



**ENTRADAS DE CAPITAL,  
POLITICA DEL TIPO DE CAMBIO  
Y ESTERILIZACION<sup>(\*)</sup>**

**W.M. CORDEN**

**PAPELES**  
DE ECONOMIA ESPAÑOLA





## MANTENIENDOSE CONTRA EL VIENTO (LEANING AGAINST THE WIND) (\*)

---

**E**STE artículo analiza el siguiente problema: tiene lugar una entrada abundante, y posiblemente repentina, de capital en un país o, al menos, existen presiones para que tal entrada ocurra. Las razones de tal entrada podrían ser la existencia de expectativas sobre una apreciación de la moneda del país, el hecho de que el tipo de interés del país sea superior al tipo de interés exterior, o una entrada de capital vía inversiones directas, debido a una mejora de las expectativas de beneficio a largo plazo. Una opción política puede ser la de *no* intervenir en el mercado exterior de cambios. El tipo de cambio podría apreciarse inmediatamente. Esto afectaría negativamente a los beneficios de las industrias que fabrican bienes exportables y a las que fabrican bienes que compiten con los bienes importados. Una política alternativa sería la de intervenir en el mercado para evitar la apreciación o moderarla, en cuyo caso los efectos negativos sobre las industrias de bienes comerciables también se evitarían o moderarían a corto plazo. Por otra parte, existiría el problema de esterilizar los efectos monetarios internos de la entrada de capitales, y, de una manera más general, de evitar una desestabilización de la economía del país.

En la práctica, los países suelen intervenir, en cierta medida, ante tales situaciones «manteniéndose contra el viento», es decir moderando una apreciación sin prevenirla del todo, e intentando esterilizar, obteniendo así resultados favorables durante un cierto tiempo y hasta una cierta medida. De esta manera acumulan reservas exteriores; la oferta monetaria se incrementa de algún modo; pero, al mismo tiempo, se toman medidas monetarias internas para contraer el crédito interno, asegurándose así, al menos, una esterilización parcial de los efectos monetarios de la entrada de capitales. Estas medidas monetarias pueden consistir en ventas de bonos en el mercado abierto; en un incremento en los coeficientes de reserva; o en un alza en el tipo al que el Banco central redescuenta a los Bancos comerciales.

Muchos países han tenido que enfrentarse con presiones de este tipo alguna vez. A lo largo de la década de los sesenta, ésta ha sido la historia de la República Federal Alemana, que mantuvo el tipo de cambio del marco alemán fijo con respecto al dólar, salvo dos pequeñas apreciaciones, y que esterilizó en parte los efectos de la entrada de capitales. Durante el período 1970-73, numerosos países fuera de los Estados Unidos —incluyendo, por ejemplo, España y Australia— se enfrentaron, grave y repentinamente, a tales presiones. Primero, intentaron mantener el tipo de cambio, y finalmente apreciaron su moneda; intentaron esterilizar, aunque posiblemente esto último lo hicieron demasiado tarde, debido al rápido desarrollo de los acontecimientos que tuvieron su origen en los Estados Unidos y que, en esta ocasión, consistieron no sólo en entradas de capitales sino también en superávit de las balanzas por cuenta corriente.

Desde 1973, el mundo desarrollado ha entrado en la era de los tipos de cambio flotantes, pero manejados, y desde entonces se ha hecho normal la situación de «mantenerse contra el viento». Existe una evidencia clara de que las autoridades monetarias intervinieron de manera amplia y generalizada en los mercados de cambios, cuando se presentaron situaciones como la que se ha descrito anteriormente, como lo demuestran las acumulaciones de reservas oficiales correlacionadas con las apreciaciones. El ejemplo más importante es el del Japón en 1977 y 1978.

## MOTIVO DE INTERVENCION: PROTECCION DEL TIPO DE CAMBIO

---

**E**L objeto de este artículo es el de analizar más detalladamente los problemas que plantea la intervención dirigida a prevenir o a moderar una apreciación de la moneda del país cuando hay entrada de capitales. Se demostrará que es probable que esta política tenga costes. Por lo tanto, la primera pregunta a plantearse es cuál es el principal motivo para tal intervención. ¿Por qué no dejar que el tipo de cambio flote y mantenerse al margen



del mercado de cambios? La respuesta es *la protección mediante el tipo de cambio* —es decir, la utilización del tipo de cambio— no para conseguir objetivos de balanza de pagos o anti-inflacionarios, sino para proteger, temporalmente, de posibles efectos negativos a las industrias del país que producen bienes comerciables, industrias que producen bienes exportables, o bienes que compiten con bienes de importación. Esta política puede suponer ventajas para ciertos sectores, al mantener los beneficios en las industrias de bienes comerciables —que de otra manera disminuirían— aunque, como se demostrará, el coste de la operación será una pérdida nacional y una renuncia a otras ganancias sectoriales, en concreto en las industrias que producen bienes no comerciables. A este respecto, una política de protección mediante el tipo de cambio es parecida, en sus efectos, a las políticas de protección más corrientes mediante aranceles y cuotas de importación. La comparación más adecuada es, quizás, con formas temporales de protección, diseñadas para ayudar a industrias determinadas a ajustarse a presiones de importación.

