

## CAPÍTULO IV

### LAS EXPERIENCIAS CAMBIARIAS: 1965-82\*

Chile adoptó por primera vez políticas cambiarias que pertenecen a la categoría de flexibilidad administrada, también denominada de “minidevaluaciones” o “reptante”, entre abril de 1965 y julio de 1970. Cabe destacar que Chile fue el primer país en utilizar sistemáticamente una política de esta naturaleza.<sup>1</sup> Posteriormente, desde octubre de 1973 hasta junio de 1979, se implementó una segunda experiencia con este tipo de política cambiaria.

Ambas experiencias involucraron ajustes frecuentes de la cotización cambiaria, tuvieron una vigencia superior a 5 años y comenzaron a aplicarse en coyunturas de agudos desequilibrios de balanzas de pagos y considerables tasas de inflación interna. Sin embargo, se diferencian en cuanto al conjunto de políticas públicas en el cual se inserta cada una, y respecto del papel asignado al tipo de cambio, la estabilidad de la política cambiaria, la magnitud de cada uno de los ajustes nominales, y los criterios empleados para decidir la introducción de modificaciones a la tasa real.

En la sección 1 se presenta una breve discusión en torno a aspectos específicos relevantes para evaluar las políticas cambiarias en las dos experiencias. La sección 2 contiene un recuento de las principales características de las políticas aplicadas en uno y otro caso, procurando poner de relieve sus similitudes y discrepancias. Las conclusiones e interrogantes que fluyen del análisis se exponen en la sección 3.

#### **1. Algunos aspectos preliminares**

Hemos enfatizado que toda experiencia de política pública resulta difícil de evaluar porque genera efectos sobre ámbitos muy diversos y provoca consecuencias indirectas y de largo plazo cuya detección no es tarea fácil.

Tanto el marco interno como el externo ejercen una influencia significativa sobre la elección, los efectos y la interpretación de los resultados de la política cambiaria. En el cuadro IV.1 se presentan antecedentes macroeconómicos relativos a la economía nacional en general.

#### Cuadro IV.1

El marco económico inicial de cada experiencia se caracterizó por problemas de balanza de pagos, escasez de reservas, gravosos servicios de la deuda externa, proliferación de restricciones no arancelarias, y niveles de inflación altos y fluctuantes. La mayoría de estos desequilibrios fueron mucho más severos al comienzo de la segunda experiencia, que en la primera. Al sector público le ha cabido una participación apreciable en el sector externo, papel que fue acrecentado después de la nacionalización de las principales empresas mineras de cobre, en circunstancias que este producto ha generado más del 60% de los retornos de divisas por concepto de exportaciones.

---

\* Basado en “Las experiencias cambiarias en Chile: 1965-79”, publicado en *Colección Estudios CIEPLAN 2*, diciembre de 1979, y en Williamson (1981). Reproducido en *Entre el neoliberalismo y el crecimiento con equidad*, ediciones primera a tercera; excluido de la cuarta edición.

<sup>1</sup> Luego de Chile en 1965, quien denominó a su política de “tipo de cambio programado”, Colombia en 1967 y Brasil en 1968, iniciaron políticas sistemáticas de ajustes cambiarios continuos y pequeños. Estas experiencias, y otras desarrolladas posteriormente en países de diferentes regiones, se examinan en Williamson (1981), quien las bautizó como “reptantes” (*crawling-peg*).

Por último, el mercado interno de capitales experimentó profundas transformaciones a lo largo de estos años. En la primera experiencia estuvo sujeto a mayores regulaciones y hubo cierto racionamiento del crédito por políticas distintas a la tasa de interés, si bien la tasa de las colocaciones bancarias fue, en términos reales, siempre positiva y moderada (véase cuadro IV.3, col. 4), alcanzando niveles cercanos al 6-10% anual establecido en las metas de políticas. En el segundo caso, el mercado interno de capitales fue ampliamente liberalizado, removiéndose por completo los controles que afectaban a las tasas de interés. La tasa real fluctuó en forma considerable, promediando 38% anual entre 1975 y 1982. Un importante segmento del mercado financiero interno operó sobre la base de períodos de 30 días (véase el cap. V).

En cuanto al contexto internacional, éste exhibió como característica básica la inestabilidad de la cotización del cobre, con un precio notablemente superior al “normal” durante la primera experiencia. Respecto del segundo episodio, el alza espectacular del precio de las materias primas en 1973-74 fue muy favorable a Chile, debido a la elevada ponderación del cobre dentro del comercio exterior del país. En el cuatrienio 1975-78, empero, la relación se invirtió, tornándose desventajosa, ya que los precios del cobre se deprimieron —situándose alrededor de un cuarto por debajo de los niveles normales— hasta que al promediar 1979 volvieron a ubicarse sobre su línea de tendencia. Por otra parte, Chile es un importador neto de petróleo: el desembolso nacional por ese concepto se elevó del 6 al 13% del total de las importaciones entre 1973 y 1980. Finalmente, Chile hizo uso de la mayor disponibilidad de fondos de los mercados financieros internacionales. En el curso de ambas experiencias recibió un influjo de capital mayor que el requerido para financiar el déficit en cuenta corriente prevaleciente (cuadro IV.1, líneas 8 y 9), lo que condujo a la acumulación de reservas (y a la correspondiente expansión de la emisión) a un ritmo mayor que el deseado por las autoridades económicas en ambas ocasiones.<sup>2</sup>

La definición utilizada aquí de tipo de cambio programado o reptante coincide con la que emplea Williamson (1981) del *crawling-peg*. Se trata de una política con una tasa nominal determinada por el Gobierno. La paridad se ajusta mediante variaciones pequeñas y periódicas, con el objeto de mantener o moverse hacia el nivel de “equilibrio”. La definición de “pequeñas” implica montos reducidos de ajustes en términos de su influencia sobre los precios relativos y sobre las oportunidades de que se generen ganancias especulativas. Es evidente que mientras más alta sea la tasa neta de inflación del país, más frecuentes deberían ser los ajustes del tipo de cambio si es que se desea evitar que cada uno de éstos genere actividad especulativa e ingresos rentísticos a expensas del Banco Central.

El conjunto de políticas públicas en el cual se inserta el manejo cambiario y los objetivos específicos asignados por los respectivos gobiernos a la política cambiaria son de una importancia determinante. Cabe señalar que en ambas experiencias existió aparentemente el deseo de implementar medidas “realistas”, procurando imponer una tasa de “equilibrio” y lograr cierta mayor estabilidad en las relaciones de precios. No obstante, la interpretación acerca de lo que se entiende por “equilibrio” no fue uniforme. En la primera experiencia se relacionó dicho concepto con el “equilibrio” de la cuenta corriente, estimado a partir de un precio normal, o de tendencia, del principal producto de exportación, y de un nivel de endeudamiento menor que en el régimen precedente (Ffrench-Davis y Carrasco, 1969; Ffrench-Davis, 1973).

A pesar de enfrentar presiones revaluadoras intensas, resultantes del elevado precio del cobre, la autoridad económica las resistió con convicción, exitosamente. En el período 1965-70, se logró una persistente estabilidad, con cierta devaluación real.

