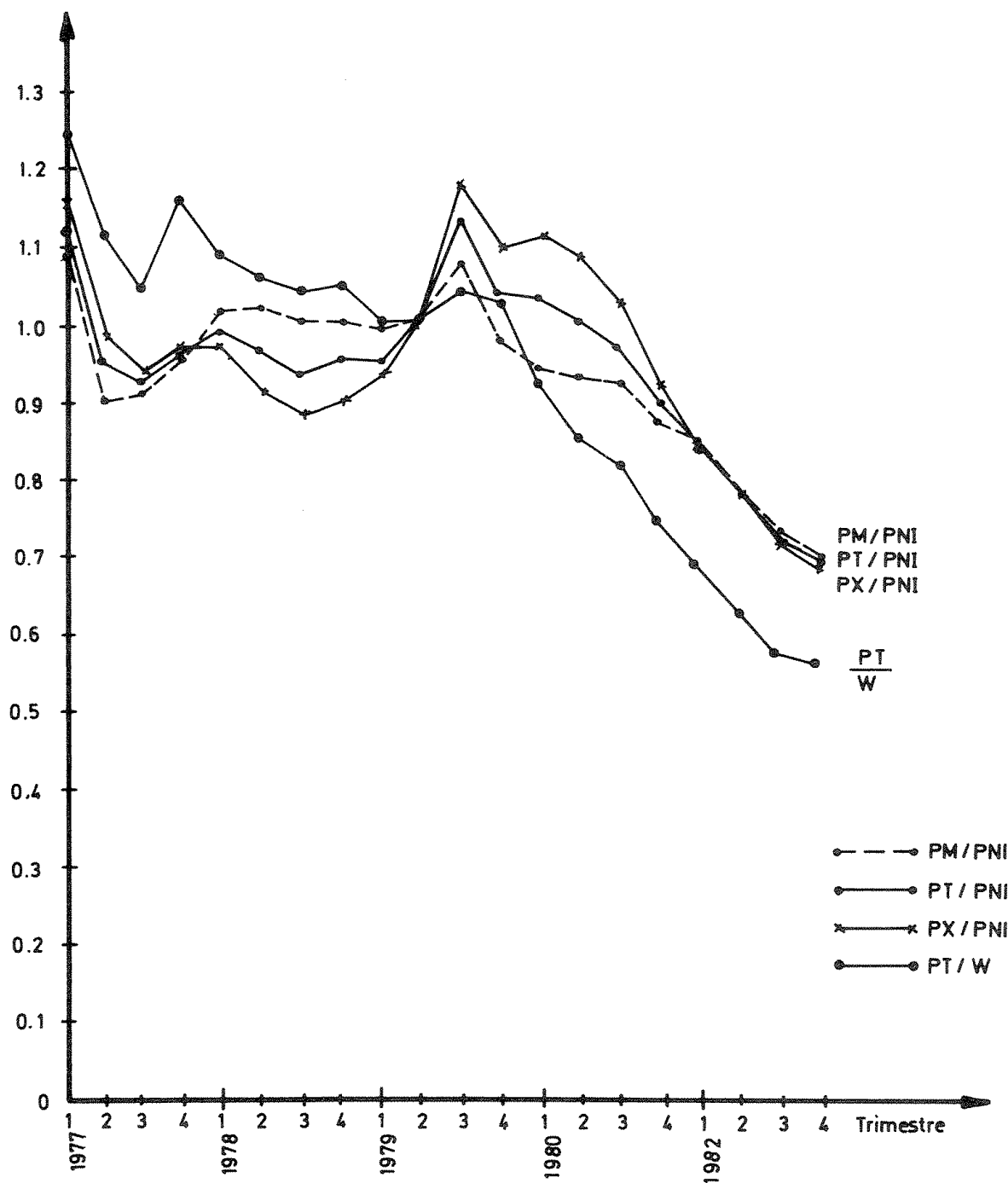
PX = Índice de precios de exportación en pesos, medido como un índice tipo Divisia de las mayores exportaciones chilenas.

PM = Índice de precios de las importaciones en pesos, obtenido como un índice tipo Divisia de los componentes industriales ajustados por el tipo de cambio del índice de precios al por mayor para Argentina, Brasil, Estados Unidos, Japón y Alemania, usando la estructura de importaciones de cada uno de estos países como una base de ponderación. El índice está también ajustado para aranceles aduaneros promedio.

W = Tasa Nominal de salarios en la industria.

PT = Promedio geométrico de PX y PM con ponderaciones de 0,50 para cada uno.

GRAFICO 1



Evolución de la Tasa de Salarios y los Tipos de Cambio

W = Tasa de salarios

PM = Precio de Importables

PX = Precio de Exportables

PNI = Precio de NO-TRANSABLES

Todos estos índices son iguales a 1 en el segundo trimestre de 1979.

La fijación del tipo de cambio, en un momento en que la inflación interna era sustancialmente superior a los niveles internacionales, también tuvo su efecto en la tasa de interés real. En efecto, la tasa de interés real ex-post en pesos de los préstamos en dólares se hizo negativa en el período siguiente a la fijación del tipo de cambio. De hecho, como puede verse en el cuadro 2, esta tasa se volvió negativa desde el tercer trimestre de 1979 hasta el último trimestre de 1980. También la tasa de interés ex-post de los préstamos en pesos fue, en promedio, sustancialmente menor en 1980 que en cualquiera de los seis años previos. Como se explica más adelante, este desarrollo es una consecuencia natural de la sustitución, aunque imperfecta, entre activos transables y no transables.

Después de la fijación del tipo de cambio, la revaluación inicial del peso y el incremento en los gastos resultante de la caída en las tasas de interés reales en pesos y dólares crearon un aumento sustancial en el déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos. La revaluación del peso y el incremento en los gastos siguieron más allá del tercer trimestre de 1979 gracias a un incremento sustancial en las entradas de capital (ver cuadro 2 y gráfico 2), que se duplicaron entre 1979 y 1980, y en 1981 fueron más el doble que en 1980. Estos niveles de entradas de capital financiaron de sobra los déficit en la cuenta corriente de 1979 y 1980, y así el Banco Central acumuló reservas internacionales durante estos dos años (ver cuadro 2). Estas entradas de capital fueron parcialmente esterilizadas en 1979 y 1980 mediante una disminución en el componente de crédito interno de la base monetaria (ver gráfico 3). Sin embargo, la esterilización fue sólo parcial y la base monetaria nominal creció a una tasa de 44,8% durante 1979 y 34,4% durante 1980. En contraste, en 1981 el Banco Central ejecutó una esterilización sustancial y la base monetaria disminuyó un 9% en términos nominales. Este resultado fue una consecuencia de una amortización grande de deuda por parte de la Tesorería al Banco Central⁴.

