

BANCA CENTRAL NACIONAL Y ECONOMIA INTERNACIONAL

ROBERT TRIFFIN

Wáshington

EL desarrollo de políticas nacionalistas en un mundo de naciones cada vez más interdependientes es una de las paradojas de nuestra época. Se ha visto que la interdependencia tiene desventajas y ventajas; y sus desventajas han provocado en diversas ocasiones el resurgimiento de un nacionalismo extremo. Las naciones se han visto arrastradas a guerras en las que, en otros tiempos, jamás habrían intervenido, y han sufrido depresiones económicas originadas en lejanos países. El nacionalismo persiste, en parte, como un esfuerzo para mantener o reconstruir las fronteras nacionales que alguna vez protegieron a los países de los conflictos políticos y desajustes económicos de otras partes del mundo. Los numerosos casos en que las crisis internacionales se han agravado por las medidas nacionalistas de defensa impuestas por un país y por las represalias de otros, han tendido a oscurecer el verdadero y desafiante problema que es raíz de esas medidas. Nada puede ganarse negando o ignorando su existencia. En muchos casos, las medidas nacionalistas de defensa agravan las dificultades de otros países y llevan a represalias que intensifican aún más la crisis internacional. Sin embargo, debe reconocerse que el problema que tratan de resolver es real y exige solución.

Nuestro internacionalismo a menudo es miope a este respecto. Por ejemplo, en el campo monetario tendemos a estigmatizar el control de cambios o la devaluación, pero somos tardos en hacer otras sugerencias prácticas que corrijan o impidan la escasez de divisas que conduce a tales medidas de defensa. Esta es una de las razones de que en la práctica se haya progresado tan poco hacia la eliminación del control de cambios y las devaluaciones hechas con fines de

EL TRIMESTRE ECONOMICO

competencia, a pesar de que los economistas y estadistas en general reprueban tales medidas.

Se encuentra ahora en vías de realización efectiva un método nuevo y más prometedor de abordar el problema. El Fondo Monetario Internacional, de reciente creación, está destinado concretamente a promover la estabilidad monetaria internacional mediante la acción concertada de todos los países miembros. Las facultades legales del Fondo pueden agruparse en dos grandes categorías. En primer lugar, el mecanismo financiero del Fondo ayudará a los asociados a mantener tipos de cambio libres y estables al complementar sus recursos de oro y divisas extranjeras en caso de necesidad. Así, por lo menos una de las causas de inestabilidad monetaria será eliminada o se reducirá considerablemente. Hoy hay un escape a la depreciación monetaria o a las restricciones cambiarias unilaterales en período de escasez de cambios aguda, aunque transitoria. En segundo lugar, el Fondo puede ejercer diverso grado de influencia en las decisiones concretas de los países asociados. En algunos casos, el Fondo sólo tiene la facultad de hacer recomendaciones o el derecho a que se le consulte. En otros, tales como las modificaciones de la paridad o el establecimiento del control de cambios, la acción de los países miembros está subordinada a la autorización o aprobación del Fondo.

Sin embargo, la fuerza e influencia efectivas del Fondo pueden ser bastante mayores o menores que su autoridad legal. Aunque el Fondo no tiene derecho a imponer a un país determinada política monetaria o de crédito, puede tener una dirección e influencia moral que rebase el ámbito de simples recomendaciones oficiales y formales. Por otra parte, aun cuando el Fondo puede, en teoría, prohibir que un país devalúe su moneda o establezca el control de cambios, tal prohibición puede resultar inocua, aun contando con la mejor disposición de parte del país asociado, si se presenta una grave escasez de divisas. La devaluación monetaria y el control de cambios son a

BANCA CENTRAL

menudo el reflejo de perturbaciones más hondas en la posición internacional de un país y no pueden eliminarse mientras perduren las causas básicas de esas perturbaciones, aun cuando el país afectado abrigue las mejores intenciones.

