

POLITICAS DE ESTERILIZACION DEL SUPERAVIT O DEFICIT  
DE LA BALANZA DE PAGOS: LA EXPERIENCIA  
ALEMANA ENTRE 1958 Y 1968

DE JOSÉ A. BARTOLOMEI

*Comentario\** de ANA M. MARTIRENA-MANTEL\*\*

Deseo dividir este comentario en dos partes principales. La primera de ellas se centrará en los resultados obtenidos por el profesor Bartolomei, evaluándolos dentro del marco proporcionado por la teoría de la política económica en economías abiertas al comercio internacional. La segunda parte de los comentarios irán a lo particular, vale decir al modelo macroeconómico en sí, resaltando las partes positivas de este importante trabajo de real envergadura y señalando también algunos aspectos menos positivos.

A. Comencemos por la primera. El resultado del trabajo se resume diciendo que en Alemania, durante el período analizado, los aumentos de la tasa de interés doméstica causados indirectamente por los cambios en el coeficiente medio de reservas obligatorias de los bancos comerciales, cambios que a su vez buscaron esterilizar los efectos expansivos internos de los superavits externos crónicos, *fueron menos que compensados en sus efectos* por la salida de capitales de cartera inducida por una tasa preferencial de cambio futuro a la que el Bundesbank realizó “swaps” con los bancos comerciales. El aumento del tipo de cambio futuro preferencial tuvo efectos nulos sobre el stock de capitales de cartera colocados en el exterior por los bancos comerciales. Como *epílogo* se tiene que Alemania no logra en este período ni el equilibrio interno ni el equilibrio externo, con el uso de estas dos variables de control de política económica.

Tenemos entonces que Alemania trata de aplicar en este período un instrumento de política monetaria para el equilibrio interno —cambios *indirectos* en la tasa de interés a través de la variación del coeficiente medio de reservas bancarias obligatorias— y otro instrumento también de política “monetaria”: el tipo de cambio futuro preferencial, a través del cual el Bundesbank concreta la intervención oficial en el mercado de futuros para lograr el equilibrio externo.

\* Comentario leído en la VIIIª Reunión Anual de Centros de Investigación Económica, Universidad de Buenos Aires, Diciembre 1972.

\*\* Investigadora-Jefe del Centro de Investigaciones Económicas del Instituto T. Di Tella y Profesora Titular Ordinaria, Facultad de Ciencias Económicas, Universidad de Buenos Aires.

Alemania procede en esta forma porque por un lado, está restringida por el sistema monetario internacional de Bretton Woods que limita severamente la política de tipos de cambio de contado, y por el otro porque su propia legislación interna la inhibe de utilizar la política fiscal para controlar el ciclo económico. La consecuencia de este marco institucional es que Alemania viola con su proceder el Principio de la Clasificación Efectiva de Mercados (CEM) [2] al no cumplir con el problema de la Asignación, siendo el resultado claramente *desequilibrante*, como revela la parte empírica de este trabajo.

Ahora bien, ¿puede inferirse de este resultado, que si Alemania no hubiera estado limitada institucionalmente para utilizar herramientas de política fiscal para el equilibrio interno de corto plazo, entonces hubiera podido alcanzar un equilibrio simultáneo en ambos mercados porque así no hubiera violado el Principio mencionado?

Creo que existen poderosas razones de teoría económica a las que me referiré enseguida, que arrojan serias dudas sobre esta conclusión que parece desprenderse de la tesis del Dr. Bartolomei. Estas razones se fundamentan en desarrollos teóricos posteriores al trabajo de Mundell notablemente los trabajos de Cooper, Johnson, Jones, Ott & Ott, [1] entre otros, que califican el problema de Asignación. Veamos esto más de cerca.

Mundell en 1962 [2], demuestra que con tipos de cambio fijos y decisión económica descentralizada, la política monetaria debe ser aplicada al equilibrio externo y la fiscal al equilibrio interno. Es esta conclusión, una aplicación simple del principio de ventajas comparadas, el que traducido a la teoría de la política económica, establece que cada instrumento o variable de control debe ser aplicado a la variable meta en que ejerce su mayor influencia relativa directa. De esta forma está asegurada la estabilidad del sistema dinámico que surge de las reglas de política económica. Por lo tanto el problema de Asignación nace de un sistema descentralizado de política económica, esto es, de la división del trabajo entre los ejecutores de la política económica, o, si usamos la terminología de Cooper, de la ausencia de coordinación entre los ejecutores de la política económica.