El incremento en las entradas de capital reflejó tanto cambios en demanda como en oferta. Por el lado de la demanda, el incremento en la diferencia entre la tasa de interés en pesos y la tasa de interés en dólares generó una sustitución de cartera hacia préstamos en dólares, como diría un modelo de sustitución imperfecta entre activos transables y no transables⁵. Por otra parte, en el lado de la oferta, se redujeron las importantes restricciones a entradas de capital de mediano y largo plazo, al mismo tiempo que, internacionalmente, había un exceso de liquidez y la comunidad bancaria internacional estaba tomando una actitud mucho más favorable hacia Chile. Esto le permitió a Chile incrementar su participación en la deuda internacional que mantiene en cartera la banca internacional⁶.

En 1981, en parte debido al incremento en la tasa de interés internacional y en parte debido a una política monetaria restrictiva del Banco Central, las tasas nominales de interés tanto de los préstamos en pesos como en dólares crecieron sustancialmente. El impacto en la tasa de interés real fue además magnificado por la disminución sustancial e inesperada de la tasa de inflación interna (resultante, en parte, de la gran revaluación del dólar en los mercados internacionales, junto a la fijación del tipo de cambio al dólar).

Así, durante el período 1979-1981, Chile logró un éxito sorprendente. La tasa de inflación fue reducida y, mediante un aumento en el gasto financiado externamente, el auge del sector no transable se propagó al resto de la economía. La recesión, asociada a la

⁴ En efecto, a comienzos de 1981 y como parte de la política global de disminuir el tamaño del Sector Público, la Tesorería usó excedentes que se generaron en el pago de deuda al Banco Central. Como el efecto monetario de este pago no se esterilizó, la base monetaria se redujo.

⁵ En ambas medidas de la tasa de interés real se usa el IPC doméstico como deflactor.

⁶ Por supuesto, Chile podría haber limitado el ingreso de capitales por su efecto en el sector transable.

CUADRO 2

INDICADORES MACROECONOMICOS

Entrada Neta de Capital (Artículo 14) (1)	Entrada Tot. Neta de Capital (2)	Superávit en Cuenta Comercial ¹ (3)	Superávit en Cuenta Corriente (4)	Cambio en Reservas ³ (5)	Cambios en la Base Monetaria			Cambio en la Oferta de Dinero		Tasa de Interés Real ² (Préstamos en pesos) (Préstamos en dólares)	
					Otros ⁴ (6)	Crédito Interno (7)	Operaciones Cambiarias (8)	M1 (Porcentaje) (9)	M2 (Porcentaje) (10)	(Porcentaje sobre base anual) (11)	(12)
1974	218	357.0	-211.0	-55.0	93	148.07	472.10	232.88	-	18.24	22.50
1975	57.9	70.0	-491.0	-344.0	-67	79.31	765.67	212.58	289.77	65.15	-19.85
1976	238.0	643.0	148.0	414.0	-92	275.12	389.60	164.97	225.40	57.97	9.10
1977	240.2	34.0	-551.4	113.0	146	-258.26	781.72	88.41	114.08	43.65	8.70
1978	678.7	-426.0	-1.088.0	712.0	198	-276.67	832.43	59.84	85.82	16.98	0.22
1979	921.8	-355.0	-1.189.0	1.255.8	566	-158.03	791.67	58.19	57.91	13.24	-10.12
1980	1.809.0	-764.0	-1.971.0	1.759.9	-251	-143.49	-66.59	32.81	89.48	39.72	11.13
1981	2.917.9	-2.557.1	-4.814.0	-295.7		-181.84	287.01	21.67	24.19	22.59	6.15
1979.I	253.8	-194.7		342.1		-52.18	115.42	9.9	8.98	19.41	33.59
1979.II	148.5	158.4		216.4		-168.21	292.95	7.22	13.35	6.07	-27.43
1979.III	272.6	-140.6		393.6		114.36	139.28	11.31	11.15	20.00	-8.26
1979.IV	246.9	-177.7		303.7	nd	-352.05	271.26	16.56	13.92	22.83	-8.77
1980.I	218.2	-16.6	nd	584.0		72.92	265.72	13.88	9.79	10.35	-13.93
1980.II	506.7	-26.4		576.6		-36.26	178.03	7.21	12.45	10.85	-11.83
1980.III	508.3	-233.5		264.9		157.36	76.67	13.74	14.27	8.55	-12.52
1980.IV	576.0	-487.0		334.4		-569.69	346.03	11.92	19.18	36.45	2.61
1981.I	508.7	-542.7		53.6		-156.95	188.05	1.31	14.53	37.22	7.03
1981.II	829.9	-614.4		-192.6		-125.82	98.74	-4.15	13.26	37.53	10.39
1981.III	999.3	-812.2		129.7		709.46	-699.41	5.39	3.95	48.36	9.93
1981.IV	580.0	-587.8		-286.4		-1.26	-163.15	0.04	3.86	54.58	21.22
1982.I	398.9	-195.6		-200.4		885.52	-1.210.61	-5.15	-0.71	47.73	16.86
1982.II		101.4		-177.6							

1 Valor FOB.

2 Las tasas anuales fueron calculadas deflactando las tasas nominales por el IPC del año. Las tasas trimestrales se calcularon deflactando las tasas nominales por las variaciones trimestrales del IPC expresadas en base anual.

nd = no disponible.

3 El cambio en reservas corresponde a la definición antigua hasta 1978; de ahí en adelante corresponde a la nueva definición adoptada por el Banco Central. (Ver Boletín Mensual, abril 1981).

4 Esta columna considera la suma de las contrapartidas por monetizaciones del oro por cancelaciones de DEG y errores y omisiones.