La segunda experiencia pareció en un comienzo orientada a conseguir que el tipo de cambio recuperara el poder adquisitivo de 1970, y luego compensara adecuadamente las

---

<sup>2</sup> La escasa profundidad del mercado, a diferencia de los años noventa, no permitía operaciones masivas de esterilización monetaria.

liberalizaciones de las importaciones. Sin embargo, posteriormente la variación en la disponibilidad de reservas internacionales pasó a tener influencia decisiva, con lo que el manejo del precio de la divisa se transformó en una herramienta de la política monetaria, antes que en un mecanismo estable de asignación de recursos. Enseguida, en otro cambio de enfoque, el tipo de cambio fue utilizado como el principal instrumento de regulación de las expectativas inflacionarias y luego como ancla del precio de transables. El papel tan variable asignado al tipo de cambio, consecuencia de revisiones en la prioridades de política y de las restricciones (subjetivas y objetivas) que afectaban el empleo de determinados instrumentos de acción pública, se tradujo en significativos vaivenes en el tipo de cambio real (TCR).<sup>3</sup>

## **2. Evolución de las políticas cambiarias**

Las políticas cambiarias implementadas en Chile con posterioridad a la crisis mundial de 1929 y hasta mediados de la década del sesenta, comparten muchas características con las aplicadas en la mayoría de los LACs en el transcurso del mismo lapso. Durante largos períodos, Chile tuvo un tipo de cambio nominal fijo. La economía interna estaba afectada por una tasa de inflación persistentemente superior a la externa, por lo que el nivel real de la cotización tendió siempre al deterioro, dando origen así a recurrentes crisis de balanza de pagos. La respuesta habitual de las autoridades fue recurrir a diversas prácticas restrictivas, evitando introducir modificaciones a la paridad cambiaria; pero tarde o temprano se hacía inevitable alterar esta relación. Algunas veces se decretó la devaluación (aumento) de un tipo único. En otras oportunidades se crearon cotizaciones múltiples, fijándose niveles más elevados para los grupos de bienes considerados “no prioritarios”, categorías cuya cobertura estaba, por lo demás, en constante revisión. Hubo ocasiones en las que, aparte de la vigencia de gravámenes arancelarios diferenciados y de restricciones de carácter cuantitativo, coexistían varios cientos de tasas múltiples, las cuales cubrían rangos tan amplios como una relación de uno a quince entre la mínima y la máxima.<sup>4</sup> Esporádicamente se establecieron tipos de cambio libres que cubrían la totalidad del mercado o sólo segmentos de él, los cuales, en realidad fluctuaban libremente (e intensamente) o eran intervenidos extraoficialmente por el Gobierno. En unas cuantas oportunidades, la autoridad decretó series de devaluaciones de pequeña monta, aunque por períodos breves y sin una política claramente definida.

El rasgo predominante del período en referencia fue el propósito de amarrarse a una cotización nominal fija, dentro del espíritu de Bretton Woods. En realidad ésta terminó siempre modificándose, en respuesta a las crisis de balanza de pagos, con devaluaciones masivas e inestabilidad de la cotización real.

### **a) La política cambiaria “programada” en 1965-70**

En 1962, la economía chilena afrontó una aguda crisis de balanza de pagos, al cabo de tres años de vigencia de un tipo de cambio nominal fijo y de una significativa liberalización del intercambio y de los flujos de capital. A la mantención del valor nominal de la divisa se le asignó un importante papel como ancla de expectativas antiinflacionarias; de hecho, logró ese objetivo y jugó un papel decisivo en la estabilización de los precios internos entre 1959 y 1962. Pero al producirse finalmente la modificación de aquella paridad, el efecto expectativas cambió de signo, con una repercusión intensa, toda vez que los ajustes cambiarios fueron considerables (devaluaciones de 72% entre octubre de 1962 y enero siguiente). La devaluación se había hecho inevitable ante la concurrencia de tres factores: las exportaciones se habían expandido mucho menos que lo esperado, mientras que en las importaciones se daba el fenómeno contrario; y los flujos de capital, que habían servido para cubrir las crecientes brechas tanto en la cuenta corriente

---

<sup>3</sup> Por TCR se entenderá el tipo de cambio bancario vendedor nominal dividido por un índice de precios internos y multiplicado por un índice de precios externos. Véase el cuadro IV. 3.

<sup>4</sup> Las políticas aplicadas en el período 1952-70 se analizan en Ffrench-Davis (1973, cap. IV).

como en el presupuesto fiscal, declinaron en 1961. Al producirse la devaluación, el tipo de cambio cuyo congelamiento había contribuido hasta entonces a reprimir las alzas de los precios internos, abrió camino a un severo recrudecimiento del proceso inflacionario (que saltó de 9% en 1961 a más de 40% anual en 1963 y 1964).

#### Cuadro IV. 2

La política cambiaria que se adoptó en 1965 estuvo influida, también, por otros dos elementos del contexto inicial. Por una parte, se habían registrado grandes flujos especulativos de capital, acompañados de cuantiosas ganancias de capital para los agentes económicos que habían sido capaces de “prever” el estallido de la crisis de 1962. Por otra parte, en 1961 se había establecido un régimen cambiario dual, con un mercado de corredores para las divisas relacionadas con actividades turísticas, diversos servicios y flujos de capital financiero. El acceso a este último mercado, lo mismo que la determinación del precio de la divisa de corredores, fue libre. La tasa cambiaria correspondiente experimentó intensas fluctuaciones, hasta que fue puesta de facto bajo control del Banco Central permaneciendo entonces congelada hasta fines de 1964. En consecuencia, la revisión de los acontecimientos recientes llevó a concluir que tanto una política de tipo de cambio congelado como de tasa libre acusaban un comportamiento desestabilizador y distorsionador de la asignación de recursos (Ffrench-Davis, 1964).

En noviembre de 1964 se inició un nuevo período presidencial de seis años. Las autoridades económicas habían diseñado un programa destinado a reducir gradualmente la tasa de inflación, que a octubre de 1964 bordeaba el 50% anual. Se estimó, entonces, que aun cuando en constante disminución, el fenómeno iba a persistir durante varios años, registrando intensidad apreciable. Por otra parte, el nuevo régimen deseaba proseguir, en una forma más planificada, la sustitución de importaciones y la expansión y diversificación de las exportaciones, y evitar los flujos especulativos y los efectos traumáticos de las crisis de balanza de pagos sobre la economía, las cuales habían constituido un fenómeno recurrente en el transcurso de los diez años anteriores (Ffrench-Davis, 1964; y 1973, p. 98; Molina, 1972). Sin embargo, no existía consenso en lo relativo a la naturaleza de las políticas de comercio exterior que era necesario aplicar para la consecución de tales objetivos. El debate al interior del Gobierno acerca del diseño de la nueva política cambiaria demoró algunos meses, comenzando a aplicársela en abril de 1965.

Se optó por una política de tipo de cambio “programado”. Se estableció que el tipo de cambio sería anunciado periódicamente por el Banco Central, efectuándose en cada oportunidad pequeños ajustes hacia arriba. El propósito era disponer de un tipo de cambio real relativamente estable, evitando saltos bruscos, con el objeto de suministrar señales orientadoras para la asignación de recursos y evitar ganancias especulativas de capital y shocks agudos a la economía nacional.<sup>5</sup> La tendencia de la tasa real dependería de las perspectivas de mediano y largo plazo que enfrentara el sector externo chileno (Ffrench-Davis y Carrasco, 1969).

El nuevo esquema mantuvo la existencia de tres tipos de cambio: uno, el principal, que regía para el grueso del comercio (tasa bancaria a futuro); otro, válido para las empresas de la gran minería del cobre, en ese entonces de propiedad extranjera (tasa bancaria contado), y un tercero para el turismo, movimientos de capital financiero y diversos servicios (tipo de cambio de corredores).

---

<sup>5</sup> Se pensaba que el tipo de cambio influenciaba los precios internos en proporción directa a su incidencia sobre los costos de la oferta interna de bienes y servicios; se suponía que efectos inflacionarios mayores estaban asociados a devaluaciones masivas, a través de su impacto sobre las expectativas. Cabe señalar que los bienes exportables poseían una participación poco significativa en el gasto interno.

El tipo bancario a futuro funcionaba de manera tal que en cada transacción el flujo de fondos internos (pagos efectuados por los importadores y pagos recibidos por los exportadores) ocurría alrededor de dos meses antes que su contraparte en divisas, al tipo de cambio vigente al iniciarse el trámite. En consecuencia, se eliminaba el “riesgo cambiario” por ese lapso, y los importadores concedían un préstamo libre de interés en favor de los exportadores. El valor presente del componente a futuro ascendió aproximadamente a un 2%, a lo que habría que agregar el efecto “disponibilidad de crédito” en un mercado financiero algo restringido y segmentado como era el de la economía chilena (Ffrench-Davis, 1973, cap. V).

