

Permitámonos resumir brevemente las conclusiones del artículo anterior, en los dos siguientes puntos:

1. Una de las metas instrumentales del sistema tabular de cambios consistió en vincular las economías en que se aplicó con el mercado mundial de capital. La concepción de la política prevalece una convergencia de la tasa real de interés doméstica hacia el menor nivel de la internacional, culminando con una fusión de ambas cuando la integración del mercado nacional de capital con el mundial se hubiese completado.

2. La obtención de semejante objetivo -menores tasas reales de interés- habría implicado un crecimiento sostenido de la tasa de inversión y de desarrollo económico. El incremento de la inversión se habría financiado con préstamos del exterior. A medida que creciera el producto se generaría más ahorro doméstico, pero el cociente entre el ahorro privado y el ingreso nacional tendería a bajar, en razón de las menores tasas reales de interés (a través, fundamentalmente, del efecto riqueza sobre el consumo), de modo que el nuevo flujo de capital extranjero tendería a ser mayor que el incremento de la inversión.

■ Tasa de interés y flujo de capital extranjero

Las implicaciones del mundo cambiario de la balanza de pagos del país que adopta la política son directas. En primer lugar, como acabamos de decir, la cuenta de capital asumiría un saldo positivo de manera regular. Ello implica un saldo negativo de la cuenta corriente. Un déficit en cuenta corriente significa una reducción neta de recursos reales del exterior, a cambio de títulos sobre la producción futura del país. Esos recursos reales equivaldrían al excedente de inversión doméstica sobre el ahorro doméstico.

Todo ello representaría un nuevo equilibrio para el país. En otras palabras, se trataría de una situación sostenible indefinidamente. La única condición para ello es que los proyectos financiados con préstamos del exterior ganaran la tasa real de interés mundial, al menos como promedio y tomando un año con otro. No habría reembolso neto del capital, ya que el flujo neto de capital sería todo el tiempo positivo.

El ejemplo más conocido de semejante situación lo suministran los EE.UU. desde su independencia hasta principios del siglo XX. Durante todo ese lapso su cuenta corriente tuvo déficit. Eventualmente, el incremento de su capacidad de ahorro y de su densidad de capital invirtieron el signo del saldo, pero el déficit se mantuvo por más de un siglo en el cual aquel país obtuvo un crecimiento económico notable.

Esta reversión del signo estructural de la cuenta corriente es contingente. La premisa básica de este enfoque es que el ahorro mundial debe equivalerse con la inversión mundial -entendiendo por "mundo" en este contexto el conjunto de países vinculados a través de un mercado único de capital. El modelo admite la posibilidad de que

Liberalización y estabilización (XV)

La tasa real de interés (II)

países pasen de receptores netos a transmisores netos de recursos reales, pero no impone ningún cambio de ese tipo, sino sólo que todas las cuentas corrientes del mundo sumen algebraicamente cero.

A esta altura parece útil, para precisar esta presentación, que nos detengamos a contrastar el planteamiento que antecede con algunas versiones de la política tabular que han tenido amplia circulación.

• La introducción de un tipo de cambio tabularmente prefijado se introdujo para reducir la inflación.

Comentario: correcto; fue efectivamente el objetivo central.

• La lucha contra la inflación implicaba fijar una tasa de devaluación inferior a la diferencia entre la inflación doméstica e internacional (o sea, sobrevalorar la moneda nacional).

Comentario: incorrecto; el modelo teórico usado sostiene que el nivel de precios doméstico queda determinado por la tasa de devaluación, dada la inflación internacional. En otras palabras, la relación de paridad de poderes de compra (PPC, ver artículo anterior) es parte del modelo.

• La sobrevaluación cambiaria traería el déficit de cuenta corriente; el déficit de cuenta corriente se financiaría con entrada de capital; el capital sería atraído con elevadas tasas de interés.