Debe subrayarse que la protección a las industrias de bienes exportables y de bienes que compiten con bienes de importación tendría efectos brevísimos si la intervención para mantener el tipo de cambio *no* se viese acompañada por una adecuada esterilización de los efectos monetarios internos. Las industrias que producen bienes comerciables son protegidas si se previene una apreciación *real*. No es suficiente prevenir una apreciación *nominal*. Supóngase que se mantuviese fijo el tipo de cambio nominal, pero que, al no conseguirse esterilizar, se originasen presiones inflacionistas internas. Los salarios nominales crecerían y los precios de los bienes no comerciables se incrementarían. A pesar de que los precios en moneda del país de los bienes comerciables se incrementarían al mismo ritmo que la inflación mundial, sus costes se incrementarían más deprisa, debido a los costes salariales más altos y a los costes más altos de los *inputs* comerciables que tendrían que soportar. Creciendo los precios de los bienes no comerciables en relación a los de los comerciables, los recursos se desplazarán de la fabricación de los bie-

nes comerciables a la de los no comerciables y tendrá lugar una apreciación *real*. Los efectos reales de estos acontecimientos no son diferentes de los de una situación en la que una apreciación nominal origina una caída de los precios internos de los bienes comerciables —al menos en relación con la tendencia inflacionista existente—, mientras que los salarios y los precios de los bienes no comerciables continúan creciendo a la misma tendencia. En ambos casos, se exprime a las industrias de bienes comerciables y tiene lugar una apreciación *real*. Asimismo, una apreciación real puede producirse de dos maneras: bien mediante una apreciación nominal combinada con un crecimiento de los precios interiores no superior al de costes y precios de los países con los que comercia (ésta sería la opción del «tipo de cambio flotante»), o bien con un tipo de cambio nominal fijo combinado con un crecimiento de los costes interiores superior al de los costes y precios del exterior (ésta sería «la opción inflacionista»). Analizando la última opción, la protección mediante tipo de cambio —que probablemente es el objetivo de la política de intervención— sólo se conseguirá por poco tiempo, debido a las consecuencias inflacionistas internas que se derivarían de la intervención. Mientras que los efectos sectoriales reales de las dos opciones serían, al cabo del tiempo, prácticamente los mismos, la última opción puede desestabilizar la macroeconomía auspiciando expectativas inflacionistas, y, de esta manera, originando unos incrementos de los salarios nominales por encima de los requeridos para una vuelta al equilibrio de la balanza de pagos.

Está, pues, claro que una política de tipos de cambio flotantes —una política de completa no intervención combinada con el mantenimiento de la estabilidad monetaria— es preferible a una política de intervención *sin* esterilización. El problema que se plantea es comparar un enfoque de no intervención con una política de intervención *con* esterilización. En concreto, ¿cuáles son los problemas que entraña esta última política, y sus costes? Consideraré primero el caso en el que la entrada de capitales se debe a expectativas de apreciación de la moneda del país.



## EFFECTOS SOBRE LOS TIPOS DE INTERES DE LA ENTRADA DE CAPITALES SIN ESTERILIZACION

**E**MPECEMOS por describir lo que ocurre cuando la entrada de capitales tiene lugar antes de que se lleve a cabo la esterilización. Tanto los extranjeros como los residentes, que antes mantenían activos denominados en moneda extranjera, desean ajustar su cartera, desprendiéndose de los activos extranjeros y adquiriendo activos denominados en la moneda del país. Con un tipo de cambio fijo (o, al menos, con alguna intervención para prevenir la intervención) el Banco central adquiere activos extranjeros en forma, digamos, de dólares, y, a cambio, crea moneda nacional, digamos pesetas. La oferta monetaria se incrementa. Si los extranjeros se contentan con mantener dinero que no produce interés, éste sería el fin de la historia, al menos por un cierto tiempo. El tipo de interés no variaría, aunque la oferta monetaria se haya incrementado (siempre que ésta se defina incluyendo el dinero interior mantenido por los no residentes). No habrá efectos reales internos. No habrá necesidad de esterilizar. La cuestión está en que la demanda adicional de dinero interno se satisfaría automáticamente con la oferta adicional.

Alternativamente, supongamos que los extranjeros y los residentes, al deshacerse de los activos denominados en moneda extranjera, desean trasladar todo el importe de la transacción a bonos interiores, quieren comprar activos que rindan un interés. En este caso habría en esta primera etapa, un exceso de oferta de dinero y un exceso de demanda de bonos. Lo que conduciría a una caída del tipo de interés interior, que, a su debido tiempo, estimularía la inversión y, por lo tanto, tendría efectos reales. La conclusión a la que se llega es que se necesita una política de esterilización, para evitar la caída del tipo de interés generada por un incremento de la oferta de dinero no asociada con un incremento de igual volumen de la demanda de dinero. Conviene aclarar que en esta fase *no* estamos suponiendo que haya ningún deseo directo de desplazarse del dinero a los bie-

nes: el deseo ha sido simplemente de variar el peso de los activos de la cartera de valores.

