

# LOS BANCOS CENTRALES Y LOS MERCADOS DE CAMBIO EN AMÉRICA LATINA\*

JULIO GONZÁLEZ DEL SOLAR

UNA reseña histórica de la evolución de los mercados de cambio y de los sistemas de control de cambios en la América Latina está fuera del marco de este trabajo. Sin embargo, para la mejor comprensión de las prácticas actuales y de las políticas de los bancos centrales en relación con los mercados de cambio, se hace necesaria una breve síntesis de las tendencias principales que han afectado su desarrollo. Ella ayudará asimismo al examen de los problemas que surgen cuando se trata de eliminar restricciones cuantitativas y unificar tipos múltiples de cambio.

## *I. Evolución de los mercados cambiarios*

Cuatro períodos pueden distinguirse en la evolución de los mercados de cambio en la América Latina:

- a) el período anterior a la creación de los primeros bancos centrales, que termina a mediados de la década de 1920;
- b) los años que corren entre 1925 y el comienzo de la crisis de los treinta;
- c) los años que corren entre la gran depresión y la Segunda Guerra Mundial; y
- d) el período actual, que comenzó durante los años de la Segunda Guerra Mundial.

\* Ponencia presentada a la III Reunión de Técnicos de Bancos Centrales del Continente Americano, La Habana, 25 de febrero-8 de marzo de 1952. El autor es Segundo Jefe de la División de Tipos Múltiples de Cambio del Fondo Monetario Internacional y los conceptos que aquí expresa no reflejan necesariamente la opinión de dicho organismo. La presente publicación se hace por cortesía del Banco Nacional de Cuba.

## BANCOS CENTRALES Y MERCADOS DE CAMBIO

### *1. El período anterior a la creación de los primeros bancos centrales*

En los últimos años del siglo pasado y en las primeras décadas del presente, los países de América Latina adhirieron sólo esporádicamente a los principios del patrón de oro. El mantenimiento de un tipo de cambio fijo y la plena convertibilidad eran la norma que se respetaba solamente en la fase de ascenso del ciclo, cuando aflúa oro. Pero cuando el movimiento contrario tomaba fuerza, la inconvertibilidad tenía que decretarse para evitar el reflujo de las reservas. Los aumentos de las tasas de descuento eran insuficientes para detener la salida de divisas o para inducir un influjo de capitales en competencia con movimientos similares en los grandes centros financieros del mundo. Y aun la depreciación que resultaba del abandono de la convertibilidad era incapaz de estimular las exportaciones. La demanda de materias primas en los mercados internacionales, generalmente determinada por el nivel de actividad económica y de ocupación en los países más importantes, era poco sensible a las diferencias de precios resultantes de la depreciación. Mientras, la demanda de importaciones se mantenía alta por razón de la expansión exagerada del crédito que seguía al balance de pagos favorable. Al cesar éste, la restricción del crédito resultante de la reducción de depósitos y reservas de los bancos era a veces un proceso demasiado penoso, que llegaba hasta a provocar desastrosas liquidaciones de bancos y de firmas endeudadas. Se autorizaban nuevas emisiones de papel moneda inconvertible como medidas de emergencia, que, al sostener la demanda de importaciones, producían una mayor depreciación del tipo de cambio que hacía más difícil aún regresar a la antigua paridad una vez pasada la depresión.

Los mercados cambiarios eran totalmente libres. La oferta y demanda de divisas se ejercitaba sin restricciones a través de los bancos comerciales y, en algunos países, en bolsas de comercio. Firms exportadoras e importadoras gestionaban sus propias operaciones en divisas con el exterior. Había, por sobre todo, un activo movi-

## EL TRIMESTRE ECONÓMICO

miento de capitales a corto plazo, de crédito comercial externo y de inversiones exteriores cuantiosas. Pero estos movimientos de capitales no siempre ejercían una influencia estabilizadora sobre el tipo de cambio.

Las experiencias de este período demostraron las dificultades que el mantenimiento del patrón de oro representaba para algunos países latinoamericanos, que no disponían ni de las instituciones ni de la experiencia financiera de los grandes mercados. Además, el mantenimiento de la paridad oro les imponía límites muy estrechos a cualquier política monetaria interna independiente que desearan seguir e implicaba la sujeción automática del mercado interno a los movimientos del balance de pagos. Cuando éste era desfavorable, los países experimentaban una deflación severa, liquidaciones bancarias y una merma de la actividad económica. La falta de flexibilidad de sus economías y la poca sensibilidad de la producción frente a cambios en los precios externos llevó a algunos países a tratar de reducir la estricta dependencia de sus economías internas del balance de pagos, a centralizar las emisiones de moneda en una sola institución y a dar elasticidad al sistema mediante el mecanismo del redescuento ejercido por un banco central. Los primeros bancos centrales fueron una expresión de estos objetivos, pero no los alcanzaron totalmente.

### *2. Primeros bancos centrales*

El desarrollo de los bancos centrales en la América Latina es un fenómeno de los últimos veinticinco años. En efecto, hasta que las misiones de Kemmerer lograron estabilizar las monedas de algunos países de Centro y Sudamérica durante los años veinte, no aparecen instituciones que tengan claramente el propósito de otorgar redescuentos a los bancos comerciales y ejercer un cierto grado de control directo sobre el mercado monetario interno.

Los principales medios empleados por los primeros bancos cen-

## BANCOS CENTRALES Y MERCADOS DE CAMBIO

trales para ejercer un cierto grado de control sobre el volumen del medio circulante e, indirectamente, sobre el volumen de las reservas internacionales eran: *a*) la centralización del privilegio de emisión de moneda; *b*) el manejo de la política de redescuento y de la tasa de interés como un medio de controlar la expansión del crédito de los bancos comerciales; *c*) el mantenimiento de una relación mínima entre las obligaciones monetarias y las reservas de oro; y *d*) la observancia de ciertos principios en cuanto a la calidad de los documentos que los bancos comerciales podían redescantar, con lo cual se pretendía asegurar una adecuada liquidez en las carteras de los bancos comerciales. Para mantener la convertibilidad y asegurar la estabilidad del tipo de cambio de paridad se descansaba principalmente en la relación entre el volumen del circulante y las reservas internacionales del país. En vez de los controles cuantitativos y cualitativos sobre la oferta y la demanda de divisas que se usan actualmente en la mayoría de los sistemas de control de cambios, la norma era actuar sobre los factores que determinan el volumen del circulante a fin de influir, indirectamente, sobre la demanda de importaciones y otros pagos al exterior. Algunas leyes fueron un poco más lejos y establecieron condiciones para las operaciones de préstamo de los bancos centrales al gobierno, como también algunos principios rudimentarios de control cualitativo y cuantitativo del crédito para las operaciones de los bancos comerciales con el público. Sin embargo, las disposiciones que regulaban o impedían el otorgamiento de créditos oficiales por el banco central eran más una reacción negativa contra pasados abusos que la expresión de un propósito de coordinar las políticas de crédito de los gobiernos con los requisitos de la política monetaria.

