

CRECIMIENTO, RECESIÓN Y MERCADO*

Juan Andrés Fontaine

Con frecuencia las crisis económicas profundas, como la que hoy vive Chile, llevan a cuestionar el modelo económico y social vigente, sostiene el artículo. Así, en el debate público que ha levantado la actual recesión se percibe un cierto acuerdo en que en el libre mercado —la expresión de las decisiones económicas de consumidores, ahorrantes, trabajadores y empresarios— se encuentra la principal causa de nuestros males. Curiosamente, advierte el artículo, esta idea es compartida, al parecer, por ciertos gobiernistas y por los opositores: los unos, porque defienden las políticas aplicadas; los otros, porque desconfían de un modelo de desarrollo basado en el mercado. El presente artículo elabora una visión diferente. Plantea que el problema actual es *cíclico* y no *estructural*. El pronunciado ciclo que ha experimentado la actividad económica no se debe a una falla de los mercados libres, sino a determinadas deficiencias de las políticas macroeconómicas —cambiaria, monetaria, salarial— que deben orientar las decisiones de los agentes económicos. Se señala que el rol macroeconómico del Estado es cuidar que los precios claves de

JUAN ANDRÉS FONTAINE. M. A. en economía en Chicago; profesor de Economía de la Universidad de Chile y en la Universidad Católica.

** Agradezco la indispensable colaboración de Felipe Joannon y Fernando José Larraín. Naturalmente, asumo plena responsabilidad sobre los juicios —los correctos y los incorrectos— aquí vertidos.

la economía no se separen de sus trayectorias de equilibrio, y nuestra reciente experiencia es prueba de lo grave que puede ser un desempeño inadecuado de dicho rol. En consecuencia, el autor concluye sugiriendo una estrategia de reactivación que haga al Estado asumir cabalmente su rol macroeconómico. Dicha estrategia constituye un respaldo para el modelo de desarrollo que el Gobierno ha estado construyendo desde 1974, el cual —pese a la inestabilidad macroeconómica imperante— le ha ofrecido al país una tendencia central de crecimiento más alta que aquella que habría obtenido del modelo tradicional, bajo las desfavorables condiciones internacionales del período.

“Probablemente, nada ha hecho tanto daño a la causa liberal como la rígida insistencia de algunos liberales en ciertas toscas reglas rutinarias, sobre todo en el principio del *laissez-faire*...”

“Ninguna persona sensata debiera haber dudado que las toscas reglas en las que se expresaron los principios de la economía política del siglo XIX eran sólo un comienzo; que teníamos mucho que aprender aún y que todavía quedaban inmensas posibilidades de avance sobre las líneas en que nos movíamos (...). Existían muchas evidentes tareas, tales como el manejo del sistema monetario, la evitación o el control del monopolio y aún otras muchísimas más, no tan evidentes, pero difícilmente menos importantes, que emprender en otros campos, las cuales proporcionaban, sin duda, a los gobiernos enormes poderes para el bien y para el mal; y era muy razonable esperar que con un mejor conocimiento de los problemas hubiéramos sido capaces algún día de usar con buen éxito estos poderes”.

Friedrich Hayek*

Quizás el mayor costo de las crisis económicas no está en sus efectos inmediatos (y transitorios) sobre las personas y las empresas. La experiencia indica que las recesiones graves suelen generar presiones destinadas a alterar indiscriminadamente el curso de la política económica y social. La depresión de los años treinta, por ejemplo, habría probablemente causado en Chile males menos duraderos si no hubiera alentado el abandono del modelo de economía libre y abierta, entonces, prevaleciente, y su sustitución por el esquema que nos gobernó hasta 1973.

La onda recesiva que ha golpeado a la economía chilena es, sin duda, muy severa en la escala internacional. En 1982 la magnitud de la

* F. A. Hayek, 1944, *Camino de Servidumbre*, edición española de Alianza Editorial, 1976 (3ª ed.), págs. 45 y 46.

caída del producto geográfico bruto y de la tasa de desempleo —14,1 y 20 por ciento, respectivamente— son semejantes a las observadas en Estados Unidos medio siglo antes —14,6 y 22,9 por ciento, respectivamente—, cuando se vivía el momento crítico de la Gran Depresión¹. Aunque en la comparación debe tenerse presente que la crisis de los años treinta se prolongó con virulencia por varios años, es preciso recordar que dicho fenómeno marcó con un sello trágico la historia mundial contemporánea.

También en el Chile actual el debate sobre la crisis parece atribuirle el grueso de la responsabilidad al modelo de economía libre o de mercado que el Gobierno ha estado edificando desde 1973. Como es habitual, los apremios de la coyuntura han nublado la vista de muchos y los hacen pasar por alto las características específicas del proceso de desarrollo de 1974-82 y de la crisis actual. El presente trabajo se propone clarificar la naturaleza de la presente depresión y, luego, detectar si ella debe ser atribuida a la operación del mercado o a la administración de determinadas políticas económicas. El análisis se concentra en el fenómeno recesivo que hoy nos aqueja y en ningún caso pretende ofrecer una evaluación acabada de la experiencia de libre mercado en Chile.

El artículo está organizado de la siguiente manera. La primera sección distingue entre los problemas cíclicos y los estructurales. La segunda, desarrolla sucintamente algunos comentarios sobre el desempeño del modelo. La tercera, describe la evolución cíclica de la economía chilena en 1974-82, destacando la sorprendente trayectoria de los tres precios claves. Las secciones 4 a 6 discuten diferentes hipótesis acerca de las causas del comportamiento de, respectivamente, la competitividad de la producción nacional, el costo del crédito y las remuneraciones reales. La última sección presenta las conclusiones del análisis.

1. Ciclo y trayectoria central

En este trabajo utilizamos la evolución del producto geográfico bruto (PGB) como indicador del desempeño global de la economía². Es conocido que dicho indicador posee notorias deficiencias como medida de bienestar. En el período que nos ocupa, 1974-82, los profundos cambios estructurales hacen particularmente confusas a las mediciones estadísticas.

¹ Ver Lee y Passell, 1979.

² Utilizamos el PGB total y no el *per cápita*, porque nos interesa analizar el dinamismo de la economía. Naturalmente, el sentido de nuestras conclusiones no se alteraría si adoptásemos la opción alternativa.

Así, por ejemplo, los cambios en la “calidad de vida” introducidos por la aparición de los productos de consumo importados, la mejoría en la calidad de los servicios estatales, las alteraciones en la participación relativa de los distintos sectores productivos y las modificaciones de la distribución de la riqueza no son bien captadas por la variación del PGB³. Sin embargo, adoptamos aquí la convención de utilizar el PGB debido a que su evolución está estrechamente vinculada a la de la actividad económica general y que casi cualquier otro objetivo de política económica se facilita con un crecimiento alto del PGB⁴.

El cuadro 1 describe la evolución del PGB, en una versión trimestralizada, entre 1974 y 1982⁵. Los críticos del modelo de mercado, cuando observan la curva del PGB, suelen comparar sus dos puntos extremos y concluir que el crecimiento promedio ha sido casi nulo (0,6% anual entre el primer trimestre de 1974 y el último de 1982). Sus partidarios más entusiastas responden prestamente que deben descartarse los efectos de las recesiones internacionales de 1975-76 y 1981-82. Prefieren, entonces, comparar el tercer trimestre de 1976 (cuando se inició el último despegue) con el tercer trimestre de 1981 (cuando se inició la recesión actual). El resultado: 9,5% de crecimiento promedio anual.

Ambos planteamientos yerran. El análisis del período exige distinguir entre la trayectoria central y el ciclo. La trayectoria central es el resultado de la conformación estructural de la economía, la cual depende de su modelo de desarrollo. Dicha trayectoria revela mayor o menor crecimiento según cuán eficiente haya sido el modelo aplicado para generar y asignar los recursos productivos.

El ciclo está determinado por las desviaciones del PGB respecto de su trayectoria central. Dichas desviaciones son causadas por un sinnúmero de factores de origen tanto externo como interno. La macroeconomía —una rama de la ciencia económica— está dedicada al estudio de estas perturbaciones y a la evaluación de diferentes políticas estabilizadoras⁶.

Estadísticamente, es posible separar el ciclo de la trayectoria central mediante el supuesto de que las desviaciones obedecen a factores aleatorios. Dicho procedimiento ha sido aplicado en el cuadro 1 y se ha obtenido

³ Para un análisis de algunas de las consecuencias sobre la distribución del ingreso y la extrema pobreza de las políticas implementadas en 1974-82, ver Foxley, 1982; Méndez, 1980, y ODEPLAN, 1981.

⁴ La afirmación del texto no pretende desconocer la relevancia del importante debate teórico y empírico acerca de los eventuales conflictos entre redistribución y crecimiento.

⁵ Dado que no existen cifras oficiales acerca del PGB trimestral hemos debido recurrir a una estimación. Ver notas del cuadro 1.

⁶ Ver Fontaine, 1983.

una tasa de crecimiento de la trayectoria central del PGB de 4,3% en el período 1974-82⁷. La magnitud de las desviaciones respecto a dicha trayectoria queda claramente dibujada en el mencionado cuadro y su análisis es el tema principal del presente artículo. Sin embargo, es útil previamente introducir algunas consideraciones respecto de la trayectoria central.

2. El modelo y el crecimiento

A primera vista el 4,3% de crecimiento promedio anual de la trayectoria central del PGB parece pobre. No difiere significativamente del observado entre 1950 y 1970 (4,0% anual), y es sabido que el nuevo modelo de desarrollo persigue objetivos más ambiciosos⁸. Sin embargo, el desempeño del modelo debe ser evaluado de acuerdo a las circunstancias internas y externas del período.

En primer lugar, debe destacarse que el cálculo de la trayectoria ignora el costo heredado del experimento socialista de 1971-73⁹. Nadie discute que la reparación de los profundos desequilibrios existentes en 1973 exigía un severo ajuste, cuyo impacto sobre el PGB se hizo sentir drásticamente en 1975. En segundo lugar, debe señalarse que el contexto mundial ha sido básicamente desfavorable en el período. El cuadro 1 presenta la trayectoria central que habría seguido el PGB durante el período de 1974-82, si es que hubiera crecido a su ritmo histórico (1950-70), corregido por la trayectoria reciente de la economía mundial, la cual es ejemplificada por la norteamericana. Se observa en dicho gráfico que, mientras históricamente la economía chilena aventajaba en sólo 0,4% anual al ritmo de crecimiento promedio de Estados Unidos, en 1974-82 dicha ventaja se elevó a 1,5% anual. A ello debe agregarse que en el período bajo análisis los términos de intercambio de nuestro comercio internacional fueron especialmente desfavorables (cayeron 21% en 1974-82 respecto a 1953-70)¹⁰.