Fuentes: Col. (1) Memoria Anual, Banco Central; Col. (2) a Col. (6) Exposición sobre el Estado de la Hacienda Pública, Ministerio de Hacienda, octubre 1982, págs. 38 y 39, Columnas (7) a (10), Síntesis Monetaria, Banco Central; Col. (11) y Col. (12), Departamento de Estudios, Banco Central.

GRAFICO 2
BALANZA DE PAGOS

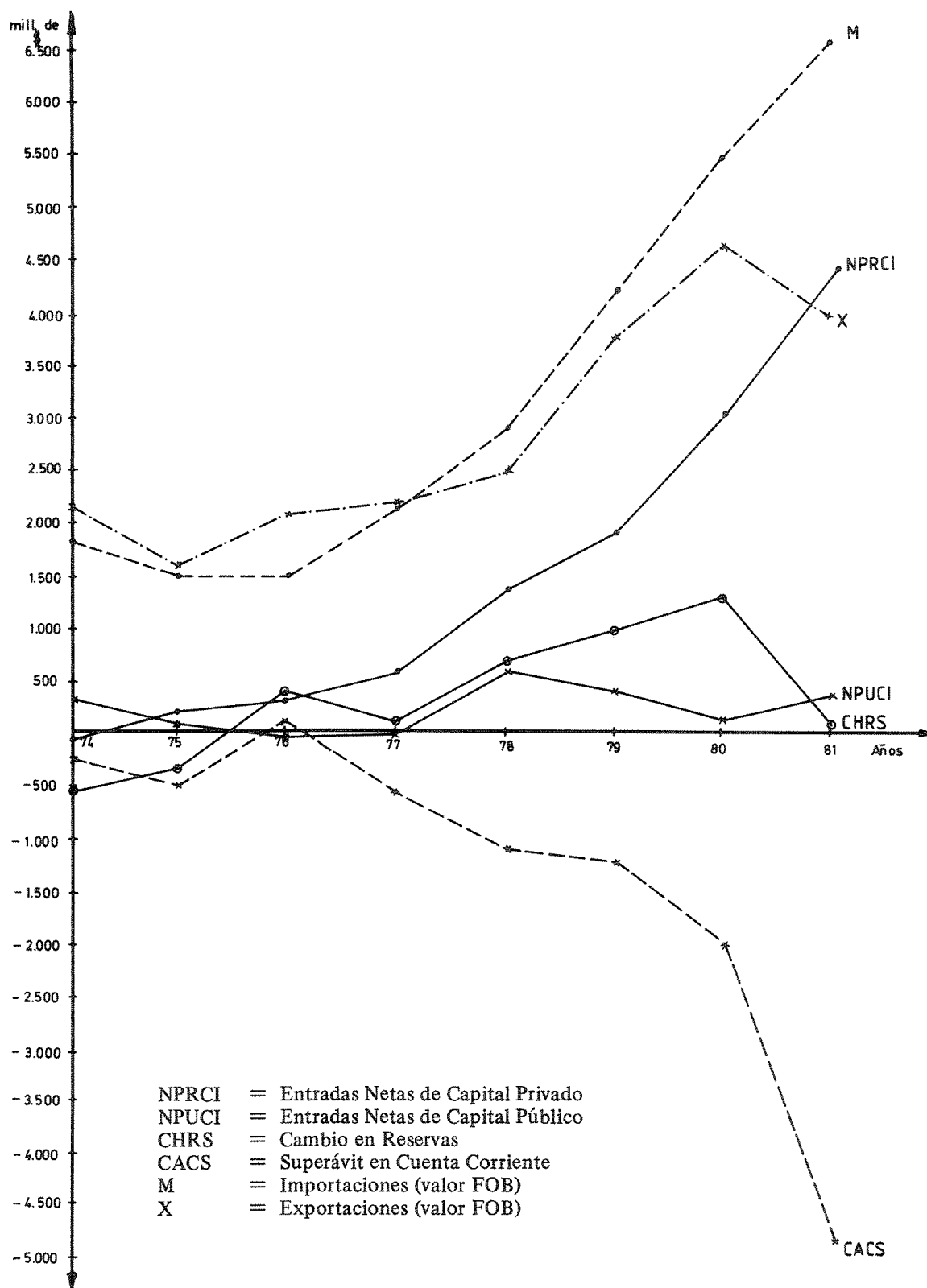


GRAFICO 3
FUENTES DE CAMBIO EN LA BASE MONETARIA

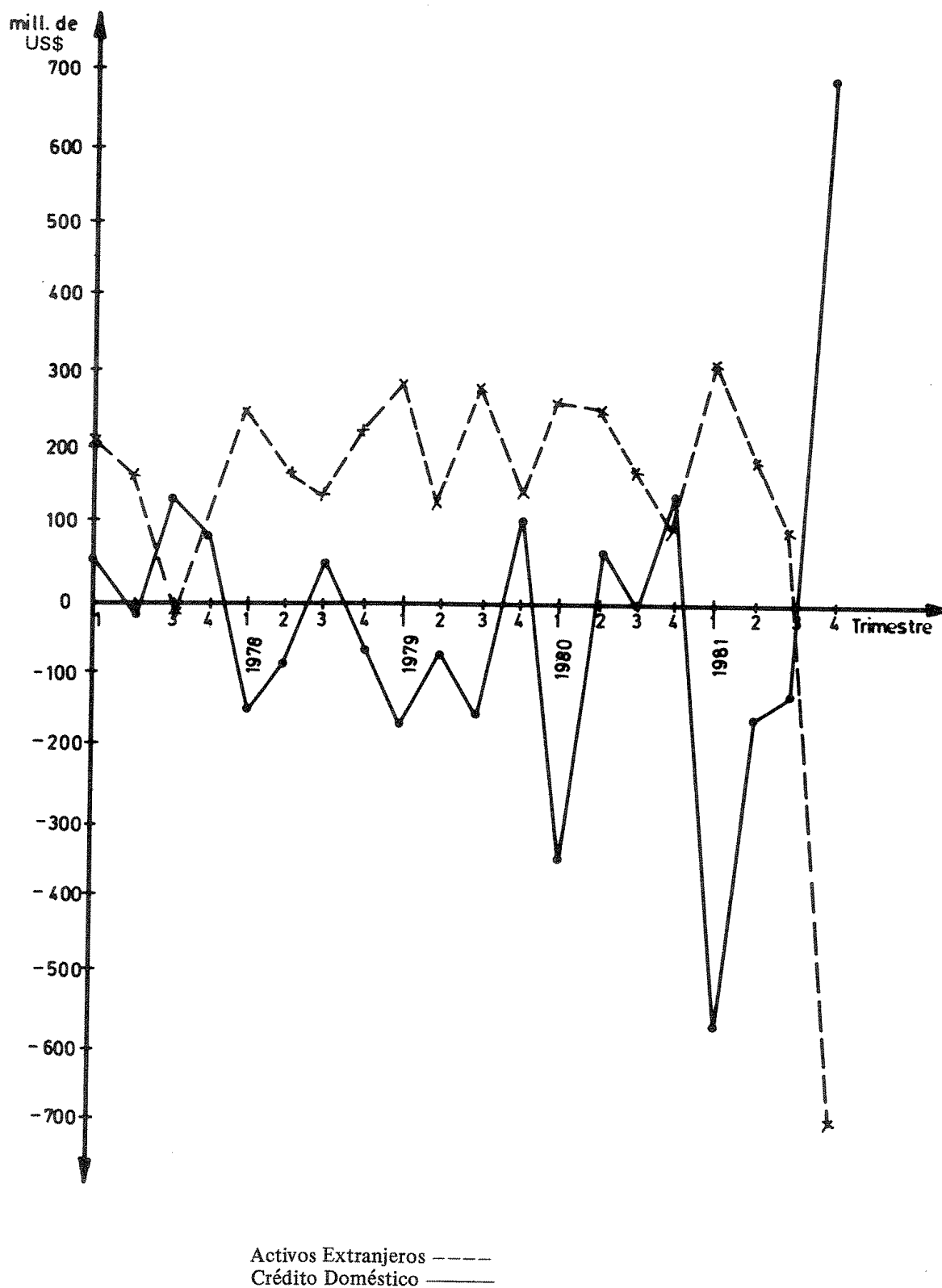
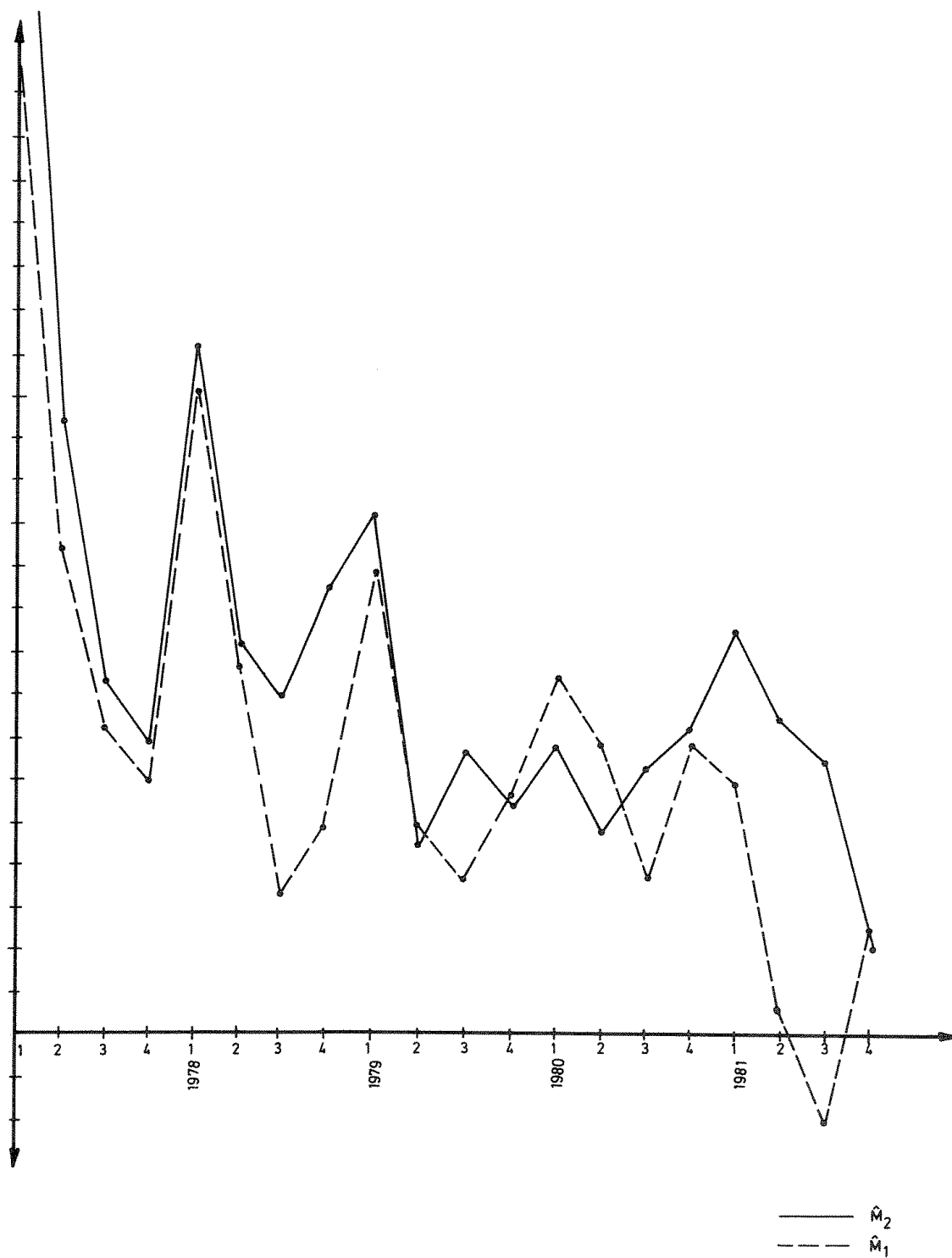