Las primeras legislaciones de bancos centrales fueron el producto de una adaptación de las experiencias de los países más desarrollados. El mantenimiento de la convertibilidad a una tasa de paridad fija entre la moneda nacional y el oro era uno de los rasgos esenciales del sistema y con este objeto los bancos centrales debían estar

## EL TRIMESTRE ECONÓMICO

preparados para usar sus propias reservas a fin de compensar las variaciones de la oferta y la demanda del mercado de divisas. No se contemplaba ningún medio restrictivo directo para actuar sobre la oferta y la demanda de divisas. Desde luego que se reconocía que la oferta de divisas depende de las exportaciones y del influjo de capitales, y que ambos factores están determinados en gran parte por condiciones externas. Sin embargo, se esperaba que los bancos centrales pudieran influir sobre la entrada de capitales mediante cambios en las tasas de descuento. En cuanto a la demanda de divisas, la acción reguladora de los bancos centrales debía ejercitarse a través de la política crediticia. Había amplitud para usar el redescuento a fin de compensar las fluctuaciones del medio circulante provocadas por los movimientos de las reservas internacionales. Esta política compensatoria, sin embargo, si iba muy lejos, habría de entrar en conflicto con los ajustes básicos que requería el patrón oro y habría de terminar por echar abajo la paridad.

El principio del control de las repercusiones del balance de pagos sobre el medio circulante por un banco central constituía un avance sobre los sistemas monetarios automáticos que prevalecieron en algunos países de la América Latina antes de 1925, cuando los gobiernos no ejercían mayor control sobre la expansión o contracción de los préstamos bancarios. Pero cuando con ello se introducía un principio nuevo, no se contemplaba el empleo de los medios que usan actualmente algunos bancos centrales de la América Latina para enfrentarse a los problemas que surgen del desequilibrio en el balance de pagos. Los primeros bancos centrales no tenían como parte de sus funciones la imposición y administración de restricciones directas sobre la oferta y demanda cambiarias. Si participaban en las operaciones diarias del mercado de divisas, su actuación era puramente pasiva y no restrictiva. Algunos actuaban también como bancos comerciales, para lo cual habían sido específicamente autorizados por sus leyes.

## BANCOS CENTRALES Y MERCADOS DE CAMBIO

### 3. *Control directo sobre el mercado de divisas: 1930-1940*

La baja sin precedente de los precios mundiales de la mayoría de las exportaciones latinoamericanas durante los años treinta y la paralización repentina de los movimientos de capital impusieron nuevas condiciones que obligaron a modificar el carácter del control de los bancos centrales sobre el balance de pagos. Aun cuando las circunstancias y las técnicas usadas fueron distintas en los diversos países, en todos los casos las medidas tomadas fueron el resultado de una acción decidida y consciente frente a las exigencias de condiciones que empeoraban rápidamente, y en cierto modo constituyeron una nueva manifestación de las tendencias que condujeron a adoptar las primeras legislaciones monetarias y de banca central de los años veinte. En algunos casos se nota que estas medidas —en especial las que se tomaron en los años posteriores— fueron dictadas, por lo menos en parte, por la creencia creciente de que, en ciertas circunstancias, hay un conflicto latente entre la estabilidad monetaria interna (y quizás entre ciertas formas de desarrollo económico interno) y la estabilidad internacional entendida como el mantenimiento de corrientes comerciales y de pagos sin restricciones y de tipos de cambio estables.

La depresión precipitó la introducción de nuevas formas de control sobre el balance de pagos, que condujeron a la intervención directa de los bancos centrales en los mercados de divisas. Después de que casi todos los países latinoamericanos entraron en la inconvertibilidad,<sup>1</sup> la continuada y persistente disminución de sus reservas les condujo al racionamiento y distribución de las divisas. Estas

<sup>1</sup> En algunos países, la alteración del contenido de oro de las monedas y el establecimiento o la supresión de la convertibilidad son una función de los gobiernos y no de los bancos centrales. En la mayoría de los casos los cambios de la paridad y el establecimiento de la inconvertibilidad requieren una ley del Congreso. La fijación posterior de los tipos de cambio puede hacerse generalmente por decreto del Ejecutivo.

## EL TRIMESTRE ECONÓMICO

medidas eran generalmente tomadas por los gobiernos y ejecutadas por los bancos centrales. En la mayoría de los casos los bancos centrales no tenían facultades expresas para requerir la entrega de divisas, excluir del mercado de cambios a algunos compradores o prohibir ciertas transacciones. Pero sea por la fuerza de las circunstancias o por una extensión lógica de sus atribuciones, los bancos centrales adquirieron nuevas responsabilidades y, aun cuando actuaran como simples ejecutores, en la práctica lo hacían señalando también la política a seguir en relación con las operaciones del mercado de divisas. Desempeñaban así sus funciones de consejeros económicos de los gobiernos y de directores de la política monetaria y bancaria del país.

La imposición de controles de cambio significó que no se buscaría llegar a la estabilidad del tipo de cambio sólo a través de medidas de política monetaria, sino también por la supresión de la demanda a través de licencias y de restricciones. Se decidió seguir estos caminos por cuanto se reconoció que la severidad de la contracción de los ingresos de divisas, la escasez de las reservas y la duración extraordinaria de la gran depresión habían hecho necesario que los ajustes tradicionales requeridos para enfrentar los efectos del desequilibrio de balance de pagos fuesen de una magnitud tal que los tornaba inaceptables. Por otro lado, contribuyó a hacer la situación más crítica.

Al aislar el mercado monetario interno del mercado de divisas, los bancos centrales adquirieron más libertad de acción en la prosecución de políticas monetarias expansivas. Los bancos centrales se encontraron así con que podían contribuir a mantener el volumen de ocupación y de inversiones sin poner en serio peligro la estabilidad cambiaria, siempre y cuando la demanda de divisas estuviera bajo un estricto control. En algunos casos, la exclusión del mercado de un número reducido de compradores potenciales les permitía obtener cierto equilibrio a un tipo dado y luego sostenerlo sin mayores dificultades. Los tipos múltiples de cambio y las prohibi-

## BANCOS CENTRALES Y MERCADOS DE CAMBIO

ciones se utilizaron algunas veces para obtener esa división del mercado de divisas en varios compartimientos.

Para muchos países, las experiencias recogidas en la segunda mitad de la década resultaron fructíferas. Además del perfeccionamiento de nuevas formas de dirección y de política monetaria, la distribución de divisas de acuerdo con un concepto de esencialidad hizo que algunos bancos centrales entraran en más estrechos contactos con las fuerzas que operan en los distintos sectores de la economía y que pudieran coordinar mejor su política de control selectivo del crédito.