En estas condiciones, el problema de Asignación se concreta como un proceso de tanteo tal que, si cada ejecutor de política económica responde a los desvíos de su propia variable meta, el sistema es dinámicamente estable, o el tanteo es exitoso.

Este proceso se representa en notación matricial del siguiente modo. Llamando  $y$ , al vector de variable meta;  $x$ , al de variables de control;  $A = [a_{ij}]$ , a la matriz cuyos elementos  $a_{ij}$ , denotan las relaciones analíticas entre

instrumentos y metas  $\frac{\partial y_i}{\partial x_j}$ , e  $y^*$ , al vector de valores deseados de las

variables meta, tendremos que se cumple:

$$y = A x$$

El proceso de tanteo mencionado se representa por la siguiente ecuación de ajuste:

$$\begin{aligned}\frac{dx}{dt} &= k (y^* - y) \\ &= k (y^* - Ax)\end{aligned}$$

donde  $k$  representa una matriz diagonal que denota la velocidad de ajuste a los desvíos desde los valores deseados de la variable meta. El sistema es dinámicamente estable si las raíces características de  $kA$  tienen todas parte real positiva. En el caso de *dos metas y dos instrumentos analizados* por Mundell en 1962, y que *constituye la base* de la frase de apertura de esta tesis, esa estabilidad se logra para asignaciones a lo largo de la diagonal principal, cuando:

$$a_{ii} > 0 \quad , \quad \text{para } i = 1, 2$$

y cuando

$$a_{11} a_{22} - a_{12} a_{21} > 0$$

Si estas condiciones son satisfechas, la asignación correcta requiere que la variable de control  $x$ , se dirija a la meta  $y$ , esto es, cada instrumento debe especializarse en la meta hacia la que muestra una ventaja comparativa (o sea  $a_{21}$  puede ser mayor que  $a_{22}$ , y mantenerse la estabilidad).

Si en este análisis introducimos  $C$  como una matriz de coordinación que indica el grado de acuerdo entre los ejecutores de la política económica para lograr las metas respectivas, este proceso de tanteo en base a la señal de los desvíos, se formaliza con la siguiente ecuación de ajuste:

$$\frac{dx}{dt} = C (y^* - y)$$

donde  $C$  iguala la  $k$  del ajuste de (1) multiplicada por la matriz diagonal  $[a_{ij}]$ . Como vemos, que  $C$  sea esta matriz diagonal, es un caso muy especial que corresponde al principio analizado por Mundell. La investigación de Cooper demuestra que la ausencia de coordinación *extiende considerablemente el período* de ajuste en alcanzar los equilibrios simultáneos, tanto más cuanto mayor es el grado de interdependencia económica entre los países que comercian entre sí.

Si el análisis de Cooper es aceptado, significa que *aún en el caso en que Alemania no hubiera violado* el Principio de CEM con tipos de cambio fijos, no existirían razones para afirmar que el resultado hubiera podido ser más estable, ya que los diez años estudiados podrían muy bien estar reflejando parte de *ese largo* proceso de convergencia, debidos a una matriz de coordinación diagonal.

Otro serio problema que afecta el principio de CEM, en la asignación de la política monetaria al equilibrio externo, se relaciona con un fenómeno que el modelo presentado no permite analizar puesto que  $i^w$  (tasa de interés externa) es considerada exógena. El fenómeno surge de la existencia de vínculos entre las tasas internacionales de interés, aspecto que creo no es

válido descuidar en el caso alemán, país que está lejos de ser tomador de precios en el contexto mundial. La eficacia de la política monetaria depende en gran medida de la habilidad de las autoridades de alterarla unilateralmente para atraer o repeler capitales. Una consecuencia de la creciente sensibilidad actual de los flujos de capitales a las diferenciales de tasas de interés es la restricción creciente impuesta por la repercusión externa de cambios de la tasa de interés interna. Es este otro factor capaz por sí solo de afectar la relación de ventaja comparativa de las variables de control, y que califica la validez universal del principio de CEM.

Las observaciones anteriores nos llevarían a cerrar esta primera parte de mi comentario de la siguiente manera. Pienso que el análisis teórico y los resultados empíricos de la simulación realizada por el Dr. Bartolomei, ponen de manifiesto una vez más que los ajustes de balanzas de pagos basados en inducir cambios en los stocks de capitales de cartera, representan en el mejor de los casos una forma de ajuste temporario y no permanente. Que en última instancia, los resultados del trabajo reflejan la falta de un mecanismo de ajuste más que temporario para Alemania. En otras palabras parece evidente que para Alemania, la variación pequeñísima de su tipo de cambio de contado experimentada a lo largo del período estudiado, no fue suficiente para lograr el equilibrio externo.

