

Chilensk stabiliseringspolitik

Sverige kan undvika dyrbara misstag i stabiliseringspolitiken genom att studera andra länders erfarenheter. Åtstrammingspolitiken i England och Mitterands expansiva politik används ofta som varnande exempel. Mats Lundahl visar i sin artikel på att även Chile utgör ett gott exempel på en misslyckad strategi. Här valde Pinochet-regimen att bedriva en långsiktig strategi enligt den sk monetära ansatsen i förväntan att en rigid växelkurs i en liten öppen ekonomi skulle göra annan ekonomisk politik obehövlig. Men användningen av en långsiktig strategi som kortsiktig politik visade sig omöjlig och efter devalvering i juni flyter nu den chilenska peson.

Chile devalverade den 14 juni i år peson med 18 procent gentemot dollarn, efter att sedan den 29 juni 1979 ha hållit samma nominella växelkurs. Hela denna tid har den chilenska stabiliseringspolitiken baserats på en fast växelkurs. Vi skall i det följande granska denna stabiliseringspolitik och de följer den haft för den chilenska ekonomin, se något på devalveringen och de komplementära åtgärder som vidtogs i samband med denna, samt avslutningsvis spekulera litet om den närmaste framtiden för den chilenska ekonomin, i ljuset av devalveringen.

Den monetära synen på betalningsbalansproblem

Ett av den chilenska ekonomins största problem under den gångna treårsperioden har varit ett tilltagande underskott

i bytesbalansen. Den politik som förts för att komma till rätta med detta har å andra sidan varit helt passiv. För att förstå denna politik och den politik som använts för att bekämpa inflationen måste vi uppehålla oss något vid den nya syn på betalningsbalansproblem som utvecklats under sjuttioalet — den monetära ansatsen (Whitman [1975], Frenkel & Johnson [1976], Scandinavian Journal [1976], Johnson [1977], Hahn [1977]). Denna ansats hävdar, att om ett land har ett underskott i sin bytesbalans, är detta först och främst ett *monetärt* fenomen vilket kräver en analytisk ansats baserad på monetära begrepp i stället för en analys som koncentreras på den reala sidan av ekonomin.

Den monetära ansatsen utgår från Walras lag. Antag, att det i ekonomin endast existerar marknader för varor och för pengar. Om det då råder ett utbudsöverskott på penningmarknaden måste detta motsvaras av ett efterfrågeöverskott på varumarknaden. För att få varor bjuder man ut pengar. I en sluten ekonomi, utan utrikeshandel, skulle dessa jämviktsrubbnings försvinna genom att priset på varor stiger i termer av pengar, dvs genom att prisnivån stiger.

Docent MATS LUNDAHL, Nationalekonomiska institutionen i Lund, var under sommaren 1982 gästforskare vid Corporación de Investigaciones Económicas para Latinoamérica (CIEPLAN) i Santiago de Chile.

Antag i stället att vi har en helt öppen ekonomi, där såväl varumarknaden som penningmarknaden är helt integrerade med omvärlden. I en sådan ekonomi kan medborgarna i den situation vi skisserade växla till sig utländsk valuta för att importera varor till ett givet världsmarknadspris. Ett utbudsöverskott på pengar kommer att motsvaras av ett underskott i bytesbalansen. Valutareserven minskar, och eftersom penningmängden består av inhemsk valuta plus internationella reserver, krymper även penningutbudet. Detta kommer i sin tur att automatiskt återföra ekonomin till jämvikt.

Anpassningsmekanismen fungerar på följande sätt. Den penningmarknad som är av betydelse i den monetära ansatsen är en *beståndsmarknad*. Ekonomins agenter antas vilja hålla pengar (nominellt) i fix proportion till den nominella nationalinkomsten. När valutareserven krymper, minskar skillnaden mellan de kassor medborgarna önskar hålla och det totala utbudet på pengar i ekonomin. Efterhand som reserverna minskar, återupprättas jämvikt på penningmarknaden, och när valutautflödet upphör råder återigen jämvikt i bytesbalansen.

Detta synsätt har viktiga ekonomisk-politiska implikationer. Den första slutsats man kan dra av resonemang-
et är, att ingenting behöver göras åt bytesbalansunderskottet. Detta försvinner av sig självt.

En andra slutsats är, att penningpolitik blir ineffektiv, en slutsats som går stick i stäv med traditionell monetarism. Antag, att inget sedelpressfinansierat statligt budgetunderskott existerar. Då påverkas penningmängden av centralbankens utlåning till banksystemet samt valutareserven. Antag vidare, att centralbanken vill föra en kontraktiv penningpolitik för att få ett överskott i bytesbalansen och för att bekämpa inflationen och därför, genom mark-

nadsoperationer, minskar penningmängdens inhemska komponent.

Denna politik kommer emellertid att bli verkningslös. Så fort penningmängden minskar, uppstår vid given nominell nationalinkomst ett efterfrågeöverskott på pengar, eftersom medborgarna strävar efter att hålla sina kassor på en oförändrad nivå. Man bjuder ut varor på världsmarknaden för att få valuta. Bytesbalansen förbättras, valutareserven ökar, och med denna även penningmängden.

Vi är tillbaka där vi en gång började. Processen upphör inte, förrän penningmängden återgått till sin ursprungliga nivå. Penningpolitiken har inte gjort någon nytta på bytesbalansen. Det är bara när man har brist på valutareserv som monetär kontraktion kan bli aktuell för att dra in valuta och motverka ett bytesbalansunderskott.