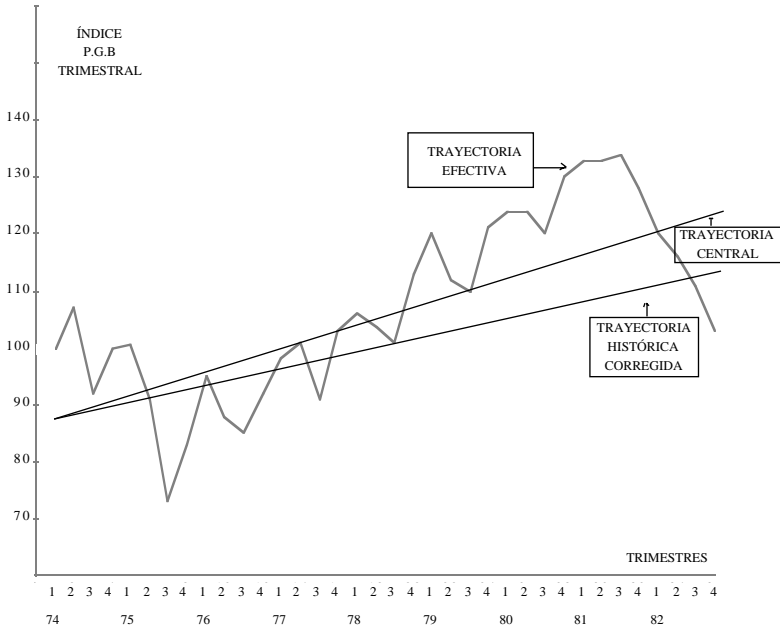
⁷ Ver notas al cuadro 1.

⁸ Las proyecciones de crecimiento asociadas a la plena y eficaz aplicación de un modelo de desarrollo como el que se ha estado construyendo en Chile han sido estudiadas por el Banco Mundial, 1981; Cauas, 1980; Piñera, 1976; y Schmidt-Hebbel, 1980.

⁹ José Piñera estimó dicho costo aplicando una metodología que calcula la pérdida de PGB que significó el experimento socialista respecto de la trayectoria histórica. Dicho cálculo asciende a casi US\$ 19.000 millones de hoy. Ver Piñera, 1976.

¹⁰ En 1981-82 el deterioro de los términos de intercambio se hizo dramático. Así, por ejemplo, de acuerdo a CEPAL, en 1981, éstos fueron 59% inferiores a los de 1970. El incremento de la deuda externa en años recientes se explica en buena parte como una compensación ante una caída transitoria de los términos de intercambio.

CUADRO 1: EVOLUCIÓN DEL PGB TRIMESTRALIZADO



Trayectoria Efectiva: Muestra la evolución del producto geográfico bruto en forma trimestral. No se publican en Chile cifras oficiales del PGB trimestral, por lo que para el período 1974-79 se usaron las estimaciones de Gutiérrez (1981). Dicha estimación fue empalmada con una estimación provisoria del Departamento de Cuentas Nacionales del Banco Central.

Trayectoria Central: Muestra la tendencia del producto geográfico bruto trimestral entre 1974 y 1982. La tendencia fue estimada mediante mínimos cuadrados ordinarios y dio como resultado una tasa de crecimiento de 4,3% anual, significativa al 99,95% de confianza. La regresión explica, sin embargo, sólo un 55,3% de la varianza total de la serie debido a los ciclos que muestra el período.

Trayectoria Corregida: Muestra la tendencia del PGB en base a su comportamiento histórico, corregida por la trayectoria reciente de la economía mundial, ejemplificada por la de Estados Unidos. La metodología empleada consistió en la estimación, de acuerdo a mínimos cuadrados ordinarios, de la tendencia del PGB chileno en el período 1950-70, para lo cual se utilizaron cifras anuales oficiales. El resultado de la regresión mostró un crecimiento de 4,0% anual. El mismo procedimiento fue empleado para el cálculo de la tendencia del producto de Estados Unidos, en igual período, la cual creció a una tasa de 3,6% anual es decir, 0,37% anual inferior al crecimiento observado en la economía chilena. Para la estimación de la trayectoria histórica chilena *corregida*, se suma a la tendencia mostrada por el producto trimestral de Estados Unidos entre los años 1974 y 1982 (2,69% anual, estimada también por mínimos cuadrados ordinarios) la señalada ventaja histórica de 0,37% del crecimiento de la tendencia chilena sobre la norteamericana. La trayectoria así calculada, y que es representada en el gráfico, refleja una tasa de crecimiento de 3,1% anual. Dicha tasa representa una estimación aproximada del desempeño del modelo chileno histórico (1950-70) en las condiciones internacionales de 1974-82.

A la luz de las dos observaciones anteriores puede concluirse que el 4,3% anual de crecimiento de la trayectoria central del PGB es un buen resultado. Sin embargo, se ha sostenido que el crecimiento del período no fue “genuino”¹¹, por cuanto: a) no habría estado sustentado en un verdadero esfuerzo de ahorro interno y de inversión, sino en un “boom” de deuda externa, y b) no se habría basado sobre la expansión de la producción industrial, sino de los servicios de comercialización y financiamiento.

Escaparía a los propósitos del presente trabajo proceder a un análisis detenido de las críticas mencionadas. Nos limitamos, en consecuencia, a enunciar brevemente algunos comentarios al respecto. Es efectivo que el débil esfuerzo de ahorro e inversión efectuado en el período abre interrogantes acerca de la permanencia a futuro del ritmo de crecimiento observado. Pero esto no le quita mérito a los avances logrados. El crecimiento del período 1974-82 ha estado esencialmente basado en un mejor aprovechamiento de los recursos productivos existentes y ello puede resultar —durante un tiempo— más eficiente que la acumulación de nuevos recursos. En todo caso, la tendencia creciente del ahorro y la inversión hasta 1980 reflejaban que progresivamente se iban estableciendo las bases para un crecimiento alto y sostenido¹².

Una de las maneras en que se ha manifestado la mejoría en la asignación de los recursos es en la formalización de mercados que anteriormente operaban —ineficientemente— de modo clandestino o paralelo. En las cifras del PGB ello se ha reflejado en el sector financiero y la actividad comercial. En el caso del primero, es evidente que su alto crecimiento (15% anual en promedio) se debe a la expansión del sistema bancario, lo

¹¹ Ver Ffrench-Davis, 1982.

¹² El extraordinario dinamismo de las exportaciones en 1974-80 es quizás el mejor indicador de la potencialidad de crecimiento del modelo de desarrollo. Sin embargo, se ha sostenido (Vignolo, 1982) que la expansión de las exportaciones forestales, frutícolas, mineras y pesqueras, obedeció en buena medida a inversiones anteriores, efectuadas o amparadas por el Estado. Al respecto, cabe señalar que: a) es un mérito de la política económica del período haber dispuesto las medidas cambiarias y de otro orden destinadas a maximizar los frutos de dichos esfuerzos anteriores, y b) las inversiones realizadas durante 1974-82 llevan a la investigación señalada a proyectar —bajo condiciones macroeconómicas propicias— un crecimiento de las exportaciones de dichos sectores al saludable ritmo de 6,3% al año durante la presente década. La respuesta del mercado en materia de plantaciones frutícolas (la superficie plantada creció un 47% entre 1973 y 1981) y de plantaciones forestales (en promedio las plantaciones anuales de 1974-82 cubrieron una superficie 4,5 veces mayor a las de 1960-70) es una muestra de su sorprendente capacidad de reacción ante políticas apropiadas. El hecho llama la atención si se recuerda que normalmente se ha considerado que la modernización de la agricultura es un proceso lento (Schultz, 1964). Además, demuestra que el mercado es capaz de emprender inversiones de largo plazo y, en consecuencia, carece de la “miopía” que a veces se le atribuye.

cual obedece a la formalización de un mercado de capitales que antes estaba reprimido¹³. La expansión del comercio en los últimos años está influida también por los saludables efectos de la liberación de precios, del blanqueamiento de los mercados y del aumento de las importaciones. Sin duda que los efectos mencionados no pueden elevar la tasa de crecimiento del PGB en forma permanente, pero son ellos los que explican los acelerados “despegues” que han experimentado durante diez años o más los países que han introducido un modelo de desarrollo de libre mercado¹⁴.

En la sección anterior señalamos que la trayectoria central del PGB es un resultado del modelo económico en aplicación y puede utilizarse para juzgar su desempeño. Sin embargo, es necesario advertir que en el caso que nos ocupa no es riguroso suponer que dicho indicador refleje los resultados del *nuevo* modelo de desarrollo. Ocurre que la construcción de un modelo es un *proceso*. Sus resultados deben ser, entonces, juzgados una vez que ha transcurrido suficiente tiempo como para que: a) la obra esté concluida en sus partes esenciales, y b) se aprecien nítidamente sus virtudes y defectos.

La economía chilena ha experimentado un marcado viraje en su modelo de desarrollo entre 1974 y 1982. Sin embargo, buena parte de las transformaciones más importantes concluyeron en los últimos años del período, cuando la recesión ya se avecinaba. Así, por ejemplo, la desgravación arancelaria terminó en junio de 1979, las medidas más decididas de apertura financiera se adoptaron en 1980 y la reforma previsional en 1981. En verdad, aunque algunos economistas califiquen a la economía chilena del período como de “liberal”, “modelo extremo de economía de mercado” o “ultra-liberal”, lo cierto es que la estructura económica nacional ha sido esencialmente mixta¹⁵. Pese al esfuerzo privatizador, el Estado retiene todavía un poderío económico que, aunque inferior al del experimento socialista, supera en muchos campos al observado en la década del sesenta¹⁶.

¹³ Algo semejante se ha observado en otras economías que han alterado su modelo de desarrollo en el mismo sentido que Chile (McKinnon, 1981). Acerca de las restricciones que reprimían al mercado de capitales en Chile, ver Cruzat, 1969.

¹⁴ El efecto reasignación de recursos se refleja en los análisis de fuentes de crecimiento en un alto “componente no explicado” del crecimiento. Ver Cauas, 1980, Schmidt-Hebbel; 1981, y Chen, 1979.

¹⁵ Los calificativos mencionados aparecen, por ejemplo, en Ffrench-Davis, 1982 y Foxley, 1982.