### *4. El período desde 1940*

A pesar del mejoramiento gradual en la posición general de los balances de pagos de los países latinoamericanos durante los años de la guerra, la mayoría de los bancos centrales no abandonó las prácticas de control de cambios que habían iniciado en circunstancias muy distintas. Es que ya pesaban otras consideraciones, además de las puramente monetarias, que tenían que tomarse en consideración. Aun antes de la guerra ya se veía que la estructura de los balances de pagos era distinta a la de 10 ó 15 años antes; que las exportaciones no producían las divisas suficientes para pagar todas las importaciones; que las corrientes de capitales extranjeros estaban ya dejando de tener, en los últimos años, la fuerza o la importancia de antes; que la industria y la producción local requerían el mantenimiento del grado de protección que las restricciones cambiarias y los tipos múltiples les habían proporcionado, en algunos casos desintencionadamente. Además, algunos de los países sudamericanos, tan estrechamente ligados al comercio de Europa, ya habían probado el sabor agri dulce de los convenios de pagos y de la discriminación cambiaria impuesta por la inconvertibilidad de algunas divisas.

Con la guerra, muchos de estos problemas se desvanecieron mientras otros se agudizaron. Por otra parte, era evidente que ciertas



## EL TRIMESTRE ECONÓMICO

medidas de seguridad podían aplicarse más fácilmente por medio de una simple adaptación del mecanismo de control de cambios existente. Además, ciertas formas de política anti-inflacionaria se pudieron aplicar sólo si se mantenía la obligatoriedad de la entrega de divisas y si no se eliminaban los cambios múltiples. La distribución de importaciones escasas se facilitó grandemente por la emisión de licencias de importaciones. La concentración de las reservas de divisas en un fondo común y las restricciones a la oferta y a la demanda de cambios se creyeron también necesarias para asegurar los medios con que pagar el re-equipamiento de los países en la postguerra. Los efectos proteccionistas de las restricciones cambiarias fueron reconocidos más completamente. El uso del sistema cambiario para dar subsidios o cargar impuestos a las exportaciones e importaciones se generalizó más, y la inconvertibilidad de las monedas extranjeras hizo necesario usar el sistema como un arma de discriminación financiera, a fin de obtener la composición deseada en la oferta y demanda de divisas.

De esta experiencia surgió con mucho vigor la tendencia a dirigir el sistema de control de cambios de acuerdo con las necesidades de la política económica del país en conjunto y no solamente con el objeto de servir mejor las exigencias de la simple estabilidad cambiaria. Esta tendencia se acentuó al terminar la guerra, en parte por reflejo de la actitud de otros países. El uso creciente de créditos de gobierno a gobierno, de convenios comerciales y de pagos, y el desarrollo del comercio estatal, han hecho necesario usar el sistema cambiario con el objeto de asegurar la conducción apropiada de tales operaciones. Todo ello requirió una adaptación simultánea de las políticas monetarias y crediticias internas. Sin embargo, las condiciones inflacionarias que prevalecieron aun después de la guerra hicieron esta adaptación más difícil, y el grado de éxito alcanzado por los distintos países es muy variado. Además, la iniciación de planes de desarrollo e inversiones ejerció considerable presión para retener algunas formas de control de cambios y para establecer

## BANCOS CENTRALES Y MERCADOS DE CAMBIO

otras. Y cuando las reservas que se acumularon durante los años de la guerra se gastaron y el nivel de las exportaciones descendió a niveles más normales, muchos países se sintieron obligados a intensificar sus restricciones y se congratularon de haber retenido un sistema de control que les permitió llevar a cabo tales medidas sin mayores repercusiones psicológicas. Fué así como algunos bancos centrales de la América Latina se vieron llevados a abarcar en forma casi permanente funciones que estaban un tanto fuera de su jurisdicción propia y que implicaban considerable trabajo administrativo que habría podido realizarse más propiamente por otras dependencias.

### *II. Algunos aspectos de la intervención de los bancos centrales en los mercados de cambios*

#### *5. Centralización de las reservas*

Las legislaciones de control de cambios de la mayoría de los países de la América Latina reconocen claramente que las reservas cambiarias del país deben estar centralizadas en el banco central o en un fondo perteneciente al Estado sobre cuyo manejo el banco central tenga un grado apreciable de control. Las tenencias de divisas por parte de individuos, cuando se permiten, están sujetas a control tanto en cuanto a su adquisición como a su uso. Las tenencias de divisas de los bancos comerciales constituyen asimismo parte de las reservas oficiales. En la mayoría de los países el banco central no opera con el público. Los bancos comerciales actúan como agentes, comprando y vendiendo divisas por cuenta del banco central y están obligados a transferirle, a su requerimiento, los saldos de que dispongan contra el pago del equivalente en moneda local al tipo correspondiente. Donde existen controles de cambio, los bancos comerciales no pueden vender divisas sino a los tenedores de permisos, licencias o autorizaciones otorgadas por las autoridades cambiarias o por bancos autorizados en su representación. Los bancos

## EL TRIMESTRE ECONÓMICO

pueden, a su vez, adquirir del banco central el cambio necesario para hacer frente a las autorizaciones de cambio que se van utilizando. En algunos países las existencias de cambio "oficial" en manos de los bancos privados están exentas por ley del riesgo de variaciones en el tipo de cambio. De este modo el único riesgo que corre el agente es el comercial, en el cual incurre bajo su propia responsabilidad al aceptar una operación.

Hay algunas excepciones al principio de la centralización de reservas. Algunos bancos o casas autorizadas pueden retener saldos de "mercado libre" (donde tales mercados existen en forma legal) o bien particulares pueden retener saldos en el exterior, que son el resultado de transacciones legales en el "mercado libre" o bien de evasiones u otras operaciones ilegales en los mercados negros. En algunos países donde no hay restricciones cambiarias, como Guatemala y Honduras, se permite la tenencia legal de divisas por particulares pero el uso de moneda extranjera en vez de la nacional con propósitos distintos del pago de obligaciones internacionales está prohibido y su negociación con personas o instituciones que no sean bancos está asimismo prohibida.

A pesar de las diferencias en las prácticas de país en país, se nota un claro propósito de las autoridades monetarias de centralizar las reservas o limitar las transacciones a su función específica de liquidar compromisos financieros internacionales, y de evitar el uso de divisas como un medio de especulación y como una forma de inversión de ahorros producidos en el país. Cuando hay restricciones, la entrada de compradores y vendedores al mercado de divisas se limita generalmente a los que poseen una autorización legal para hacerlo.

La fijación por las autoridades cambiarias de los períodos máximos permitidos para la entrega de los ingresos de divisas y para la utilización de las licencias o permisos constituyen medidas que tienden a regular el ritmo de la demanda y de la oferta en el mercado y también, en cierta medida, el uso de créditos exteriores por bancos, exportadores e importadores. Algunos bancos centrales si-

## BANCOS CENTRALES Y MERCADOS DE CAMBIO

guen la práctica de cubrir periódicamente las posiciones de sus agentes, y mientras ello ocurre los bancos hacen uso de sus facilidades de crédito con sus propios corresponsales en el exterior, especialmente en lo que se refiere a la apertura de cartas irrevocables de crédito.