Av detta följer också att man inte kan använda penningpolitik för att bekämpa inflationen, men det behövs inte heller. Vid en given växelkurs blir den inhemska inflationstakten lika med omvärldens. Det finns (vid en balanserad statsbudget) inga tendenser för penningmängden att öka i snabbare takt än vad som är förenligt med denna, eftersom alla tendenser till för snabb expansion kommer att motverkas av ett valutautflöde. Den reala räntan kommer heller inte att påverkas av penningpolitiken, eftersom när de finansiella marknaderna är helt integrerade med omvärlden räntan låses till den internationella realräntenivån. Den reala sidan av ekonomin påverkas inte av penningpolitiken. (Den reala nationalinkomsten antas dessutom vara given, ett antagande som vi skall komma tillbaka till.)

Med en given inflationstakt i världsekonomin existerar således enligt de monetaristiska tankegångarna en tillväxttakt i penningmängden som är sådan, att den reala penningmängden växer i samma takt som den reala efter-

frågan på pengar. Vid denna tillväxttakt uppstår inga störningar på penningmarknaden, som kan leda till bytesbalansunderskott. Penningpolitiken bör inriktas på att låta penningmängden växa just i denna takt och blir följaktligen passiv till sin karaktär. Den automatiska anpassningen i en fullständigt öppen ekonomi klarar, enligt den monetära ansatsen, både betalningsbalansen och inflationsproblematiken.

Modellens antaganden

Den monetära ansatsen är långt ifrån invändningsfri (Whitman [1975], Hahn [1977], Tsiang [1977], Corden [1977], Kreinin & Officer [1978]). Vi skall här inte gå in på alla detaljer i teorin men väl på ett par av de huvudpunkter som vi kommer att behöva för att kommentera den chilenska politiken.

För det första menar kritiken, att den monetära ansatsen är alltför *ensidigt* monetär. Man får inte lägga alla äggen i penningkorgen och bortse från möjligheten av förändringar i export- och importpriser eller förändringar i real nationalinkomst och produktion under anpassningen. Den monetära ansatsen, i den enkla form vi nyss beskrivit, som är den som verkar ha legat till grund för den chilenska stabiliseringspolitiken, arbetar i termer av en enda aggregerad vara och antar, som vi redan antytt, att den reala nationalinkomsten inte förändras.

Det förra antagandet innebär i princip, att alla varor går i internationell handel och att alla varupriser är givna på världsmarknaden. En devalvering *ex* kommer därför att påverka alla priser likformigt, dvs endast *prisnivån* kommer att ändras, inte de relativa priserna. (Vi skall återkomma till hur en devalvering fungerar i den monetära ansatsen i slutet av artikeln.) Antagandet om given realinkomst innebär i sin tur att produktionsnivån i ekonomin är konstant, dvs att full sysselsättning all-

tid råder. Det senare kräver i sin tur, att lönenivån är fullständigt flexibel, så att hela arbetsstyrkan kan sysselsättas vad som än händer på varu- och penningmarknaderna.

Den andra kritikpunkt som är av intresse för oss går ut på att den monetära ansatsen anlägger ett *långsiktigt* perspektiv, medan stabiliseringspolitik sysslar med att rätta till kortsiktiga störningar. Genom att anta att ekonomin tenderar mot ett jämviktsläge som karakteriseras av full sysselsättning bortser man från de trögheter och komplikationer som på kort sikt ger upphov till arbetslöshet. Detta är ett tvivelaktigt antagande i stabiliserings-sammanhang, eftersom bytesbalansunderskott oftast uppträder i sammanhang där även ekonomins interna balans har rubbats.

Man kan i detta sammanhang ställa frågan om hur bytesbalansunderskott överhuvudtaget kan vara ett problem i den monetära ansatsen. Strängt taget borde de inte existera, eftersom så fort en störning uppträder på penningmarknaden detta bör leda till förändringar i valutareserven vilka återställer balansen. Genom att anlägga ett långsiktigt perspektiv löser man på sätt och vis detta problem, men å andra sidan uppkommer då frågan om hur lång "lång sikt" egentligen är. Gäller det, som Michael Mussa ([1976], sid 193) menar, två, tre år, eller rör vi oss kanske med årtionden? Om det senare är fallet, minskar ansatsens värde från *stabiliserings*-synpunkt betänkligt.

"Långsiktig" stabiliseringspolitik

Den chilenska stabiliseringspolitiken har sedan 1979 i huvudsak styrts av den modell vi nyss skisserat. Eftersom modellen är av långsiktig karaktär, och av denna anledning mindre lämpad att användas som teoretisk grund för kortsiktspolitiken, kan det finnas anledning att ställa frågan om varför man i Chile

valt att grunda stabiliseringspolitiken just på den monetära ansatsen. Ett trivialt svar på denna fråga skulle kunna vara, att man inte begripit modellen, men så enkelt är det nu inte.

Svaret, eller åtminstone en del av svaret, ligger nog i stället på ett mera ideologiskt plan. Man måste, när man diskuterar chilensk ekonomisk politik, komma ihåg att makthavarna har alldeles bestämda mål för sin ekonomiska politik. Enligt den militära filosofin bottnade mycket av vad man uppfattade som felaktigt eller icke önskvärt i det chilenska samhället i början på sjuttio-talet i det faktum att staten hade för mycket makt, en stat som strävade efter att omvandla samhället i en riktning som gick stick i stäv med militärens önskan. Kan man minska statens inflytande över samhället, bör alltså mycket av det onda därmed också försvinna.