¹⁶ El tamaño del sector fiscal —excluido servicio deuda— alcanzó en 1981 su récord histórico respecto del PGB (23,5%), a excepción hecha del período 1971-74. En la década del sesenta, en cambio, dicha cifra ascendió a 20,7% del PGB en promedio (Ministerio de Hacienda, 1982). Marshall (1981) sostiene que la comparación anterior está distorsionada por modificaciones contables y que el grueso de la reducción del Estado se ha concentrado en instituciones que no forman parte del sector fiscal. Para eso propone una definición del sector público, cuyo gasto —como porcentaje del PGB— pasa de 34,0% en 1969 a 26,7% en 1979. Méndez,

El carácter inevitablemente mixto de una economía en gradual privatización se ha probado costoso. El repliegue de la inversión, el empleo y el endeudamiento externo del Fisco y las empresas públicas fue rápido. Sin embargo, la mantención de una alta tributación destinada a solventar un alto gasto social y la preservación en manos del Estado de sectores con sobresaliente potencial de crecimiento le restaron fuerzas al sector privado como para asumir por sí solo la responsabilidad de la inversión, del empleo y del endeudamiento externo. En el período 1974-82 Chile tuvo una economía mixta con un Estado sin el dinamismo propio de dichos regímenes, pero con un sector privado demasiado pequeño como para reemplazarlo cabalmente.

En buena medida, las críticas que merece el desempeño de la economía durante el período 1974-82, en cuanto a crecimiento del PGB, generación de empleo, capacidad de inversión y utilización de la deuda externa se deben a la deficiencia comentada en la sincronización del proceso de desestatización y de privatización. Naturalmente, ello conduce la discusión hacia la política de implementación del modelo y descarta las evaluaciones apresuradas del modelo mismo.

3. El movimiento cíclico

La evolución de la economía chilena durante el período 1974-82 ha sido sorprendentemente cíclica. De hecho, las dos mayores recesiones después de la Gran Depresión pertenecen a dicho período¹⁷. La economía mundial también ofrece un comportamiento semejante, pero la virulencia del fenómeno observado en Chile no es frecuente en las economías en tiempos de paz.

1981, utiliza una definición todavía más amplia —que incorpora a las empresas públicas— y obtiene un gasto total del sector público de 55,7% del PGB en 1969, el cual pasa a 45,7% en 1979. Los dos trabajos anteriores no contienen cifras para los años previos a 1969. Finalmente, si nos concentramos en las empresas públicas observamos que, de las 22 empresas de significación que hoy posee el Estado, tres eran en 1969 mixtas (es decir, que el Estado poseía entre 12% y 50% de su patrimonio) y tres eran privadas. Las primeras son CODELCO, CHILECTRA y SOQUIMICH. Las segundas, C.T.C., ENACAR y ENAEX (ver Méndez, 1981).

¹⁷ Existen cifras oficiales del PGB sólo a partir de 1940, y desde entonces hasta ahora el PGB muestra caídas en ocho años. Las tres mayores son las de 1982 (de 14,1%), 1975 (12,9%) y de 1947 (6,3%). Para el período anterior Davis y Ballesteros construyeron un índice de actividad que incluye a la agricultura, la industria, la minería y los servicios públicos. Dicho índice anota caídas de 21% en 1919, 14% en 1921, 11% en 1930, 17% en 1931 y 27% en 1932.

La primera recesión obedeció al esfuerzo invertido en la corrección de los serios desequilibrios causados por el experimento socialista de 1971-73 y la severa recesión mundial de 1975¹⁸. La política de ajuste se basó en la contracción del gasto público (15% en moneda nacional y 25% en moneda extranjera), el alza de impuestos (aumento de 10% en el impuesto a la renta y otros), drástica devaluación del peso (42% real en el año) y una gradual reducción en la tasa de expansión monetaria.

Los resultados del programa pueden apreciarse en el siguiente juicio del Banco Mundial: “La pérdida de ingreso real y de empleo durante el período de austeridad causó generalizados sacrificios, particularmente para los desempleados urbanos que carecieron de una reserva de ahorros en la cual apoyarse. Sin embargo, aunque puede ser posible criticar algunos aspectos del manejo económico durante este período, es difícil ver cómo podría haberse evitado una importante contracción económica en vista de que la nación tenía reservas internacionales netas negativas y un alto servicio de las obligaciones externas, de la desastrosa declinación en su capacidad de importar, y de la falta de confianza y/o hostilidad de los acreedores extranjeros”¹⁹.

La recuperación se inició a mediados de 1976. Desde ese año se aliviaron las cuentas externas y se observó una progresiva acumulación de reservas internacionales. La autoridad monetaria permitió una sostenida expansión de la cantidad real de dinero. Una política cambiaria ágil hizo al tipo de cambio proteger la competitividad de la producción nacional y neutralizar las presiones monetarias desestabilizadoras provenientes de la balanza de pagos. Dicha política cambiaria admitió dos significativas revaluaciones del peso, las que contribuyeron a detener a las expectativas inflacionarias. La política fiscal, por su parte, jugó un rol pasivo en el proceso de reactivación²⁰.

Cuando se revisan las cifras del período llama la atención la velocidad de la respuesta del mercado a los estímulos de la política macroeconómica. La reactivación fue protagonizada por el sector privado, el cual desarrolló vertiginosamente a las exportaciones, atrajo gruesos volúmenes de capital desde el exterior y, en fin, promovió un a acelerada recuperación de la producción y del empleo.

¹⁸ Acerca del período ver Banco Mundial, 1981; Cauas y De la Cuadra, 1981; Harberger, 1982; Sjaastad y Cortés, 1978.

¹⁹ Banco Mundial, 1981, pág. V.

²⁰ Si bien la política fiscal no jugó un rol protagónico en la reactivación, admitió importantes rebajas tributarias cuando ésta ya estaba en marcha.

La recuperación estuvo concluida en 1978. La economía inició, entonces, un nuevo ciclo, cuya fase expansiva alcanzó su punto culminante a mediados de 1981. Desde entonces la actividad económica ha experimentado una caída casi ininterrumpida, la cual ha provocado serios trastornos económicos e impuesto pesados sacrificios a la población.

Los violentos giros de la actividad económica pueden ser entendidos al observar las fluctuaciones de los precios claves de la economía: el tipo de cambio real (un indicador de la capacidad de la producción nacional para competir ventajosamente tanto en los mercados externos como en el interno); la tasa de interés real de corto plazo (un indicador del costo del crédito de uso más masivo); y el índice de remuneraciones reales (un indicador del costo de la mano de obra de los sectores productivos más representativos). El cuadro 2 muestra la evolución extremadamente cíclica de los precios claves. Así, entre 1976 y 1980-81, el tipo de cambio real y la tasa de interés real descendieron sostenidamente, en tanto que los salarios reales subieron en forma pronunciada. Estas tendencias fueron bruscamente invertidas en 1981-82, y ello —como era de suponer— afectó los planes de consumidores e inversionistas.

Los precios claves constituyen el marco de referencia de las decisiones económicas. El profundo quiebre en el curso del tipo de cambio real, las remuneraciones reales y los intereses reales provocaron desconcierto. Los agentes económicos —extrapolando de la tendencia anterior— se habían forjado expectativas y emprendido proyectos que resultaron a la postre desbaratados por la realidad. Así, probablemente, muchas de las ganancias de eficiencia económica asociadas a los mercados libres y competitivos no se han visto materializadas.

En el debate público ello ha sido con frecuencia interpretado como una prueba de que —después de todo— la empresa privada es tan ineficiente como la pública. Por ejemplo, en el caso de la banca privada, ella ha sido acusada de falta de profesionalismo y seriedad en sus evaluaciones. Es casi seguro, sin embargo, que cualquier agente económico —público o privado— habría sido llevado a decisiones erradas por el accidentado comportamiento de los precios claves. Si el sector público hubiese jugado un rol empresarial más dinámico en el período, también estaría recibiendo las acusaciones de mala administración. Pero, en verdad, basta una mirada al cuadro 2 para comprender las dificultades de la función empresarial en el período²¹.

²¹ Fontaine, 1982.

CUADRO 2: LOS PRECIOS CLAVES

	(1) Cambio Real	(2) Tasa de Interés %	(3) Remuneraciones Reales
1974	131	n.d.	60
1975	186	n.d.	63
1976	148	71,6	64
1977	130	56,1	81
1978	140	37,8	82
1979	126	9,2	83
1980	114	13,3	95
1981	100	48,1	109
1982	116	25,7	110
1983*	139	30,3	95

* Se refiere al primer trimestre de 1983.

(1) Tipo de cambio real efectivo, que mide el efecto combinado de las variaciones en los precios de las monedas de nuestros principales países socios y las diferencias entre sus tasas de inflación (IPM) y la nuestra (Deflactor Implícito del PGB). Los países considerados en la muestra son Estados Unidos, Japón, Alemania, Argentina y Brasil. Se presentan valores promedio por año en un índice con base 100 en 1970.

(2) Tasa de interés real cobrada por el sistema bancario por créditos en pesos de corto plazo (30 a 90 días). Se presentan valores promedio a lo largo de cada año. Dado que no existe un Deflactor Implícito del PGB mensual, éste fue aproximado mediante un promedio simple del IPC y el IPM. El valor para 1974-75 no está disponible (n.d.), porque la tasa de interés entonces era fijada por la autoridad.

(3) Remuneraciones reales calculadas según el índice nominal de sueldos y salarios del INE, deflactado por el Deflactor Implícito del PGB. Se presentan valores promedio por año en un índice con base 100 en 1910.

Podría culparse al mercado de haber generado un comportamiento impredecible en los precios claves. Sin embargo, un argumento completo en ese sentido exigiría determinar el origen de las perturbaciones que han alterado a los tres precios claves. Al respecto, caben dos posibilidades: o bien las perturbaciones provienen de ciertos comportamientos de las unidades económicas que son inevitables en un modelo de mercado o se trata de perturbaciones que ha introducido el Estado —por obra u omisión— en la ejecución de su política económica. A la primera explicación pertenecen las versiones —de sello keynesiano— que atribuyen a las expectativas optimistas el sector privado en el haber provocado un aumento desmedido del gasto y del endeudamiento, lo cual habría desatado los movimientos comentados de los precios claves. La explicación alternativa —una inter-

pretación monetaria— culpa a la política monetaria y cambiaria de haber desajustado al tipo de cambio real la tasa real de interés y las remuneraciones reales. Las próximas tres secciones se dedican a dilucidar la responsabilidad del mercado y de las políticas en el comportamiento de los precios claves.