### 6. *El control de la oferta de divisas*

Conviene hacer una distinción entre la suma total de ingresos de divisas que el país recibe y que queda a disposición de las autoridades monetarias, por un lado, y la cantidad de divisas que los bancos centrales ponen a disposición del mercado, por otro. Esta distinción se hace necesaria por cuanto las medidas que pueden tomar los bancos centrales pueden afectar una, otra o ambas. Los bancos centrales pueden variar la magnitud de la *oferta en el mercado* mediante el uso de sus propias reservas y de los créditos extranjeros obtenidos por los convenios de pago. Sin embargo, la acción de las autoridades monetarias para incrementar *la suma total de ingresos de divisas* encuentra limitaciones obvias. El volumen de los ingresos por exportaciones depende en gran parte de factores que están fuera del control de las autoridades cambiarias del país exportador. Consideraciones similares pueden aplicarse a los movimientos de capital, aun cuando a este respecto las condiciones internas del país importador y el grado de seguridad que proveen las regulaciones cambiarias en lo que se refiere a la transferencia de sus dividendos son factores muy importantes. La negociación de convenios de pagos y la utilización de créditos exteriores dan también lugar a ingresos de divisas, pero los bancos centrales no tienen sobre ello un control absoluto.

Las variaciones en el tipo de cambio constituyen un arma que algunos bancos centrales pueden usar para aumentar, en cierta medida, los ingresos de divisas. Los cambios de paridad generalmente requieren una ley, pero los bancos centrales tienen una par-

## EL TRIMESTRE ECONÓMICO

tipificación grande en la decisión. En Guatemala, por ejemplo, las variaciones en la paridad requieren acción del Congreso en virtud de una disposición constitucional, pero la entrada en vigor de un sistema de tipos múltiples, contemplado como medida de emergencia dentro de la actual ley monetaria, requiere sólo un decreto del ejecutivo y la opinión favorable del banco central. En Chile, por otra parte, la introducción de un nuevo tipo requiere un decreto del gobierno. El mismo procedimiento es necesario para efectuar cambios en las listas de mercaderías a las cuales se aplican tales tipos o en los porcentajes de los retornos de ciertas exportaciones que se negocian a diferentes tipos. En Colombia, por otro lado, el banco central tiene autoridad para alterar el tipo de cambio, pero no para modificar la paridad. Además, el tipo especial actual (menos devaluado) para las exportaciones de café se modifica (devalúa) cada mes en una cantidad fija de manera que en un período dado alcance el nivel del tipo que se aplica a todas las demás transacciones. Un programa definido ha sido trazado con este objeto por el banco central en consulta con el Fondo Monetario Internacional.

A veces, las modificaciones de los tipos de exportación no se efectúan directamente sino por medio de la imposición de impuestos y sobrecargos. La ley monetaria del Paraguay, por ejemplo, deja en las manos del banco central la fijación de gravámenes sobre las exportaciones, principalmente con el objeto de controlar el efecto expansivo interno de un posible aumento en los precios internacionales. Los ingresos de tales impuestos debían usarse originalmente con fines de estabilización monetaria interna —en primer término, retiro de la deuda del gobierno al banco central—, pero los cambios sucesivos en la ley los han convertido en una nueva fuente de ingresos que se destinan a otros propósitos. En la fijación de estos gravámenes, lo mismo que en el establecimiento de valores mínimos para la entrega de los ingresos de las distintas exportaciones, las autoridades han considerado a veces factores distintos de los puramente monetarios o cambiarios. En la práctica, la fijación de gravá-

## BANCOS CENTRALES Y MERCADOS DE CAMBIO

menes y de aforos por el Banco Central significa dejar en manos de éste la determinación de los tipos efectivos de exportación.

Venezuela es otro caso similar. Las exportaciones de café y de cacao tienen tipos más favorables cuando los precios internacionales caen por debajo de un cierto nivel, y el banco central está autorizado para acordar tales ventajas incrementando los porcentajes de divisas que deben retornarse al tipo más favorable, de acuerdo con una escala.

En contraste con la gran flexibilidad del sistema paraguayo, Chile presenta el ejemplo de ciertos tipos bajos de exportación (sobreevaluados) que se mantienen en forma casi rígida en razón del fin impositivo que sirven. Las autoridades monetarias no tienen libertad para seguir una política de unificación gradual de los tipos de exportación, en tanto que los ingresos que se obtienen de la compra de divisas a tipos bajos y de su venta a tipos más altos constituyan una fuente muy importante de ingresos del gobierno.

El uso en forma discriminatoria del sistema de licencias también permite a los bancos centrales influir sobre la cantidad —y principalmente sobre la composición— del ingreso total de divisas. Igualess propósitos se persiguen a veces mediante convenios bilaterales de pagos, cuyo uso se ha expandido en los países de la América Latina. Sin embargo, la falta de convenios obliga a veces a discriminar más aún para evitar la acumulación de saldos inconvertibles y a especificar las divisas en las cuales ciertas exportaciones deben pagarse. Los exportadores no están en libertad de elegir los mercados de exportación de acuerdo con los precios o las monedas en que recibirán su pago, o de arreglar sus propias facilidades de crédito. La política de licencias de exportación tiene que coordinarse con las exigencias de la política cambiaria y con los convenios de pago del país.

Por decisión administrativa, las autoridades monetarias también pueden modificar algunas de las condiciones que determinan el influjo de capital extranjero, otorgando ciertas seguridades sobre las futuras remesas de dividendos y sobre los retiros futuros de las in-

## EL TRIMESTRE ECONÓMICO

versiones originales. El establecimiento de un registro de capitales extranjeros permite a las autoridades controlar más efectivamente las nuevas inversiones. Los capitales cuya inscripción ha sido rechazada o las transferencias de utilidades en exceso de ciertos límites puede efectuarse legalmente a través de mercados libres con tipos fluctuantes donde también pueden negociarse legalmente el total o parte de otros rubros invisibles, lo cual añade ventajas al sistema.