Antes de pasar a analizar la naturaleza de tal política de esterilización es necesario examinar el efecto automático que la movilidad de capitales tiene sobre la oferta de dinero, y, por lo tanto, sobre el llamado «coeficiente de compensación». Si la movilidad de capital fuera muy alta o perfecta, el tipo de interés sólo podría descender hasta el punto que compensase la apreciación de las expectativas. Más abajo de este nivel el capital saldría del país, y la oferta de dinero descendería de nuevo. La oferta de dinero sería endógena, ajustándose a la demanda a través de la salida y entrada de capitales, cuando el sector privado cambiase bonos extranjeros por dinero. Este ha sido uno de los mensajes más importantes de la teoría monetaria de la balanza de pagos aplicada a un régimen de tipos de cambio fijos. No habría porqué esterilizar los efectos de la entrada de capitales para mantener la oferta monetaria constante (o creciendo a su tasa inicial), porque habría un mecanismo automático que regularía la oferta monetaria y la igualaría a su demanda. Cualquier incremento autónomo de la oferta monetaria, originado, por ejemplo, por operaciones de mercado abierto, y que en un primer momento ocasionaría un descenso del tipo de interés interior, daría lugar a una salida de capitales que rápidamente haría descender la oferta monetaria de nuevo. Si la oferta monetaria descendiese a su antiguo nivel, de tal manera que todo su incremento inicial fuese compensado por una caída de las reservas exteriores (esto es, que el incremento de activos interiores del banco central fuese completamente compensado por la disminución en los activos exteriores), el coeficiente de compensación sería la unidad.

En la práctica, el coeficiente tiende a no ser la unidad: la compensación no es completa, al menos a corto plazo, debido a una movilidad imperfecta del capital, causada por la existencia de una sustituibilidad imperfecta de bonos exteriores por interiores y de controles parcialmente efectivos sobre los movimientos de capital. El coeficiente de compensación es probable que sea mucho más pequeño a corto plazo que a largo



plazo, y, con tiempo suficiente, es probable que alcance la unidad. La experiencia de Alemania durante los años sesenta ha sido estudiada detalladamente, y parece que el coeficiente de compensación, a corto plazo, estaba muy por debajo de la unidad. Desde entonces, ha aumentado, desde luego, la movilidad internacional del capital, y sería lógico considerar que algunos países tengan un coeficiente de compensación muy alto, quizá cercano a la unidad, para el plazo de un año, más o menos, en el caso de pequeñas economías sin control o con un control poco eficiente de capitales.

### LOS EFECTOS DE LA ESTERILIZACION

**P**ARA seguir profundizando en el tema de la intervención con esterilización, vamos a suponer ahora que el coeficiente de compensación a corto plazo está bastante por debajo de la unidad. Volvamos a nuestra historia. Ha habido una entrada de capitales, la oferta de dinero ha crecido automáticamente, debido al sistema de tipos de cambio fijos, y, al mismo tiempo, ha aumentado la demanda de bonos denominados en moneda del país. El tipo de interés del país desciende y se desea evitar esta caída por sus posibles efectos sobre la demanda de recursos reales. En este caso, recurrir a una política de esterilización sería lo adecuado. Operaciones de mercado abierto, consistentes en la venta por parte del Banco central de bonos, reducirían la oferta monetaria e incrementarían la oferta de bonos en la medida necesaria. Una política que tenga como efecto neto mantener la oferta (o tasa de crecimiento) de dinero constante —es decir una política de *esterilización total*— conduciría a un incremento en la oferta de bonos interiores, exactamente idéntico al incremento en la demanda de ellos, y, de esta manera, mantendría el tipo de interés constante. Así se evitarían los efectos reales internos.

Al llegar a este punto surge una complicación. Supóngase que la demanda adicional de activos internos, que resulta de las expectativas de apreciación, está compues-

ta, en parte, por una demanda adicional de dinero del país y, en parte, por una demanda adicional de bonos del país. Este es el caso que responde más a la realidad, y que es una combinación de los casos estudiados hasta ahora —el caso en el que la demanda adicional es totalmente demanda de dinero y el caso en el que es totalmente de bonos. En esta situación «mixta», las operaciones de mercado abierto que mantienen la oferta de dinero constante —una política de esterilización total— tendrían como resultado un *alza* en el tipo de interés. La demanda de dinero se habría incrementado mientras que la oferta permanecería constante, o, dicho de otra manera, la oferta de bonos se habría incrementado más que su demanda. Si el objetivo fundamental no es el de esterilizar los efectos monetarios, sino el de neutralizar los efectos que sobre la economía real tenga la variación deseada en la cartera de activos financieros, entonces tal situación necesita sólo una esterilización parcial. Se deberá permitir algún incremento en la oferta de dinero para poder satisfacer la demanda adicional de dinero.

Otra complicación, relacionada con la anterior, tiene que ver con la demanda de valores. Si existen expectativas sobre la apreciación de la moneda, y estamos suponiendo que el motivo de la entrada de capitales es la existencia de tales expectativas, también existirán expectativas sobre la disminución de la rentabilidad, en moneda del país, de las industrias de exportación y las que compiten con bienes de importación, por lo que no se espera que se incremente la demanda de valores del sector de bienes comerciables. Pero puede existir una demanda adicional para los valores del sector de bienes no comerciables. En cualquier caso, la demanda adicional de valores, llevará consigo un incremento en sus precios, y este incremento en el flujo de fondos supondrá un incentivo para un incremento de la inversión. Si, al mismo tiempo, se instrumentalizan operaciones de mercado abierto para mantener constante la oferta de dinero —para esterilizar totalmente la entrada de capitales—, el resultado neto será que la oferta de bonos se elevará en relación a su demanda, y, al mismo tiempo, la demanda de valores se elevará en relación a su oferta. El precio de los bonos descen-



derá (el tipo de interés se elevará) mientras que el precio se los valores aumentará; el primer efecto disminuirá, y el segundo aumentará el estímulo a invertir. En conjunto, puede que haya algunos efectos reales, y las operaciones de mercado abierto no pueden prevenirlos totalmente, porque sólo pueden variar la oferta de bonos cuando parte de la demanda adicional va dirigida a valores.