GRAFICO 4
CAMBIO EN LA OFERTA MONETARIA



CUADRO 3

	PGB ¹ Transable (1)	PGB ² No-Transable (2)	PGB Total (3)	Absorción ³ (4)	Deflactor del PGB (5)	IPC (6)	Tasa de Desempleo ⁴ (7)
(Cambios Porcentuales)							
1975	-16.6	-8.4	-12.9	-20.81	342	379.2	16.2
1976	5.3	1.6	3.5	0.18	250.6	234.5	16.8
1977	7.8	9.4	9.9	14.21	103.6	113.8	13.2
1978	4.5	9.6	8.2	9.67	56.5	49.8	14.0
1979	7.0	9.9	8.3	10.47	46.3	36.6	13.6
1980	5.2	9.7	7.5	9.38	29.0	35.1	11.8
1981	2.9	5.4	5.3	10.85	13.7	19.7	11.0
1979I	7.0	4.5	7.2	6.9	7.4	6.64	16.5
1979II	-5.7	2.9	-2.7	-8.2	9.4	7.72	12.5
1979III	-8.1	0.4	-2.2	2.4	14.9	10.99	12.5
1979IV	11.3	3.0	5.9	4.7	7.8	9.00	12.7
1980I	9.0	4.3	6.0	6.5	7.7	6.67	12.8
1980II	0.8	-0.9	0.03	-1.6	7.7	7.46	11.7
1980III	-11.8	1.4	-3.9	-2.1	6.0	6.35	11.8
1980IV	9.2	8.6	9.3	11.9	7.9	7.70	10.7
1981I	6.7	-2.7	1.2	2.0	3.3	3.74	11.3
1981II	2.4	0.9	0.6	-0.8	1.5	2.79	9.0
1981III	-9.9	2.9	0.2	9.8	1.0	2.30	10.5
1981IV	-2.8	-2.7	-5.2	-10.6	0.4	1.64	13.5
1982I	-0.6	-4.3	-5.2	-13.1	0.6	0.70	19.1
1982II	1.8	-3.9	-3.5	-8.9	—	—	—

¹ Incluye Agricultura, Pesca, Minería y Manufactura.

² Incluye Construcción y Servicios.

³ Incluye consumo privado y consumo público

⁴ Gran Santiago, Universidad de Chile.

drástica reducción en la inflación por medio de la fijación del tipo de cambio, sólo empezó a desarrollarse cuando la pérdida de competitividad de los sectores transables se hizo incompatible con el nivel de las entradas de capital.

Hacia el tercer trimestre de 1981 los flujos de entrada de capital comenzaron a disminuir drásticamente (ver cuadro 2). Esta disminución reflejaba cambios tanto en demanda como en oferta. Por el lado de la oferta, la comunidad bancaria internacional, en las reuniones conjuntas del FMI y del Banco Mundial, mostró preocupación por la alta proporción del déficit de cuenta corriente sobre el PGB junto con una razón inversión-PGB casi constante⁷. Por el lado de la demanda, la mayor parte del ajuste de portfolio motivado por la gran diferencial de tasas de interés durante 1979-1980 había sido completado. Debido a la política monetaria neutral seguida, las implicancias monetarias de la disminución en las entradas de capital fueron una reducción en la base monetaria y un aumento en la tasa de interés. En el contexto de una disminución no esperada en la tasa de inflación, esto creó una fuerte alza en las tasas reales de interés.

⁷ El ahorro doméstico en 1981 no alcanzaba a financiar la depreciación del stock de capital.

Este incremento en las tasas de interés también estuvo asociado con un incremento en el *spread* entre las tasas de interés en pesos y dólares, quizá debido a un incremento en la tasa esperada de devaluación, pero también relacionada con los desarrollos recientes en el mercado por préstamos en pesos (i.e. política monetaria restrictiva del Banco Central). El posible incremento en la tasa esperada de devaluación pudo también estar asociada con la crisis financiera que se desarrolló en la segunda mitad de 1981 cuando —debido en parte a la recesión que se estaba desarrollando— ocho instituciones financieras tuvieron que ser salvadas por el Banco Central. El incremento en el crédito interno que se necesitaba pudo ser juzgado por los agentes económicos como incompatible con la mantención del tipo de cambio fijo.

2. FLUJOS DE CAPITAL, GASTOS AGREGADOS Y LA CUENTA CORRIENTE

Como se indicó en el cuadro 3, la baja en las tasas de interés a fines de 1979 y 1980 creó un incremento sustancial en el gasto interno (9,4% entre 1979 y 1980; en comparación a 7,5% de incremento en el PGB), lo que a su vez generó presiones de demanda en los mercados de bienes transables y no transables. Además, esta reducción en las tasas reales de interés originó un auge en los mercados de bienes raíces y acciones, a medida que la comunidad percibió un incremento permanente en la riqueza que fue posiblemente causado por la combinación de un incremento en el ingreso permanente, inducido por la caída en la tasa de interés real, y por un aumento sustancial en los salarios reales (10% anual para salarios deflactados por el IPC entre 1979 y 1981).

Este incremento en los gastos, a su vez, generó un auge en el sector de bienes no transables, que requirió una revaluación equilibradora en la moneda nacional (una caída en PT/PN). Así, la revaluación de la moneda nacional resultante de la fijación del tipo de cambio no originó un gran desequilibrio en términos de desempleo y caída del producto, sino que fue validada mediante una disminución en la tasa de interés real y el incremento asociado en el gasto. Esto fue posible gracias a las entradas de capital.

El crecimiento en los gastos de 1980 seguía durante la primera mitad de 1981. Un auge sustancial se desarrolló en los mercados de bienes raíces y de bonos en 1980. Como ya fue mencionado, esto fue asociado con un incremento percibido en la riqueza real, que dio origen a un incremento sustancial en los gastos de 1981, superior al incremento del PGB (10,8% para los gastos, contra 5,3% para el PGB).

Además de los desarrollos internos de la economía chilena que ya hemos descrito, debemos considerar el impacto de la recesión internacional. En 1981 Chile sufrió una importante pérdida de ingreso como resultado del deterioro de los términos de intercambio de los bienes y de un incremento sustancial en la tasa de interés internacional. Esta pérdida en los términos de intercambio de bienes y servicios fue del orden de 1.200 millones de dólares o 3,4% del PGB en 1981. Es así como, para un incremento dado en los gastos internos, esta pérdida de ingreso generó un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, mayor del que se hubiera tenido con términos de intercambio constantes. Como resultado, el déficit fue de 4.814 millones de dólares en 1981 (13,7% del PGB), casi 3.000 millones superior al déficit de 1980. Este importante déficit de cuenta corriente tuvo como contrapartida el gran deterioro en el precio relativo de los bienes transables y la expansión en los gastos, resultante de un incremento sustancial en las entradas de capital. Además, debido a la revaluación del dólar en los mercados internacionales, esta expansión en los gastos tuvo lugar a una tasa de inflación muy baja (31,2% durante 1980 contra 9,5% en 1981).