El éxito o el fracaso definitivos del Fondo dependerá, en grado muy importante, de su capacidad para formular, en colaboración con los países asociados, normas adecuadas y realistas de política monetaria nacional, así como internacional. Esto exige una audaz revisión de los dogmas y conceptos tradicionales relacionados con la teoría del patrón oro. El mecanismo del patrón oro ortodoxo suponía la aceptación, más o menos pasiva, de ajustes monetarios automáticos impulsados por las fluctuaciones de la balanza de pagos de cada país. La Comisión Cunliffe confirmó este mismo punto de vista en la tercera década y desempeñó un papel importante en los estudios y recomendaciones de la Sociedad de Naciones en materia monetaria. Sin embargo, estuvo en contradicción directa con la creciente tendencia, tanto en la teoría como en la práctica, hacia la regulación nacional monetaria independiente.

Los acontecimientos de la cuarta década, la creciente influencia de la economía keynesiana y, por último, el efecto financiero de la segunda guerra mundial, destruyeron el marco institucional e ideológico del patrón oro automático. Las monedas del futuro serán monedas dirigidas. La única cuestión por resolver —y es, desde luego, fundamental— es el sentido en que actuará la regulación y la medida en que los objetivos nacionales puedan reconciliarse con el equilibrio internacional. Todo intento de imponer soluciones rígidas basadas en las doctrinas del patrón oro ortodoxo sería aún más vano en la postguerra que en el período de interguerra.

Este trabajo tiene por objeto examinar brevemente la interacción entre la evolución de las prácticas nacionales de banca central y la del patrón oro internacional, plantear algunos problemas respecto al funcionamiento real del patrón oro en la preguerra y, por

EL TRIMESTRE ECONOMICO

último, esbozar algunas sugerencias respecto al problema de la estabilización monetaria internacional.

LA BANCA CENTRAL Y EL PATRÓN ORO

El problema central estudiado en este trabajo es la reconciliación de las políticas monetarias internas con los requisitos previos necesarios al equilibrio internacional. En su forma más pura, el patrón oro solucionaba automáticamente el problema eliminando uno de sus componentes: el volumen de dinero nacional quedaba fuera del control de las autoridades nacionales y estaba determinado de modo automático por las fuerzas de mercado internacionales. La circulación monetaria estaba compuesta de oro y moneda subsidiaria, expandiéndose o contrayéndose, no como resultado de una política monetaria consciente, sino de acuerdo con las fluctuaciones netas de la balanza internacional de pagos. Una balanza de pagos favorable traía oro al país y expandía el medio circulante. Una balanza desfavorable producía el efecto opuesto.

Se estimaba que esos movimientos se corregían de modo automático a través de su influencia sobre los niveles de precios y costos nacionales y sobre las tasas de interés. Si se perturbaba el equilibrio internacional, éste se restauraba por los efectos de la consiguiente contracción o expansión interna sobre los niveles relativos de costos y tasas de interés en el país y en el exterior, y por los desplazamientos resultantes en el comercio y en los movimientos de capital. La contracción monetaria automática producida por la salida de oro elevaba las tasas de interés y atraía capital del exterior. Al mismo tiempo ejercía una presión a la baja sobre los precios y costos internos, estimulando así las exportaciones y desalentando las importaciones. Ambos movimientos —de capital y de comercio— tendían a corregir el déficit de la balanza de pagos que los originó.¹ Un razo-

¹ Las teorías modernas del comercio internacional y de los movimientos de capital añaden otros dos importantes elementos a este análisis. Uno es la

BANCA CENTRAL

namiento similar demostraría que un superávit en la balanza de pagos también sería autocorrectivo. Las importaciones de oro aumentarían la circulación monetaria, reducirían las tasas de interés, elevarían los precios y los costos y estimularían las exportaciones de capital y las importaciones de mercancías, a la vez que desalentarían las exportaciones, hasta que los pagos e ingresos del exterior se equilibraran de nuevo.

Sin embargo, este tipo de análisis se basa en una forma de patrón oro especialmente rígida, en la que de hecho, no existe soberanía monetaria nacional. El único medio circulante es el oro mismo, es decir, un patrón internacional impermeable a la manipulación o regulación nacional. En la práctica, el patrón oro jamás existió en una forma tan pura y genuina. El valor del modelo teórico examinado no reside en su realismo descriptivo, sino en que fué inspiración de gran parte del pensamiento académico y de las controversias legislativas del siglo xix, y aun del xx, acerca del mecanismo monetario nacional e internacional.