Existen dificultades importantes para llevar a la práctica una esterilización adecuada, cuando tienen lugar grandes y posiblemente no esperadas entradas de capital. Estas dificultades incluyen el «retraso en detectar las entradas de capital» y los «retrasos en la toma de decisiones políticas». Las medidas de política monetaria, necesarias para una esterilización efectiva de una entrada repentina de capitales, requieren, generalmente, un tiempo para ser instrumentadas, y, en cualquier caso, necesitan decisiones explícitas. El hecho de que muchos países fracasasen en su intento de realizar una esterilización adecuada, de 1971 a 1973, pudo ser debido a la lentitud en darse cuenta de lo que había que hacer, y a la lentitud con que se tomaron las acciones oportunas en respuesta a presiones fuera de lo corriente. En el futuro, esto representará una dificultad menor para los gobiernos, debido a la experiencia acumulada en estos años difíciles y a una mayor voluntad en permitir, al menos, alguna apreciación de los tipos de cambio en respuesta a las presiones del mercado. Otro punto a tener en cuenta es que muchos países no cuentan con instituciones ni con mercados financieros suficientemente desarrollados para poder llevar a cabo las adecuadas operaciones de mercado abierto. aún más, algunos Bancos centrales sólo mantienen una porción limitada de deuda interior. Aunque esto último no constituye un problema. Se dispone de otros instrumentos de efectos similares al de las operaciones de mercado abierto. Estos varían de país en país, pero, normalmente, el principal instrumento de política monetaria consiste en variar los coeficientes de reserva de los Bancos comerciales. Este ha sido y continúa siendo el principal instrumento de control monetario a corto plazo en Alemania, donde ha resultado ser bastante efectivo. De hecho, en la mayoría de los

países europeos, a excepción de Gran Bretaña, las variaciones en los coeficientes de reserva constituyen el principal instrumento de control monetario.

## **PERDIDAS POTENCIALES DEBIDAS A LA INTERVENCION**

**A**E fijaré ahora en un problema importante que surge cuando hay intervención junto con esterilización. Se considerará aquí el caso sencillo en el que la totalidad, o la mayor parte, de la demanda adicional de activos denominados en moneda del país, es de bonos. El motivo de tal incremento es el especulativo, ya que existen expectativas de apreciación de la moneda. El resultado neto será que los operadores privados del mercado, incluyendo a los extranjeros, cambiarán activos exteriores rentables por activos interiores rentables, y, en cuanto a las autoridades monetarias del país, adquirirán pasivos en moneda del país y activos exteriores en forma de reservas exteriores. Estas últimas, normalmente, también rendirán intereses y se comprarán en el mismo mercado mundial de capitales, en el que han estado vendiendo activos los operadores privados. De esta manera, tiene lugar un simple intercambio de activos entre el sector público y el sector privado. Ahora bien, ¿quién gana y quién pierde con esto? Porque puede, desde luego, haber ganancias en este intercambio. Puede compensar a ambas partes variar sus carteras y aumentar el riesgo. Pero, en el caso que nos concierne, el factor desencadenante fueron las expectativas de apreciación de los operadores privados. Partiendo de las expectativas iniciales, parece razonable suponer que ambas partes han conseguido la composición de cartera que deseaban. El problema radica en si las autoridades monetarias tienen las mismas expectativas de apreciación en la nueva situación. Si las tienen, están tomando parte en un intercambio que saben resultará poco beneficioso para ellas. Si las expectativas resultan ser correctas, de tal manera que a su debido tiempo tiene lugar una apreciación, entonces las autoridades monetarias habrán incurrido realmente en pér-



didias. ¿Por qué actuarán de esta manera? La respuesta conecta con el motivo que dio lugar a la intervención, esto es, la protección mediante el tipo de cambio. Las pérdidas, incurridas al vender activos que se espera que se aprecien al sector privado —o dicho de otra manera comprando activos en moneda extranjera que se espera que se deprecien en relación con la moneda del país—, representan los costes para el sector público de la protección mediante el tipo de cambio. Debe tenerse en cuenta que estos costes son, principalmente, transferencias más que «costes de despilfarro». Hay que dejar claro que, si las expectativas del sector privado resultan ser falsas, el sector público, por el contrario, obtendrá beneficios, resultando ser, en este caso, un especulador con éxito.

## ESTERILIZACION Y NEUTRALIZACION

---

**H**ASTA aquí, hemos supuesto que la entrada inicial de capitales ha sido motivada por expectativas de apreciación del tipo de cambio, de tal manera que el objetivo de la entrada de capitales era intercambiar activos financieros exteriores por activos financieros interiores. El impacto inicial tiene lugar exclusivamente en el mercado de activos financieros. Dada la política de mantener fijo el tipo de cambio, o de «mantenerse contra el viento», el objetivo es evitar efectos reales internos. A esto se le puede llamar política de *neutralización* (o de estabilización de la demanda). No es exactamente igual a una política de *esterilización*, que implica mantener la oferta de dinero constante, pero es parecida. En el caso mixto, que se ha analizado en el apartado anterior, en el que se incrementa la demanda tanto de dinero del país como de bonos interiores, el objetivo de la neutralización —una política que mantenga el tipo de interés constante— se obtendría con una política de esterilización *parcial*. Una esterilización total conduciría a cierta alza en el tipo de interés, debido a una mayor demanda de dinero que tiene su origen en la variación del contenido de la cartera de valores.