4. El problema cambiario

Hay consenso entre los observadores de la economía chilena que la competitividad de nuestra producción se deterioró drásticamente tanto en el mercado interno como en el externo desde 1979 a 1981²². Dicho deterioro ha sido sindicado como uno de los principales causantes de la crisis actual. Nadie discute que parte del problema provino de la caída de los precios de las exportaciones nacionales relativas a los de nuestras importaciones, algo que la política económica interna no podía evitar. Sin embargo, existe amplio acuerdo en que ello no explica el grueso del problema²³.

La pérdida de la competitividad se reflejó en una extraordinaria expansión de las importaciones y una progresiva disminución del empuje exportador. Naturalmente, ello causó serios daños en la agricultura, la industria y la minería, actividades todas conectadas al comercio exterior.

El blanco más inmediato de las críticas ha sido la política de aranceles uniformes y bajos. No es extraño que, siendo éste uno de los elementos más revolucionarios del modelo de desarrollo, resulte cuestionado cuando el comercio exterior produce resultados desfavorables²⁴.

Por eso han recrudecido las proposiciones de aranceles más altos o más diferenciados. Sin embargo, y al margen de las observaciones que merecen la oportunidad y la velocidad de la desgravación arancelaria, las barreras arancelarias sólo pueden proteger a los productos nacionales en sus mercados internos. Cuando la pérdida de competitividad es compartida por los exportadores y los que compiten con las importaciones, el problema es, indiscutiblemente, de carácter cambiario.

El tipo de cambio real —un indicador de la competitividad de la producción nacional— disminuyó en 28% entre 1978 y 1981, es decir, a lo

²² Sjaastad, 1981, es posiblemente la única opinión contraria. Sin embargo, Sjaastad, 1982, acepta implícitamente el diagnóstico del deterioro del tipo de cambio real a partir de fines de 1980.

²³ Ver, por ejemplo, Ministerio de Hacienda, 1982.

²⁴ Sobre los fundamentos y aplicación de la política arancelaria, ver Cauas y De la Cuadra, 1981; Sjaastad y Cortés, 1981.

largo de la fase expansiva del ciclo actual (ver cuadro 2, columna 1). Dicha cifra despeja cualquier duda acerca del origen de la pérdida de los mercados internos y externos de los productos nacionales.

La drástica revaluación real del peso, ¿fue responsabilidad del mercado o de la política? Diversos estudios han demostrado que la política de cambio fijo agravó el deterioro cambiario real en por lo menos dos sentidos²⁵: a) la fijación nominal ocurrió cuando la inflación alcanzaba a un ritmo anual de 35% y en el mejor de los casos debía descender gradualmente a consecuencia de esa decisión, y b) la desinflación mundial de 1981-82, causada por las políticas monetarias contractivas de diversos países, retardó adicionalmente la convergencia de la inflación interna a la mundial. Ambos factores son evidentes y no parece necesario extenderse acerca de ellos.

Sin embargo, la causa que parece cuantitativamente más importante es el grueso influjo de capitales externos durante 1980 y 1981, fenómeno que se observó simultáneamente en gran parte del continente. El caudal de divisas proveniente de dicha fuente debió ser acomodado mediante un alza de las importaciones y una rebaja de las exportaciones. El ajuste exigió, como era previsible, una severa revaluación real del peso. Cuando el ingreso de capitales comenzó a disminuir hacia niveles más normales, se hizo necesario un movimiento inverso en el tipo de cambio real: la devaluación real del peso²⁶. Dado que esto último ha ocurrido en un contexto de pesimismo financiero internacional y de fuertes desequilibrios internos, ha exigido un esfuerzo considerable.

En vista de los costos producidos por la accidentada curva del tipo de cambio real en 1979-82, hay quienes sostienen que el mercado falló por cuanto generó un ingreso excesivo de crédito externo²⁷. El argumento es el siguiente: las buenas perspectivas de la economía chilena hacia 1980 dieron lugar a una explosión de optimismo que alentó ambiciosos proyectos de consumo e inversión. El optimismo fue compartido por consumidores, inversionistas, empresarios y banqueros nacionales y extranjeros. Estos últimos facilitaron al sector privado la elevada suma de créditos externos que

²⁵ Ver, por ejemplo, Corbo, 1982a y 1982b; Morgan Guaranty Trust, 1982; Sjaastad, 1982 y Cortés, 1982.

²⁶ El tema del impacto de la apertura financiera sobre el tipo de cambio real y de los ajustes correspondientes es tratado en Fontaine, 1981a. Ver también Corbo, 1982b y Edwards, 1982.

²⁷ Este argumento —difundido desde diversos medios— ha sido oficialmente adoptado por el Banco Central. Ver Banco Central, 1983.

desajustó al tipo de cambio real. Cuando los instintos empresariales se tornaron pesimistas, cesó el ingreso de capitales y quedó al descubierto el desequilibrio cambiario²⁸.

Naturalmente, este diagnóstico recomienda un mayor control estatal del volumen y/o la asignación del crédito externo. Por ejemplo, se sostiene que la autoridad monetaria debió haber regulado más intensamente el ingreso de capitales y vigilado su canalización hacia sectores cubiertos del riesgo de cambio.

Es indiscutible que el proceso de desregulación del ingreso de capitales debe ser programado en forma gradual. En el caso que nos ocupa no fue así. El Banco Central adoptó las medidas aperturistas en forma discontinua e intempestiva, y mantuvo ciertas restricciones distorsionadoras²⁹. También es indiscutible que —debido en parte a la situación de liquidez mundial— se produjo un abultado endeudamiento externo en 1980-81, y que dichos recursos a menudo se destinaron a proyectos que no aportan las divisas requeridas para hacer frente a las obligaciones del país con el exterior.

Sin embargo, antes de culpar al mercado de optimismo excesivo, es necesario investigar los incentivos que recibieron los agentes económicos de parte de la política interna. Desde esta perspectiva, la política de cambio fijo es encontrada nuevamente culpable.

En efecto, la política de cambio fijo alentó un endeudamiento externo ineficiente. Por una parte, la combinación entre elevadas tasas de interés en moneda nacional (ver sección 3) y un tipo de cambio real en continuo deterioro rebajó significativamente el costo aparente del endeudamiento en moneda extranjera. Por otra parte, la publicitada fijación indefinida del tipo de cambio nominal pareció eliminar —por decreto— el riesgo cambiario³⁰. Ambos elementos aumentaron artificialmente la demanda por financiamiento externo y desviaron dichos recursos hacia proyectos de consumo o de inversión de dudosa rentabilidad bajo condiciones cambiarias distintas.

²⁸ La explicación “sicológica” del auge 1979-81, y su posterior derrumbe —que discutimos en la presente y siguientes secciones en sus diferentes aplicaciones—, tiene gran poder *descriptivo* (ver Barandiarán, *et al.*, 1981). Sin embargo, no es susceptible de constituirse en una *teoría*, por cuanto no formula *predicciones*. La hipótesis alternativa —que las políticas vigentes provocaron los comportamientos observados— tiene, en cambio, características de una teoría, cuyas predicciones pueden ser refutadas por la evidencia.

²⁹ El proceso de liberalización financiera es estudiado en Ffrench-Davis y Arellano, 1981. Algunas de sus distorsiones son analizadas en Zahler, 1978. Fontaine, 1981a, contiene un análisis crítico de las regulaciones vigentes y contempla proposiciones de política. Ver también: Gutiérrez, 1982; Rosende, 1981b; y Sjaastad, 1982.

³⁰ Ver, por ejemplo, Ministerio de Hacienda, 1981.

En la discusión acerca de regímenes cambiarios es frecuente que se indique como una virtud de la política de cambio fijo el que favorece la captación de ahorro externo³¹. Nuestra experiencia demuestra que dicho atributo puede resultar costoso en relación tanto al volumen como al destino del endeudamiento externo.

Puede contraargumentarse, sin embargo, que la fijación del cambio *nominal* no impide sus movimientos reales y que, en consecuencia, los costos y riesgos *reales* del endeudamiento externo no fueron alterados por dicha política cambiaria. La objeción es correcta, pero supone que el mercado podía apreciar acertadamente el mecanismo de ajuste propio del cambio fijo. Así, por ejemplo, supone que los agentes económicos debían haber anticipado que, ante un problema de balanza de pagos, se produciría de todos modos una devaluación *real* mediante la deflación de precios y salarios. Nuestra larga historia inflacionaria y el extendido uso de cláusulas de reajustabilidad automática, tanto en los contratos laborales y de crédito como en la estructura de impuestos y subsidios, hicieron al mercado desconocer dicho mecanismo de ajuste. Todavía más, el hecho de que la “indexación” de los contratos y los programas de gasto social fuese promovida por el propio Gobierno hasta fines de 1981, hace pensar que ni siquiera las autoridades económicas sospechaban el modo de operar de un régimen de cambio fijo aquejado de un desequilibrio de balanza de pagos. Una ventaja de una política de cambio flexible, operada ya sea a través de un cambio flotante o administrada por el Banco Central, es permitirle al mercado aquilatar con mayor precisión los verdaderos costos y riesgos de las operaciones comerciales y financieras con el exterior.

Es probable que una desregulación de las operaciones financieras con el exterior, tan pronunciada como la experimentada en Chile, habría producido siempre un incremento significativo de la deuda externa y ello habría provocado algún deterioro en el tipo de cambio real. Posiblemente, además, sea inevitable que en la etapa inicial del proceso la entrada de capitales sea anormalmente alta. Pero una política de cambio flexible habría hecho más gradual la acumulación de obligaciones con el exterior. Quizás ello le habría restado fuerza a la fase expansiva del ciclo, pero le habría conferido mayor estabilidad al crecimiento.

Pese a que la discusión de la política cambiaria ha adquirido a veces en Chile ribetes ideológicos, el tema es esencialmente técnico. Nuestra última experiencia de cambio fijo demuestra algo largamente debatido en la

³¹ Ver Cortés, 1981a.

literatura económica pertinente³². Las ventajas y desventajas de dicha política respecto a una de cambio flexible (flotante o administrado) deben evaluarse en la perspectiva de la probabilidad de ocurrencia de presiones desestabilizadoras. El cambio fijo es adecuado para ajustar desequilibrios de origen monetario interno, pero introduce altos costos sociales cuando intenta ajustar desequilibrios de carácter externo o real, como aquellos provenientes de, respectivamente, las fluctuaciones monetarias internacionales de 1981-82, y los altibajos en los flujos de créditos externos. Así en 1980, el cambio fijo suscitó una excesiva presión inflacionaria (aunque entonces era defendido por sus atributos antiinflacionarios) para rebajar un tipo de cambio real demasiado alto en vista de la entrada de capitales. Desde 1981 en adelante, cuando la recesión mundial y el menor ritmo de afluencia de crédito externo debilitaron a nuestra balanza de pagos, el cambio fijo se transformó en factor de recesión y deflación a fin de aumentar la competitividad de la producción nacional, cerrar la brecha entre importaciones y exportaciones y recuperar la confianza de la banca extranjera.