El desarrollo de otros medios de pago de carácter nacional modificó profundamente el funcionamiento del patrón oro, liberando la oferta monetaria interna de su rígida dependencia de las fluctuaciones de la balanza de pagos. A este respecto, se presta generalmente poca atención a la antinomia latente entre las prácticas de la banca central y el patrón oro clásico. Sin embargo, el mecanismo monetario automático del patrón oro puro no permitiría, evidentemente, lo que en la actualidad se concibe como una de las funciones esenciales de la banca central, es decir, la regulación monetaria por las autoridades de la institución central. Esto puede explicarse de otra parte por la falta de adaptación de nuestro lenguaje, que refleja y tiende a perpetuar ideas pasadas de moda. Los cambios institucionales fundamentales quedan encubiertos por una terminología in-

elasticidad de la oferta y demanda de importaciones y exportaciones, el otro los efectos directos sobre el ingreso relacionados con el desequilibrio de la balanza de pagos.

EL TRIMESTRE ECONOMICO

alterable. Así como el patrón oro de la tercera década fué por completo distinto al de los primeros tiempos, los bancos centrales de hoy se parecen muy poco a los del siglo XIX.

De hecho la banca central original tuvo poco o nada que ver con la regulación monetaria, que, como ya indicamos, se abandonaba a la regulación automática del patrón oro puro. Las funciones de los bancos centrales eran tan sólo auxiliares y aun su facultad de emisión se ideó de manera de no interferir o suplantar el papel dominante que desempeñaba el oro en la oferta monetaria. El cambio de un automatismo monetario a una regulación monetaria fué lento y gradual. La evolución del Banco de Inglaterra es muy reveladora a este respecto.

La Ley Bancaria de 1844 tuvo como objetivo central la restauración de un patrón oro libre, regulado exclusivamente por las fluctuaciones de la balanza de pagos. Las variaciones en la emisión total de billetes del Banco de Inglaterra debían corresponder exactamente a los movimientos de las reservas de oro del Departamento de Emisión. Cualquier entrada o salida de oro debía producir un aumento o disminución correlativo en la cantidad de dinero, justamente como habría ocurrido si la circulación hubiera consistido exclusivamente en oro acuñado. Por consiguiente, el Departamento de Emisión del Banco de Inglaterra desempeñó un papel puramente pasivo y no ejerció la más ligera influencia en la cantidad de dinero en circulación.²

Las funciones de banca central que este sistema dejara al Banco de Inglaterra correspondían no al Departamento de Emisión, sino al Bancario. Sin embargo, no fué intención original de los autores de la ley dejar ninguna de esas funciones. En los años que siguieron inmediatamente a la Ley Bancaria se consideró al Departamento

² El único medio para alterar el efecto de las fuerzas del mercado consistía en modificar el monto de la emisión sin cobertura oro o "fiduciaria". Salvo en un caso breve (de poca importancia), no se efectuó semejante modificación antes de la Primera Guerra Mundial.

BANCA CENTRAL

Bancario simplemente como un banco comercial “que debía manejarse como cualquier otro banco privado”.³ Apenas de una manera gradual, y a iniciativa del gobierno más bien que del Banco mismo, fueron reconocidas y aceptadas claramente por las autoridades del Banco la posición y responsabilidad especial del Departamento Bancario. Sin embargo, tal responsabilidad no abarcó, ni siquiera entonces, el concepto amplio y moderno de la regulación monetaria, sino tan sólo la función de “prestamista de última instancia”. Más aún, ésta no entrañaba la facultad de emisión, pues, al menos en principio, las fluctuaciones en la emisión de billetes continuaron correspondiendo exactamente a las fluctuaciones en las existencias oro del Departamento de Emisión.

El Departamento Bancario, como “prestamista de última instancia”, debía aliviar la escasez transitoria de efectivo de los bancos comerciales mediante sus operaciones de crédito e inversión. Al actuar así, el Departamento intervenía en el proceso de reajuste comprendido en la teoría del patrón oro al compensar el efecto deflacionario de un déficit en la balanza de pagos, impidiendo su corrección final. La merma en las limitadas reservas de billetes del Departamento continuaba hasta su agotamiento e impedía la continuación de su auxilio al mercado, excepto en caso de que el límite de la emisión fiduciaria del Banco se aumentara o suspendiera.⁴ De este modo, las operaciones de “prestamista de última instancia” fueron concebidas como paliativo transitorio, para ser complemen-

³ “Evidence of the Governor and Deputy Governor of the Bank of England before the Secret Committee of the House of Commons on the Commercial Distress (7th. March 1848)”, en T. E. Gregory, *Select Statutes, Documents and Reports relating to British Banking, 1832-1928*, Londres, 1929, vol. II, p. 28.