A continuación, es interesante analizar un tipo diferente de entrada de capitales: la entrada de capitales para inversión directa. Se han visto surgir oportunidades de inversión rentables, debido a variaciones en los precios mundiales —como el incremento en los precios de los productos energéticos ha aumentado la rentabilidad percibida en las inversiones en petróleo y carbón en todo el mundo— o debido a una estabilización política y económica. Australia, actualmente, está experimentando un *boom* de inversión sustancialmente financiada desde el exterior, y España, varias veces, ha registrado entradas de capitales dirigidas a la inversión directa. En este caso, existe un problema específico de neutralización, distinto del de esterilización.

## INVERSION DIRECTA: LA NECESIDAD DE NEUTRALIZAR LA DEMANDA ADICIONAL DE RECURSOS

---

**C**UANDO la entrada inicial de capitales va dirigida a la inversión directa, está directamente asociada a efectos reales. El objetivo, esta vez, no es transformar activos financieros externos en activos financieros internos, sino en activos reales internos o capital real. Dado un tipo de cambio fijo y sin esterilización, ocurrirá lo siguiente: al principio, los activos financieros exteriores se transformarán en dinero del país como parte del proceso automático de un sistema de cambio fijo (o de una intervención «mantenida contra el viento»). En este momento, tanto la oferta de dinero como las reservas exteriores se incrementan. El sector privado se ha desprendido de activos exteriores a cambio de dinero del país, mientras que el Banco central ha adquirido activos exteriores a cambio de pasivos en forma de dinero del país. El siguiente paso consiste en que el dinero que se acaba de adquirir se gasta en bienes de inversión. En tanto en cuanto estos bienes sean importados, no habrá efectos reales internos a corto plazo, la demanda de recursos internos no se incrementará. Además, la oferta de dinero y las reservas



exteriores descenderán de nuevo. Pero si el gasto se realiza en recursos internos, habrá efectos reales internos que necesitarán de una política que los neutralice.

El problema central radica en que un incremento en gastos de inversión crea una demanda adicional de recursos internos. Si se quieren evitar los efectos inflacionistas internos, es necesaria una reducción compensadora en la utilización de recursos para otros fines. Desde luego, inicialmente, puede existir capacidad ociosa. En este caso, a corto plazo, un incremento de la demanda agregada tendría como resultado un producto total mayor, con lo que un gasto en inversión adicional se podría realizar sin necesidad de reducir los otros gastos. Pero esa mayor demanda total podría, probablemente, incrementar la inflación y generar incrementos en los salarios nominales para restaurar los niveles de salarios reales, que son, a menudo, la causa fundamental del desempleo —como probablemente ocurrió en Australia y en España. En cualquier caso, aquí supondremos que el objetivo, a corto plazo, es el de neutralizar los efectos a corto plazo de la entrada de capitales para inversión directa sobre la economía real, para mantener constante, de esta manera, la demanda agregada de recursos internos.

Esencialmente, hay dos maneras de llevar a la práctica tal neutralización. Ambas conllevan dificultades, dificultades que son mucho más profundas y fundamentales que las analizadas en casos anteriores. La primera es reducir otras inversiones privadas —no asociadas con la entrada de capitales— para compensar la inversión adicional producida por la inversión extranjera. Esta otra inversión (incluso, por ejemplo, la inversión privada en vivienda) sería contraída y desplazada (*crowded-out*) con una contracción adecuada del crédito interno, asociada a un incremento en el tipo de interés. El alza en el tipo de interés se conseguirá mediante operaciones de mercado abierto, o un incremento en los coeficientes de reserva de la banca. Podría ser necesario no solamente compensar el incremento de la oferta monetaria que resulta de la entrada de capitales, sino realmente reducir la oferta monetaria. Si las operaciones de mercado abierto mantuviesen la oferta mone-

taria constante —es decir si hubiese una esterilización completa—, la oferta de bonos se incrementaría en la cuantía de la entrada de capitales. Como no habría un incremento en la demanda de bonos —ya que toda la demanda adicional se dirigiría a los bienes de inversión— el tipo de interés se elevaría (el precio de los bonos descendería), y esto ocasionaría algún efecto de desplazamiento de la inversión (*crowding-out*). Pero es probable, aunque no seguro, que se requiera un *crowding-out* mayor que éste, en cuyo caso harían falta otras operaciones de mercado abierto que producirían un efecto neto de sobre-esterilización.

El problema fundamental de estas medidas políticas no es técnico, ni institucional, radica en la dificultad de hacer políticamente aceptable un incremento suficiente del tipo de interés y una contracción del crédito al sector privado. Algunos sectores de la sociedad se verán adversamente afectados por tales medidas. El motivo, que originó la intervención en el mercado de cambios, fue el de proteger «a través del tipo de cambio» a los productores de las industrias de exportación, y a las que compiten con bienes de importación, de los efectos desfavorables que sobre ellos podría haber tenido una apreciación. Para poder alcanzar esto, es necesario producir efectos desfavorables sobre otros sectores e, incluso, sobre estos mismos sectores en su capacidad de prestatarios potenciales de fondos. De esta manera, las industrias de exportación se benefician porque los precios de sus bienes se mantienen, en términos de la moneda del país, en lugar de descender como resultado de la apreciación, pero pierden en el sentido que les resulta más difícil y más caro obtener fondos de inversión. Por lo que se ha dicho, se comprende que un país se encuentre con problemas reales si quiere ajustarse a una entrada de capitales dirigidos a la inversión directa interviniendo en el mercado de cambios. Es fácil permitir que el tipo de cambio flote hacia arriba, y, al mismo tiempo, mantener la oferta de dinero constante (o su tasa de crecimiento constante), y así permitir que surja un déficit por cuenta corriente que equilibre la entrada de capitales. La apreciación real sería tan temporal como la entrada de capitales, pero, en este caso, mientras la utilización



de los recursos podría variar algo —con un desplazamiento desde los bienes comerciables a los no comerciables— la presión agregada sobre los recursos no variaría. El gasto total adicional en inversión sería financiado por ahorro extranjero.