Comentario: incorrecto. La versión supone una conexión causal que va del déficit en cuenta corriente al superávit de capital; el modelo presume la conexión inversa. La política cambiaria, junto con la liberalización del mercado monetario, conectan el mercado de capital doméstico con el internacional; entra capital; esto suscita un déficit de cuenta corriente; el proceso de transferencia del superávit financiero a un déficit real puede ocasionar una reducción del tipo real de cambio, pero no necesariamente (ver artículo XIII). Mientras tanto, las tasas reales han bajado en el modelo, en lugar de subir. El capital entra porque la devaluación esperada, o riesgo cambiario, también desciende.

Conviene insistir en este punto, que ha dado lugar a tanta confusión. La versión vulgar de la política presupone este desarrollo:

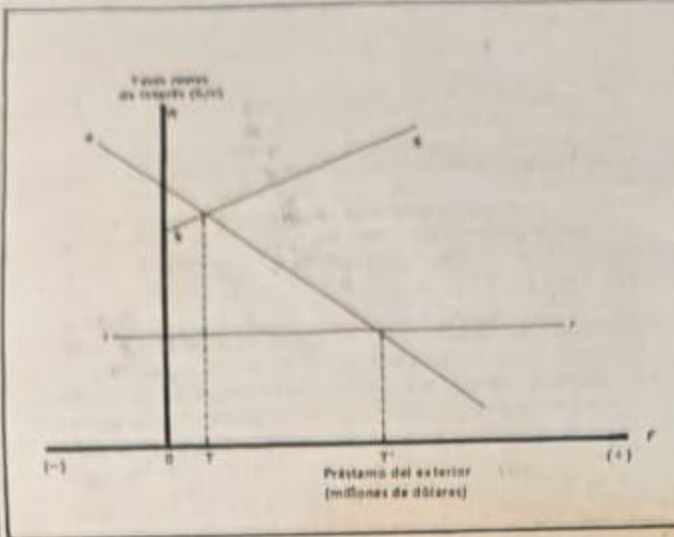
Se adopta meta de amortiguamiento de la inflación → se introduce una tablita que sobrevalúa el peso → surge déficit en cuenta corriente → el gobierno hace (deja) subir las tasas de interés → se atrae capital del exterior y con ello se financia el déficit corriente.

La concatenación lógica que se deriva del modelo, en cambio es:

Se adopta meta antiinflacionaria → se introduce una tablita que suministra información sobre el futuro comportamiento monetario del gobierno → se reduce el riesgo cambiario → entra

capital → baja la tasa real de interés interna → se genera una expansión económica → (tal vez, suben los precios de bienes no comerciables en término de los comerciables) → se suscita

tema se combinó con una liberalización del mercado monetario, que generalmente le precedió. Anteriormente, éste estaba sometido a una fuerte represión, a raíz de la cual las tasas reales de inter-



un déficit de cuenta corriente.

El eslabón que aparece entre paréntesis tiene carácter contingente, ya que la expansión económica causada por la entrada de capital y la baja de la tasa real de interés puede por sí sola ocasionar el déficit corriente que salda la balanza de pagos.

Vamos ahora a utilizar un diagrama para aclarar lo que queremos decir. El de la Figura 1 muestra una curva de demanda doméstica de préstamos del exterior (dd) y dos curvas de oferta enteramente distintas: SS corresponde a algún mercado regional, y muestra que para atraer más capital hace falta ofrecer una remuneración real mayor; rr pertenece al mercado mundial, y muestra que, siendo el mercado tan grande, los préstamos que tome el país no pueden afectar la tasa de interés. Incluso el diagrama continúa la línea rr a la izquierda de OR, mostrando que los agentes del país pueden tomar prestado o prestar en el mercado mundial a tasas (prácticamente) iguales, y dadas.

En un primer momento los bancos del exterior atribuyen un riesgo tal al país, que sus residentes no tienen acceso a él. Seguidamente, al definir su política cambiaria, el acceso se establece. La tasa real baja, y al mismo tiempo se produce una gran expansión del flujo de capital externo que el país pasa a recibir.