Med utgångspunkt från sådana tankegångar grep man sig an uppgiften att bryta statens makt. I konsekvens härmed vidtog man omfattande förändringar i ekonomin. Den offentliga sektorn skars ned. Statliga företag privatiserades. Den jordreform som företagits av Allendes *Unidad Popular* och som grundade sig på kooperativa brukningsformer, slogs till stor del sönder och jorden privatiserades på olika sätt. Även den sociala tryggheten lades i privata händer, genom att individerna fick sluta kontrakt på marknader för försäkringar, pensioner, bostäder, utbildning, sjuk- och hälsovård osv.

Samtidigt släpptes marknadsmekanismen i görligaste mån fri. Priserna skulle bestämmas av utbud och efterfrågan, inte av regleringsmekanismer. Detta gäller, från och med 1979, även arbetsmarknaden. De fackföreningar som får lov att sluta avtal är begränsade till det enskilda företaget och har överhuvudtaget mycket kringskurna rättigheter. Arbetsmarknaden skall fungera som en "fri" marknad.

Den tredje stora omvandling man vidtog var att öppna ekonomin mot yttervärlden, genom att dra ner alla tullsatser (under Allende över 90 procent i genomsnitt), med undantag av tullen på bilar, till 10 procent och ta bort alla andra regleringar av utrikeshandeln. Denna öppning har gjorts även för kapitalmarknaden, fast i långsammare takt och inte lika fullständigt som för varumarknaden.

Alla dessa förändringar var av *långsiktig* karaktär. De ingick som ett led i den stora omvandling som så småningom skulle ge ett nytt Chile, där staten inte skulle ha så mycket att säga till om ute i samhället och där följaktligen faran för socialism och kommunism skulle ha reducerats. Målet för den chilenska politiken, och som en del av denna, den ekonomiska politiken, är alltså *långsiktigt*.

Jag tror, att det är i detta perspektiv man måste se även stabiliseringspolitiken. När man väl öppnat ekonomin och skapat vad man uppfattar som tillräcklig flexibilitet på arbetsmarknaden, vilket hade skett just 1979, så att vissa viktiga förutsättningar i den monetära ansatsen kunde anses vara uppfyllda, satte man igång med att tillämpa denna — långsiktiga — ansats. Vad som är bra för ekonomin och samhället på lång sikt är också bra på kort. När ekonomin väl frigjorts från hämmande ingrepp är störningar av övergående karaktär, och bästa sättet att komma till rätta med störningarna är att se till att ekonomin är så anpassningsbar som möjligt, dvs att marknaderna fungerar väloljat.

Av denna anledning har man valt en "långsiktig" stabiliseringspolitik, som gör sitt bästa för att tona ner de kortsiktiga störningarnas betydelse. Bara tiden får gå, och *el modelo* får lov att verka ostört, kommer dessa störningar att försvinna i takt med marknadsmekanismens tilltagande perfektion. Av samma anledning har man valt att bortse från

det faktum att, även om en störning är av "kortsiktig" karaktär, detta inte utesluter att de som drabbas av störningen kan drabbas hårt, särskilt om den automatiska anpassningen går långsamt i termer av historisk tid.

Stabiliseringspolitikens verkningar

Låt oss så gå över till att se på stabiliseringspolitikens verkningar. Den chilenska betalningsbalansen sammanfattas i *tabell 1*. Av tabellen framgår, att bytesbalansen hela tiden 1979—81 varit negativ. Importen har överstigit exporten.

Samtidigt har emellertid betalningsbalanssaldot varit positivt, tack vare ett starkt kapitalinflöde. Under 1981 växte dock bytesbalansunderskottet mot slutet av året så starkt, att överskottet i betalningsbalansen föll från 1 244 miljoner dollar 1980 till 70. Det autonoma kapitalinflödet växte inte tillräckligt snabbt för att hindra en drastisk försämring i betalningsbalanssituationen.

Dessa tendenser har fortsatt under första halvåret 1982. Fortfarande är, när detta skrivs, inga siffror för bytesbalansen tillgängliga, men varutransaktionernas utveckling är känd. Handelsbalansen uppvisade i likhet med tidigare ett negativt saldo, men detta sjönk från 1 166 miljoner dollar första halvåret 1981 till 125 miljoner innevarande år. Orsaken till detta var främst en nedgång i importen med 35 procent, medan exporten endast föll med 4 procent (El Mercurio, 17 juli). Valutareserven minskade med 456 miljoner sedan december 1981 (El Mercurio, 16 juli).

Automatiken i anpassningsmekanismen har knappast fungerat på det sätt som förutskickas i den monetära ansatsen. Denna bygger på att inga autonoma kapitalrörelser förekommer, så att ett underskott i bytesbalansen alltid ger upphov till ett nettoreservutflöde. Denna bild har i det chilenska fallet störts

Tabell 1. Chiles betalningsbalans 1979—81 (miljoner dollar).