## **POLITICA FISCAL PARA LA NEUTRALIZACION**

**E**XISTE otro medio para prevenir un incremento en la demanda de recursos internos, como consecuencia de una entrada de capitales dirigido a la inversión directa, cuando al mismo tiempo se está interviniendo en el mercado de cambios para prevenir o moderar una apreciación. En este caso, el tipo de interés no necesita elevarse, ni debe desplazarse la inversión privada. Se puede generar un superávit fiscal, bien a través de un incremento en la presión fiscal, bien a través de una reducción de los gastos del gobierno. No es necesario subrayar la dificultad de conseguir un superávit (o de reducir el déficit). Se analizarán aquí las implicaciones.

En este caso, o bien la utilización de recursos por parte del sector público se comprimirá para dejar espacio a un mayor gasto privado de inversión, o el gasto privado de consumo descenderá como consecuencia de menores servicios públicos, o de impuestos más altos, o de ambas cosas. Si se consideran los efectos sobre el mercado de bonos y de otros mercados financieros, la situación es bien sencilla. Primeramente, el Banco central adquiere activos exteriores y crea más dinero como resultado del superávit de la balanza de pagos total. Después de esto, inicia operaciones de mercado abierto que reducen la oferta de dinero a su nivel anterior, e incrementan la oferta de bonos. Esto supone una esterilización total. Finalmente, el gobierno compra la misma cantidad de bonos que ha vendido con el dinero que ha obtenido mediante el superávit presupuestario. De esta manera, el mercado de bonos permanece en equilibrio al tipo de interés inicial, y la oferta monetaria permanece constante. La variación principal la experimenta el patrón de demanda de bienes. Mientras que la demanda total de bienes y servicios perma-

nece constante —puesto que éste es el objetivo de la neutralización—, las fuentes de demanda se han desplazado algo hacia la demanda de inversión por parte de empresas extranjeras, que están realizando un gasto adicional y abandonando el sector público y el consumo privado.

## **¿EXISTE ALGUNA LOGICA EN LA INTERVENCION?**

**S**E podría uno preguntar si existe alguna lógica al intervenir en el mercado de cambios para prevenir una apreciación, o al «mantenerse contra el viento» cuando el origen de la presión inicial es una entrada de capitales dirigida a la inversión directa. La respuesta depende, en gran medida, de si se espera que la entrada de capitales continúe por largo tiempo, o si se espera que sea temporal. Si se espera que la inversión directa continúe durante un largo período, entonces, seguramente en algún momento, tiene que tener lugar un ajuste adecuado del tipo de cambio real. Es verdad que los efectos sobre algunas industrias de exportación, y que compiten con bienes importados, pueden ser desfavorables. Por otra parte, la demanda de los productos de otras industrias, especialmente de aquellas que producen bienes de inversión, se incrementará, y, en cierta medida, las mismas empresas que obtienen estas últimas ganancias se verán desfavorecidas por la apreciación. Si se piensa que la inversión directa va a ser temporal, existe justificación para estabilizar el tipo de cambio, durante ese corto período, para evitar las dislocaciones ocasionadas por grandes fluctuaciones, aunque sean temporales, del tipo de cambio.

Los movimientos de capital privado pueden tender a estabilizar el tipo de cambio sin necesidad de intervención por parte de las autoridades monetarias. Si existe libertad de movimiento de capitales, y el sector privado es consciente, como lo son las autoridades públicas, de la temporalidad de la entrada de capitales dirigidos a la inversión directa —y no hay ninguna razón real para que esto no ocurra—, saldrán del país capitales especulativos, a corto plazo, para compensar la entrada de capi-



tales dirigidos a la inversión directa. Esta salida de capitales generará expectativas para una posterior depreciación. La especulación rentable —es decir la especulación basada en expectativas que resultan ser ciertas— sería estabilizadora. La necesidad de intervención oficial, para estabilizar el tipo de cambio a lo largo de un corto período, resulta mayor cuanto menor es la libertad de salida de capitales, cuanto menos racionales son los especuladores privados, y, de un modo más general, cuanto menos fondos disponibles hay en el período que nos concierne para tal especulación socialmente deseable. El período del que se habla puede ser de varios años, por lo que no se puede descartar la escasez de capital que asuma suficiente riesgo.