El tipo de cambio bancario contado exhibió tradicionalmente un nivel inferior al de la cotización a futuro, con el objeto de gravar en forma indirecta la renta económica que era captada por los inversionistas extranjeros del cobre. Esta tasa empezó a ser aumentada en forma gradual, de manera de reducir la brecha existente con la tasa principal. La medida formó parte de un acuerdo suscrito entre el Gobierno de Chile y las compañías Anaconda y Kennecott, propietarias de las principales explotaciones, con vistas a conseguir un aumento considerable en la producción de cobre, dentro de un enfoque en el que la tributación se basaría en las utilidades, antes que en un impuesto cambiario; pero la medida pretendía también inducir un incremento de la participación de los insumos de origen nacional en el proceso de producción cuprera.<sup>6</sup>

La tasa de corredores fue mantenida persistentemente a un nivel superior al bancario a futuro, procurándose que el precio implícito promedio pagado por el demandante de divisas fuera similar, tanto si las usaba para importar bienes como si las demandaba para hacer turismo fuera del país. La brecha entre ambas cotizaciones que se adoptó como referencia fue 20%, cifra que.<sup>7</sup>

Las tasas nominales fueron devaluadas una o dos veces al mes, como se aprecia en el cuadro IV.2. El alza promedio en cada oportunidad ascendió a 1,55%, fluctuando entre 0,4 y 2,9%. Al cabo de los 63 meses que estuvo en vigencia esta política, el tipo de cambio real (bancario futuro) se encontraba a un nivel 35% superior al inicial (columna 1 del cuadro IV.3.)

La principal variable que se tuvo en cuenta para guiar los ajustes en el tipo de cambio nominal fue la tasa de inflación interna esperada. En cuanto a las variaciones reales, el propósito de las autoridades fue elevar el poder adquisitivo del tipo de cambio. Primero, para reducir la acelerada alza que había registrado en la década precedente el endeudamiento externo; segundo, porque se proyectaba reducir la protección promedio a los sustitutos de importación, lo que requería un ajuste compensador en el tipo de cambio;<sup>8</sup> y, tercero, como incentivo a las exportaciones no tradicionales.<sup>9</sup>

La trayectoria del tipo de cambio real en el sexenio 1965-70 estuvo determinada por tres factores principales: la tasa de inflación mundial; un problema de balanza de pagos anticipado en 1967 por las proyecciones de los expertos gubernamentales, y el comportamiento del precio del cobre y de los flujos de capital.

---

<sup>6</sup> En Ffrench-Davis y Tironi (1974, pp. 227-32), se examina la respuesta del coeficiente de insumos nacionales/extranjeros, a los precios relativos y a las regulaciones directas. Allí se comprueba un significativo efecto de las políticas públicas sobre el mayor grado de integración de la gran minería del cobre a la economía nacional, que se logró entre 1964 y 1970.

<sup>7</sup> Esta estimación, que se funda en los ingresos efectivos provenientes de gravámenes aduaneros, tiende a subestimar la protección nominal y efectiva promedio de que gozan los sustitutos de importaciones. La brecha entre cotizaciones se aumentó en los momentos de escasez de divisas, con el objeto de desalentar el turismo hacia el exterior y de promover el ingreso de fondos. Se suponía, correctamente, que estos cambios de corto plazo no surtirían los mismos efectos nocivos que variaciones de la tasa bancaria podrían provocar sobre la asignación de recursos.

<sup>8</sup> La mayor parte de las prohibiciones y de los depósitos de importación fue suprimida; asimismo, se inició una racionalización arancelaria, que implicó una disminución significativa de redundancias arancelarias y una reducción de la dispersión y del promedio de la protección efectiva (Ffrench-Davis, 1973, pp. 96-116).

<sup>9</sup> Sin contar con los antecedentes empíricos disponibles hoy, en la gestión de la política cambiaria, estuvo presente la idea de que una tasa real estable y creciente era importante para la diversificación de las exportaciones y para la integración con el desarrollo productivo, en especial de la industria sustituidora de importaciones. Véase Ffrench-Davis (1973, p. 108 y 110).

La existencia de inflación externa –del orden del 2,4% anual en promedio para ese período– fue la principal variable que contribuyó a una devaluación real a través de todo el período. El déficit de balanza de pagos visualizado en 1967 viabilizó una fuerte depreciación real. Como parte de su política económica, el Gobierno había mejorado y extendido un sistema de proyecciones periódicas sobre movimientos de reservas, registros de importación y cuenta corriente. Estas proyecciones advirtieron que se avecinaba un desequilibrio, cuya superación requería la aplicación de una serie de medidas. Las que se pusieron en vigencia a mediados de 1967 (Ffrench-Davis, 1973, p. 104) contemplaron una reducción del gasto fiscal y un aumento más rápido del tipo de cambio real (con ajustes más frecuentes), que fue incrementado 12% entre julio de 1967 y febrero de 1968, registrándose un aumento más acelerado en el caso del de corredores. La devaluación real ayudó a superar el desequilibrio de la balanza de pagos, moderando así el shock correspondiente sobre la actividad económica. Esta coyuntura señaló que la adopción de la nueva política cambiaria había logrado sacar al tipo de cambio de su papel tradicional de gran formador de expectativas inflacionarias en las situaciones críticas.

A partir de 1968, y por el resto de este período, la balanza de pagos acusó considerables superávits debido al alza que experimentó el precio del cobre, producto que representaba cerca de las dos terceras partes de las exportaciones chilenas, y al incremento de la participación gubernamental en la renta generada por la explotación de este recurso. Ello indujo también una mayor afluencia de capitales de corto plazo, asociada a los inicios de la oferta de eurodólares a países en desarrollo “exitosos”. El flujo fue alentado por la acumulación de reservas y el buen precio del cobre, por la mayor capacidad de pago de Chile y por la relativa escasez de crédito interno. Obviamente, el Gobierno fue objeto de fuertes presiones, tanto en su seno como, principalmente, desde fuera de él, para que congelara el tipo de cambio. No obstante, con una notable responsabilidad, las autoridades económicas lograron mantener el mejoramiento real alcanzado en 1967-68, y elevarlo al continuar con las devaluaciones periódicas de la divisa a un ritmo similar al de la tasa interna de inflación y ganar el diferencial por la inflación externa.

Dado el superávit en balanza de pagos y la naturaleza y fuerza de las presiones contra la política en boga, es probable que las expectativas cambiarias predijesen una reducción de la cotización real; ello, junto con la natural brecha real entre las tasas interna y externa de interés, habría sido uno de los incentivos que dieron lugar a un voluminoso ingreso de capital financiero entre 1968 y 1970.

### Cuadro IV.3

Probablemente, el principal obstáculo que debió afrontar la nueva experiencia de este sexenio estuvo relacionado con la insuficiente, aun cuando creciente, coordinación con otras políticas económicas. De una parte, la política cambiaria se propuso limitar la transmisión de la inestabilidad del precio del cobre a la economía nacional. La balanza de pagos “normal” se proyectó así a partir de una cotización del cobre inferior a la que se dio en la práctica (Ffrench-Davis y Carrasco, 1969). Aparte de conducir la política cambiaria en función del precio “normal”, era necesario asegurar, asimismo, que el gasto fiscal se guiara por el ingreso “normal” de tributación del cobre. Ello se logró mediante acuerdos anuales entre el Banco Central y el Ministerio de Hacienda respecto de cuánto usar de los ingresos captados de la GMC; el exceso lo mantuvo la Tesorería en su cuenta en dólares en el Banco Central. Fue el origen “informal” del Fondo de Compensación del Cobre, creado dos decenios después.

Por otra parte, los flujos de capital financiero tendieron a ser desestabilizadores. El Gobierno dispuso sólo de herramientas débiles para controlar o atenuar sus efectos: únicamente

pudo establecer un período mínimo de repatriación para los nuevos flujos que llegaran al país y reducir el crédito interno para compensar el incremento de la emisión, fruto de la acumulación de reservas. En un mercado de capitales significativamente segmentado, la fuerte modificación que experimentó la composición de las fuentes de creación de dinero se tradujo en cuellos de botella financieros. Este es un fenómeno que se repitió con mayor intensidad y repercusiones más graves durante la segunda experiencia.