Si, por el contrario, la entrada de capital hubiera sido menor (quizá debido a controles directos sobre el endeudamiento externo), *ceteris paribus*, las tasas de interés habrían sido mayores en 1980, el gasto interno menor, y así se hubieran ejercido presiones de demanda menores en el mercado de los bienes no transables y hubiera resultado un déficit de cuenta corriente menor. Esto habría estado, a su vez, acompañado por una menor revaluación del peso que la observada. Por otra parte, el desempleo habría sido mayor en ambos sectores.

La pérdida de competitividad (revaluación del peso) entre mediados de 1979 y hasta el final de 1981 fue del orden de 28%. La rentabilidad global del sector transable fue adicionalmente debilitada por la evolución de la tasa de interés real, que empezó a crecer sustancialmente desde el principio de 1981 en adelante.

El incremento en las tasas de interés real ex-post durante la segunda mitad de 1981, a niveles anuales cercanos a 40% en préstamos en pesos y 15,0% para los préstamos en dólares, generó una caída drástica en los gastos internos y una recesión hacia el final de 1981, que continuó en 1982.

La disminución en los gastos causó una disminución en la demanda por los bienes transables y no transables. El primer efecto tuvo como contraparte una mejora en la cuenta comercial de la balanza de pagos. El segundo creó un exceso de oferta en el mercado de los no transables y requirió un incremento en el tipo de cambio real para reestablecer el equilibrio con un nivel menor de gasto interno. Con los precios internacionales disminuyendo en términos nominales y con tipo de cambio fijo, la mejora en el precio relativo de los bienes transables requirió una disminución sustancial en el precio nominal de los bienes no transables para restaurar el tipo de cambio real a su valor de equilibrio. Si el precio de los bienes no transables hubiera sido flexible a la baja en el corto plazo, el ajuste a un menor nivel de gastos habría tenido lugar con mucho menos desempleo.

Desafortunadamente, la flexibilidad a la baja en el precio de los no transables no ocurrió o fue insuficiente, y se produjo un desempleo sustancial (el desempleo en junio de 1981 fue 23%; casi 4 puntos mayor que la cifra de marzo de 1982, que fue 19,1%. Esta última cifra ya fue 8 puntos mayor que el nivel de marzo de 1981).

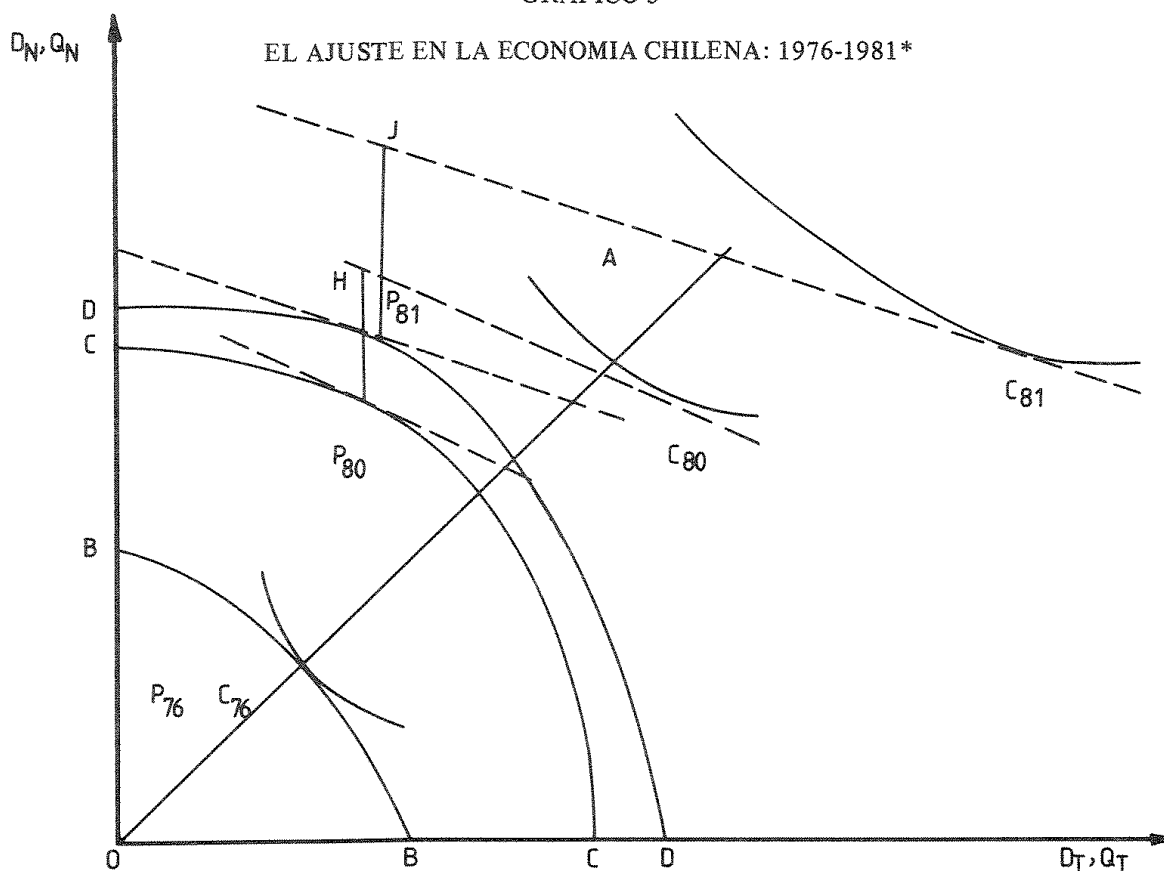
3. EL MECANISMO DE AJUSTE

En esta sección usaremos el modelo australiano de dos sectores de Salter, Swan-Pierce, Corden y Dornbusch, como marco analítico para interpretar el ajuste de la economía chilena entre 1976 y 1981. Con este objeto, trabajamos con un sector de bienes transables y otro de no transables. Las características de producción están representadas por una frontera de posibilidades de producción cóncava, derivada para una tasa de desempleo dada. Las condiciones de demanda están representadas por un patrón tipo Meade (1952), en donde se utiliza un proceso de decisión de dos etapas. Primero, determinamos los gastos totales; y luego se deriva la demanda por transables y no transables de la maximización de una función de utilidad cuasicóncava sujeta a una restricción de gastos.