⁴ En la primera crisis que siguió a la Ley Bancaria, éste se negó a sostener el mercado de manera total hasta que fuera autorizado por el gobierno para excederse en su emisión fiduciaria legal. Se concedieron autorizaciones semejantes, aunque no se usaron, en 1857, 1866 y 1914. En tiempos más recientes ha sido posible una mayor expansión bajo las Leyes Monetarias de 1928 y 1939.

EL TRIMESTRE ECONOMICO

tadas por otras medidas destinadas a lograr un reajuste fundamental análogo al que se habría efectuado automáticamente bajo el patrón oro puro.

El instrumento más importante que se empleó con este fin fué la manipulación de la tasa de redescuento. En épocas de crisis, se otorgaba crédito, pero a tasas mayores que llevaban a un aumento general del costo del capital y a la contracción del crédito. Como indicó la Comisión Cunliffe, esto originaría “un descenso general de los precios interiores que, al desalentar las importaciones y estimular las exportaciones, corregiría la balanza comercial desfavorable que era la causa principal del problema”.⁵ De esta manera, los bancos centrales podían realizar su misión de prestamistas de última instancia —es decir, proporcionar a las instituciones de crédito, en épocas de necesidad, los fondos líquidos necesarios para hacer frente a las dificultades transitorias y a los pánicos—, en tanto que continuaban transmitiendo a la economía las presiones exteriores auto-correctivas provenientes, bajo el sistema del patrón oro puro, del desequilibrio de la balanza de pagos. Podían expandir el crédito cuando la balanza era favorable y contraerlo, excepto cuando fuera necesario ayudar transitoriamente a los bancos, en tiempos de balanza desfavorable. El efecto general de esta política era similar a los resultados automáticos de la entrada o salida de oro en un patrón monetario exclusivamente metálico, por lo menos en lo que respecta a la dirección de los movimientos.

Sin embargo, la intensidad de las fluctuaciones podía ser mucho mayor, y su repercusión muy diferente, debido a la brecha que el sistema bancario abría entre el oro y la circulación monetaria total. Según el sistema de reserva de la banca comercial de reservas proporcionales, y dada la proporción bastante estable mantenida por los bancos ingleses entre efectivo y depósitos, la parte de la circulación monetaria constituida por los depósitos aumentaba o disminuía

⁵ “*First Interim Report of the Committee on Currency and Foreign Exchanges After the War*”, en T. E. Gregory, *op. cit.*, vol. II, p. 337.

BANCA CENTRAL

en varias veces el monto del aumento o disminución en las reservas de efectivo de los bancos. La expansión y la contracción bancarias afectaban también los saldos en efectivo de los individuos y de las empresas que, de acuerdo con el patrón oro, podían no haber sido afectadas, al menos directamente, por las fluctuaciones monetarias provenientes del desequilibrio de la balanza de pagos del país. Por último, el Banco de Inglaterra, debido a las reducidas reservas de oro que mantenía para defender la posición de su reserva, no sólo se veía obligado a permitir, sino a reforzar, mediante su política de crédito, la contracción monetaria resultante del retiro de sus billetes a cambio de oro. Como efecto neto de la superestructura bancaria erigida sobre el patrón oro, las fluctuaciones monetarias fueron de bastante mayor amplitud que la que habrían tenido en un patrón oro puro.

El abandono del mecanismo del patrón oro puro implícito en las operaciones de los bancos de depósito, fué llevado aún más allá por las decantadas "reglas del juego" de las que tanto hablaron en el tercer decenio del siglo los expertos de los bancos centrales y de la Sociedad de Naciones. "Siempre que ingresaba oro, se esperaba que el banco central aumentara la oferta monetaria nacional, no sólo por la compra del metal, sino también por la adquisición de otros activos nacionales. Cuando salía oro, se suponía que el banco central reducía también sus inversiones internas. De esta manera, se ampliaba la influencia de los movimientos del oro sobre la base interna de crédito, según el porcentaje de reserva del banco central. Por ejemplo, con una proporción de 33%, se suponía que todo aumento o disminución neta en las reservas de oro causaba una expansión o contracción tres veces mayor en la base total de crédito."⁶

Las "reglas del juego" se presentaban como equivalentes a las reglas del patrón oro mismo. Pero no hubo tal: sus efectos difirieron

⁶ *International Currency Experience*, Sociedad de Naciones, 1944, pp. 66-67.