En síntesis, dadas las herramientas de política disponibles, durante el período 1965-70 se optó por conseguir mayor estabilidad en la tasa cambiaria real que en el nivel de reservas, debido: i) a su incidencia directa sobre la asignación de recursos, particularmente en lo concerniente a las exportaciones; ii) al supuesto de efectos derivados de la rigidez a la baja de los precios internos si la tasa de cambio seguía las fluctuaciones transitorias en los términos del intercambio o en los movimientos de capital; y iii) por último, a la creencia de que el precio vigente del cobre era superior al “normal” y de que caería drásticamente en el futuro, como efectivamente ocurrió al promediar 1970.

#### **b) La política cambiaria en 1973-79**

En octubre de 1973, se inició la segunda experiencia formal con una política cambiaria de devaluaciones frecuentes. En este período es posible visualizar tres fases distintas, que tienen en común el factor frecuencia de los ajustes, pero que difieren en otros aspectos significativos. La primera fase concluye en junio de 1976. La segunda se extiende hasta febrero de 1978, en tanto que la última tiene vigencia hasta mediados de 1979, cuando se retorna a la congelación del tipo de cambio nominal.

##### ***i) La fase inicial, con restricción externa dominante***

Durante la mayor parte de 1973, el país afrontó una crítica situación de balanza de pagos, mientras que la inflación llegaba a niveles cercanos al 400% anua.<sup>10</sup> El gobierno había establecido, en diciembre de 1971, un sistema de tasas cambiarias múltiples, que en agosto de 1973 comprendía 6 áreas distintas, en el cual la más baja equivalía apenas al 3% de la más alta. Aunque las autoridades de la época eran partidarias de una cotización nominal fija, la coyuntura económica las había obligado a decretar substanciales devaluaciones. Asimismo, en marzo de 1973 habían restablecido un tipo de cambio “programado” en la principal área del mercado de corredores. No obstante, la mayoría de los tipos de cambio vigentes se encontraban considerablemente a la zaga del ritmo inflacionario.

Algunas semanas después del golpe militar de septiembre de 1973, se anunció una nueva política económica, orientada a reducir la mayor parte de la intervención pública en este ámbito. A pesar de que la mayoría de los controles de precios fueron suprimidos abruptamente, la fijación de la tasa de cambio siguió en manos de las autoridades. Los numerosos tipos vigentes en 1973 fueron reducidos a tres, retornándose a la situación imperante hasta fines de 1971. La tasa de mayor cobertura, es decir la bancaria a futuro, fue devaluada en aproximadamente 300%. El objetivo era alcanzar un nivel de paridad semejante al vigente en 1970 (aparentemente, sin tener aun conciencia del papel jugado por la inflación externa). Si bien la principal tasa de corredores fue revaluada en 53%, siguió estando por encima de la cotización a futuro, mientras que el tipo empleado para los retornos del cobre se mantenía a un nivel de 40% de la tasa bancaria a futuro. En las tres áreas se aplicaron ajustes convergentes de ellas.<sup>11</sup> De esta forma, en agosto de 1975 el Gobierno alcanzó el objetivo de una paridad cambiaria legal única: sólo subsistió entonces la

<sup>10</sup> La tasa oficial de aumento del índice de precios al consumidor, en el período de doce meses finalizado en agosto de ese año, fue de 304%; una estimación de la incidencia de los precios de mercado negro eleva la tasa de inflación al 402% (Yáñez, 1979)

<sup>11</sup> La tasa de corredores fue revaluada hasta mayo de 1974, aproximándola a la bancaria. Asimismo, un gravamen de 53% a la compra de dólares en ese mercado fue rebajado a 13% en agosto de 1974, y eliminado en febrero siguiente.

diferente cotización del mercado negro; de hecho, aparte de los aranceles de importación e incentivos de exportación, la existencia del Impuesto al Valor Agregado (IVA) desde 1975, ascendente al 20%, basado en el principio de gravar según el destino de los bienes, significó que los importadores de bienes (afectos al IVA) pagaban más pesos por dólar adquirido, en tanto que los exportadores (exentos del IVA) recibían más por dólar vendido.

Las paridades cambiarias fueron modificadas entre una y cuatro veces al mes, con una frecuencia similar a la observada en la primera experiencia. Pero como la inflación interna en 1974 era muy elevada, la devaluación promedio nominal fue mucho más grande (véase el cuadro IV.1). Hubo ajustes que llegaron a ser del orden del 18%, y en marzo de 1975 el efecto acumulado de dos modificaciones realizadas en el curso de una quincena alcanzó a 40%. De allí, entonces, que pueda afirmarse que los ajustes no tuvieron la frecuencia requerida por un proceso sistemático de “mini” devaluaciones.

El tipo de cambio principal experimentó entre mediados de 1974 y enero de 1976, un sustancial incremento en términos reales (cuadro IV.3, col. 1). El mejoramiento fue consecuencia directa de la evolución seguida por el precio del cobre. Durante los primeros 10 meses que siguieron al golpe militar, la cotización del metal rojo se elevó a niveles sin precedentes en las décadas anteriores; pero en el segundo semestre de 1974 cayó de manera abrupta, en tanto que las importaciones seguían subiendo. Ello condujo primero a revaluaciones reales coincidentes con la cotización elevada del cobre, y luego, a un acelerado proceso de devaluaciones, que se tradujo en un incremento de 38% en el tipo de cambio real entre el promedio de 1974 y enero de 1976.

#### Cuadro IV.3

Los temores de una crisis de balanza de pagos habían sido superados durante este período, con una violenta recesión. Pese a la gravedad que revestía el problema, la liberalización de importaciones siguió adelante en el intertanto. El promedio del arancel nominal había sido rebajado de 67% a 44% entre junio de 1974 y enero de 1976. Las devaluaciones reales compensaron en forma aproximada la caída promedio en las restricciones arancelarias sobre las importaciones, mientras que ambos factores se combinaron para proporcionar una mayor protección efectiva en favor de las exportaciones. El sector externo mejoró, exhibiendo una expansión del 98% en las exportaciones no tradicionales en el trienio 1974-76, que cubrió un tercio de la merma en el retorno de divisas originada en las exportaciones de cobre. Las ventas al exterior se vieron estimuladas por un mejoramiento de la protección efectiva (incluyendo el tratamiento preferencial en el Pacto Andino) y por la capacidad instalada que había quedado ociosa con el dramático deterioro de la demanda agregada interna (véase el cap. III). Este último fenómeno, ligado a una política de “shock” antiinflacionario, provocó una apreciable caída de las importaciones, la cual contribuyó al grueso del ajuste del sector externo. De esta forma se obtuvo un intercambio más balanceado, pero el PIB se redujo 17% en 1975 (Marcel y Meller, 1986), y el desempleo nacional subió al 21,9% (con PEM, y al 16,6% sin PEM).

El *boom* de créditos externos recibidos por Chile, desde 1976 (véase el cap. V), y una inflación interna en aumento a tasas entre 11 y 15% mensual, favorecieron una modificación de la trayectoria del tipo de cambio real. En el resto de la fase éste cayó en forma rápida, deteriorándose 14% en el transcurso de los cinco últimos meses. En igual período, la liberalización de importaciones se hizo efectivamente más drástica debido a que las rebajas arancelarias tenían ya un componente redundante mucho más bajo (el arancel promedio se redujo de 44% a 33%), y ahora, la liberalización estuvo acompañada de un descenso en el tipo de cambio, antes que a la inversa como se había señalado reiteradamente por parte de personeros oficiales.

#### ii) *La fase de las revaluaciones abruptas*



La segunda fase se inició con una abrupta revaluación de 10% en junio de 1976, la cual significó un notorio cambio de política y llamó la atención, no tanto por sus efectos económicos intrínsecos, sino por los argumentos que se esgrimieron para justificarlo.

Las características principales de la segunda fase, que se prolongó hasta febrero de 1978, son la frecuencia diaria de las devaluaciones, que se realizan de acuerdo a tablas anunciadas mensualmente, y una serie de cuatro ajustes cambiarios abruptos: dos revaluaciones y dos devaluaciones.