*B.* Pasemos ahora a los comentarios más específicos referidos al modelo macroeconómico presentado.

Un aspecto importante a ser resaltado, es que el modelo teórico se aparta de la literatura usual en este campo en dos puntos principales. El primero consiste en no haber supuesto que las autoridades monetarias son siempre capaces de neutralizar plenamente los efectos de los movimientos, de capitales sobre la base monetaria. Es decir, éstos afectan la oferta de dinero doméstica, haciendo el modelo uno de dinero pasivo [3].

El segundo punto a resaltar es que el autor admite explícitamente la naturaleza de ajuste-stock de los movimientos de capital, al ser éstos la resultante directa de decisiones de cartera de los distintos agentes económicos. Son stocks de capitales los que buscan su asignación internacional, de modo que cambios en la estructura internacional de las tasas de interés perturba el equilibrio de cartera dando lugar a alteraciones temporarias en la cuenta capital de la balanza de pagos. Los flujos de capital solo ocurren durante el proceso de ajuste al nuevo equilibrio y cesan una vez que éste es alcanzado. Tenemos entonces que si el tamaño de la cartera está dado, supuesto razonable en el análisis de corto plazo de este trabajo, la mejora continua de la balanza de pagos requeriría niveles constantemente cambiantes de las tasas de interés. En el caso de Alemania, éste sería precisamente el motivo del fracaso del Bundesbank en su política de intervención en el mercado de futuros. Esto contrasta con la hipótesis flujo usual, según la cual basta una diferencial dada de tasas de interés para generar un flujo continuo de capitales.

Mencionaré finalmente dos últimos aspectos del modelo y de la especificación de las funciones estimadas. El modelo adopta el tratamiento relativamente más usual que consiste en agrupar todos los movimientos internacio-

nales de capitales (con excepción de los movimientos especulativos) dentro de la clase de inversiones de cartera, al suponerlos sensibles únicamente a las diferenciales cubiertas de tasas de interés. Es decir, descuida las categorías de inversiones directas e inversiones societarias ("equity investment") a las que da un tratamiento meramente contable a través de la condición de equilibrio del mercado de cambio extranjero contado. Estas clases de movimientos de capitales, sensibles a expectativas de beneficios asociadas a niveles de la actividad económica agregada, son también responsables de arrojar serias dudas acerca de la ventaja comparativa de la política monetaria para el equilibrio externo cuando los tipos de cambio son fijos. (Johnson, 1966).

Con respecto a la especificación de las funciones estimadas, deseo preguntar al autor cual es la justificación teórica general de introducir la variable exportaciones,  $X$ , al estimar la función (4) por un lado, y por el otro en la ecuación (22) que explica en teoría la presencia del gasto en consumo total y del ahorro privado como variables independientes. Además ¿porqué se dividen las ecuaciones del mercado del dinero por la riqueza real del período anterior?

Deseo terminar diciendo que ha sido para mí un placer comentar este trabajo.

#### REFERENCIAS

- [1] COOPER, R.: "The Assignment Problem" Comment, en Mundell R. y Swoboda, A., Editors, *Monetary Problems of the International Economy*, (Chicago University Press, 1969).  
COOPER, R.: "Macroeconomic Policy Adjustment in Interdependent Economies", *Quarterly Journal of Economics*, Febrero 1969.  
OTT, D. & OTT, A.: "Monetary and Fiscal Policy: Goals and Choice of Instruments", *Quarterly Journal of Economics*, May 1968.  
JONES, R.: "Monetary and Fiscal Policies for an economy with fixed exchange rates", *Journal of Political Economy*, Agosto 1968.  
JOHNSON, H.: "Some aspects of the Theory of Economic Policy in a World of Capital Mobility", en Bagioti T. (editor) *Essays in Honour of Marco Fanno* (Padua, 1966).
- [2] MUNDELL, R.: "The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy in for Internal and External Stability", Cap. 16 de su *International Economics* (University of Chicago, 1968).
- [3] OLIVERA, J.H.G.: "El Dinero Pasivo", *Trimestre Económico*, Octubre-Diciembre 1968.