	1979	1980	1981
Bytesbalansens saldo	-1189	-1971	-4814
Kapitalbalansens saldo =	1200	1921	4699
Nettokapitalinflöde	2247	3165	4769
— Ökning i valutareserven	-1047	-1244	-70
+ Restposten	-11	50	115
	1189	1971	4814
Betalningsbalansens saldo	1047	1244	70

Källa: Banco Central [1982], sid 1052.

av att kapitalinflöde fyllt på valutareserven så att underskottet i bytesbalansen kunnat bestå. Det var inte förrän möjligen i början av 1982 som man kan tala om automatik. Vid denna tidpunkt började valuta flöda ur landet, vilket i sin tur bidrog till att minska underskottet i handelsbalansen.

Regeringen har trots detta envist försvaret stabiliseringspolitiken. Tron på automatiken har varit stor. Underskottet i bytesbalansen har förklarats med prisfall på den internationella kopparmarknaden och med den internationella lågkonjunkturen. Exportpriserna och exportvolymen har hållits nere och räntenivån i världen har varit hög. Detta förklarar emellertid endast en fjärdedel av bytesbalansunderskottet 1981 (Flaño [1982], sid 5—6). Resten härrör från andra faktorer. En av de viktigaste är växelkurspolitiken. I den monetära ansatsen förutsätts en fast växelkurs. Låt oss se hur denna politik påverkat Chiles ekonomi sedan 1979.

Mellan 1976 och 1979 fördes i Chile en växelkurspolitik där peson, så snart den inhemska inflationstakten översteg

den internationella, deprecierades i motsvarande grad. Härigenom neutraliserades inflationens verkningar på den internationella konkurrenskraften. Denna politik övergavs när man i juni 1979 spikade pesos värde i förhållande till dollarns. I en situation där den inhemska inflationstakten överstiger den internationella leder detta till att ekonomins konkurrenskraft på världsmarknaden utholkas. När inte längre den inhemska valutan deprecieras i nominella termer *apprecieras* den reellt sett genom prisstegringarna.

Detta bidrar i och för sig till att sänka inflationstakten i ekonomin, vilket också har varit en av de viktigaste målsättningarna för stabiliseringspolitiken. Övervärderingen av den inhemska valutan håller tillbaka exporten, vilket i sin tur gör att produktion och sysselsättning sjunker. Det är enbart av denna anledning som inflationstakten går ner. (I den monetära ansatsen förutsätts i stället att lönenivån sjunker, så att den fulla sysselsättningen bevaras.)

Så småningom sjunker prisstegringstakten till internationell nivå. Innan man nått dithän kan man emellertid inte få bort underskottet i bytesbalansen, eftersom valutan förblir övervärderad. Ekonomin tvingas in i en fördjupad recession kombinerad med importöverskott, och, såvida inte ett autonomt kapitalinflöde uppväger denna effekt, ett underskott i betalningsbalansen. Vill man då inte devalvera, kan man, som i Chile, försöka att bättra på betalningsbalanssituationen genom att hålla höga realräntor vid den givna nominella växelkursen. Detta har varit möjligt tack vare att kapitalmarknaderna, trots den omfattande liberalisering som genomförts, inte varit fullständigt integrerade med omvärlden (French-Davis & Arellano [1981]). Detta drar in utländskt kapital i landet. Samtidigt minskas importen genom att nationalinkomsten faller. Exporten kan emellertid också falla ge-

nom att exportföretagen inte klarar av att arbeta till för höga reala räntesatser. För att klara betalningsbalansen drivs ekonomin djupare in i recessionen.

På kort sikt har dock, som Rudiger Dornbusch [1981] påpekat, högräntepolitiken sin tjusning, åtminstone för vissa befolkningsgrupper. I ett inledande skede går nämligen levnadsstandarden för dem som inte drabbas av arbetslöshet upp, dvs främst medelklassens levnadsstandard. Den glädjeyra som i Chile har betecknats som *triumfalismo* börjar sprida sig. Apprecieringen av den egna valutan fortskrider. Det blir allt billigare att importera, samtidigt som inflationstakten börjar gå ner och reallönerna går upp. Kostnaderna — ökad arbetslöshet — är för flertalet inte påtagliga och tar framför allt längre tid innan de visar sig.

Den växelkurspolitik som legat till grund för den automatiska anpassningen har således bidragit till att underhålla underskottet i bytesbalansen. Automatiken har inte fungerat på avsett sätt. Däremot, men endast genom att sprida depressiva tendenser i ekonomin, har man lyckats få ner inflationstakten. Denna låg 1979 på 38,9 procent (Foxley [1982], sid 40). Fram till april 1982 hade den, enligt IMF:s statistik sjunkit till 5,6 procent per år, vilket var både lägre än den genomsnittliga inflationen för industriländerna, 7,7 procent, och lägre än USA:s inflationstakt, 6,7 procent, för att inte tala om genomsnittet för Latinamerika: 65,5 procent (El Mercurio, 24 juli).

Räntesatserna

Den framgång man haft med inflationsbekämpningen har skapat ett problem, som kan göra återhämtningsprocessen både långvarig och svår. Realräntan har stigit till en nivå som i längden är ohållbar. Under andra kvartalet 1980 låg räntenivån på 10 procent per år, medan i slutet av 1981 siffran hade stigit

till inte mindre än 49 procent (för tretiodagarslån). Under samma tid steg den nominella räntan från 3,1 till 3,7 procent, räknat per månad (Foxley [1982], sid 45), medan penningmängden oavbrutet ökade, under 1981 med 38 procent i reala termer (Arellano & Cortázar [1982], sid 12).