La revaluación de junio de 1976 fue anunciada con gran espectacularidad y publicidad. Después de unas palabras introductorias del general Pinochet, el Ministro de Hacienda dio a conocer una serie de medidas. La principal consistió en la citada revaluación de 10%. A partir de julio, el tipo de cambio se modificaría diariamente. En julio la paridad sería devaluada en 5%, pese al 12% de inflación interna registrado en junio. Los ajustes en los meses posteriores serían equivalentes al incremento del índice de precios al consumidor durante el respectivo mes anterior.<sup>12</sup>

El Ministro adujo que i) en 1975 el tipo de cambio había aumentado con mayor rapidez que la inflación interna, dando origen a una paridad “no realista” ni susceptible de ser mantenida en el largo plazo; ii) la nueva cotización sería ajustada en forma sistemática, porque se consideraba que su nuevo nivel era realista; iii) el esquema que comenzaba a ser aplicado permitiría a los exportadores operar en un contexto de mayor certidumbre; iv) la revaluación significaría una disminución de los costos industriales, atenuándose así desde julio en adelante las presiones inflacionarias, lo que se traduciría a su turno en un mejoramiento de las remuneraciones reales: la revaluación, se sostuvo, equivalía a un incremento de los salarios y los ingresos de los chilenos; v) las importaciones y la actividad económica se verían estimuladas por la revaluación; vi) se reduciría la expansión monetaria originada en las adquisiciones netas de divisas por parte del Banco Central.<sup>13</sup>

La causa de la revaluación puede ser atribuida a una combinación de factores. Primero, la validez técnica del enfoque puramente monetarista (a la Friedman), como fórmula para lograr la estabilización, estaba siendo cuestionado por la negativa experiencia de la trayectoria del proceso inflacionario en los meses anteriores (Foxley, 1982). Segundo, la política económica estaba sufriendo las críticas de muchos destacados partidarios del régimen. A la tendencia alcista de la inflación se agregaba la escasa recuperación de la actividad productiva y el considerable nivel del desempleo. Era necesario un acontecimiento espectacular que permitiera la subsistencia de las políticas drásticamente ortodoxas que se estaban imponiendo al país. De allí, entonces, el énfasis que se puso en publicitar profusamente que la revaluación debería provocar un gran impacto anti-inflacionario, buscando de esta manera influir sobre las expectativas de los agentes económicos.<sup>14</sup> Tercero, el excedente global de balanza de pagos permitió a las autoridades disponer de reservas para su venta a los importadores, lo que contribuiría también a reducir la emisión monetaria.

---

<sup>12</sup> No hubo mención de la inflación externa; este punto tampoco había sido recogido sistemáticamente en la literatura para los efectos de medición del TCR. Véase el contraste entre nuestras estimaciones sobre TCR en los sesenta en Ffrench-Davis (1973) y Behrman (1976).

<sup>13</sup> Intervención del Ministro de Hacienda, 29 de junio de 1976. DIPRES (1978, pp. 261-2). Alrededor de un 80% de los cambios en la emisión habían tenido su origen en compras netas de divisas.

<sup>14</sup> El enfoque antiinflacionario monetarista de economía cerrada que había prevalecido hasta mediados de 1976 se vio cuestionado por la aparición en el mundo académico anglosajón de un enfoque monetarista de economía abierta, al cual la mayoría de los economistas oficialistas pareció haberse convertido. Este enfoque se transformó en definitivamente predominante cuando tres años después el tipo de cambio nominal fue congelado. Es curioso comprobar que economistas que antes auguraban que el tipo de cambio no tenía ninguna influencia sobre el nivel de precios si la cantidad de dinero permanecía constante, ahora aseguraban que el tipo de cambio determina el nivel de precios. La mayor apertura comercial, por supuesto, no justifica aquel cambio tan extremo de enfoque. Constatamos una vez más el peso abrumador de las modas en desmedro del pragmatismo en economía.

El hecho es que todo el peso de la maquinaria propagandística controlada por el Gobierno fue colocada al servicio de la difusión de la nueva política. La revaluación efectivamente modificó las expectativas inflacionarias: la tasa mensual de incremento de los precios bajó a 6% en agosto y septiembre. Sin embargo, se estancó alrededor de ese nivel durante dos trimestres. En marzo de 1977, el Ministro de Hacienda anunció una nueva revaluación del 10%, además de minidevaluaciones diarias que alcanzaban a 4 y 3% para marzo y abril respectivamente, las que nuevamente serían seguidas por ajustes de acuerdo al ritmo de inflación del mes anterior. La mayor parte de los argumentos esgrimidos por el Gobierno fueron los mismos utilizados en la primera oportunidad, aunque esta vez se confirió mayor importancia a la afirmación de que las exportaciones —salvo las “marginales”—prácticamente no se verían afectadas, ya que “el tipo de cambio de paridad supera en más de 20% al vigente en octubre de 1973 y es sólo ligeramente inferior al promedio imperante durante el segundo semestre de 1976”.<sup>15</sup> Una vez más la tasa de inflación se redujo, esta vez al 3 ó 4% mensual, pero nuevamente también se estancó a este nuevo nivel.

No obstante la primera revaluación, la balanza comercial arrojó un saldo favorable en 1976 y, también, lo que era excepcional, en la cuenta corriente. Esta circunstancia facilitó la revaluación decretada en marzo siguiente. Pero los excedentes de reservas, acumulados pese al bajo precio del cobre, se debieron en realidad a la drástica caída de la demanda agregada, lo que se reflejó en una contracción de las importaciones. La situación cambió substancialmente de signo en 1977 y 1978, en respuesta a cierta recuperación de la demanda agregada, a la liberalización arancelaria y al deterioro del tipo de cambio real. La consecuencia fue la aparición de un considerable déficit en la cuenta corriente, que fue más que compensado con una creciente afluencia de capitales financieros.

En el segundo semestre de 1977 se produjeron dos devaluaciones abruptas, aunque de menor monta: 6% en agosto y 4% en diciembre. La primera estuvo compensada por una rebaja de los aranceles que constituyó un adelanto de la supuesta fase final del proceso de liberalización de las importaciones, en virtud del cual los gravámenes aduaneros quedarían limitados a tasas comprendidas entre 10 y 35%. La liberalización habría concluido, entonces, en agosto de 1977 (DIPRES, 1978, p. 337).

Sin embargo, en diciembre se anunció que se establecería en forma gradual, entre fines de 1977 y junio de 1979, un arancel uniforme de 10% (DIPRES, 1978, pp. 358-9). Se dispuso asimismo una devaluación de 4,3%, con el objeto de compensar el efecto “promedio” de la nueva rebaja arancelaria de diciembre. Una vez más se procuró influir sobre las expectativas inflacionarias, dándose a conocer las series de minidevaluaciones que se realizarían en los dos meses siguientes: 2,2% para diciembre, equivalente a lo que había sido la tasa de inflación del mes anterior, y 3% en enero. Se sostuvo que a posteriori el tipo de cambio se incrementaría a un ritmo ligeramente más rápido que el de la inflación interna, con el objeto de compensar la liberalización concomitante de las importaciones. Sin embargo, la política fue revertida poco después, en febrero de 1978, poniéndose término así a la segunda fase.

En esta fase se asignó al tipo de cambio un papel muy diferente del que había desempeñado en la primera. La mayor frecuencia de las devaluaciones podía asimilarse al objetivo de que las tasas reales fuesen más estables. Sin embargo, la modificación del papel que le cabía en el proceso económico llevó a que el tipo de cambio real se tornara más inestable. De hecho, la tendencia a la baja, iniciada en enero de 1976, se mantuvo, con las dos revaluaciones abruptas, hasta mediados de 1977. Después recobró la tendencia al alza, que se vio reforzada con los dos saltos. Durante la parte final de este período el tipo de cambio real experimentó una

---

<sup>15</sup> Discurso del Ministro de Hacienda, 4 de marzo de 1977 DIPRES (1978, pp. 308-9). La cifra oficial sobrestimó sin duda el tipo de cambio real. Véase el cuadro IV. 3. y McKinnon (1977, cuadro 5).

mejoría de 16%,<sup>16</sup> después de un deterioro de 26% durante el primer año, lo que arrojó una apreciación neta de 15% (cuadro IV.3); en el intertanto, el arancel nominal promedio se había reducido de 33% a 16% (véase cuadro III.1).