EL TRIMESTRE ECONOMICO

de los considerados por la teoría. Mientras que en el patrón oro puro los desequilibrios de la balanza de pagos sólo provocaban una expansión o contracción de igual monto en la circulación monetaria, bajo las “reglas del juego” alentarían además una expansión o contracción secundaria varias veces mayor a la inicial. Se defendía esta expansión o contracción múltiple considerándola como un medio de acelerar los reajustes internacionales y conservar las reservas internacionales del país, pero sólo podía lograrse a costa de una inestabilidad nacional de mayor amplitud.⁷ No es extraño que las “reglas del juego” hallaran resistencia creciente y que en la política monetaria fuera más común su violación que su observancia.

El fracaso del patrón oro en el período transcurrido entre la primera y la segunda guerra mundial se ha atribuído, en parte, a este desgano o incapacidad de los bancos centrales para manejar el patrón oro de acuerdo con sus supuestas reglas.⁸ Sin embargo, debemos subrayar de nuevo que esas reglas no se acoplaban a la teoría del patrón oro puro y que su observancia habría obstaculizado, en vez de facilitar, el logro de los objetivos del mecanismo de ajuste internacional clásico. Así, la política monetaria de Estados Unidos en la tercera década se ha interpretado a menudo como de “esterilización” o de “neutralización” y ha sido criticada como contraria a las reglas del patrón oro. Sin embargo, el medio circulante total (los depósitos y la moneda fuera de los bancos) de hecho aumentó de junio de 1920 a diciembre de 1924 en 7,200 millones de dólares o sea unas 4.5 veces el aumento de las reservas de oro en el mismo período. En 1925-1929, el medio circulante aumentó otros 7,600 millones a pesar de haber *descendido* las reservas de oro. Por consiguiente, en todo el

⁷ Además, esta inestabilidad tuvo una repercusión muy diferente a la ocasionada por la contracción o expansión original, causada por los movimientos del oro, bajo el patrón oro puro. Afectó sobre todo a los usuarios de crédito bancario y a las actividades de inversión. Véase F. A. von Hayek, *Monetary Nationalism and International Stability*, Londres, 1937, pp. 25-32.

⁸ Véase especialmente Lionel Robbins, *The Great Depression*, Londres, 1934.

BANCA CENTRAL

período la circulación monetaria aumentó 14,800 millones, aumento que, bajo el patrón oro puro, habría sido inferior a 1,500 millones. Nurkse, en su estudio de las políticas de neutralización de Estados Unidos y otros países,⁹ demuestra su afirmación de que, contrariamente a las “reglas del juego”, “los activos nacionales e internacionales de los bancos centrales... se movían con mucha más frecuencia en la dirección *opuesta* que en la misma dirección”. Sin embargo, esto no significa que el efecto inicial de los movimientos oro fuera completamente eliminado o neutralizado, ni tampoco que su influencia en la circulación monetaria no se multiplicara varias veces por la expansión de los bancos comerciales. Por tanto, a pesar de la política de neutralización, el flujo de oro puede muy bien haber ejercido en el mercado de dinero una influencia tan grande como bajo los supuestos del patrón oro clásico.

Sin embargo, el acontecimiento más significativo del período fué la creciente importancia de los factores nacionales como determinantes últimos de la política monetaria. Mientras el flujo internacional de oro continuó estimulando la expansión o la contracción monetaria nacional, dejó de controlar el volumen de circulación monetaria. Otros factores de naturaleza exclusivamente nacional contribuyeron también a dar forma a los acontecimientos monetarios de una manera distinta al mecanismo del patrón oro clásico y a sus supuestas o más bien mal supuestas “reglas del juego”. Las facultades del banco central ya no se usaron para transmitir de modo automático a la economía nacional las presiones al alza o a la baja de los superávit o déficit de la balanza de pagos, independientemente de los objetivos de la política nacional. Por el contrario, la política de banca central llegó a definirse cada vez menos en relación con el estado de las reservas oro o con los requisitos del equilibrio internacional, y cada vez más en términos de estabilidad de los precios nacionales, fomento de la ocupación plena, etc. Esta tendencia

⁹ *International Currency Experience*, pp. 68-88 y 237-240.