Las funciones de demanda son homogéneas de grado cero en los precios nominales y los gastos nominales. De aquí obtenemos funciones de demanda en donde la cantidad demandada de cada bien es una función de los precios relativos y los gastos reales. (Dornbusch 1980, capítulo 6; Corbo, 1982).

Tal representación del ajuste de la economía chilena está descrito en el gráfico 5. Sea OA la trayectoria de expansión del consumo, D_T y D_N las cantidades demandadas de bienes transables y no transables, respectivamente, y Q_T y Q_N la producción de ambos tipos de bienes. Las fronteras de posibilidad de producción son BB, CC y DD para 1976,

GRAFICO 5

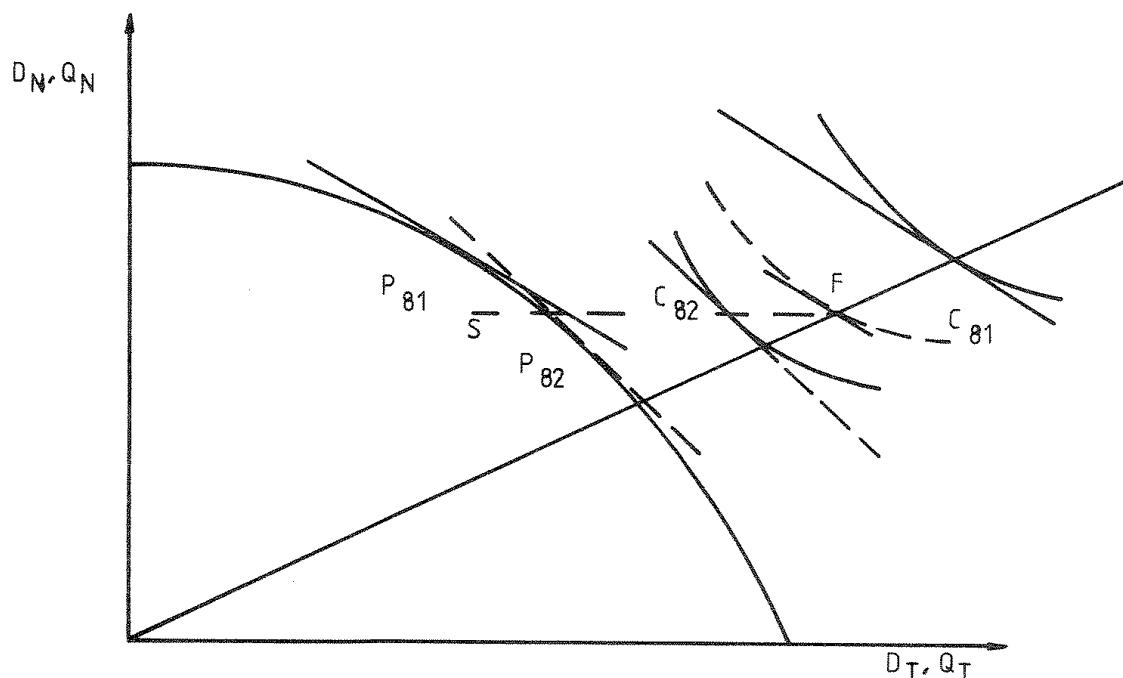


* Por simplicidad asumimos que no hay entradas de capital en 1976.

1980 y 1981, respectivamente. Suponemos que en 1976 la economía estaba en equilibrio, esto es, tanto los mercados de bienes transables como de no transables están en equilibrio. (El equilibrio del mercado de los transables es para un nivel dado de entrada de capital). La situación de equilibrio para 1976 está descrita por el par P_{76} , C_{76} y la correspondiente a 1980 está descrita por los puntos P_{80} para producción y C_{80} para el consumo. Para este año, el déficit de la cuenta corriente en unidades de bienes no transables es HP_{80} . Desde 1980 hasta 1981 hay un incremento sustancial en los gastos. A los precios relativos de 1980, se generó un exceso de demanda por no transables (no mostrado en el diagrama). El precio relativo de los transables bajó, para equilibrar el mercado de bienes no transables. El mecanismo de ajuste fue un exceso de demanda de bienes no transables (inducido por el aumento del gasto) que aumentó el precio nominal de este tipo de bienes. De otra parte, el precio de los transables fue casi constante, siendo la inflación internacional compensada por la revaluación del dólar en los mercados internacionales. Así, el ajuste de precios relativos fue realizado con una inflación interna sustancialmente superior a la evolución del valor en pesos de los transables. En el gráfico 5 describimos la situación de equilibrio para 1981 con un consumo en C_{81} y una producción en P_{81} . El déficit de cuenta corriente en unidades de no transables es igual a la distancia vertical JP_{81} .

Así, entre 1980 y 1981, el tipo de cambio real disminuyó para equilibrar el mercado de no transables con un déficit de cuenta corriente financiado por la entrada de capitales.

GRAFICO 6
EL AJUSTE DE LA ECONOMIA CHILENA



El ajuste requerido entre 1981 y 1982 está descrito en el gráfico 6. La situación de equilibrio inicial está descrita por la producción en P_{81} y el consumo en C_{81} .

Después de la disminución en la entrada de capitales, a los precios relativos de 1981, la reducción en los gastos traslada el punto de consumo a F. En el punto F tenemos una reducción en el déficit de cuenta corriente (la distancia vertical entre la línea tangente a F y la línea tangente a P_{81}), y un exceso de oferta de los no transables igual a $P_{81}S$. Si los precios de los no transables son flexibles a la baja, entonces el equilibrio final será una mejora en el tipo de cambio real en un punto de producción como P_{82} y un punto de consumo como C_{82} ⁸. Por otra parte, si los precios son inflexibles a la baja, se genera un desempleo sustancial (Corbo y Edwards, 1981).

4. LA SITUACION EN 1982 Y PERSPECTIVAS PARA EL FUTURO

La mejora en el tipo de cambio real (P_T/P_N) requerido por el ajuste macroeconómico se estaba volviendo lento y costoso en términos de pérdidas de producto y empleo debido a la inflexibilidad a la baja del precio de muchos bienes no transables. En este caso, una devaluación sería un instrumento apropiado para alcanzar la depreciación real requerida y así mover el precio relativo de los transables hacia su nivel de equilibrio.