El tipo de cambio se utilizó activamente para influir sobre las expectativas inflacionarias. En la fase anterior, el propio Gobierno había reiterado que la política monetaria representaba la única capaz de influir con eficiencia sobre tales expectativas. En esta nueva fase, empero, en dos ocasiones se utilizó el tipo de cambio como sustituto de la política monetaria en ese campo, cumpliendo en forma satisfactoria este nuevo cometido. Por supuesto que su eficiencia estuvo relacionada con el contexto económico específico imperante desde 1974: las expectativas de quienes fijaban los precios —los empresarios— se basaban principalmente en la trayectoria de la inflación en el mes anterior, en ausencia de una guía más confiable o de otro punto de referencia. Es indudable que el cambio de expectativas fue facilitado por la persistencia de la situación recesiva y por el control abrumador sobre los medios de comunicación y la opinión de la dirigencia empresarial.

Por otra parte, la evolución del tipo de cambio real estuvo influida en forma apreciable por variaciones de corto plazo en la balanza de pagos. Las reservas acusaron fluctuaciones ligadas a cambios en las importaciones, asociados a la caída y posterior recuperación del PIB, a grandes flujos de capital, y a ajustes cambiarios que fueron desestabilizadores para la asignación de recursos. Teniendo en cuenta la inestabilidad de las reservas, el papel asignado al tipo de cambio real hizo que éste mostrara intensas fluctuaciones, lo que se tradujo en distorsiones en las señales que recibían los productores de bienes comerciados internacionalmente. Ello se vio reforzado por el hecho de que en esta ocasión la economía chilena estuviera claramente más abierta al intercambio comercial. La economía estaba más abierta también a los flujos de capital, que ahora se canalizaban de manera predominante vía sector privado. Los substanciales altibajos del tipo de cambio real, sumados a las elevadas tasas internas de interés, implicaron que quienes habían conseguido empréstitos externos lograran considerables ganancias de capital (Zahler, 1980).<sup>17</sup>

La fase finalizó en febrero de 1978 cuando se aguardaba el anuncio de la tabla para ese mes. El sistema fue sustituido por un programa de ajustes diarios en la cotización de la divisa para los restantes once meses del año. La fórmula utilizada en los 18 meses anteriores, basada en un tipo de cambio nominal “endógeno” dependiente de la tasa de inflación pasada, fue reemplazada por valores programados “exógenos”, determinados en función de las metas antiinflacionarias.

### *iii) La fase final: hacia el retorno de la congelación y crisis*

El cambio de política anunciado en febrero de 1978 por el Ministro de Hacienda consultaba tasas decrecientes de devaluación, partiendo con un 2,5%, que equivalía en forma aproximada a la inflación mensual registrada en el trimestre anterior, para terminar con un 0,75% en diciembre. Se afirmó que dada “la excelente situación de balanza de pagos, la apertura de la economía al comercio exterior y la fijación del tipo de cambio hasta fines de 1978 generarán rápidamente importaciones competitivas para todos aquellos productos nacionales cuyos precios internos pretendan ser elevados más allá de límites razonables”. Del mismo modo se sostuvo que el Gobierno estaba sentando las bases para que el año 1979 marcara “el inicio de una era sin precedentes en las últimas décadas, en lo que respecta a tasas de inflación”.<sup>18</sup> El contenido de los anuncios oficiales, y de las declaraciones de diferentes personeros oficiales, sugería que lo que se encontraba subyacente en esta ocasión era, más que el propósito de regular expectativas, la

<sup>16</sup> La inflación externa de 17% constituyó una variable determinante en la explicación de la trayectoria del TCR durante este período. El elevado IPE estuvo asociado a inflación creciente en los países desarrollados y a la devaluación del dólar estadounidense.

<sup>17</sup> En el capítulo V se suministra una estimación de las diferencias entre tasas de interés internas y externas, y del volumen bruto de recursos involucrados en estas operaciones en 1975-82.

<sup>18</sup> Discurso del Ministro de Hacienda, 3 de febrero de 1978, en DIPRES (1978, pp. 369-71).

creencia de que la economía chilena había alcanzado ya un grado de apertura tan considerable que tendría forzosamente que imponerse la “ley del precio único”.<sup>19</sup>

La inflación, medida por el índice oficial de precios al consumidor, se redujo desde 64% en 1977 a 30% en 1978 (desde 84% a 37% en el IPC corregido). Este éxito aparente llevó a adoptar el mismo enfoque al año siguiente. En diciembre de 1978 se dio a conocer el programa de devaluaciones diarias para todo 1979. La tasa anual de devaluación que el Gobierno se proponía aplicar era de 14,7%, del mismo orden que la inflación que se señalaba, en términos informales, como esperada para 1979. No se consideró el incremento de los precios externos (situada sobre 14% anual en 1978-79), ni la progresiva reducción de la brecha entre PIB efectivo y potencial. Si de veras se pensaba que regía la “ley del precio único”, tendría que haberse previsto que la política cambiaria en aplicación tendería a conducir a una inflación por encima del proyectado 15%. En rigor, es probable que las autoridades económicas hayan estado todavía en la etapa de transición desde un enfoque de expectativas a uno de la “ley del precio único”.

En los hechos, durante la primera mitad de 1979, en lugar de decrecer, la inflación interna exhibió una tendencia al alza: en el período de doce meses finalizado en junio, ella llegó al 35%. Todos los indicadores coincidieron en que la inflación, lejos de ser reducida a la mitad, que era lo pronosticado por el Gobierno superaría la marca de 1978.

Esta fase terminó abruptamente en junio de 1979, al desahuciarse la política del tipo de cambio programado y al congelarse la divisa a un nivel 5,7% superior al imperante entonces. El nuevo nivel anticipó el que se había programado alcanzar a fines del año.

Al promediar 1979, tras casi seis años de diversas variantes de política y oscilaciones del tipo de cambio real, la divisa se encontraba en un nivel 16% superior al vigente a fines de 1973; no obstante, en el transcurso del proceso, las restricciones a las importaciones habían sido reducidas drásticamente: la mayoría de las barreras no arancelarias habían sido eliminadas, y los aranceles fueron rebajados desde un promedio (no ponderado) de 94% a una tasa uniforme de 10%. A ello se agregaba que el tipo nominal se congelaba en el contexto de una tendencia inflacionaria del orden de 35%.

Cuando se dispuso el congelamiento del tipo de cambio en junio de 1979, se afirmó que su valor se mantendría fijo hasta el 29 de febrero del año siguiente, con lo que “se obtiene una mayor estabilidad en el sector externo, sin poner en peligro un razonable equilibrio en la balanza de pagos”, y significaría poner un freno a las alzas de precios, repercutiendo favorablemente sobre las expectativas inflacionarias. Se puso mucho énfasis en que la disponibilidad crediticia y los gastos públicos serían restringidos drásticamente, de manera que los comerciantes e intermediarios no transfirieran completamente a precios el incremento real del tipo de cambio.<sup>20</sup>

La tasa se mantuvo a \$39 por dólar hasta mediados de 1982. En el curso del trienio en que estuvo congelada, su nivel real se deterioró en cerca de un tercio. La inflación interna descendió en forma significativa, desde 35% anual hasta menos de 4% (en mayo de 1982), pero durante la transición entre ambas, se acumuló un desequilibrio entre precios internos y externos. En consecuencia, para retornar al nivel inicial del TCR, aparentemente considerado por el gobierno y sus consejeros como cercano al de equilibrio (McKinnon, 1981, p. 34), se requería una inflación en Chile menor en más de 30 puntos que la internacional. Durante los últimos meses de

---

<sup>19</sup> Esta supone que los precios internos de los bienes comerciables internacionalmente (BCI) son iguales a los precios externos, corregidos por aranceles y tipo de cambio. Por lo tanto, se postula que, para un país pequeño, los precios internos no tienen autonomía para modificarse, salvo que los aranceles o el tipo de cambio varíen. Una versión extrema supone que los precios de los bienes y servicios no comerciables internacionalmente tampoco poseen autonomía debido a su interconexión con los BCI a través de los mercados de factores y de bienes.