Las sucesivas devaluaciones del peso ocurridas durante el segundo semestre de 1982 han ido reparando paulatinamente el problema de la competitividad perdida. Actualmente el tipo de cambio real está probablemente por encima de su nivel de equilibrio de largo plazo³³, y se están alterando los precios relativos en beneficio de los productos nacionales. Desgraciadamente, sin embargo, la tardanza con que se corrigió la política cambiaria hizo que el desequilibrio monetario y de tasas de interés (ver sección 5) hubiera alcanzado ya proporciones peligrosas. Las modificaciones cambiarias no fueron acompañadas de un programa monetario congruente con ellas y, al contrario, el Banco Central permitió una restricción

³² Clásicos artículos que sustentan este enfoque son los de Friedman, 1953 y Haberler, 1965. Para una discusión teórica de esta materia en el contexto de una economía pequeña y abierta, ver Fontaine, 1981d. Una aplicación de esa argumentación al debate cambiario chileno de 1981-82 se presenta en Fontaine, 1981c. Sjaastad, 1982, desestima este tipo de argumentos, porque sostiene que son útiles sólo si la autoridad puede anticipar la naturaleza de las presiones desestabilizadoras. Sin embargo, es evidente que la argumentación del texto se refiere al origen *más probable* —si monetario interno, externo o real— de las eventuales perturbaciones. En la elección del régimen cambiario apropiado un elemento crucial es la apreciación acerca de las fuentes de la inestabilidad o, en otras palabras, la comparación de las varianzas de los *shocks* internos, externos y reales.

³³ En el debate público se ha sostenido que el tipo de cambio real está hoy a su nivel más alto de los últimos 25 años. Ello es cierto si se utiliza como deflactor el IPC oficial. Dado que dicho índice ha sido cuestionado, es preferible usar el Deflactor Implícito del PGB. El cuadro 2 muestra que, al aplicar dicho deflactor, el cambio real actual resulta inferior al de 1975, 1976 y 1978. Sin embargo, bajo condiciones de equilibrio en materia de términos de intercambio, tasa de interés internacional y entrada de capitales, es probable que el tipo de cambio apropiado sea sustancialmente menor que el actual.

de la liquidez real que abortó buena parte de los efectos reactivadores de las devaluaciones³⁴. Además, las autoridades no adoptaron a tiempo medidas dirigidas a detener la pérdida de reservas internacionales causada por el desendeudamiento en moneda extranjera y la compra de divisas. Finalmente, el abandono de la política de cambio fijo no fue seguido de la definición de una nueva política cambiaria flexible, pero estable³⁵. Dicha tarea está aún pendiente.

5. El problema monetario

Durante el último trienio el costo real del crédito en pesos ha sido de 28% anual en promedio (ver cuadro 2, columna 2). Como son pocos los proyectos de inversión o de consumo que resultan convenientes cuando el costo del capital es tan alto, la demanda agregada ha caído verticalmente, provocando una severa depresión en la producción y el empleo. En el intertanto, y como son también escasos los activos que rinden una rentabilidad semejante, las deudas han debido ser renovadas sucesivamente a la espera de condiciones más propicias. Ello ha comprometido la solvencia de numerosas empresas y amenaza la estabilidad del sistema financiero. Así ocurre la paradoja de que un modelo de desarrollo que privilegia la iniciativa privada ha terminado con una estructura empresarial y financiera seriamente averiada.

Son muchos los factores que han contribuido a elevar el costo real del crédito. Entre ellos deben considerarse la debilidad de nuestro esfuerzo

³⁴ Los efectos reactivadores de una devaluación en las circunstancias de 1981-82, se describen en Fontaine (1981c y 1982). Bajo cambio fijo, los desequilibrios de la balanza de pagos se ajustan mediante una contracción de la demanda agregada y ello había estado ocurriendo en Chile desde mediados de 1981. La devaluación permitía llevar a cabo una política fiscal y monetaria de carácter expansivo, porque —al modificar los precios relativos— controlaba directamente el gasto nacional en bienes importables o exportables. Las autoridades decidieron, sin embargo, no llevar a cabo dicha política y preservaron el esquema de política monetaria neutra. Como era de suponer, la devaluación sin la política expansiva resultó contractiva, porque introdujo una presión de costos (insumos importados) y elevó los gastos financieros.

³⁵ En los nueve meses que transcurrieron entre junio de 1982 y marzo de 1983 Chile experimentó todas las fórmulas cambiarias posibles. La más interesante, a mi juicio, es la fórmula del cambio flotante, regulado prudentemente por el Banco Central en caso de fluctuaciones desestabilizadoras. Por un corto espacio de tiempo ella fue ensayada y no dio los resultados esperados debido a que fue implementada en medio de una vorágine de medidas improvisadas (liberalización total de las operaciones de cambio, regulaciones bancarias, etc.) y en un clima de creciente desconfianza. Esta experiencia demuestra que los períodos de crisis no son apropiados para llevar a cabo reformas cambiarias profundamente innovadoras, pero no refleja las verdaderas virtudes y defectos del cambio flotante.

de ahorro y —desde 1982 en adelante— la disminución del volumen y el alza de la tasa de interés de los créditos externos. El debate público ha identificado, sin embargo, la existencia de una demanda de crédito excesiva respecto de su oferta como la principal causa del problema.

La discusión parece haberse centrado en el comportamiento de la demanda de crédito³⁶. Los argumentos al respecto van desde (incorrectos) análisis parciales acerca de la evolución del crédito bancario hasta planteamientos que detectan determinadas fallas estructurales en el mercado de capitales³⁷.

La versión más popular le atribuye el alza de la tasa de interés a una excesiva demanda de crédito, la cual provendría de la resistencia del mercado a ajustar su comportamiento a las deprimidas condiciones actuales de la economía³⁸. Esta interpretación está asociada al diagnóstico del exceso de optimismo y de endeudamiento, comentado en la sección anterior. Se sostiene que los proyectos de consumo e inversión en el período del auge han terminado causando abultadas pérdidas. El ajuste del gasto requiere que tales pérdidas sean reconocidas mediante liquidaciones de inventarios y activos, cierres y quiebras de empresas, desempleo de recursos, etc. Mediante semejante procedimiento, que se admite costoso, pero se estima inevitable, se supone que los precios de los activos y los salarios deberían adecuarse al período de restricción que es congruente con la escasez de ahorros tanto internos como externos, que hoy nos aqueja³⁹.

La argumentación descrita ofrece una original crítica a la macroeconomía convencional, porque le atribuye a un virtual “déficit del sector privado” —financiado en el mercado de capitales— consecuencias tan graves como las que ésta le asigna al déficit del presupuesto del sector público. Naturalmente, la confianza en el buen funcionamiento del modelo de libre mercado se basa en parte en que esos déficit privados no se suscitan espontáneamente, sino que son fruto de las políticas macroeconómicas.

Es por eso que las soluciones al problema que se desprenden del enfoque descrito, en general, no se avienen con los fundamentos de una

³⁶ Ver Barandiarán, 1982; Banco Central, 1983; Revista de Economía, 1982; Williamson, 1982; Cortés, 1982; y Sjaastad, 1982.

³⁷ La hipótesis estructuralista correspondiente ha sido planteada, por ejemplo, por Cortés, 1982 y Sjaastad, 1982, quienes le atribuyen a las vinculaciones de propiedad entre los bancos y las empresas el aumento de la demanda de crédito. Para un análisis crítico del tema, ver Moreno y Pérez, 1982.

³⁸ Ver, por ejemplo, El Mercurio, “Semana Económica”, 22 de enero de 1983.

³⁹ La necesidad del ajuste fue planteada en Ministerio de Hacienda, 1981. La demanda de crédito ha sido culpada de entorpecerlo y elevar excesivamente la tasa de interés. Ver Banco Central, 1983; Barandiarán *et al.*, 1982 y Williamson, 1982, entre otros.

economía de libre mercado. Paradójicamente, ni siquiera las explicaciones y soluciones propuestas por sectores afines al Gobierno revelan mayor confianza en el funcionamiento de un mercado de capitales que fue concebido como pieza fundamental del modelo de desarrollo⁴⁰. En efecto, para los problemas inmediatos se demanda la intervención estatal en el control del crédito a fin de precipitar la ejecución de los deudores considerados insolventes. Como remedio más definitivo, se han promulgado —y se proponen más— regulaciones restrictivas para los intermediarios financieros.

El enfoque comentado se sustenta en una apreciación subjetiva acerca de las expectativas que es “conveniente” tolerar en un mercado. Ello parece reñido con las premisas básicas de una economía de mercado y tampoco se aviene con la concepción de una sociedad libre. El argumento que criticamos sugiere, en el fondo, que determinados agentes económicos poseen una percepción “excesivamente” optimista acerca de su propia riqueza y por eso sostienen —por la vía del crédito— proyectos de inversión o de consumo que son *objetivamente* antieconómicos. Desgraciadamente, sin embargo, los que sustentan esta hipótesis suelen no acompañar su juicio con un conjunto coherente de proyecciones macroeconómicas destinado a fundamentar su raciocinio⁴¹. A falta de éste, todo parece indicar que consideran normales las condiciones económicas actuales. Dada la magnitud de la caída de la actividad económica (ver cuadro 1) ello equivale a creer que todo el crecimiento logrado desde 1978 (¡y desde 1970 también!) ha sido ficticio, producto de un “boom” de gasto y deuda externa.

El mercado indica otra cosa. Lo único que puede, racionalmente, explicar que los agentes económicos se resistan a ajustarse a determinadas condiciones presentes es que las estimen transitorias, fruto, por ejemplo, de un desequilibrio cíclico. Quienes aprecian las ventajas del mercado piensan que su *mano invisible* es la llamada a determinar la viabilidad de los proyectos, la cual depende de subjetivas apreciaciones acerca de la evolución futura de los negocios⁴². Una de las virtudes del mercado es que pone en juego a las expectativas de variados agentes económicos, expectativas que incluyen tanto predicciones acerca del curso de las variables económicas

⁴⁰ Ver Banco Central, 1983.