Det är således knappast enbart den minskade inflationstakten som har drivit upp realräntan, utan även andra faktorer förefaller ligga bakom. Dessa faktorer har troligen en hel del med framtidsförväntningar att göra. Å ena sidan har regeringen i vissa kretsar lyckats skapa förväntningar om en ljusnande framtid, med ökad tillväxttakt, under de närmaste åren (Arellano & Cortázar [1982], sid 12). Tillväxten i penningmängden kan till stor del härledas ur en ökning av bankernas utlåning (Arellano & Cortázar [1982], sid 9). Denna kreditexpansion riktade sig emellertid inte i så hög grad mot långsiktiga företagsinvesteringar. I stället har krediterna gått till kortsiktiga spekulationer som snabbt gett hög avkastning, som vissa värdepapper och fast egendom, samt till konsumtionskrediter (Flaño [1982] sid 10—11). De konsumenter som lånar utgår från hur stor del av inkomsten de kan använda till räntebetalningar och förväntar sig högre inkomster i framtiden som beslutat av den utlovade ekonomiska tillväxten.

Å andra sidan har troligen allmänheten till viss del också spekulerat i en kommande devalvering och därför velat låna pengar, delvis för att köpa valuta vilken efter devalveringen skulle växlas in. En annan anledning kan vara att man valt att tidigare lägga köp av importvaror för att slippa betala ett högre pris efter en eventuell valutakursändring. Företag kan vilja betala skulder i utländsk valuta snabbare, etc. I Chile apprecierades peson med minst 25 procent mellan juni 1976 och december 1981. Antag, att man vid den senare

tidpunkten uppskattade sannolikheten för en devalvering nästa månad till 10 procent. I så fall blir, om man förväntar sig fullständig kompensation för apprecieringen, den förväntade devalveringen i januari 2,5 procent. Det finns alltså låntagare som är beredda att betala en månadsränta i denna storleksordning.

Här kan företagen inte konkurrera. De ökade realräntorna gör det allt svårare att överleva, när man samtidigt måste vara konkurrenskraftig på världsmarknaden. Detta faktum undertrycks dock av regeringen. Den officiella versionen har varit, att det framför allt är reallönestegringen — mellan 1979 och 1981 steg reallönerna med 18 procent enligt officiell statistik (Cortázar [1982], sid 12) — som lett till minskad konkurrenskraft.

Detta argument är emellertid tvivelaktigt. För det första är det osäkert om reallönerna verkligen stigit på det sätt statistiken gör gällande. Denna statistik grundas på en beräkning av *medellönen* inom industrin. När företagen avskedar folk i en lågkonjunktur är det troligast att de som först får gå är de som har de lägsta kvalifikationerna och de lägsta lönerna. Detta kan höja *medellönen*, även om alla de kvarvarande fått se sina löner sänkta (Cortázar [1982] sid 15—16). Statistiken kan således vara missvisande. Även om den är riktig, är det dock inte säkert att löneläget spelar den roll man på officiellt håll velat göra gällande. Lönerna representerar i genomsnitt inte mer än 30 procent av kostnaderna för ett industriföretag (Flaño [1982], sid 17) och gruvföretaget är ännu mindre arbetsintensiva än så.

Sanningen är snarare, att det är omöjligt att få företag som tvingas betala reala räntesatser på 30 procent eller mer lönsamma. Det finns inget land i världen som kan ha en hög ekonomisk aktivitetsnivå med räntesatser i denna storleksordning. Andra länder i recession ligger på 12—14 procent

Följden av de höga räntesatserna har blivit ett ökande antal konkurser och inställda betalningar. I juli 1981 låg affärsbankernas innehav av osäkra fordringar (lån som förfallit till betalning) på en nivå som motsvarar 15,5 procent av det egna kapitalet och reserverna. I slutet av april i år hade denna andel stigit till inte mindre än 54 procent (El Mercurio, 9 juli). Hela det finansiella systemet hade därmed kommit i gungning. Samtidigt fortsatte realräntan att ligga kvar på en hög nivå. Nu *minskade* penningmängden. Panikstämmningar började sprida sig. Man talade om bankkonkurser på löpande band om inget gjordes.

Hand i hand med företagens ökade svårigheter har givetvis gått en ökning i arbetslöshetssiffrorna. Under 1979 låg den registrerade arbetslösheten inklusive beredskapsarbeten på 17,3 procent av arbetskraften (Cortázar [1982], sid 9). I mars 1982 var den uppe i 22,6 procent, den högsta siffran sedan juntans maktövertagande i september 1973 (Marcel [1982]), tabell 11). Även här har den officiella förklaringen varit reallönstegringar, men som vi redan sett, är det inte säkert att några sådana verkligen ägt rum. Det är heller inte troligt att företagens anställningsbeslut i en recession i första hand grundas på lönenivån. Snarare kan man misstänka att framtidsförväntningarna spelar en avgörande roll. När företagen inte kan sälja byggs lagren upp, och till slut blir man tvungen att avskeda. Tror man däremot, att framtiden kommer att innebära ökad försäljning, undviker man avskedanden och kan rentav göra nyanställningar. Det är således *konjunkturläget* i första hand, inte löneläget, som är avgörande (Flaño [1982], sid 17–18), och bakom konjunkturläget skymtar vi den ekonomiska politiken.