Los mercados fluctuantes para algunos invisibles y para el capital no registrado, como en Paraguay, y los mercados de "compensaciones" para ciertas exportaciones e importaciones menores, como en Ecuador, son intentos de dejar librada a las fuerzas del mercado la determinación de la oferta de cambio que el país está dispuesto a aceptar en tales mercados. Los bancos centrales pueden ejercer una *intervención reguladora directa* comprando o vendiendo a fin de suavizar las fluctuaciones diarias o de corto plazo. Además, pueden alterar la lista de los conceptos cuya negociación se permite en tales mercados, con lo cual ejercen un control *cualitativo indirecto*. Por otra parte, el aislamiento en un mercado libre y fluctuante de ciertos renglones muy variables de la oferta y demanda de divisas —tales como los movimientos especulativos de capital a corto plazo— puede facilitar grandemente el control del medio circulante por el banco central. Si el banco central y los bancos autorizados no actúan como compradores en ese mercado, hay menos peligro de que un influjo repentino de capital a corto plazo expanda considerablemente el circulante y provoque un aumento de la demanda de divisas en el sector "oficial" del mercado. Por otro lado, la no intervención en el mercado libre evita incorporar a las reservas del banco central las divisas resultantes de influjos especulativos con lo que se evita la tentación de usarlas para pagos de importaciones liberalizando las restricciones del mercado oficial. Si las divisas se gastasen, el reflujo posterior de los fondos especulativos por el mercado libre haría necesaria la intervención del banco central para evitar una depreciación repentina en el mercado libre que podría tener efectos psicológicos poco

## BANCOS CENTRALES Y MERCADOS DE CAMBIO

deseables. Tal intervención podría costarle al Banco Central buena parte de sus reservas “oficiales”.

Lo anterior es un ejemplo de la acción que los bancos centrales pueden ejercer para controlar simultáneamente *el ingreso de divisas al fondo común* y la *oferta* de divisas en *el mercado*. El caso de Perú es, a este respecto, muy ilustrativo. Las exportaciones e importaciones se negocian a través de un mercado de “certificados” donde los tipos fluctúan y donde el Banco Central ha intervenido en meses recientes manteniendo el tipo de cambio bastante estable. La mayoría de los invisibles y ciertos movimientos de capital se negocian a través de un mercado libre fluctuante, donde el Banco Central no ha intervenido por lo menos recientemente. El Banco Central puede modificar el porcentaje de los ingresos de exportación que habrá de negociarse en el mercado de certificados y en el mercado libre a fin de regular la acumulación de reservas y la expansión del circulante. Entre noviembre de 1949 y marzo de 1951 el por ciento fué 100% para los ingresos en dólares, pero cuando la oferta aumentó al punto de presionar fuertemente hacia una valorización del sol, el por ciento fué reducido primero a 75% y luego a 50%. La composición de la oferta se controla emitiendo certificados sólo en dólares, francos franceses, libras y pesos argentinos y también variando los porcentajes de entrega de las distintas divisas. El por ciento para la entrega de libras y pesos argentinos es sólo de 10%. Además, en ambos mercados los tipos cruzados no se han mantenido para algunas divisas. La libra, por ejemplo, se ha cotizado bajo la par en ambos mercados. De esta manera, como también por medio de compras y ventas directas en el mercado de certificados, las reservas oficiales del Banco Central han tendido a guardar una composición adecuada y se han usado principalmente para compensar movimientos en el sector del mercado en el cual se negocian los rubros más estables y más esenciales del balance de pagos. Otros conceptos de menor importancia han sido dejados fuera del control directo del Banco Central y se regulan solamente por el tipo



## EL TRIMESTRE ECONÓMICO

de cambio que resulta en el mercado libre. Conviene aclarar que la estructura actual del mercado peruano es el resultado de la experiencia adquirida por el país. Las medidas adoptadas a partir de 1949 fueron acompañadas de una política crediticia de estabilidad, y fueron completadas con el gradual levantamiento de las restricciones a las importaciones.

### *7. El control sobre la demanda de divisas*

Por la misma naturaleza de sus funciones lo mismo que por el carácter de los rubros que constituyen la demanda de divisas, los bancos centrales pueden actuar más efectivamente sobre ésta que sobre la oferta. La demanda de divisas mantiene una relación estrecha con el nivel de los ingresos monetarios y con el tipo de cambio. Los bancos centrales, en distinta medida, pueden actuar sobre ambos y tal actuación puede conducir a hacer menos necesaria la intervención restrictiva directa en el mercado de divisas. La coordinación de la política monetaria interna con la política comercial y cambiaria del país es un requisito básico para asegurar la eficacia del control sobre la demanda de divisas.

Las situaciones tan anormales que prevalecieron en la mayoría de los países después de la guerra hicieron difícil para los bancos centrales llevar a cabo políticas deflacionarias en el grado necesario para reducir la demanda total de divisas a los límites de la oferta. En tales circunstancias, los instrumentos de control crediticio cuantitativo no fueron siempre eficaces. Para reducir el impacto de las condiciones inflacionarias internas sobre el balance de pagos fue necesario intensificar el uso de controles selectivos sobre los créditos. Se trató por varios medios de esterilizar, aunque fuese temporalmente, parte de los ingresos de los importadores. Se impusieron restricciones a los créditos para pagar importaciones; se exigieron mayores garantías para la apertura de cartas de crédito; se requirió depósitos anticipados del total o parte del equivalente en moneda

## BANCOS CENTRALES Y MERCADOS DE CAMBIO

local de los pagos al exterior. La efectividad de estas medidas no pudo, sin embargo, ser muy grande dado el ambiente de inflación. En tanto que el medio circulante continuaba siendo inflado, tales medidas fueron simples panaceas cuyos efectos tuvieron corta duración. En tales circunstancias, el siguiente paso es, inevitablemente, la restricción cuantitativa directa de la demanda de pagos y de importaciones a través de un sistema de permisos y licencias.

En cuanto a posibles modificaciones en el tipo de paridad, esta medida no puede ser usada siempre por un banco central. El uso transitorio de tipos múltiples puede ser a veces más ventajoso, especialmente si sólo se eleva el tipo de importación dejando estable el de exportación y si se sigue una política apropiada de esterilización de los ingresos que resultan. Sin embargo, estos expedientes no producen siempre el efecto monetario deseado. A veces los gobiernos emplean los ingresos resultantes como parte de sus entradas ordinarias, anulando de esta manera el impacto deflacionario resultante de su esterilización, o bien su uso se prolonga más allá del tiempo necesario para corregir el desajuste original, aplazando indebidamente el necesario cambio en la paridad y otras medidas más hondas y fundamentales.

En los últimos años, Ecuador ha usado intensamente tipos múltiples y ha aplicado a veces medidas de “esterilización” para controlar la demanda de importaciones. Muy raramente ha usado restricciones cuantitativas y en la actualidad la única restricción de esta clase es una lista de importaciones prohibidas. Los tipos múltiples de importación resultan de la imposición de sobrecargos sobre ciertos pagos que se canalizan a través del mercado oficial, donde rige el tipo de paridad, mientras que los pagos menos esenciales se realizan a través de los mercados de “compensación” y “libre” a tipos fluctuantes más devaluados. Los sobrecargos están fijados por ley y el producto de los mismos, que originariamente se destinaba a fines de estabilización monetaria, ahora va en primer término a incrementar las entradas del gobierno. El Banco Central administra el

## EL TRIMESTRE ECONÓMICO

sistema de licencias y puede exigir el depósito previo del total o parte de los sobrecargos. Además, exige el depósito previo del valor total de las divisas en el caso de importaciones que deben pagarse con cambio de los mercados “libres” o “de compensación”. Los cambios en las listas de importaciones deben hacerse sólo por el gobierno a requerimiento del Banco Central.