⁴¹ Por ejemplo, Banco Central, 1983, estima en 2.0-2.4 mil millones de dólares las pérdidas que deben “reconocerse”. Sin embargo, no ofrece ninguna proyección a futuro de tasas de interés, tipo de cambio, niveles de salarios, etc., que son el ingrediente básico para un cálculo semejante.

⁴² Hayek, 1945.

como de las políticas⁴³. Negarle al mercado esta función especulativa —en el buen sentido de la palabra— es mutilarlo en una de sus partes esenciales⁴⁴. Naturalmente, el juicio del mercado no es infalible y, en períodos de crisis, las expectativas pueden ser particularmente confusas⁴⁵. Es por eso que al Estado le cabe un rol de orientación a través de su política macroeconómica⁴⁶ (ver sección 7).

La alternativa es la intervención estatal directa⁴⁷. Los partidarios de la planificación central suponen que los tecnócratas gubernamentales resultan más eficaces que el mercado para detectar los proyectos viables. Por eso recomiendan el control y la asignación centralizada del crédito. La intervención microeconómica del Estado se ha probado económica y políticamente costosa⁴⁸. Las decisiones centralizadas de los mercados —orientados por una buena política macroeconómica— constituyen una opción más eficiente.

Ahora bien, aunque fuese efectivo que el mercado no se ha ajustado todavía a la realidad actual y que la consiguiente presión crediticia eleva la tasa de interés, no se sigue de ello que la restricción de la demanda de crédito facilitaría la reactivación de la producción y del empleo. En efecto, la intervención del Estado destinada a forzar dicho ajuste tendría un efecto

⁴³ La literatura de las expectativas racionales plantea que los agentes económicos forman sus expectativas en función de las políticas vigentes. La experiencia chilena reciente muestra una dimensión más amplia de la racionalidad individual. Los agentes económicos vaticinan cambios en las políticas de acuerdo a los resultados esperados de las políticas vigentes. Así, por ejemplo, los resultados esperados del llamado ajuste automático hicieron prever al mercado que éste sería abandonado y lo fue. En el debate público se le ha dado a esto una connotación negativa: que los ajustes se retardan, porque se esperan acciones de salvataje por parte del Estado (Barandiarán, *et al.*, 1982). Sin embargo, si ello es racional —en el sentido definido más arriba—, es entonces predecible. Luego, la política económica debe tomar en cuenta la apreciación del mercado acerca de su viabilidad.

⁴⁴ Kirzner, 1973.

⁴⁵ Esto se refleja en que los precios de mercado, en períodos críticos, no contienen toda la información relevante. Naturalmente, ello describe una situación de desequilibrio y, por tanto, pasajera. Ver Kirzner, 1973.

⁴⁶ Fontaine, 1983a.

⁴⁷ Naturalmente, la intervención del Estado se justificaría si el mercado fuese distorsionado por prácticas monopólicas. En tal caso, debería aplicarse la legislación antimonopolios. Sin embargo, no se han efectuado ni demostrado cargos semejantes en el caso que nos ocupa. En cambio, se han mencionado dos prácticas que distorsionarían los incentivos propios de un mercado de capitales competitivo. La primera es la existencia de estrechas vinculaciones de propiedad entre las empresas y sus intermediarios financieros. La segunda, es la existencia de una garantía estatal tácita sobre el total de los depósitos bancarios (ver Williamson, 1982). La evidencia de otros países con estructuras bancarias semejantes —Alemania, España, Japón y México, para nombrar sólo a algunos— abre una interrogante acerca de su relevancia empírica.

⁴⁸ Ver Stigler, 1975.

contractivo sobre el gasto nacional y ello acentuaría la depresión de las ventas, la producción y el empleo⁴⁹. Conceptualmente, sería equivalente a recomendar —luego de una caída estimada en 21% del gasto nacional en 1982— una disminución del gasto público o un incremento obligado del ahorro. Medidas semejantes son capaces de rebajar la tasa de interés, pero al costo de aumentar el desempleo.

Desde el punto de vista del diseño de la política macroeconómica, ha sido más útil concentrarse en la oferta que en la demanda de crédito cuando se analiza la determinación de la tasa de interés⁵⁰. La oferta de fondos prestables está vinculada a la cantidad real de dinero. Una disminución indeseada en la cantidad real de dinero lleva a los agentes económicos a recortar sus tenencias de activos financieros, los cuales son la contrapartida de la oferta de crédito. La contracción crediticia eleva la tasa de interés y deprime la actividad económica. Esta es la raíz de la correlación observada en los más variados países entre dinero, interés, actividad económica y nivel de precios.

El curso de la liquidez real está siempre influido por la política monetaria. Ello se debe a que tanto la trayectoria de las expectativas como de la inflación misma suelen responder con cierta inercia a las presiones monetarias. Se suscitan así variaciones reales en la liquidez, cuando el Banco Central permite variaciones no demandadas en la cantidad de dinero. En Chile, sin embargo, se oye decir con frecuencia que el Banco Central no afecta nunca a la cantidad real de dinero o a las tasas reales de interés, lo cual es efectivo sólo si las precios, salarios y expectativas se ajustan con gran rapidez⁵¹. Si ello no es así, dicha afirmación es válida sólo en una perspectiva de largo plazo y de dudosa pertinencia para la discusión de la coyuntura macroeconómica⁵².

El ciclo económico vigente guarda estrecha correspondencia con la evolución monetaria⁵³. A mi juicio, tanto la fase de auge como la de recesión se ajustan con una precisión propia de libro de texto a la interpretación

⁴⁹ La liquidación de activos rebajaría la percepción de su riqueza por parte de los agentes económicos y contraería su gasto. Ello es de efecto recesivo. Sin embargo, en alguna medida puede también rebajar la demanda de dinero, atraer capitales externos y forzar un aumento de la liquidez real mediante reducciones de precios. La probabilidad de que estos últimos efectos —de carácter reactivador— sean eficaces es mínima.

⁵⁰ Friedman, 1964.

⁵¹ Friedman, 1976.

⁵² Lucas, 1977, ha demostrado que si las economías son “bombardeadas” continuamente de perturbaciones monetarias y reales, los precios terminan mostrando cierta inflexibilidad ante perturbaciones de ambos tipos. Bajo esta perspectiva, el ajuste de largo plazo es irrelevante, porque las perturbaciones son sucesivas.

⁵³ Fontaine, 1983 b.

monetaria del ciclo. Bajo dicha interpretación, el exceso de gasto y de endeudamiento, que se observó durante la fase expansiva del ciclo (1978-81), no fue producto de un brote autónomo de optimismo, sino que fue motivado por una expansión extraordinaria de la oferta de dinero y de crédito, permitida por el Banco Central. Asimismo, la aguda fase recesiva del ciclo no proviene de un súbito cambio de ánimo de consumidores e inversionistas, sino de una política monetaria contractiva.

Como es sabido, la trayectoria de la oferta monetaria ha estado últimamente determinada básicamente por las transacciones comerciales y financieras de los agentes económicos nacionales con el exterior. Semejante política monetaria —llamada neutra o dependiente— resultó expansiva mientras la balanza de pagos se mostró holgada. Desde el segundo trimestre de 1981, cuando las cuentas externas se tornaron progresivamente desfavorables, resultó restrictiva. La restricción de la liquidez real alcanzó proporciones críticas durante 1982, porque se sumaron al efecto contractivo de la pérdida de reservas internacionales las presiones inflacionarias que —previsiblemente— desataron las devaluaciones. La decisión del Banco Central de permitir esa drástica contracción en la liquidez real transformó una recesión moderada en la crisis económica y financiera más grave desde la Gran Depresión.

El diagnóstico monetario indicado ha sido desestimado por buena parte de la profesión económica debido, a mi juicio, a dos factores perturbadores. Por una parte, el incremento experimentado por el crédito *banca-rio* y el cuasi dinero durante 1981 —contrarrestado en parte en 1982— confundió el panorama monetario porque se pensó que ello era indicativo de la evolución de la oferta *total* de fondos prestables⁵⁴. Sin embargo, dicho aumento obedecía tanto a una redistribución de los ahorros desde otros activos financieros hacia depósitos a plazo (a causa de la subida de la tasa de interés)⁵⁵, como a la mera renovación de los altos intereses deven-gados. Si se corrige el crecimiento del crédito del sector financiero por este último factor, se observa que subió 16% en 1981 y cayó 50% en 1982, en términos reales.

Por otra parte —en una interpretación mecánica del llamado “enfo-que monetario de la balanza de pagos”— se vio en la pérdida de reservas

⁵⁴ Por ejemplo, Cortés, 1982, habla de “una extraña suerte de aumento de la demanda de crédito” (p. 36) y Sjaastad, 1982, bautiza al fenómeno con el término “monetización de activos reales” (p. 27).

⁵⁵ De hecho, los pasivos financieros registrados por el Banco Central cayeron en 7% en 1981 y en un 6% en 1982, ambos en términos reales. La confusión proviene del hecho que los pasivos del sistema bancario aumentaron su participación relativa desde 29% en 1980 a 42% en 1981 y a 43% en 1982.

internacionales un síntoma de un exceso de oferta de dinero, es decir, exactamente lo opuesto al diagnóstico que sustentamos. Con el tiempo se hizo evidente que ella obedecía en buena parte a una baja en la oferta de crédito externo, que se explica tanto por la situación de iliquidez mundial como por la progresiva desconfianza de la comunidad financiera internacional en la salud económica de Latinoamérica, en general, y de Chile, en particular. También se observó durante 1982 una tendencia de los agentes económicos privados a reducir sus deudas en dólares y a adquirir activos denominados en dicha moneda, lo cual es explicable dado la forma que adoptaron las devaluaciones y la creciente crisis financiera. Sin embargo, ello no debió interpretarse como una reducción en la demanda de *dinero* nacional, sino en la demanda de *activos financieros* nacionales. El problema debió ser encarado con una adecuada política de deuda externa y reservas internacionales. La estrategia adoptada —la contracción monetaria— al llevar la tasa de interés a niveles críticos agravó el problema, pues fomentó la desconfianza y la especulación contra el peso.

Hasta ahora el Banco Central no ha producido un programa monetario destinado a superar el desequilibrio monetario y llevar la tasa de interés a niveles congruentes con el estado de depresión actual. Sus razones se basan en los peligros inflacionarios y de balanza de pagos de un aumento desmesurado en la cantidad de dinero⁵⁶. Sin embargo, el estado actual del sistema financiero ha precipitado medidas que han terminado provocando expansiones monetarias desestabilizadoras. Un programa monetario reactivador bien diseñado y ejecutado es probablemente la manera más eficaz de compatibilizar los objetivos de reactivación, inflación moderada y equilibrio externo.