Los problemas de neutralización de los efectos internos permanecen, independientemente de que el tipo de cambio sea estabilizado a lo largo de este período por la acción oficial o por la actividad especulativa privada. Una neutralización completa, en el sentido de evitar todos los efectos reales internos, no es posible. Aunque la demanda total de utilización de recursos se mantuviese constante por un desplazamiento suficiente de otras inversiones privadas, de los gastos del gobierno, o del consumo privado, habría de todas maneras variaciones en el patrón de utilización de recursos. Algunas variaciones son seguramente inevitables. Pero el problema central consiste en llevar a la práctica este desplazamiento (*crowding-out*). Podría ser fácil evitar que se tuviese que realizar, permitiendo que el tipo de cambio se apreciase y alentando unas importaciones adicionales suficientes como para generar un déficit en la balanza por cuenta corriente que igualase la entrada de capitales dirigidos a la inversión directa. Parte de este déficit se generará, automáticamente, a través de la demanda directa de importaciones que generará el gasto de la inversión extranjera. La cuestión está en si se generará un déficit adicional inducido por una apreciación.

¿Qué conclusiones políticas podemos extraer? No llegaré tan lejos como algunos economistas que afirman que las autoridades monetarias no deberían intervenir en el mercado de cambios, que nunca debe-

rían «mantenerse contra el viento», y que, simplemente, deberían mantener una política de crecimiento monetario estable, combinada con una restricción fiscal, permitiendo al mismo tiempo que el tipo de cambio cuidase de sí mismo. Lo que sí sugeriría es que una intervención prolongada, que implicase un intento de resistir a las fuerzas del mercado a suficiente escala, crearía numerosos problemas, y, de hecho, a la luz de las experiencias recientes, sería difícilmente mantenible. Estos problemas han sido el tema de este artículo. Obviamente, mientras más crezcan las reservas exteriores, mayores devendrán las expectativas de apreciación, y, por lo tanto, mayores serán los efectos monetarios iniciales que deberán ser esterilizados. Si existen entradas de capitales dirigidos a inversión directa y se está resistiendo una apreciación, a su debido tiempo se generarán tales expectativas, de tal manera que las dos causas de la entrada de capitales —expectativas de apreciación e inversión directa— analizadas en este artículo aparecerán juntas.

#### NOTA

(\*) Deseo expresar mi agradecimiento a los profesores Victor Argy y Geoffrey Kingston por las largas discusiones que mantuvimos mientras preparaba este artículo y otro artículo que escribí sobre los recientes acontecimientos de Australia (Corden, 1982). Existe una extensa literatura sobre el tema de la esterilización, particularmente en relación con la experiencia alemana hasta 1971. Me remito especialmente a Argy y Kouri (1974), Herring y Marston (1977) y Obstfeld (1980). Para cuestiones de «mantenerse contra el viento» consúltese a Tosini (1977) y Quirk (1977), este último trata, preferentemente, el caso del Japón.

Traducción de Reyes Fernández.

#### BIBLIOGRAFIA

- ARGY, V., and KOURI, P. & K., «Sterilisation Policies and the Volability in International Reserves», en ALIBER, R. Z. (ed.), *National Monetary Policies and the International Financial System*, University of Chicago Press, Chicago, 1974.
- CORDEN, W. M., «Exchange Rate Policy and the Resources Boom», *The Economic Record*, marzo 1982.
- HERRING, R. J., and MARSTON, R. C., *National Monetary Policies and International Financial Markets*, North-Holland Publishing Company, Amsterdam, 1977.
- OBSTFELD, M., «Sterilization and the Offsetting Capital Movements: Evidence from West Germany, 1960-1970», *National Bureau of Economic Research, Working Paper* n.º 494, junio 1980.
- QUIRK, P. J., «Exchange Rate Policy in Japan: Leaning Against the Wind», *International Monetary Fund Staff Papers*, n.º 24, noviembre 1977.
- TOSINI, P. A., «Leaning Against the Wind: A Standard for Managed floating», *Essays in International Finance*, n.º 126, Princeton University, diciembre 1977.



## COLABORADORES EN ESTE NUMERO

**ALMAGRO PEDREÑO, José.** Nació en Murcia en el año 1953. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense de Madrid. Trabaja en la Secretaría General Técnica del Ministerio de Economía y Comercio. Experto en Análisis de series temporales, dirige el programa de investigación «Análisis de las Series Temporales del Turismo Español» del Instituto Español de Turismo.

**ARNEDO ORBAÑANOS, Miguel Angel.** Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad de Deusto; Licenciado en Derecho. Subjefe de la Oficina de Estudios Monetarios, Financieros y Estadísticos del Banco de España. Suplente del Comité de Movimientos de Capitales y Transacciones Invisibles de la OCDE.

**ARRANZ ESTEBAN, Antonio Marcelo.** Nació en Villacastin (Segovia), en el año 1925. Perteneció al Cuerpo de Inspectores de Aduanas e Impuestos Especiales y es Licenciado en Ciencias Políticas, Económicas y Comerciales. Ha sido Jefe del Gabinete de Estudios de Economía del Instituto de Estudios Fiscales y Vicepresidente de la Junta Consultiva de Ajustes Fiscales en Frontera. Actualmente es Subdirector General de Política Aduanera y Profesor del Centro de Estudios Tributarios y Económicos.

**BONILLA HERRERA, José María.** Nació en Baeza (Jaen) en el año 1942. Es doctor en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense de Madrid. Fue Profesor del Departamento de Teoría Económica de la Universidad Complutense de Madrid desde el año 1968 al 1973. Es titulado del Servicio de Estudios del Banco de España desde el año 1972.

**CASADO SANTIAGO, Antonio.** Es Licenciado en Ciencias Económicas (Universidad Complutense de Madrid), Estadístico Facultativo, Profesor de Econometría de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Complutense, Fa-

cultativo del Instituto Nacional de Estadística durante 1977. Ha sido responsable de la Sección del Banco de datos del Servicio de Estudios del Banco Exterior de España desde 1977 a 1979. Actualmente es Director de Programas en el Ministerio de Hacienda.