### *8. Funciones administrativas de los bancos centrales*

Muchos países no han podido liberarse aún de las restricciones cuantitativas, aun cuando las han suavizado. Algunos que todavía retienen sistemas de licencias con propósitos restrictivos han encontrado conveniente delegar en los bancos centrales la administración de los mismos en lo que se relaciona con el funcionamiento y la administración del sistema de control de cambios propiamente dicho. De esta manera algunos bancos centrales han tomado de hecho a su cargo funciones que ordinariamente se realizarían por otra dependencia oficial. En otros casos los bancos centrales no realizan estas funciones directamente pero colaboran tan activamente con las dependencias interesadas que, en realidad, ejercen un apreciable grado de control sobre tales funciones.

El grado de intervención de los bancos centrales en la administración de los sistemas de licencias varía de país en país. En Colombia, por ejemplo, antes de la reforma de 1951, el otorgamiento de permisos de importación y exportación y el establecimiento de cuotas de importación (cuando éstas existían) estaba confiado a la Oficina de Control de Cambios, que era una dependencia gubernamental que funcionaba fuera del banco central. Un representante del banco central participaba en la dirección de la Oficina junto con otros miembros designados por el Gobierno. La Oficina otorgaba licencias de importación y también las licencias de cambio correspondientes a las licencias de importación previamente autorizadas. Sin embargo, a pesar de que los permisos de importación y de cam-

## BANCOS CENTRALES Y MERCADOS DE CAMBIO

bios habían sido emitidos por la Oficina, el banco central sujetaba a su propio control directo el suministro de divisas a los bancos autorizados, con lo cual se limitaba o restringía la liquidación de las licencias de cambios previamente acordadas. Esta falta de coordinación entre la emisión de licencias y la cobertura de las mismas dió lugar a la formación de una masa importante de licencias impagadas. Desde marzo de 1951, la Oficina de Registro de Cambios es un departamento del banco central, lo cual facilitará la coordinación entre el otorgamiento de licencias de cambio y la entrega real de las divisas. En realidad, en los últimos meses no ha habido atrasos en la entrega de divisas, lo cual debe atribuirse en gran parte a la casi completa eliminación de las restricciones a la importación (sólo hay una corta lista de importaciones prohibidas), lo mismo que al mejoramiento del balance de pagos y de la posición de reservas del país.

La legislación chilena sobre control de cambios confía al Consejo Nacional de Comercio Exterior la función de otorgar licencias de importación, exportación y otro pagos. El Consejo se compone de un representante del Banco Central y de representantes de otras oficinas del Gobierno y tiene a su cargo específicamente la preparación de un presupuesto anual de divisas donde, en realidad, queda fijada la política cambiaria del país para el año correspondiente. El presupuesto contiene una estimación del ingreso de divisas que se espera por concepto de exportaciones, influjo de capital privado, préstamos oficiales y otros invisibles. En cuanto a la demanda, a cada renglón de importación se le asigna una cuota global en término de divisas. Un procedimiento similar se sigue con respecto a los servicios del Gobierno y otros pagos. El presupuesto indica los pagos que deben negociarse por el "mercado oficial" a los distintos tipos de cambio, pero no abarca la oferta y demanda de divisas en el "mercado libre fluctuante" que existe legalmente fuera del sistema bancario y donde los pagos residuales que no sean por importaciones o por ciertos servicios son permitidos libremente. El

## EL TRIMESTRE ECONÓMICO

presupuesto se expresa en dólares pero especifica cantidades separadas para cada renglón en dólares y en otras monedas.

En Paraguay, el sistema de licencias y el control del mercado cambiario están bajo la sola autoridad del Banco Central. El Departamento de Cambios del Banco otorga licencias de exportación y de importación y cada licencia es en realidad un contrato de cambio que obliga al Banco o a sus agentes a comprar o vender las divisas correspondientes a los tipos correspondientes. Las autoridades aduaneras no pueden despachar importaciones o exportaciones sin el permiso o contrato correspondiente aprobado por el Banco Central. Los bancos no pueden comprar y vender cambio oficial sino a los portadores de contratos emitidos por el Banco. Recientemente el Banco Central ha establecido la práctica de calcular un presupuesto anual de divisas como una guía para la fijación de cuotas de importación y para el otorgamiento de permisos a través del mercado oficial. En esta tarea también colaboran otras dependencias gubernamentales y la aprobación final del mismo está a cargo del Consejo Nacional de Coordinación Económica.

### *III. Tendencias actuales: mayor apoyo de una política de equilibrio monetario interno*

#### *9. El uso combinado de tipos múltiples y de restricciones cuantitativas*

Durante los últimos veinte años la mayoría de los países latinoamericanos que han experimentado dificultades en sus balances de pago han recurrido al uso de tipos de cambio múltiples. A veces, los han usado en combinación con ciertas restricciones cuantitativas tales como cuotas de importación, prohibiciones de importación, listas de espera o rechazo arbitrario de permisos para ciertos tipos de pagos. En muy pocos casos ambos instrumentos se han usado solos, es decir, el uno sin el apoyo del otro. México es uno de los pocos casos en que se impusieron restricciones cuantitativas a las importaciones mien-

## BANCOS CENTRALES Y MERCADOS DE CAMBIO

tras se mantenía un tipo de cambio unitario. Sin embargo, los impuestos de exportación que se aplicaron tuvieron en algún momento efectos similares a los tipos múltiples.

El uso combinado de restricciones cuantitativas y tipos múltiples ha sido corriente en países con fuertes presiones inflacionarias internas y escasas reservas. En tales condiciones la presión de la demanda de importaciones es tan fuerte que sería necesario una devaluación muy grande para alcanzar un equilibrio, lo cual haría subir enormemente el precio de las importaciones esenciales y sería ineficaz como medio de disminuir la demanda de importaciones no esenciales. Además, haría crecer indebidamente los ingresos de los exportadores creando de esta manera nuevas presiones inflacionarias. De ahí que se prefiera mantener un margen entre los tipos de importación y los de exportación. Por otra parte, la redistribución de ingresos producida por la inflación altera la estructura de la demanda de importaciones. Como un remedio parcial se acuerdan tipos preferenciales y cuotas amplias para las importaciones esenciales mientras que se dan tipos más devaluados y cuotas más restringidas para las importaciones menos esenciales. A veces, las importaciones de artículos de lujo se prohíben totalmente. Esta era la situación en que se encontraron la mayoría de los países latinoamericanos desde 1947 hasta mediados de 1950. Durante la baja de 1949 y hasta mediados de 1950, cuando los precios de exportación declinaron, se usaron tipos más devaluados como un medio de estimular exportaciones secundarias o "marginales". Tales tipos también se aplicaron, aun en mayor grado que antes, con objeto de impedir importaciones no esenciales. Las listas de importaciones prohibidas también se ampliaron. Pero aún estas medidas no evitaron que el bajo nivel de las reservas obligara a una intensificación de las demás restricciones cuantitativas.