EL TRIMESTRE ECONOMICO

aumentó considerablemente durante el cuarto decenio debido a la adopción generalizada de programas de recuperación nacional, basados en la expansión monetaria y crediticia interna y escudados en el control de cambios y en la devaluación monetaria. Así, la política acentuó —si bien no se incorporó al análisis teórico— la contradicción latente entre la regulación monetaria internacional automática, característica del patrón oro puro, y la evolución hacia una regulación monetaria autónoma y discrecional por parte del banco central.

Ahora el péndulo puede estar moviéndose de nuevo en dirección opuesta. La experiencia de la década pasada ha demostrado los peligros del aislamiento monetario dentro de normas puramente nacionales y la dificultad de reconciliar la estabilidad y prosperidad internas con el equilibrio internacional. Los convenios de Bretton Woods, sin volver a la subordinación total de la política monetaria interna a la simple meta de estabilizar los cambios, han procurado restablecer algún mecanismo destinado a proteger la economía internacional de los excesos autárquicos en el campo monetario. Los países asociados convienen en ceder al Fondo un considerable grado de control sobre las modificaciones de sus tipos de cambio o la imposición de restricciones cambiarias. Para hacer posible esta cesión parcial de la soberanía nacional, el Fondo Monetario Internacional se compromete a poner a disposición de los países asociados, en tiempos de necesidad, reservas adicionales de divisas necesarias para financiar déficit transitorios de sus balanzas de pagos. Sin embargo, el Fondo no pretende restaurar un patrón monetario automático internacional. Los bancos centrales y otras autoridades monetarias nacionales quedan en libertad de determinar su política monetaria interna en la medida en que no usen los recursos del Fondo “de manera contraria a los propósitos del Fondo”. Así, el éxito de la nueva institución dependerá considerablemente de la rectitud de la política monetaria nacional seguida por los asociados y de la solución adecuada que cada asociado dé al conflicto básico entre los

BANCA CENTRAL

objetivos nacionales y la conservación del equilibrio internacional. Los desequilibrios fundamentales, si no se corrigieran con reajustes internos, perpetuarían la necesidad de nuevos préstamos del Fondo u obligarían a acudir a la devaluación monetaria o al control de cambios. La única ayuda proporcionada por el Fondo es un derecho limitado de préstamo, equivalente a un simple incremento de las reservas internacionales de los asociados y cierta protección contra medidas monetarias arbitrarias y perjudiciales que tomen otros asociados.

En Bretton Woods no se ha intentado establecer en detalle “reglas del juego” para el nuevo patrón internacional, destinadas a evitar o corregir desequilibrios internacionales fundamentales. Sin embargo, se reconoce que los déficit persistentes en la balanza de pagos de un país llevarán en última instancia al agotamiento de sus derechos de recurrir al Fondo, así como al de sus reservas de oro y divisas. Una vez alcanzada esa situación, el mecanismo del Fondo resulta ineficaz,¹⁰ y ningún compromiso escrito podrá mantener tipos de cambio libres y estables. Así, el problema del desequilibrio internacional y del método para su corrección es decisivo para el buen funcionamiento del nuevo patrón monetario.

CORRECCIÓN DE DESEQUILIBRIOS INTERNACIONALES

A despecho de las importantes divergencias, entre la teoría clásica del patrón oro y su versión moderna de “reglas del juego”, ambos tipos de análisis coinciden en algunos aspectos importantes. Los desequilibrios de la balanza de pagos se atribuyen a las disparidades de precios y costos internacionales y su corrección se hace depender de la eliminación de tales disparidades por medio de una expansión o contracción monetaria nacional, automática o inducida.

¹⁰ El día de ajustar cuentas podría aplazarse en tanto que el Fondo deseara y pudiera otorgar, según el Artículo V, párrafo 4, derechos adicionales de préstamo para cubrir los déficit.