Devalvering och rörlig växelkurs

Den chilenska ekonomin har befunnit

sig i en allvarlig kris under 1982. Under första halvåret uppvisade betalningsbalansen underskott. Allt flera företag tvingades slå igen. Arbetslöshetssiffrorna var på väg uppåt. Det finansiella systemet hotade att bryta samman. Automatiken i stabiliseringspolitiken verkade enbart genom att pressa ekonomin allt djupare in i recessionen.

Det stod tämligen klart, att övervärderingen av peson inte kunde fortsätta. Visserligen hade man lyckats med att få ner inflationen till en takt som låg under omvärldens, men för att detta skulle återställa den internationella konkurrenskraft Chile ägde i juni 1979 skulle man behöva fortsätta den deflationistiska politiken under en obestämd framtid — i en situation där även andra länder gör sitt bästa för att få ner inflationen. Samtidigt skulle produktions- och sysselsättningsläget förvärras.

Den 14 juni devalverades peson med 18 procent gentemot dollarn. Samtidigt annonserades ett kontinuerligt devalveringschema för de följande tolv månaderna, med 0,8 procent per månad. Dessa minidevalveringar skulle göras i förhållande till en valutakorg med dollarn som huvudkomponent och för övrigt bestående av yen, D-mark, francs och pund.

Enligt den monetära synen på betalningsbalansen är devalvering en onödig åtgärd. Med denna ansats är ett bytesbalansunderskott liktydigt med ett utbudsöverskott på pengar. För att en devalvering skall återställa jämvikten krävs att den får bort detta överskott, vilket den får genom att minska efterfrågan på pengar. Om ekonomin är helt öppen, så att alla varor går i handel, beror den inhemska prisnivån enbart på utländska priser och på växelkursen.¹ En devalvering ökar växelkursen och måste därför öka den inhemska

¹ För en kritik av detta antagande, se Katseli-Papaefstratiou [1979].

prisnivån lika mycket, förutsatt att landet är "litet", så att det inte kan påverka den internationella prisnivån.

När den inhemska prisnivån stiger, ökar allmänhetens efterfrågan på pengar, eftersom den nominella nationalinkomsten ökar, och ett konstant samband antas råda mellan denna och medborgarnas önskade nominella kassabehållning. Därmed minskar utbudsöverskottet på pengar, förutsatt att centralbanken inte samtidigt ökar penningmängden. Bytesbalansunderskottet försvinner. Devalveringen verkar således, enligt denna syn, enbart genom att skynda på den process som ändå skulle ha verkat genom att minska penningmängden via ett valutautflöde. Samma effekt skulle också ha nåtts genom att centralbanken minskat penningmängden vid en given växelkurs.

Varför valde man då att devalvera? Är devalveringen, som ryktet velat göra gällande, en signal till större framtida förändringar i den ekonomiska politiken? Detta förnekades först ivrigt. President Pinochet vidhöll i en intervju med dagstidningen *El Mercurio* (25 juli), att den ekonomiska politiken är "en resa utan återvändo". De långsiktiga målen ligger fast. En annan intervju, med budgetministern Sergio de la Cuadra (*El Mercurio*, 20 juni), en vecka efter devalveringen, antydde att även den kortsiktiga politiken skulle vara svår att ändra. Devalveringen uppfattades inte som en brytning med den tidigare politiken utan enbart som ett sätt att få den "naturliga" anpassningen att gå lite snabbare. I samma anda går den förklaring som ekonomen Rolf Lüders, en av de trägnaste försvararna av den monetaristiska politiken, ger (*Qué Pasa*, Nr 586, [1982], sid 16):

Bristen på flexibilitet i lönerna var antagligen det viktigaste skälet till långsamheten i den automatiska anpassningen. Den anpassning som äg-

de rum gick via ett fall i aktivitetsnivån och inte via minskade löner. Detta övertygade regeringen om att man måste ingripa på ett mera direkt sätt. Jag antar, att politiska skäl har gjort det lättare att acceptera en devalvering än en lönesänkning.

Tron på modellens hållbarhet var således stor.

Omständigheterna ville emellertid annorlunda. Den 15 augusti släpptes valutakursen helt fri och pesos fick flyta. Allmänheten hade under tiden efter devalveringen i ökande grad föredragit dollar framför pesos. Till detta bidrog både förväntningar om nya devalveringar och rädslan för bankkrascher. Vidare gjorde den ekonomiska situation Argentina befann sig i efter Falklandskriget, med rekordhöga noteringar för utländska valutor på svarta börsen, att det plötsligt blev mycket fördelaktigt för chilener att t ex investera i lägenheter i Buenos Aires.

Situationen påminde starkt om en keynesiansk likviditetsfälla. När Centralbanken ökade penningmängden för att stimulera ekonomin, växades dessa pesos omedelbart in i dollar vilka antingen tesaurerades eller flöt ur landet. Enbart under veckan före den 5 augusti minskade den chilenska valutareserven med 500 miljoner dollar (*El Mercurio*, 7 augusti).

För att lösa detta dilemma släpptes växelkursen fri. Marknadskrafterna fick verka för att etablera en jämviktsväxelkurs. Därefter kan penningmängden ökas, som annonserats, till en början med två procent i månaden, med mindre risk för valutautflöde och tesaurering. Penningpolitiken kan då användas för att få fart på ekonomin. (Fortfarande kvarstår rädslan för att överge den balanserade statsbudgeten.)