6. Inflexibilidad salarial

Los problemas cambiario y monetario discutidos en las dos secciones anteriores pueden ser también analizados desde la perspectiva de la evolución de las remuneraciones.

El Cuadro 2, columna 3, revela un considerable incremento de las remuneraciones reales entre 1978 y 1981, el cual promedió un 10% anual. Dicho comportamiento presenta algunas interrogantes, por ejemplo, acerca de su vinculación con el crecimiento de la productividad y la magnitud del desempleo, que no nos corresponde abordar en esta oportunidad⁵⁷. Para

⁵⁶ Ver Cheyre, 1982.

⁵⁷ Ver Cortés, 1982.

efectos del presente artículo es interesante destacar, en cambio, que el alza de las remuneraciones ha sido conectada al problema cambiario y monetario.

En efecto, dado que los costos laborales son un ingrediente importante de la competitividad del producto nacional, puede medirse el desequilibrio cambiario mediante una comparación de las columnas 1 y 3 del Cuadro 1. Así, mientras en 1970 los salarios y el tipo de cambio guardaban una relación 1:1 y en 1979 dicha razón había bajado a 1:1,5, en 1981 subía a 1:0.9. El aumento de los costos laborales relativo al tipo de cambio explica parte importante de la pérdida de mercados internos y externos de las empresas nacionales de sectores agrícolas, industriales y mineros. Las devaluaciones de 1982, como se observa en la razón de 1:1,5 estimada para 1983, han corregido en parte el problema.

El comportamiento de las remuneraciones nominales ha repercutido también sobre la tasa de interés. La trayectoria de los sueldos y salarios suele conferirle cierta rigidez al nivel de precios. En esas circunstancias, una restricción monetaria como la vivida en Chile en 1981-82 contrae la liquidez real y eleva el costo real de crédito.

En la coyuntura actual ha llamado la atención la inflexibilidad de los sueldos y salarios nominales para ajustarse a la recesión de la producción y del empleo. El crecimiento de las remuneraciones entre 1978 y 1981 está obviamente asociado a la recuperación de la recesión anterior y, en menor medida, al auge económico del primer semestre de 1981. Debe observarse, en todo caso, que el índice de remuneraciones reales no marca en dicho año un valor anormal en comparación con el año base de 1970. Sin embargo, una vez iniciada la recesión se esperaba una respuesta más ágil de los salarios nominales.

El fenómeno ha sido explicado por las regulaciones prevaletentes en el mercado laboral⁵⁸. En particular, la reajustabilidad automática de las remuneraciones del sector público y de los trabajadores con contratos individuales de trabajo y del salario piso establecido en la ley de negociación colectiva han sido estimados responsables de la rigidez de salarios.

Es indudable que dichos factores acentuaron el problema. Sin embargo, debe señalarse que los más variados estudios económicos comprueban que los salarios nominales son inflexibles hacia abajo en diversos contextos institucionales. La teoría económica le atribuye a ello la existencia de ciclos económicos, y la discusión macroeconómica de los dos últimos decenios se ha centrado en la búsqueda de explicaciones y soluciones

⁵⁸ Corbo, 1982b; Sjaastad, 1982 y Cortés, 1982.

a la inflexibilidad salarial. La explicación más convincente le asigna la responsabilidad del problema a la inercia de las predicciones de inflación que deben introducir en sus negociaciones los trabajadores y los empleadores.

La rigidez observada en las remuneraciones ha llevado a proponer la aplicación de las llamadas “políticas de ingresos”, las cuales establecen pautas imperativas para la evolución de los salarios y los precios. Por ejemplo, quienes proponían que el desequilibrio cambiario fuera corregido por una reducción obligatoria de salarios, abogaban por una suerte de “política de ingresos”. Existen variadas experiencias mundiales de políticas de ingresos y se ha demostrado que su éxito depende crucialmente de la capacidad del aparato político para resistir a la tentación de administrar los salarios y los precios en beneficio de los influyentes y en perjuicio de los sectores marginales.

La alternativa está en concentrar los esfuerzos de la política macroeconómica en lograr una trayectoria regular —es decir, predecible— en el nivel general de precios y permitir amplia libertad en las negociaciones individuales y colectivas de remuneraciones. Dichas negociaciones normalmente establecen reajustes de remuneraciones en función de la inflación pasada (como se ha estilado en Chile) o de la inflación anticipada. En cualquier caso, las variaciones intempestivas en el nivel de precios —como la desinflación observada en Chile a lo largo de 1981 y del primer semestre de 1982— provocan cambios en los salarios reales y desencadenan desajustes en el empleo y la actividad económica. Una manera de evitar semejantes perturbaciones en el nivel de precios es mediante políticas monetarias y cambiarias verdaderamente estabilizadoras.

En la estructura del mercado laboral chileno será siempre importante, en todo caso, la política salarial del sector público. En alguna medida las decisiones de empleo y condiciones de trabajo del sector público pueden descentralizarse, a fin de simular decisiones privadas. Ello es practicable al nivel de las empresas, municipalidades y otros organismos autónomos. Pero siempre será administrativamente conveniente mantener una escala homogénea de remuneraciones públicas. La administración de dicha escala exige una política salarial definida, algo que hoy no ocurre.

7. Consideraciones finales: macroeconomía y estado

Aunque es explicable la inclinación a culpar al modelo de desarrollo en aplicación de las dificultades actuales, el presente artículo no encuentra

fundamentos sólidos en dicha posición. En efecto, en la Sección 1 se ha demostrado que la trayectoria central del crecimiento del PGB en el período 1974-82 es de 4,3% al año —una tendencia nada despreciable— y en la Sección 2 se han respondido las principales observaciones que merece dicho cálculo. La conclusión es que —dada la herencia del Gobierno anterior y la falta de dinamismo de la economía mundial— el resultado obtenido es significativo. De hecho, se ha probado que el modelo de desarrollo prevaleciente en 1950-70 habría posiblemente generado un crecimiento inferior —de sólo 3,1% al año— bajo las condiciones internacionales de 1974-82. Sin embargo, el artículo plantea que probablemente se habrían obtenido todavía mejores resultados en cuanto a empleo e inversión si se hubiera explotado el carácter inevitablemente mixto de una economía en proceso de desestatización. La inactividad empresarial del voluminoso sector estatal parece explicar buena parte de las debilidades que ha mostrado el modelo de desarrollo en su etapa inicial.

Aunque la trayectoria central del PGB muestra un crecimiento apreciable, sorprende lo accidentado del camino. En efecto, el período cuenta con las dos mayores recesiones desde los años treinta. En la Sección 3, describimos brevemente la evolución cíclica de la economía chilena y nos referimos al comportamiento de los tres precios claves durante el ciclo vigente.

La acelerada expansión de la economía entre mediados de 1978 y de 1981, y su precipitada caída desde entonces en adelante, pueden explicarse por los perturbadores movimientos del tipo de cambio real, el costo real del crédito y las remuneraciones reales. Las secciones 4, 5 y 6, respectivamente, discutieron diferentes explicaciones para dicho fenómeno.

La interpretación más frecuente culpa al mercado de haber producido señales erróneas en las tres áreas claves. Esta versión encuentra unidos a gobiernistas y opositores. Unos, porque defienden las políticas aplicadas; y otros, porque desconfían del modelo de desarrollo. El presente trabajo ha presentado una versión diferente, la cual sostiene que la falla ha estado en la orientación macroeconómica.

El rol macroeconómico del Estado es administrar los instrumentos fiscales, monetarios y cambiarios a fin de minimizar los costos de ajuste ante las perturbaciones cíclicas de la economía⁵⁹. El Estado es más eficiente que el mercado en dicha labor cuando cuenta con mejor información. En mi opinión, el ciclo actual pudo haber sido atenuado significativamente si la política macroeconómica hubiera explotado sus ventajas de información.

⁵⁹ Fontaine, 1983a.

La interpretación que hemos presentado acerca de la gestación de los desequilibrios cambiario, monetario y de remuneraciones se funda en una insuficiencia del mercado en materia de orientación macroeconómica. En efecto, si las unidades económicas hubieran percibido los costos y riesgos del endeudamiento externo, el influjo de capitales y el deterioro cambiario habrían sido menores. Lo mismo habría ocurrido si el mercado hubiera previsto las consecuencias de la desinflación mundial de 1981 y procedido a rebajar automáticamente precios internos y salarios. Ello no ocurrió. En cambio, una política de cambio flexible —flotante o administrado— le habría permitido al Estado transmitir la información correspondiente a medida que ésta se iba generando.

Parecido es el caso del alza del costo del crédito. Si el mercado posee perfecta información, una contracción monetaria produce un ajuste instantáneo de los valores esperados y actuales de los precios y los salarios. En consecuencia, se habría evitado el desequilibrio monetario, no habría subido el costo real del crédito y no se habría detenido la actividad económica. Ello no ocurre, entre otras causas, por la inflexibilidad —natural y artificial— de los salarios. Razón es ésta para que el Banco Central administre cuidadosamente la política monetaria, impidiendo variaciones desestabilizadoras de la liquidez y buscando una trayectoria estable para el nivel de precios. Naturalmente, ello obliga a abandonar el esquema de política monetaria neutra o dependiente, apenas éste ofrezca resultados que no se avienen con el objetivo indicado.

El ciclo 1978-82 es un claro testigo de que el Estado no ha cumplido bien su rol macroeconómico. En parte —especialmente desde mediados de 1982— ello ha sido producto de las dificultades del período. Pero debe reconocerse que la principal razón se encuentra en una percepción negativa y simplista acerca de la función de la política macroeconómica. En efecto, de los planteamientos oficiales suele desprenderse que las opciones de política económica de corto plazo encierran siempre disyuntivas dramáticas: o la gran recesión actual o la gran inflación; o el ajuste “lo pagan” los empresarios o la masa trabajadora y consumidora.

El aporte de la teoría macroeconómica ha sido demostrar precisamente que existe un camino de equilibrio mediante el cual pueden compatibilizarse los objetivos de reactivación, inflación y equilibrio externo. Transitar por dicho camino no es fácil, pero tampoco imposible. Si la política macroeconómica es acertadamente dirigida hacia ese fin, entonces genera una ganancia real de bienestar para todo el país. Los “juegos de suma cero”, que imaginan los planteamientos señalados —el quién paga la cuenta—, equivalen a ignorar la contribución de una buena política fiscal, mo-

netaria y cambiaria. A falta de ella, es claro que las únicas opciones disponibles son de carácter redistributivo y entonces la cuestión macroeconómica deviene en el problema ético y político de la adjudicación de favores e imposición de cargas. Con frecuencia ello exige una intensa intervención estatal en el funcionamiento de los mercados y puede fácilmente desvirtuar el sentido de un modelo de desarrollo de libre mercado.