<sup>20</sup> Discurso del Ministro de Hacienda, 29 de junio de 1979. Adicionalmente, el margen entre las tasas comprador y vendedor aplicadas por el Banco Central fue aumentado a  $\pm 2\%$ .

1981 y el primer semestre de 1982 se registró una leve deflación.<sup>21</sup> Pero paralelamente tuvo lugar un violento aumento de la desocupación abierta y un acelerado descenso de la producción manufacturera.<sup>22</sup>

El hecho concreto es que, luego de algunos meses de ajuste automático, los resultados económicos fueron desastrosos. El intento de acelerar el ajuste mediante una reducción por decreto de los salarios nominales no logró ser impuesta por el equipo económico. Ello dio paso a la devaluación abrupta de junio de 1982.

En esta fecha se efectuó una devaluación de 18%, seguida por el anuncio de una tabla de minidevaluaciones, que al poco tiempo fue reemplazada por una tasa flexible y libre acceso al mercado, vigente por un corto plazo, y luego por diversas modalidades de minidevaluaciones según la inflación interna o la neta y acceso regulado al mercado.

### **3. Consideraciones finales**

Nuestras consideraciones finales pueden ser clasificadas en dos categorías. La primera se relaciona con algunas de las respuestas que fluyen de las experiencias de Chile. La otra se encuentra asociada a interrogantes cuya dilucidación sigue pendiente.

#### **a) Algunas lecciones**

Esbozaremos cuatro tópicos que tienen que ver con: i) la viabilidad de las variaciones en el tipo de cambio real; ii) expectativas; iii) estabilidad, y iv) corrección de los errores de política.

Las dos experiencias consideradas muestran que no sólo el tipo de cambio nominal, sino también el real, son susceptibles de apreciables modificaciones vía decisiones de política. La ley del precio único, aun en una economía con comercio exterior tan liberalizado como el de Chile, posee una validez limitada. En especial, los rezagos pueden ser tan extensos, que involucren ajustes divergentes del equilibrio por lapsos de varios años, generando así señales erradas, mala asignación de recursos y una baja tasa de utilización de la capacidad de producción. De hecho, hay muchos casos de equilibrios múltiples y de TCR que por un prolongado lapso permanecen fuera de un equilibrio sostenible a mediano plazo. Las principales variables que interactúan con las variaciones registradas por el tipo de cambio real han estado representadas por la evolución en los términos del intercambio, el nivel de actividad y el financiamiento externo. La relación del tipo de cambio con otras variables macroeconómicas puede experimentar asimismo modificaciones persistentes y drásticas: en el período 1973-79 los salarios se deterioraron notablemente, lo que explica que el coeficiente salarios/tipo de cambio haya permanecido a niveles apenas equivalentes a entre un tercio y dos tercios del que imperaba en 1970 (cuadro IV.3, col. 2); por otro lado, la tasa de interés interna fluctuó intensamente (cuadro IV.3, col. 4).

La incidencia del tipo de cambio sobre las expectativas inflacionarias está estrechamente asociada al esquema específico de política que se adopte. Distintas modalidades de políticas de “minidevaluaciones” y de tipo de cambio “programado” han dado origen a resultados disímiles. Una política como la implementada en la primera experiencia y, hasta cierto punto, entre octubre de 1973 y junio de 1976, tiende a atenuar el impacto de las variaciones del tipo de cambio real sobre las expectativas y a limitar sus efectos a la incidencia directa sobre los costos. A la inversa, el programa de devaluaciones diarias decrecientes, cuya implementación fue profusamente anunciada para 1978, opera en el sentido contrario; como tal, puede ser utilizado en forma

---

<sup>21</sup> El índice de precios al por mayor llegó a descender 8%, principalmente por los bienes agropecuarios, entre mayo de 1981 y de 1982; el IPC descendió 1% entre febrero y mayo de 1982. Sin embargo, a mayo de 1982, los mercados internacionales también exhibían inflación negativa: el índice de precios externos (IPE) descendió 4% en el primer semestre de 1982, empujado por la revaluación del dólar estadounidense.

<sup>22</sup> La desocupación abierta (sin PEM) en Santiago se elevó desde 11% a 23% entre septiembre de 1981 y junio de 1982. El valor agregado manufacturero descendió 21% en 1982.

deliberada y enérgica para regular las expectativas, pero, al mismo tiempo, actúa de manera “pasiva” si lo que se pretende es modificar la paridad real. Mientras mayor sea el impacto sobre las expectativas, menor será el grado de libertad disponible para alterar el tipo de cambio real en la magnitud deseada. Sin duda, la incidencia neta de los ajustes cambiarios depende también de la forma en que evolucionen otras variables que también influyen sobre las expectativas y los costos de producción.

La trayectoria del tipo de cambio real tiene una repercusión importante sobre las exportaciones no tradicionales. En ambas experiencias las ventas al exterior se expandieron y diversificaron (véase French-Davis, 1979b, cuadros 4 y 6). El fenómeno obedece a múltiples factores, pero la tendencia al alza real del tipo de cambio, y en particular la mayor estabilidad real de una tasa regulada en comparación con lo que ocurre con el nominal fijo o con uno libre, parecen haber jugado un papel favorable.<sup>23</sup> La mayor estabilidad del tipo de cambio real tiende, por otra parte, a disuadir las maniobras especulativas, que son frecuentes cuando está vigente un tipo de cambio nominal fijo. Sin embargo, si el manejo del tipo de cambio real es sensible a variaciones de corto plazo en las reservas, como sucedió en parte durante la segunda experiencia, la política puede resultar desestabilizadora y generar consecuencias negativas similares a las que provocaría un tipo de cambio libre. Por consiguiente, modificaciones del tipo de cambio que procuren evitar fluctuaciones considerables en torno a la tendencia, suministran mejores señales cruciales para el proceso de asignación de recursos y previsiblemente se tendería a incrementar la demanda por activos nacionales.

Por último, el tipo de cambio programado, manejado con flexibilidad por la autoridad, facilita la corrección de los errores en que a veces se incurre al pronosticar la tendencia de las variables de mayor relevancia, desviaciones susceptibles de ser encaradas vía ajustes en la tasa cambiaria nominal. Un caso evidente se relaciona con el ajuste como consecuencia de la abrupta liberalización de importaciones. Esta característica implicó que la aplicación de una política cambiaria con flexibilidad administrada incrementó la factibilidad de evitar crisis recurrentes de balanza de pagos y desequilibrios de carácter acumulativo.

#### **b) Algunas cuestiones pendientes en 1982**

Las economías mundial y nacional se encuentran en constante ajuste: ni los mercados de materias primas ni los de capital están sistemáticamente en equilibrio de largo plazo. Se requiere detectar en qué circunstancias es necesario introducir ajustes permanentes en la tasa: por ejemplo, en respuesta a alteraciones percibidas como permanentes en los términos del intercambio, o en la estructura de la producción interna o en la oferta de mediano plazo del ahorro externo. También es preciso definir qué hacer en presencia de alteraciones de carácter coyuntural. El criterio general consiste en evitar que ellas repercutan sobre el tipo de cambio. Pero hay dos aspectos que sugieren la conveniencia de introducir alguna flexibilidad en la paridad real. Por una parte, la política cambiaria no es suficiente para impedir la transmisión de la inestabilidad; se requieren, además, otras políticas, como la fiscal, la crediticia y monetaria, y la de endeudamiento externo. Cabe dilucidar entonces cuál es la combinación óptima de estas políticas. Por otro lado, es preciso considerar las secuelas de la incertidumbre y del conocimiento limitado (en oposición a conocimiento perfecto, que puede ser útil como supuesto teórico básico, pero no como reflejo de la realidad). Resulta imposible distinguir completamente entre componentes normales y transitorios de la balanza de pagos; de hecho hay un rango en que la frontera entre ambos es difusa. Así, con el objeto de minimizar los errores, es aconsejable aceptar algún grado moderado de inestabilidad en el corto plazo, puesto que ello puede contribuir a evitar la introducción de ajustes forzosos en el largo plazo, en el evento de que los errores se acumulen. ¿Dónde se sitúa el

---

<sup>23</sup> Antecedentes econométricos referidos a 1947-75 dan fundamento a la hipótesis (Behrman, 1976, cuadro 7.2). Véase también CEPAL (1998, cap. IV) y Williamson (2000).

punto óptimo de corte? ¿Cuáles son los componentes del intercambio que deben ser normalizados para los propósitos del diseño de la política cambiaria y otras políticas complementarias?