Det främsta problemet med devalveringen och den rörliga växelkursen är att den inhemska prisnivån kommer att stiga genom ökningarna i importpriserna.

Detta sänker realinkomsterna om inte ekonomin kommer in i en expansiv fas. På kort sikt ökar nominalinkomsterna genom prishöjningarna. Detta leder i sin tur till en ökning av kassahållningen. Om då inte penningmängden ökar, förblir ränteläget högt. Delvis kommer detta att motverkas av ett valutainflöde, men så länge inte de finansiella marknaderna är perfekt integrerade med omvärlden kan man inte vara säker på att anpassningsmekanismen fungerar i önskad utsträckning.

Detta inverkar givetvis menligt på aktivitetsnivån och sysselsättningen. För att motverka detta har man valt att åtminstone delvis överge den passiva penningpolitik man först annonserade, och som skulle bestå enbart i att växla in utländsk valuta. Centralbanken tillkännagav först att man skulle öka penningmängden (inklusive valutareserven) med 11 procent mellan juli och december, vilket skulle bidra till att återställa den nominella penningmängden till den nivå där den befann sig i december 1981 (El Mercurio, 8 juli). Därefter, när man beslöt sig för att låta peson flyta, sattes målet till två procent per månad, ett mål som skall revideras efterhand (El Mercurio, 6 augusti).

För att öka penningmängden har man också vidtagit ett antal kompletära åtgärder. Chile förhandlade i början av juli sig till ett lån från IMF på 800 miljoner dollar (El Mercurio, 4 juli). Avsikten med lånet, av vilket man enbart tänker utnyttja 400 miljoner, är att förstärka valutareserven och att visa att Chiles ekonomiska politik har IMF:s förtroende. Härigenom hoppas man få till stånd ett valutainflöde. Lånet kommer att växlas in endast om det internationella konjunkturläget fortsätter att vara så dåligt att detta kan anses påkallat för att stimulera ekonomin, har det meddelats. Chile förbinder sig genom lånet att fortsätta sin tidigare ekonomiska politik (El Mercurio, 6 juli).

Chile har också från Interamerican Development Bank fått ett lån på 180 miljoner dollar (El Mercurio, 23 juli), som skall användas till att få fart på produktionen inom jordbruk, gruvnäring, industri, fiske och turism, och IDB håller på att granska en begäran om ytterligare 360 miljoner för sociala program och investeringar i infrastruktur.

De tillfälliga restriktioner på importen som infördes tidigare i år har slopats. Dessa bestod i att importörerna måste växla till sig utländsk valuta inom ett högsta antal dagar efter det att importen gjorts (i juli 45 dagar). Härigenom kan importörerna bättre utnyttja kreditmöjligheter i utlandet. Valutaflödet bromsas upp. Centralbanken har beräknat att denna åtgärd kommer att öka penningmängden med 500–600 miljoner dollar (El Mercurio, 23 juni).

För att slutligen få rätsida på den finansiella krisen och hjälpa banker och finansieringsinstitut på fötter, har Centralbanken erbjudit sig att köpa upp affärsbankernas innehav av osäkra fordringar (El Mercurio, 13 juli). Bankerna får härigenom en tioårsfrist inom vilken de kan sanera sina affärer och inom vilken de måste köpa tillbaka sina fordringar.

Framtiden

Hur skall framtiden gestalta sig för den chilenska ekonomin? Hur kommer devalveringen och de kompletterande åtgärderna att verka? Det är givetvis ännu alldeles för tidigt att besvara dessa frågor. Vi har, när detta skrivs, i början av augusti, ännu inte tillräcklig distans till den 14 juni och vi vet heller inte om växelkursändringen kommer att kompletteras med fler åtgärder än de som redan vidtagits.

Vad vi vet är att växelkursändringen kommer att framkalla prisstegringar. Den rekordlåga inflationstakt Chile hade i början av 1982 kommer knappast att bli varaktig. Vi vet också, att om inte

penningpolitiken lättas, kommer de höga realräntorna förmodligen att bestå. Om den avsedda ökningen av penningmängden fram till årsskiftet är tillräcklig för att få till stånd en förändring är en öppen fråga. Vidare vet vi att den lösning som presterats på den finansiella krisen inte är någon lösning i egentlig bemärkelse. Bankerna måste förr eller senare köpa tillbaka sina osäkra fordringar, och dessa fordringar kommer att vara minst lika osäkra som tidigare om man inte kan få ekonomins hjul att snurra fortare. Företagen måste fås att gå med vinst för att en varaktig förbättring av situationen skall inträda, och detta kräver en expansiv politik med bl a lägre realräntor.

Får man inte igång ekonomin har växelkursändringen endast lett till minskade realinkomster genom ökningen i prisnivån. Detta kan blir svårt att förklara för allmänheten, särskilt som man tidigare låtit ekonomin genomgå en hård deflationsprocess. Som läget är nu, ligger investeringskvoten under den nivå den hade på sextioalet, och detta hjälper inte ekonomin ur recessionen.

Sjunker å andra sidan realräntan genom att man lättar tillräckligt på penningpolitiken, är det troligt, att inflationstakten kommer att stiga. Till viss del motverkas detta till en början av att stora varulager byggts upp i ekonomin, inte bara av inhemskt producerade ting, utan även av osålda importartiklar. Mycket beror också på hur producenter och konsumenter uppfattar framtiden. Om man lyckas med att framkalla en tro på återhämtning är det möjligt att produktionen kan stiga i tillräckligt snabb takt för att göra inflationens skadeverkningar små. Troligast är emellertid att vi kommer att få se en relativt stor ökning av inflationstakten om en mera expansiv politik förs.

