

## LA PARADOJA DE SEPTIEMBRE

Carlos Massad A. \*

\* El autor agradece los comentarios de Roberto Zahler y José Piñera.

En el manejo de un sistema cambiario con ajustes graduales y frecuentes, la autoridad monetaria debe decidir cuánto y cuándo devaluar, tomando en cuenta diversas consideraciones. Tales consideraciones incluyen los efectos monetarios de las variaciones cambiarias.

Las alteraciones en el tipo de cambio producen efectos sobre la cantidad de dinero, al afectar la oferta neta de divisas a la autoridad monetaria. El análisis usual de estos efectos lleva a concluir que, mientras más alta es la tasa de devaluación, en igualdad de otras condiciones, mayor la oferta de divisas a la autoridad monetaria. Como es sabido, se espera que en condiciones normales una devaluación estimule las exportaciones, desestime las importaciones y produzca, en consecuencia, un mejoramiento en la situación de balanza de pagos. Los movimientos financieros se agregan al análisis, principalmente, en función de comparaciones internacionales de tasas de interés y de expectativas de movimientos cambiarios futuros. Un crecimiento en las tasas de interés

externas en relación con las internas provocará un desmejoramiento en el flujo neto de capitales y similar efecto provocará la expectativa de una devaluación de la moneda doméstica.<sup>1</sup>

A la luz de las consideraciones anteriores, aparece como extremadamente curiosa la situación que se ha presentado en Chile en meses recientes. Tal vez preocupadas por los efectos monetarios de las operaciones cambiarias, las autoridades disminuyeron el ritmo de la tasa de devaluación de la moneda nacional, con el fin de reducir la emisión generada por operaciones de cambio. La situación alcanzó ribetes casi espectaculares en el mes de septiembre de 1975,<sup>2</sup> período en que, a pesar de un incremento del orden del ocho por ciento en los precios internos, el tipo de cambio se mantuvo fijo durante tres semanas. Sin embargo, la oferta de divisas al Banco Central de Chile alcanzó cifras elevadísimas, que superaron los diez millones de dólares, originados principalmente en operaciones de carácter financiero.

Sea  $i_d$  = tasa de interés doméstica nominal

$i_e$  = tasa de interés externa nominal

$t$  = tasa de variación esperada del tipo de cambio por unidad de tiempo, expresado en términos de moneda nacional por unidad de moneda extranjera.

$T$  = tipo de cambio: moneda nacional por unidad de moneda extranjera

Por unidad de moneda extranjera mantenida como activo, se obtendrá un retorno nominal:

<sup>1</sup> Con tipos de cambio fijos, las tasas de interés pertinentes a la comparación internacional son las tasas nominales, tal como se registran en los mercados. Con tipos de cambio variables, las tasas de interés deben ser depuradas de las variaciones cambiarias.

<sup>2</sup> Los tipos de cambio de los mercados bancarios y de corredores se unificaron el 26 de agosto de 1975.

$$R_e = T (1+i_e) (1+t)$$

Por un monto  $T$  en moneda nacional, se obtendría en el mercado doméstico un retorno nominal:

$$R_d = T (1+i_d)$$

Desde el punto de vista del sector privado, mientras más alto  $R_e$  relativo a  $R_d$ , mayor será la proporción de los activos que se deseará mantener en la forma de moneda extranjera, y mayor el incentivo para cambiar la composición de los activos en favor de la moneda extranjera. Por tanto, mientras más alta sea la tasa de interés externa, y mientras más alta sea la tasa de devaluación esperada, mayor será la proporción de los activos totales que se deseará mantener en la forma de moneda extranjera. Cambiar dicha proporción requiere remplazar unos activos por otros; en este caso, incrementar las tenencias de divisas y reducir las de otros activos, incluyendo dinero doméstico.

Si  $E$  son las tenencias de activos en moneda extranjera y  $O$  el total de activos, entonces,

$$\frac{E}{O} = f(R_e, R_d),$$

en que

$$\frac{\partial \frac{E}{O}}{\partial R_e} > 0 \quad \text{y} \quad \frac{\partial \frac{E}{O}}{\partial R_d} < 0$$

Entonces, mientras menor sea la tasa de devaluación esperada, *ceteris paribus*, mayor será la oferta de divisas a la autoridad monetaria.

Este "efecto septiembre" es un efecto de corto plazo. En uno más largo, tenderían a predominar los efectos sobre el comercio, que actúan en la dirección contraria; pero este

efecto, siendo sólo uno de los muchos elementos que afectan la demanda y oferta de divisas del sector no oficial frente a la autoridad, puede ser muy importante en períodos cortos, cuando el efecto de las alteraciones en el tipo de cambio sobre el comercio no ha tenido tiempo de manifestarse; pero, en cambio, las variaciones en el ritmo de devaluación tienden a incorporarse en las expectativas.

En circunstancias en que se desarrolla un programa con un fuerte ingrediente antinflacionario, al mismo tiempo que se anuncian resultados estimulantes en la balanza de pagos, no es de extrañar que un aminoramiento transitorio en el ritmo de devaluación tienda a generar expectativas de devaluación menor en el futuro cercano. Naturalmente, si la inflación continúa por algunos meses a un ritmo significativamente mayor que el de la devaluación, podría generarse una expectativa de devaluación brusca con probabilidad creciente a través del tiempo. En tal caso, lo que en un principio induciría una mayor oferta de divisas a la autoridad, terminaría por generar un flujo financiero en el sentido inverso.

Al parecer, el uso de las variaciones cambiarias para evitar problemas monetarios, en un sistema de ajustes graduales y frecuentes, no resulta apropiado y puede hasta ser contraproducente. El manejo de la situación requiere tomar en cuenta no sólo el tipo de cambio sino el conjunto de elementos que definen las tasas relativas de retorno entre activos en moneda nacional y extranjera, incluyendo las tasas nominales de interés domésticas.