Todo esto contradice abiertamente las versiones usuales sobre la política tabular. Hay observadores que no parecen siquiera comprender que puede no ser necesario alterar la remuneración real del capital para incrementar su flujo de entrada. Sin embargo esa es la consecuencia inevitable del supuesto de acceso a un mercado grande. Una vez establecido éste, la demanda determina la magnitud del flujo, al desplazarse a la derecha o izquierda de dd (y puede claramente haber un flujo negativo sin cambio de tasas).

Pero para completar el panorama será necesario desplazar ahora nuestra atención al campo monetario.

■ Dinero y tasas de interés

En las experiencias de tipo de cambio tabular del Cono Sur, la adopción de ese sis-

tema se combinó con una liberalización del mercado monetario, que generalmente le precedió. Anteriormente, éste estaba sometido a una fuerte represión, a raíz de la cual las tasas reales de interés pasivas eran consistentemente negativas, y las tasas reales activas lo eran frecuentemente. Consiguientemente los ahorristas sustituyeron los activos monetarios domésticos por activos externos y por una gran variedad de otras inversiones. Aparte de reportar una asignación de recursos sumamente ineficiente, ello produjo una intensa desmonetización (v. gr. en el Uruguay la cantidad real de dinero (en sentido amplio) se redujo a menos de la mitad entre 1954 y 1967). Las tasas reales de interés de depósitos y préstamos no eran representativas del verdadero costo del capital. Los préstamos se adjudicaban por un racionamiento informal a cargo de los bancos, y los favorecidos obtenían una renta de escasez con los recursos que se les adjudicaban.

Como señalábamos en el artículo anterior, el proceso por el cual una tasa real tiende a extender su influencia a toda la economía -con variaciones debidas a consideraciones de plazo y riesgo- es un proceso de arbitraje económico, por el cual los operadores procuran sustituir en sus carteras financieras los activos que rinden menos por los que rinden más, y de tal manera tienden a unificar las tasas. Obviamente la represión del mercado monetario taponea el conducto que lleva a ese resultado. Las tasas reales importantes quedan sumergidas, y solo puede inferirse las a través de operaciones de crédito marginales y, sobre todo, comparando los rendimientos presuntamente esperados con los valores de capital. Por lo general las tasas así observables tienen muy poco que ver con las que se dejan ver en la superficie del mercado monetario.

La liberalización de éste tiende a suprimir la fragmentación del mercado de capital (del que el mercado monetario forma parte), a la vez que a remonetizar la economía (desde 1973 hasta 1980 la cantidad real de dinero crece un 70 %). A partir de este período es posible presumir que las tasas reales del mercado monetario se hallan en una medida razonable de conformidad con las de las otras áreas del mercado de capital.

Detengámonos un instante

a observar algunas implicaciones del modelo que estamos considerando. Una de las características más salientes que presenta es el carácter exógeno de diversas variables que en gran parte de la literatura económica suelen considerarse endógenas. La literatura, generalmente concebida en relación a una hipótesis de economía cerrada considera que el nivel de los precios y el complejo de precios relativos se determinan en el seno de la economía, lo mismo que las tasas nominales, y reales de interés, o sea que todas esas variables son endógenas. En el modelo que estamos presentando todas esas variables se toman del exterior, dada la tasa de devaluación que fija la autoridad monetaria doméstica, o sea que son variables exógenas predeterminadas por el resto del mundo y por los responsables de la política. La endogeneidad se transfiere entonces hacia las cantidades, según los agentes deciden consumir más o menos a los precios dados, tomar más o menos prestado a las tasas reales de interés igualmente dadas, y tener las carteras en mayor o menor grado compuestas por dinero doméstico, dinero extranjero y otros activos expresados en las unidades monetarias del país y del exterior, según el rendimiento esperado de todos ellos.