El rol orientador de una buena política macroeconómica se traduce en que los precios claves evolucionan regularmente a lo largo de su trayectoria de equilibrio. De esta manera el mercado es protegido de las distorsionadoras sorpresas que hemos analizado y puede cumplir eficazmente su tarea en la asignación de los recursos productivos.

La actual depresión de la actividad económica es una señal nítida de la necesidad de que el Estado asuma cabalmente su rol macroeconómico. En las circunstancias presentes ello exige llevar a cabo una vasta estrategia reactivadora, que no solamente considere las restricciones de financiamiento externo, sino que aproveche las oportunidades de crecimiento que ofrecen los abundantes recursos —humanos y físicos— que hoy permanecen ociosos y la vigorosa recuperación mundial que se avecina. Dicha estrategia debe incluir una política cambiaria ágil, que preserve la competitividad de la producción nacional y aísle a la economía de las fluctuaciones de la balanza de pagos; una política monetaria racional destinada a superar el actual desequilibrio monetario y llevar el costo del crédito a niveles congruentes con el rendimiento actual de las inversiones; y una política salarial del sector público que despeje la incertidumbre que hoy aqueja a la masa trabajadora y consumidora del país. El objetivo de la estrategia reactivadora debe ser hacer retornar prontamente a la actividad económica a la saludable trayectoria central de crecimiento que le promete el actual modelo de desarrollo y hacer volver prontamente a las autoridades a su trascendental tarea de construir los fundamentos económicos de la libertad.

REFERENCIAS

- Banco Central, 1983, “La Economía Chilena durante 1982 y Proyecciones para el Período 1983-84”, *Banco Central de Chile, Boletín Mensual* N° 660, febrero.
- Banco Mundial, 1981, Chile: *An Economy in Transition*, enero.
- Barandiarán, E.; Montt, F. y Pollack M., 1982, “Coyuntura y perspectivas de la Economía Chilena”, *Departamento de Estudios BHC.*, 9° Informe semestral de corto plazo, febrero.
- Cauas, Jorge, 1980, “Growth Prospects of the Chilean Economy”, *Conferencia ante la Cámara Chileno-Americana de Comercio*, Nueva York, mayo. Reproducido en edición del Banco de Santiago.

- Cauas, Jorge y de la Cuadra, Sergio, 1981. “La política económica de la apertura al exterior en Chile”, *Cuadernos de Economía* N° 54-55, agosto-diciembre.
- Chen, E., 1979, *Hyper-Growth in Asian Economies*, New York: Holmes and Meier.
- Corbo Vittorio, 1982a, “Relative Prices, Expenditures and the Trade Balance: The Case of Chile”, Mimeo. Sociedad Econométrica Latinoamericana, México.
- Corbo, Vittorio, 1982 b, “Recent Developments of the Chilean Economy”, *Mimeo*, septiembre.
- Cortés, Hernán, 1982, “Stabilization Policies in Chile: Inflation, Unemployment and Depression 1978-82”. *Mimeo*, Universidad Católica de Chile.
- Cruzat, Manuel, 1969, “Algunas Ideas sobre el Mercado de Capitales en Chile”, *Cuadernos de Economía* N° 17.
- Cheyre, Hernán, 1982, “Alcances y significado de una política de reactivación”, *Revista de Economía*, Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas, Universidad de Chile, N° 8, diciembre.
- Davis, M. y Ballesteros, T., “El Crecimiento de la Producción y del Empleo en Sectores Básicos de la Economía Chilena, 1908-1957”, *Cuadernos de Economía* N° 7.
- Edwards, Sebastián, 1982, “Capital Account Liberalization, Interest Rates and the Real Exchange Rate: Chile, 1979-1982”, *Mimeo*.
- Ffrench-Davis, Ricardo, 1982, “El Experimento Monetarista en Chile”, *Estudios Cieplan* N° 9, diciembre.
- Fontaine, Juan Andrés, 1981 a, “Comentarios acerca de la apertura financiera”, *Mimeo*, enero.
- Fontaine, Juan Andrés, 1981 b, “El Momento Económico y sus Proyecciones”, *Ercilla Económico*, mayo.
- Fontaine, Juan Andrés, 1981 c, “Régimen Cambiario y Estabilidad Económica”, *Mimeo*, agosto.
- Fontaine, Juan Andrés, 1981 d, “Ajuste Macroeconómico y Régimen Cambiario”, *Centro de Estudios Públicos*, *Mimeo*, Encuentro Anual de Economistas, Punta de Tralca, diciembre.
- Fontaine, Juan Andrés, 1982, “La Devaluación y sus Enseñanzas”, *Ercilla Económico*, julio.
- Fontaine, Juan Andrés, 1983 a, “El Rol Macroeconómico del Estado”, *Estudios Públicos* N° 9, Verano.
- Fontaine, Juan Andrés, 1983 b, “Auge, Caída y Recuperación: Una Interpretación Monetaria”, *Economía y Sociedad*, Segunda Epoca N° 9, enero.
- Foxley, Alejandro, 1982, “Experimentos Neoliberales en América Latina”, *Estudios Cieplan* N° 7, marzo.
- Friedman, Milton, 1953, “Aspectos favorables de los tipos de cambio flexibles”, publicado en castellano en Caves y Johnson (eds.) *Ensayos de Economía Internacional*, Buenos Aires: Amorrortu, 1972, págs. 443-72.
- Friedman, Milton, 1969, “Post-War Trends in Monetary Theory and Policy” en Friedman, M., *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*, Chicago: Aldine.
- Friedman, Milton, 1976, “Factors Affecting the Level of Interest Rates”, reimpresso en Havrilesky y Boormans, *Current Issues in Monetary Theory and Policy*, AHM Publishing Co.
- Gutiérrez, Guillermo, 1981, “Trimestralización de Cuentas Nacionales”, *Mimeo*. Encuentro Anual de Economistas, Punta de Tralca, diciembre.

- Gutiérrez, Mario, 1982, “Reflexiones acerca de la Apertura Financiera: El Caso Chileno”, *Banco Central de Chile, Documento de Trabajo* N° 14.
- Harberguer, Arnold, 1982, “The Chilean Economy in the 1970s”, *Carnegie - Rochester Conf. Serv. Public Policy*, otoño, 17.
- Harberler, Gottfried, 1965, *Money in the International Economy*, Cambridge: Harvard University Press.
- Hayek, Friedrich, 1945, “The use of Knowledge in Society”, *American Economic Review* 35 y reimpreso en Hayek, *Individualism and Economic Order*.
- Kirzner, Israel, 1973, *Competition and Entrepreneurship*, Chicago: The University of Chicago Press.
- Lee, Susan y Passell, Peter, 1979, *A New Economic View of American History*, W. W. Norton and Co.
- Lucas, Robert, 1977, “Understanding Business Cycles”, Brunner y Meltzer (eds.), *Stabilization of the Domestic and International Economy*, North Holland.
- Marshall, Jorge, 1981, *Estudios CIEPLAN* N° 5, julio. “Gasto Público en Chile, 1969-79”.
- Méndez, Juan Carlos, 1980, *Panorama Socio-Económico de Chile*, Ministerio de Hacienda, Dirección de Presupuestos.
- Méndez, Juan Carlos, 1981, “Un intento de medición del tamaño del sector público y de la presencia empresarial del Estado en Chile”, *Conferencia Internacional sobre Experiencias de Política Económica, Fundación Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Católica de Chile*, Viña del Mar, abril.
- Moreno, Alfredo y Pérez, Francisco, 1982, “Costos y Beneficios de los Programas de Desconcentración de Cartera Relacionada”, *Mimeo*. Encuentro Anual de Economistas, Punta de Tralca, diciembre.
- Morgan Quaranty Trust, 1982, “Exchange-rate policy in Latin America”, *World Financial Markets*, febrero.
- Ministerio de Hacienda, 1981, *Exposición sobre el Estado de la Hacienda Pública*, presentada por el Ministro señor Sergio de Castro Spikula.
- Ministerio de Hacienda, 1982, *Exposición sobre el Estado de la Hacienda Pública*, presentado por el Ministro señor Rolf Lüders Schwarzenberg.
- Mc Kinnon, Ronald, 1981, “Financial Repression and the Liberalization Problem Within Less Developed Countries” en Grassman y Lundber (eds.). *The World Economic Order: Part and Prospects*, Hong-Kong: The MacMillan Press LTD.
- Odeplan, 1981, *Informe Social*.
- Piñera, José, 1977, “Hacia un Desarrollo Integral”. Conferencia organizada por la Fundación Facultad de Ciencias Económicas y reproducido en *Informe Económico CNV*. N° 14, mayo.
- Revista de Economía, 1982, “Editorial”, Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas, Universidad de Chile, N° 7, noviembre.
- Rosende, Francisco, 1981, “Algunas Reflexiones acerca del Proceso de Apertura Financiera en Chile”, *Banco Central de Chile, Documento de Trabajo* N° 3.
- Schultz, Theodore, 1964, *Transforming Traditional Agriculture*, New York: Yale University Press.
- Schmidt-Hebbel, Klaus, 1980, *Análisis del Crecimiento Económico Chileno en el Período 1960-79 y Proyecciones para 1980-2000*, Departamento de Estudios BHC., junio.
- Sjaastad, Larry y Cortés, Hernán, 1978, “El Enfoque Monetario de la Balanza de Pagos y las Tasas de Interés Real en Chile”, *Estudios de Economía* N° 11, primer semestre.

- Sjaastad, Larry y Cortés, Hernán, 1981, “Protección y Empleo”, *Cuadernos de Economía* N° 54-55, agosto-diciembre.
- Sjaastad, Larry, 1981, “Stabilization and the Rate of Exchange: The Conflicting Experience of Argentina and Chile”, *Centro de Estudios Públicos, Documento de Trabajo* N° 1, septiembre.
- Sjaastad, Larry, 1982, “The Role of External Shocks in the Chilean Recession 1981-82”, *Centro de Estudios Públicos, Documento de Trabajo* N° 4, junio.
- Stigler, George, 1975, *The Citizen and the State*, Chicago: The University of Chicago Press.
- Vignolo, Carlos, 1982, “Los Recursos Naturales en el Desarrollo Económico: Evolución Reciente y Perspectivas en el caso chileno”, *Mimeo*. Encuentro Anual de Economistas, Punta de Tralca, diciembre. □