Las restricciones cuantitativas también se usaron como un medio de discriminar, en algunos casos contra monedas débiles y en

## EL TRIMESTRE ECONÓMICO

otros contra monedas fuertes. Sin embargo, el uso creciente de convenios de pago con países de monedas débiles y la reducción de los saldos en esterlina que se habían acumulado durante la guerra hicieron que este factor perdiera un tanto su importancia como determinante de la imposición de restricciones cuantitativas. Actualmente, las transacciones con países de monedas débiles se conducen en su mayoría a través de convenios de pago y la "prescripción" de las divisas se puede efectuar a través del sistema de licencias sin que sea para ello necesario imponer restricciones cuantitativas. Sin embargo, cuando se discrimina en razón de una escasez de divisas fuertes, las restricciones cuantitativas son casi imprescindibles.

### 10. *Mayor apoyo en las políticas monetarias internas*

En los últimos años y especialmente desde el comienzo de la guerra de Corea, se ha notado una tendencia hacia el abandono gradual de las restricciones cuantitativas y hacia la simplificación de las estructuras de tipos múltiples. La experiencia de algunos países que han seguido ese camino, lo mismo que la de otros que no lo han hecho, sugiere que las condiciones bajo las cuales las restricciones cuantitativas pueden eliminarse o reducirse y los tipos múltiples unificarse no siempre están dadas por el solo mejoramiento general del balance de pagos, por el aumento de las reservas y por los ajustes posibles en el tipo de cambio. La estabilidad monetaria interna y la posibilidad de usar substitutos efectivos de las restricciones cambiarias son igualmente importantes para lograr los objetivos que se desea. Parece que existiera un cierto orden de precedencia, una secuencia lógica en las medidas que deben tomarse gradualmente, y que éstas, sin embargo, varían mucho de un país a otro. Un punto, sin embargo, aparece muy claro en todos los casos: la eliminación simultánea de las restricciones cuantitativas y de los tipos múltiples de cambio es generalmente muy difícil.

En un plan de eliminación de restricciones, el primer paso pa-

## BANCOS CENTRALES Y MERCADOS DE CAMBIO

rece ser la decisión sobre la estructura de importaciones que se desea alcanzar, teniendo en cuenta tanto las aspiraciones de protección de la industria local como las exigencias de la política de desarrollo económico que el país desee seguir. Esto puede hacerse más convenientemente después que se haya obtenido un cierto grado de estabilidad monetaria interna y que la nueva estructura de distribución de los ingresos provocada por la inflación se encuentre más o menos cristalizada, o bien sujeta a los efectos de un plan preconcebido de desarrollo económico. La reducción de los déficit del presupuesto, ciertas reformas fiscales y la aplicación de políticas de crédito estabilizadoras por los bancos centrales han precedido a la eliminación de las restricciones cuantitativas en Ecuador, Perú y Colombia. Estas medidas se tomaron casi simultáneamente con ciertos cambios importantes en la estructura del arancel aduanero, en la política de subsidios internos y a la exportación y en la política impositiva. Por otro lado, el balance de pagos y la posición de las reservas también mejoró, principalmente como resultado de incrementos en los ingresos provenientes de las exportaciones.

En tales condiciones, la eliminación gradual de las principales restricciones cuantitativas sobre la demanda de importaciones no constituye un gran riesgo. Al principio quizás sea necesario mantener una corta lista de importaciones prohibidas, pero más tarde se podría también eliminar, como sucedió en Perú. El equilibrio relativo alcanzado anteriormente no tiene por qué alterarse significativamente si el costo de las importaciones no cambia o si el volumen de la demanda interna no está siendo permanentemente deformado por una inflación continuada. Si hay un plan de desarrollo económico en proceso de ejecución que requiere el uso extraordinario de divisas o una cierta expansión crediticia, sus efectos deben tomarse muy en cuenta en el plan de levantamiento gradual de las restricciones. Es concebible que, a medida que el plan de desarrollo económico progrese, sean precisos ciertos ajustes menores en la estructura de los tipos de cambio o en el plan de levantamiento de restricciones,



## EL TRIMESTRE ECONÓMICO

a fin de preservar el equilibrio. Si hay un vigoroso plan de fomento en ejecución, una política restrictiva del crédito podrá no ser suficiente por sí sola, a la larga, para mantener permanentemente la demanda de importaciones al nivel apropiado o para mantener el tipo de cambio a un nivel realista.

Ecuador, Perú y Colombia han alcanzado ya la etapa en que las restricciones cuantitativas han sido eliminadas y en que la estructura de tipos múltiples se ha fijado a un nivel realista. Todavía les queda por delante la tarea de sanear completamente sus estructuras de tipos múltiples. Pero este es el segundo paso; la segunda etapa, la cual presenta otro tipo de dificultades. En algunos casos los tipos múltiples son una condición importante para el éxito de los planes de estabilización monetaria interna que constituye la base de la primera etapa. En otros casos la eliminación de los tipos múltiples depende principalmente de la posibilidad de tomar ciertas medidas sustitutivas o compensatorias en otros campos no monetarios. Así, la estabilidad monetaria interna que hizo posible en Ecuador eliminar el sistema de cuotas para las importaciones se logró en un grado considerable mediante el impacto deflacionario de los sobrecargos cambiarios. Los tipos múltiples fueron el elemento básico de la política anti-inflacionaria requerida por la eliminación de las cuotas de importación. Desde la introducción del plan en 1948, Ecuador ha detenido con éxito las presiones inflacionarias internas excesivas. Sus reservas son ahora moderadas y el tipo de cambio promedio efectivo para las importaciones, que ha sido y es más devaluado que el correspondiente a las exportaciones, permite mantener el equilibrio en el balance de pagos en las condiciones actuales. La eliminación del sistema de tipos múltiples efectivos parece depender de la posibilidad de devaluar aún más o de substituir los recargos por otros impuestos no cambiarios o de incorporarlos en el arancel. Queda también el problema de encontrar substitutos para los ingresos del gobierno y de mantener la protección que el sistema actual da a ciertos productos locales. El problema es más bien institucional

## BANCOS CENTRALES Y MERCADOS DE CAMBIO

que monetario. Sin embargo, la adopción de cualquiera de las tres alternativas antes mencionadas impediría en lo sucesivo cambiar los tipos de cambio efectivos (o los impuestos) por medio de simples traslados entre las distintas listas de importación. Pero en las condiciones actuales ésta no es principalmente una consideración de orden monetario. Por el contrario, es discutible si tales cambios en las listas de importación son deseables como un medio de alterar el grado de protección a la producción local. Desde el punto de vista monetario, esas medidas son menos efectivas para controlar la demanda de importaciones que el establecimiento de depósitos previos o el pago anticipado de los derechos de importación o de los impuestos, lo cual podría fácilmente hacerse por el Banco Central aún después de que los sobrecargos se hayan eliminado.