■ Modelo de moneda dual

Esto último nos conduce a una observación estrechamente relacionada con el tema de las tasas reales de interés. La libertad cambiaria suele multiplicar las ocasiones para que los agentes económicos puedan tener activos monetarios de varios países. Este es un fenómeno universal hoy en día, pero, como observa Stanley Fisher, el proceso -que él llama genéricamente "dolarización"- es particularmente visible en los países que han experimentado inflaciones importantes. En el Uruguay en 1981 los saldos en dólares de residentes equivalían aproximadamente a un tercio de los activos monetarios en pesos del mismo conjunto de agentes. Como forma de conservar valor, el papel de los depósitos en pesos y en dólares ha sido de muy semejante enjundia. En la sociedad uruguaya, como en muchas otras los agentes económicos han aprendido a economizar en gran medida saldos de caja para transacciones inmediatas de manera que la opción entre mantener saldos en dólares o pesos, en depósitos redituables, puede decidirse casi solamente en función de la rentabilidad esperada de uno y otro activo.

Ello representa, para el tenedor de moneda nacional, la fácil disponibilidad de un sucedáneo casi perfecto, mientras que hace una década sólo entrando en negociaciones ilícitas altamente riesgosas podían tener acceso a dólares billetes, un activo obviamente mucho menos atractivo que un depósito rentable.

Elo permitía que la demanda por activos nominales persistiese en cierta medida aún con tasas de interés fuertemente negativas. La disponibilidad alternativa de una va-

riedad de activos expresados en dólares no puede menos que haber vuelto la demanda por depósitos en pesos mucho más sensible a las tasas de interés.

Pongamos un ejemplo más concreto. Un depósito en dólares a 30 días gana hoy en día alrededor del 9 % anual y uno en pesos el 85 % en algunas instituciones (tasas equivalentes a 0,7 % y 5,3 % respectivamente). Si los tenedores de dólares creyeran que la depreciación del peso fuera a ser muy pequeña en los próximos 30 días digamos del 1 %, correrían a sus bancos a pasarse de dólares a pesos. Si previesen una depreciación muy grande, digamos del 100 % anual (6 % en un mes) correrían a pasarse de pesos a dólares. Como las tasas de dólares están relativamente determinadas por las tasas internacionales (Nueva York y mercados del eurodólar) el impacto se haría sentir sobre las tasas de pesos (y en régimen de flotación además sobre el tipo de cambio).

Podemos ver que la tasa que interesa para la demanda por pesos es la tasa nominal menos la devaluación, o depreciación esperada (según sea el sistema cambiario).

En otras palabras, el costo de oportunidad de tener un depósito en pesos es el rendimiento que nos daría la misma suma depositada en dólares, o sea el interés de los dólares (que llamaremos  $i^*$ , conforme a la terminología del artículo anterior) más la depreciación esperada ( $d$ ). O sea que el equilibrio (la anuencia tácita de los depositantes en pesos para quedarse en esa moneda) está sujeta a la condición  $i^* + d = i$  (RFA) que en el artículo pasado identificamos como la "relación de Fischer abierta".

Las implicaciones que se derivan de este punto son muy importantes. Normalmente pensamos en la relación de Fisher cerrada (RFC) en este contexto. En noviembre pasado las tasas de interés por depósitos en pesos eran del orden de 3,7 % mensual y la inflación de 0,9 %. Esta relación atendiendo a la RFC, que implicaba una tasa real anual de casi 40 % no podría haberse mantenido. Todo el mundo habría tratado de pasarse de bienes a pesos haciendo bajar de inmediato la tasa de interés nominal. Pero si la consideración dominante era la RFA, como estamos sosteniendo que es el caso, y al mismo tiempo las expectativas sobre devaluación no se forman conforme a la paridad de poderes de compra (PPC) surge la posibilidad de que por virtud de los acontecimientos del mercado monetario, la tasa real de interés se aparte de manera relativamente estable del nivel que puede equilibrar el conjunto de los mercados de bienes y precipite la economía en un desequilibrio por demanda excedente de bienes (tasa real demasiado baja) como veremos que fue el caso en 1979, o inversamente, como en 1981-82, por oferta excedente de bienes (tasa real demasiado alta).

Esta conclusión proporcionará el punto de partida del próximo artículo, donde empezaremos a tratar de las dificultades que enfrentó en la práctica la política de tipo de cambio tabular.

R.D.

**Hasta el 6**  
Con motivo del feriado de turismo Búsqueda no aparecerá el próximo miércoles 30. Serán entonces, hasta el miércoles 6.