**CORDEN, W. Max.** Fue Profesor de Economía Internacional en la Universidad de Oxford desde 1967 a 1977. Desde 1977 es Profesor de Economía en la Universidad Nacional de Australia, Camberra. Es autor, entre otras obras, de *The Theory of Protection* (1971); *Trade Policy and Economic Welfare* (1974); *Inflation, Exchange Rates and the World Economy* (1977).

**DE LA DEHESA ROMERO, Guillermo.** Nació en Madrid en el año 1941. Técnico Comercial del Estado. Ha sido Director del Centro de Documentación e Información de Comercio Exterior, Director General de Coordinación del Ministerio de Comercio y Turismo, Consejero de la Embajada de España en Africa del Sur y Secretario General Técnico del Ministerio de Industria. En la actualidad es Jefe de la Oficina de Gestión de Activos Exteriores y Relaciones Internacionales del Banco de España.

**DIAZ BALLESTEROS, Antonio.** Nació en Pontevedra en 1946. Es Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense de Madrid, y desarrolla su trabajo como economista en el Servicio de Contabilidad Nacional del Instituto Nacional de Estadística.

**FEITO HIGUERUELA, José Luis.** Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense. Técnico Comercial del Estado. Ha trabajado en la Secretaría General Técnica del Ministerio de Economía y Comercio. Desde 1980 desempeña el cargo de Asesor Técnico del grupo que componen España, México, Venezuela y Centroamérica en el Fondo Monetario Internacional.



**LASSO DE LA VEGA Y PEDROSO, Alfonso.** Nació en Odivelas (Portugal) en 1931. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense de Madrid. Ha sido profesor de Historia de la Economía en la Facultad de Ciencias Económicas de la misma Universidad y Encargado de un Seminario de Economía en la Universidad de Ginebra. Trabajó en las Divisiones de Estudio de la Comisión Económica para Europa de la CEPAL y de la UNCTAD, desempeñando en esta última organización el cargo de Director interino de la División de la Cooperación Económica entre Países en Desarrollo. Actualmente es Director en el Departamento de Comercio y Relaciones Exteriores del Banco Exterior de España.

**MARIN ARRESE, Juan Pedro.** Técnico Comercial del Estado, ha desempeñado diversos cargos en el Ministerio de Economía y Comercio (Jefe del Gabinete de la Balanza de Pagos en 1975 y 1976, Jefe del Servicio de la Balanza de Pagos en 1979 y 1980). Fue Consejero Comercial de España en Dinamarca, Noruega e Islandia. En la actualidad es Jefe del Servicio de Inversiones Españolas en el Exterior.

**MARTINEZ AREVALO, Javier.** Nació en Madrid, en el año 1952. Es licenciado en Ciencias Económicas y Técnico Comercial del Estado desde 1976. Actualmente es Subdirector General de Estudios en la Secretaría General Técnica del Ministerio de Economía y Comercio.

**MARTINEZ AREVALO, Luis.** Es Licenciado en Derecho por la Universidad de Madrid, habiendo obtenido el título de Master's en Economía en la George Washington University y cursado los estudios de doctorado en la Universidad de Maryland. Técnico Comercial del Estado, ha desempeñado diversos puestos en el Ministerio de Comercio, siendo actualmente Subdirec-

tor de Análisis Coyuntural en la Dirección General de Política Económica del Ministerio de Economía y Comercio.

**MORENO MORE, José L.** Nació en Murcia en 1936. Intendente Mercantil por la Escuela Central Superior de Comercio de Madrid; Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense de Madrid; Docteur en Sciences Economiques por la Universidad de París y por la Universidad Complutense; Diplomado de Estudios Europeos en el College Européen de Sciences Economiques et Sociales de París. En 1964 ingresó en el Cuerpo Especial Facultativo de Técnicos Comerciales del Estado. Entre otros, ha ocupado los siguientes puestos: Delegado Regional del Ministerio de Comercio en Galicia; Jefe de la Sección de Organizaciones Multinacionales Extranjeras; Jefe del Gabinete de Política Comercial. Ha formado parte de la Delegación Española en las reuniones del F.M.I. y B.I.R.D. en Nairobi (1973). Y en diversos Comités de la OCDE. Ha sido miembro experto a título personal en el Comité de Transacciones Invisibles de la OCDE. En la actualidad es el Jefe del Servicio de Inversiones Extranjeras en Sucursales e Inmuebles en la Dirección General de Transacciones Exteriores.

**REQUEIJO GONZALEZ, Jaime.** Nació en Cartagena en el año 1934. Doctor en Ciencias Económicas, Licenciado en Derecho, Técnico Comercial del Estado y Catedrático de Estructura Económica. Ha sido Director General de Política Arancelaria e Importación, Director General de Expansión del Banco de Crédito e Inversiones y Director del Banco de Crédito a la Construcción. Actualmente es Consejero Delegado de la Caja Postal de Ahorros.

**RIVILLAS ROBLES, Francisco.** Nació en Marmolejo (Jaén) en 1950. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad Autónoma

de Madrid. Trabajó como economista del Ministerio de Planificación y Desarrollo, Dirección de Estudios del INI y Servicio de Estudios del Banco Exterior de España. En la actualidad desarrolla su actividad profesional en el Departamento de Relaciones con las Empresas Estatales del Banco Exterior de España, como Director.