En Colombia la eliminación de las restricciones cuantitativas se efectuó simultáneamente con una significativa devaluación *de facto*, y fué precedida por un ajuste de los derechos aduaneros que eliminó una cantidad de tipos múltiples. El sistema actual de tipos múltiples no tiene ningún efecto restrictivo artificial de importancia; el único tipo múltiple significativo es el tipo menos devaluado para las exportaciones de café, el cual no se unifica de inmediato para evitar una expansión de los ingresos de los productores y para evitar al Gobierno un mayor costo en sus pagos al exterior. Sin embargo, aún después de que el tipo de exportación de café se haya fusionado con el tipo general de exportación, según el plan de ajustes mensuales, será necesaria la abolición de ciertos impuestos para poder llegar a una unificación completa del sistema de tipos múltiples.

En el Perú los tipos múltiples que resultan del sistema de doble mercado se han mantenido principalmente debido al bajo nivel de las reservas. Se requerirían existencias más amplias de divisas y una posición más firme del balance de pagos para que las autoridades cambiarias pudiesen canalizar hacia el mercado de "certificados" toda la demanda que actualmente se canaliza hacia el mercado libre. Mientras tanto, la estructura de tipos múltiples ha sido liberada de

## EL TRIMESTRE ECONÓMICO

todo impuesto y subsidio y las autoridades monetarias están haciendo cada vez mayor uso de medidas de política monetaria interna para mantener el tipo de cambio lo más cercano posible a su verdadero nivel de equilibrio.

Lo anterior es una serie de ejemplos del tipo de problemas con los cuales los países deben enfrentarse cuando consideren la eliminación de las restricciones cuantitativas y el abandono de los tipos de cambio múltiples. En todos los casos, el requisito fundamental es una política sana en el mercado monetario interno por parte del banco central, especialmente en las circunstancias actuales en que los balances de pagos se acercan a un cierto equilibrio y las reservas son relativamente adecuadas. La inconvertibilidad de algunas de las monedas principales es todavía un problema importante pero no tan grave como hace tres años. La tendencia actual de la intervención del banco central en el control de los mercados de divisas parece ser —no solamente en América Latina sino que también en otros países— hacia poner mayor énfasis en la acción de los bancos centrales para controlar la inflación del crédito y de los gobiernos de llevar a cabo políticas fiscales coordinadas de desarrollo y de inversiones.

Los bancos centrales han usado los sistemas de control de cambios con distintos resultados. Algunos como un medio de implementar con éxito medidas monetarias sanas que de otra manera no habrían sido posibles; otros, en cambio, han tendido a descansar demasiado en una política de control cambiario directo en vez de medidas monetarias más sanas. Los efectos proteccionistas de las restricciones cuantitativas y de los tipos múltiples se han usado en algunos países para perseguir objetivos de largo plazo muy deseables. En otros, en cambio, han servido principalmente como un expediente para acordar subsidios o dar protección sin tener mayormente en cuenta tales objetivos. Los intereses fiscales y privados han adquirido un peso considerable. De esta manera los bancos centrales han encontrado cada vez más difícil considerar la eliminación o reten-

## BANCOS CENTRALES Y MERCADOS DE CAMBIO

ción de restricciones y controles sobre bases puramente monetarias. Por ello no debe extrañar que algunas restricciones cambiarias hayan tendido a perpetuarse y a ser usadas con fines distintos de aquellos para los cuales se establecieron originalmente y que algunas legislaciones monetarias y bancarias hayan adoptado en forma permanente algunos instrumentos que al comienzo se impusieron por razones de emergencia.

Los bancos centrales pueden usar su política de intervención en el mercado de divisas para reforzar efectivamente sus propias políticas monetarias internas. El control directo sobre la oferta y la demanda de divisas no tiene por qué ser un impedimento para la aplicación de ciertas medidas de sana política monetaria y bancaria. Sin embargo, pese a ello, muy a menudo los instrumentos de control de cambios tienden a suplantar a la sana política monetaria interna. Así pues, en lugar de estar la política monetaria interna subordinada a factores externos, como cuando existía el patrón de oro, parece que se ha llegado al extremo opuesto, es decir, al aislamiento del mercado monetario interno de los movimientos del balance de pagos, lo cual permite proseguir una política monetaria interna más independiente pero que no siempre conduce al restablecimiento y mantenimiento de la estabilidad y libertad cambiarias.

Ciertas restricciones cambiarias, especialmente aquellas que son comunes en la América Latina, se prestan para reforzar políticas monetarias sanas. Los tipos de cambio múltiples de exportación, por ejemplo (establecidos directamente o, indirectamente, a través de impuestos), pueden emplearse con mayor éxito que otros arbitrios para esterilizar parte del producto de las exportaciones y reducir, de esta manera, la presión inflacionaria. El licenciamiento de ciertos pagos al exterior puede reducir la necesidad de medidas deflacionarias de carácter general ante una situación de reservas escasas. Los tipos cambiarios múltiples de importación pueden ser más efectivos que un aumento de la tasa de interés y ciertamente menos penosos que una restricción de créditos muy drástica y generalizada cuando

## EL TRIMESTRE ECONÓMICO

se trate de contener fuertes presiones inflacionarias sobre el balance de pagos. Por otra parte, si sólo se devalúa el tipo de importación, se eliminan los efectos inflacionarios de una devaluación del tipo de exportación. La obligatoriedad de constituir depósitos previos para ciertas importaciones es a veces eficaz para reducir la demanda de importaciones. Un mercado libre fluctuante para ciertos invisibles y para ciertas transacciones de capital puede simplificar considerablemente la administración del control de cambios y asegurar cierta estabilidad en los demás rubros del balance de pagos. Pero si bien las restricciones cambiarias pueden ser convenientemente administradas y ventajosamente utilizadas por los bancos centrales para reformar su política crediticia interna, a la larga no pueden considerarse como substitutos permanentes de una política monetaria sana, que haga posible mantener un tipo de cambio de equilibrio entre los precios internos e internacionales sin el apoyo de restricciones.

Quizás fuera apropiado que los bancos centrales se abocaran a un nuevo examen serio de los objetivos y propósitos, lo mismo que de los efectos, de sus políticas de control de cambios. La re-evaluación de las ventajas y desventajas de las políticas cambiarias no es, por cierto, responsabilidad exclusiva de los bancos centrales; pues éstos sólo tienen, en fin de cuentas, una participación limitada en la determinación de las mismas, por cuanto afectan la política económica general. Sin embargo, es parte de su responsabilidad directa el mantenimiento de un tipo de cambio sano y de una política de crédito interno adecuada y compatible con tal tipo. Por ello, les cabe interesarse, en primer término, en determinar el grado en que el mantenimiento de ciertas restricciones cambiarias por razones no monetarias contribuye al mejor cumplimiento de tales responsabilidades.