Una característica recurrente ha sido la creciente magnitud de los flujos de capital privado externo y los abruptos cambios, asociados a dicho fenómeno, en las reservas del Banco Central y en la emisión monetaria, que se han observado en distintos momentos históricos en Chile. Los efectos de esos flujos distan mucho de ser neutrales: i) los recursos externos afluyen principalmente a sólo algunos segmentos de la economía nacional; ii) la reacción de las autoridades ha consistido con frecuencia en reducir el tipo de cambio real, o iii) en recortar el gasto público a manera de mecanismo compensatorio. Esta área de problemas se relaciona con las preguntas de cuál es la capacidad real de absorción eficiente de recursos foráneos y cuán estable es la oferta de tales fondos. Resulta extremadamente discutible que dichos interrogantes puedan ser resueltos óptimamente por el mercado (véase el cap. X). ¿Qué mecanismos —los precios y/o las políticas directas— resultan más convenientes en el caso de una economía pequeña semiindustrializada?

El esclarecimiento de estas preguntas que siguen vigentes en 2003 contribuiría a mejorar el diseño de una política cambiaria con flexibilidad regulada, que hizo que la evolución del sector externo de la economía chilena fuese más fluida de lo que había sido antes con el tipo de cambio nominal fijo y con los breves episodios de tipo de cambio libre, que permitió a las autoridades destinar sus energías a otras áreas de la política pública y contribuyó a una significativa expansión y diversificación de las exportaciones.

Cuadro.IV.1

**Indicadores macroeconómicos de Chile, 1964-82**

	1964	1965	1969	1970	1972	1973	1974	1978	1980	1982
1. Índice del PIB (1970=100)										
a) Total	78,9	83,0	96,5	100,0	107,9	103,6	109,2	109,4	124,7	112,6
b) Por habitante	89,4	91,9	98,3	100,0	104,0	98,2	101,9	96,1	106,3	93,0
2. Índice del valor agregado industrial (1970=100)										
a) Total	78,8	83,8	98,7	100,0	116,9	109,3	108,3	92,9	101,9	79,5
b) Por habitante	89,2	92,8	100,6	100,0	112,7	103,6	101,0	81,6	86,9	65,7
3. Coeficiente de inversión	21,4	19,9	19,6	20,4	14,8	14,7	16,5	14,7	17,6	15,0
4. Tasa de desempleo										
a) abierto	7,0	6,4	6,0	5,9	4,0	4,8	9,1	13,8	11,7	19,6
b) con PEM	7,0	6,4	6,0	5,9	4,0	4,8	9,1	18,0	16,9	26,1
5. Tasa de inflación (dicbre a dicbre)	40,4	27,3	33,1	36,1	260,0	606,1	369,2	37,2	31,2	20,7
6. Precio real del cobre (centavos de dólar de 1977)	73,1	85,0	139,1	120,1	85,2	120,1	113,3	54,6	68,5	46,6
7. Superávit fiscal (% del PIB)	-4,0	-4,3	-0,8	-3,5	-14,1	-10,5	-6,6	2,2	5,5	-2,3
8. Balance en cuenta corriente	-312,8	-131,1	-185,4	-166,7	-689,2	-442,0	-256,2	-960,4	-1.361,0	-1.599,7
9. Saldo en balanza de pagos <sup>a</sup>	-55,6	-108,2	269,8	233,3	-411,5	64,6	-162,7	628,5	859,2	-808,7

Fuente: Líneas 1y 2 basadas en Marcel y Meller (1986). Línea 4 según Jadresic (1986). La línea 5 presenta la tasa de variación del IPC. Para 1964-69 se usó Ffrench-Davis (1973); para 1970-78 Cortázar y Marshall (1980) y para 1979-82 el índice oficial del INE. La línea 6 está extraída de Ffrench-Davis y Tironi (1974) y Banco Central de Chile, deflactados por el IPE de Ffrench-Davis (1984). La línea 7 está tomada de Larraín (1991).

<sup>a</sup> Hasta 1972 la definición de reservas internacionales incluye las reservas del sector privado; desde 1973, considera sólo las del Banco Central.



Cuadro IV.2

**Ajustes nominales del tipo de cambio, 1965-76 <sup>a</sup>**

Fecha	Número de ajustes	Números de días (promedio) entre ajustes	Tasas (%) de ajuste		
			Máxima	Promedio	Mínima
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
1965 (mayo-dic)	8	30,0	2,9	1,52	0,4
1966	12	30,4	2,3	1,75	1,2
1967	16	22,8	2,4	1,78	0,7
1968	24	15,3	1,9	1,17	0,8
1969	19	19,2	1,7	1,40	0,8
1970 (enero-jul)	12	17,6	1,9	1,71	1,4
1973 (octubre-dic)	3	30,7	19,3	9,00	1,8
1974	24	15,2	15,9	7,16	3,3
1975	26	14,0	18,2	6,06	1,8
1976 <sup>b</sup> (enero-jun)	18	10,1	-10,1	3,35	0,9

Fuente: *Boletín Mensual*, varios números.

<sup>a</sup> Tipo bancario a futuro. <sup>b</sup> A partir de junio de 1976 los ajustes se efectuaron diariamente.

Cuadro IV.3

**Tipo de cambio, salarios y tasas de interés, 1965-82**

	Tipo de cambio real (1970=100)		Indice de salarios reales (1970=100)		Tasa de interés real
	Deflactado por IPC (1)	Deflactado por IPM (2)	Deflactado por tipo de cambio (3)	Deflactado por IPC (4)	Deflactada por IPC (5)
1965	80,1	117,1	84,1	67,3	-0,5
Abril	77,8	119,4			
1966	84,2	110,8	89,6	75,4	8,8
1967	91,0	102,4	94,2	85,7	10,8
1968	95,6	99,6	89,5	85,6	6,5
1969	99,0	99,5	92,8	91,8	5,6
1970	100,0	100,0	100,0	100,0	6,9
Julio	104,7	98,2			
1973	83,9	93,5	56,0	82,0	n.d.
Octubre	113,4	71,9			
1974	130,5	113,6	45,0	64,8	n.d.
1975	179,0	100,5	31,9	62,0	121,0 <sup>a</sup>
1976	144,6	120,1	49,8	65,0	51,2
Enero	180,7	103,5			
	130,8	135,3			
1977	120,3	125,6	60,6	71,0	39,4
Julio	114,8	132,6			
1978	133,5	107,8	58,1	75,0	35,1
Febrero	133,1	106,8			
1979	133,4	120,7	64,3	81,8	16,9
Junio	131,1	117,5			
1980	116,6	142,8	80,1	88,9	12,2
1981	99,2	153,1	102,6	96,8	38,8
1982	115,1	128,6	88,2	97,1	35,2
Junio	90,0	152,2			

**Fuente:** 1965-70, Ffrench-Davis (1973); 1970-82, cálculos sobre datos del Banco Central de Chile, Cortázar y Marshall (1980) y Ffrench-Davis (1984). Para el tipo de cambio real, se señalan los meses en los que hubo un cambio de política. En las columnas (1) y (2), el tipo de cambio nominal fue deflactado por el IPC y el IPM, respectivamente. En ambos casos se inflacionó por el índice de precios externos (IPE) de la economía chilena. (3) y (4) tienen como numerador al Índice General de Remuneraciones del INE, y como denominador a la variación del IPC y de un índice de tipo de cambio nominal multiplicado por el IPE. (5) expresa la tasa de interés nominal anual, deflactada por el IPC.

<sup>a</sup> Segundo semestre, después de la liberalización de tasas de interés.