Chile lyckades under femtio- och sextiotalen leva med en inflationstakt runt trettio procent. En inflation av

denna storleksordning är förmodligen också det lägsta pris man skulle få betala för att höja aktivitetsnivån idag. Är då detta pris för högt? Vi vet inte hur mycket sysselsättningen skulle ökas vid en inflation på trettio procent, framkallad av en mer expansiv ekonomisk politik, men man måste hålla i minnet att alternativet knappast är en tillväxtekonomi med låg inflationstakt. I stället måste vi jämföra med en kontraherande ekonomi, med en arbetslöshetsnivå som idag ligger runt 25 procent och som tenderar att öka. I sociala termer är detta en mycket hög kostnad för en inflation på fem och en halv procent.

Även i politiska termer kan det i längden stå den chilenska regeringen dyrt att låta recessionen fortsätta. Under recessionen 1975 kunde man fortfarande hänvisa till Allenderegernings misstag och hade viktiga grupper i ekonomin bakom sig. Idag är läget annorlunda. Å ena sidan tyder vissa tecken på att företagen börjar bli ordentligt missnöjda med den politik som förs och därför i framtiden kommer att trycka på hårdare för att få till stånd en mera expansiv ekonomisk politik. Å andra sidan är det uppenbart att kostnaderna för recessionen på intet sätt bärs lika av alla chilen. Under de senaste tio åren har inkomstfördelningen, genom den ökade arbetslösheten och genom oförmågan att få upp reallönerna över den nivå som existerade 1970, vridits till de mera besuttnas förmån (Cortázar [1982]). På sikt kan dessa tendenser få svåra sociala konsekvenser, eftersom de tenderar att polarisera samhället. Chile var redan under Allende ett mycket polariserat samhälle (Valenzuela [1978]) men då av politiska skäl. Denna polarisering består fortfarande under ytan och risken är stor att den kan komma att öka allvarligt, av ekonomiska skäl.

Opinionen verkar så sakt svänga bland regeringsekonomerna. Produktions- och sysselsättningsproblemet har

antagit så stora dimensioner att en expansiv politik ses som alltmer nödvändig. Man talar om en försiktig sådan, försiktig för att inte inflationen skall ta fart igen. Detta är ett steg i rätt riktning, men det återstår ännu att se om detta steg kommer att bli tillräckligt stort.

Referenser

- Arellano, J. P. & Cortázar, R., [1982], *Del milagro a la crisis: algunas reflexiones sobre el momento económico*. Stencil, CIEPLAN, Santiago.
- Banco Central de Chile [1982], *Boletín Mensual*, No. 651, Maj. Santiago.
- Corden, W. M., [1977], *Inflation, Exchange Rates, and the World Economy*. Chicago
- Cortázar, R., [1982], *Desempleo, pobreza y distribución: Chile 1970—1981*. Stencil, CIEPLAN, Santiago.
- Dornbusch, R., [1981], *Stabilization Policy in Developing Countries: What Have We Learned?* Stencil, Massachusetts Institute of Technology, Cambridge, Mass.
- El Mercurio* [1982], Santiago.
- French-Davis, R. & Arellano, J. P., [1982], "Apertura financiera externa: la experiencia chilena en 1973—80", *Colección Estudios CIEPLAN*, No. 5
- Flaño, N., [1982], *La recesión y el ajuste automático: una versión crítica*. Stencil, CIEPLAN, Santiago
- Foxley, A., [1982], "Experimentos neoliberales en América Latina", *Colección Estudios CIEPLAN*, No. 7.
- Frenkel, J. & Johnson H. G., (red), [1976], *The Monetary Approach to the Balance of Payments*. Toronto och Buffalo.
- Hahn, F. H., [1977], "The Monetary Approach to the Balance of Payments", *Journal of International Economics*, vol 7.
- Johnson, H. G., [1977], "The Monetary Approach to the Balance of Payments. A Nontechnical Guide", *Journal of International Economics*, vol 7.
- Katseli-Papaefstratiou, L., [1979], "The Reemergence of the Purchasing Power Parity Doctrine in the 70s", *Special Papers in International Economics*, No 13, Princeton University, Princeton.
- Kreinin, M. E. & Officer, L. H., [1978], "The Monetary Approach to the Balance of Payments: A Survey", *Princeton Studies in International Finance*, No 43, Princeton University, Princeton.
- Marcel, M., [1982], *Set de estadísticas económicas*, No 2, Stencil, CIEPLAN, Santiago.
- Mussa, M., [1976], "Tariffs and the Balance of Payments: A Monetary Approach", i Frenkel & Johnson. *Qué Pasa*. Santiago.
- Scandinavian Journal of Economics* [1976], vol 78, No 2.
- Tsiang, S. C., [1977], "The Monetary Theoretic Foundation in the Modern Monetary Approach to the Balance of Payments", *Oxford Economic Papers*, vol 29.
- Valenzuela, A., [1978], *The Breakdown of Democratic Regimes: Chile*. Baltimore och London.
- Whitman, M. v. N., [1975], "Global Monetarism and the Monetary Approach to the Balance of Payments", *Brookings Papers on Economic Activity*, No 3.