Por otra parte, dado que una gran parte de la riqueza está en bienes no transables, la devaluación crea también un efecto riqueza que disminuye la absorción.

⁸ Por simplicidad hemos supuesto que no hay traslados en la frontera de posibilidades de producción entre 1981 y 1982.

En Corbo (1982a), usando una versión expandida del modelo escandinavo de inflación (Lindbeck, 1979; Bruno y Sussman, 1979), se muestra que una devaluación no afectaba al tipo de cambio real de equilibrio de la economía chilena de principios de 1981⁹. Sin embargo, con el 23% de desempleo en junio de 1982 y con la suspensión de la indexación salarial, una devaluación contribuiría a una mejora en el tipo de cambio real.

La complicación que surge es el posible efecto perverso de la devaluación sobre las expectativas de una futura devaluación e inflación. Si la gente no cree que el nuevo valor del tipo de cambio nominal se puede sostener, entonces se puede desarrollar una corrida contra la moneda nacional, dando lugar a una caída en la base monetaria con sus efectos recesivos adicionales.

El 14 de junio de 1982 el Gobierno decidió ayudar al ajuste en los precios relativos con una devaluación. En esa fecha se efectuó una devaluación del 18% del peso con respecto al dólar. Al mismo tiempo, el sistema cambiario varió a uno nuevo, en el que el peso estaba fijo a una canasta de monedas¹⁰. Esto se realizó con el propósito de reducir fluctuaciones de corto plazo en el tipo de cambio real, relacionadas con fluctuaciones en el valor del dólar en los mercados internacionales.

Además, fue anunciado un 8/10% de devaluación mensual con respecto a la canasta de monedas para los siguientes 12 meses. También el 18 de junio el Gobierno anunció un conjunto de medidas que acompañarían a la devaluación, incluyendo la suspensión de la indexación de salarios. Estas medidas tenían dos propósitos: (i) neutralizar el efecto posible de la devaluación en el precio de los no transables y (ii) reducir el nivel del déficit fiscal potencial.

El ajuste postdevaluación de la economía chilena demostró ser más difícil de lo que anticiparon los responsables de las políticas. Una devaluación que tuvo lugar después que a la gente se le había asegurado repetidamente en los últimos tres años que la política cambiaria se iba a mantener, creó efectos desestabilizadores y una corrida contra el peso. El Banco Central perdió alrededor de 460 millones de dólares de sus reservas internacionales (13,2% del nivel del 14 de junio) entre el 14 de junio y el 6 de agosto. En esta fecha, el recién creado sistema de tipo de cambio reptante fue abandonado en favor de un tipo de cambio flexible. Al mismo tiempo, se eliminaron todas las restricciones a las transacciones cambiarias. No obstante, la crisis de desconfianza no mostró signos de mejorar y continuó la corrida contra el peso. Inicialmente, el valor del tipo de cambio aumentó sustancialmente, lo que llevó al Banco Central a intervenir tratando de implementar una flotación sucia. Como resultado, perdió otros 450 millones entre el 6 de agosto y el 20 de septiembre, cuando se reintrodujeron restricciones a las transacciones cambiarias.

En el intertanto, el tipo de cambio fluctuó ampliamente con una tendencia al alza. Como las entradas de capital se redujeron sustancialmente, se hizo muy difícil implementar un tipo de cambio flotante, y así, el 19 de septiembre, el Banco Central decidió estabilizar el tipo de cambio. Por este motivo, el Banco Central anunció su intención de sostener una banda para el tipo de cambio, que permitiría fluctuaciones de $\pm 2\%$ alrededor de una tendencia al alza, para los siguientes 120 días. Esta tendencia partió en 66 pesos para el dólar y sigue un sistema de tipo de cambio reptante, siendo la tasa de devaluación reptante igual a la inflación del IPC, menos un estimado de la inflación mundial. Esta po-

⁹ Este resultado es para un nivel constante de demanda agregada.

¹⁰ La canasta tuvo ponderaciones de 60% para el dólar, 15% para el yen, 15% para el marco alemán y 5% para la libra esterlina y el franco francés, respectivamente. Las ponderaciones de la canasta fueron obtenidas usando el precio de las monedas respectivas en el mercado de Londres el 14 de junio de 1982.

lítica con una banda para el tipo de cambio ha sido subsecuentemente aumentada a 180 días.

La futura evolución de la economía chilena estará determinada, en gran medida, por la velocidad a la cual la gente recupere la credibilidad en las autoridades económicas. Este puede ser un proceso lento. Por otra parte, un ingrediente básico para la recuperación de esta credibilidad es la consistencia de las políticas.

La prueba más importante de la consistencia requerida en este momento es la que debe existir entre la política cambiaria, la política de financiamiento externo y la política de reservas internacionales. Por supuesto, todas estas políticas deben ser consistentes con la política monetaria que será seguida.

REFERENCIAS

- Bruno, M. y Z. Sussman (1979). "Exchange Rate Flexibility, Inflation, and Structural Change: Israel Under Alternative Regimes". *Journal of Development Economics*, diciembre, pp. 483-514.
- Corbo, V. y S. Edwards (1981). "El Rol de una Devaluación en la Economía Chilena Actual". Departamento de Estudios Empresas BHC. Junio.
- Corbo, V. (1982a). "Inflación en una Economía Abierta: El Caso de Chile" *Cuadernos de Economía*, abril 1982, pp. 5-15.
- Corbo, V. (1982b). "Relative Prices, Expenditures and the Trade Balance: The Case of Chile". Trabajo presentado en la Reunión Latinoamericana de la Sociedad Econométrica en Ciudad de México, julio 1982.
- Dornbusch, R. (1980). *Open Economy Macroeconomics*, New York. Basic Books.
- Lindbeck, A. (1979). "Imported and Structural Inflation and Aggregate Demand: The Scandinavian Model Reconstructed" en A. Lindbeck (editor). *Inflation and Employment in Open Economies*, Amsterdam: North-Holland.
- Meade, J.F. (1951). *The Balance of Payments*, Oxford: Oxford University Press.