EL TRIMESTRE ECONOMICO

Estas apreciaciones del mecanismo de ajuste internacional bajo los supuestos del patrón oro están sujetas a muy serias dudas. En primer lugar, no distinguen entre un desequilibrio fundamental en la posición internacional de un país y las perturbaciones mundiales de las balanzas de pagos asociadas a las fluctuaciones cíclicas. En segundo lugar, la explicación del reajuste de la balanza de pagos de un país está viciada por el supuesto básico irreal de que existe competencia cuasiperfecta entre naciones de fuerza e importancia más o menos semejantes en el comercio mundial.

Desajustes cíclicos vs. fundamentales. La explicación clásica de los desajustes de la balanza de pagos se expresa en términos de disparidades de precios y costos entre *un país* y el resto del mundo. Si bien es aplicable a muchos ejemplos importantes de desequilibrios, este análisis no agota todas las causas posibles de déficit en las operaciones internacionales de un país. El examen más superficial de los datos estadísticos demuestra con claridad que la mayoría de los desequilibrios más espectaculares de las balanzas de pagos son de amplitud *mundial* por su alcance y deben imputarse a las fluctuaciones cíclicas de carácter internacional más bien que a desajustes de los precios y costos internos.

Por ejemplo, en la década anterior a la guerra, el valor en dólares del comercio mundial descendió en más de un 60% entre 1929 y 1932, aumentó un 23.5% de 1936 a 1937 y bajó nuevamente en un 12.5% durante 1938. Si la causa principal de estas fluctuaciones hubiera radicado en las disparidades de precios y costos internacionales, los países de costos elevados habrían acusado un descenso en sus exportaciones y un aumento en sus importaciones, en tanto que los países de costos bajos acusarían movimientos en dirección opuesta. Sin embargo, el hecho más notable es que, si bien con diferencias de amplitud, tanto las exportaciones como las importaciones se movieron *en la misma dirección* prácticamente en todos los países. Es evidente que la fuerza principal que afectó el comercio fué de ca-

BANCA CENTRAL

rácter internacional y relacionada más bien con el ciclo mundial que con los desajustes de cada país.

Para tomar un caso concreto, Colombia perdió en el corto período de tres años (1929-1931) el 80% de las reservas de oro y divisas de su banco central. La exportación total descendió de 122 millones de dólares en 1929 a 67 millones en 1932, es decir, un descenso de 46%. El café, principal renglón de exportación (aproximadamente el 60% del valor total de ésta) sufrió una baja de 45%. Si esta contracción en la exportación de café se hubiera debido a la diferencia en los costos de producción entre Colombia y otros países exportadores en competencia con Colombia, habríamos esperado que estos países hubieran aumentado sus exportaciones a expensas de los productos colombianos. No obstante, durante el mismo período, la exportación total y la de café de todos los demás países competidores en este producto también descendió en proporciones semejantes o aun mayores. Esta simultaneidad de las fluctuaciones en la exportación, tanto en los aumentos como en las disminuciones, fué característica también de la recuperación experimentada por todos esos países en los años de 1933-1937, del descenso de 1937-1940 y de los niveles máximos de exportación alcanzados durante los recientes años de guerra. Desde luego podría sostenerse que aun cuando no era evidente ninguna disparidad de precios entre los diferentes países exportadores de café, todos ellos padecían, a la vez, las consecuencias de niveles de precios y costos excesivos en comparación con el resto del mundo y que la clásica prescripción de reajuste era todavía aplicable al grupo en su conjunto. Sin embargo, esta posición es difícilmente defendible en virtud de que los precios de exportación para las calidades típicas del café habían descendido en 1930 aproximadamente a la mitad y, en 1931, a casi un tercio de su nivel de 1928, sin que se produjera ningún aumento sustancial en las cantidades exportadas.

En la mayor parte de los países agrícolas los grandes ingresos de exportación y una balanza de pagos favorable suelen coincidir

EL TRIMESTRE ECONOMICO

con niveles altos de precios interiores y de exportación, y no con niveles bajos. La razón es que su volumen de exportaciones y precios de exportación fluctúa tanto o más con las condiciones de demanda que con las de oferta. Esto es, están determinados principalmente por factores internacionales más bien que por factores nacionales. Las grandes fluctuaciones en el valor de la exportación son consecuencia, sobre todo, de los movimientos cíclicos de la actividad económica y el ingreso de los países compradores y no de cambios de los niveles de precios o costos nacionales comparados con los precios y costos de otros países competidores o compradores. Así, para muchos países productores de materias primas y de productos agrícolas, el ciclo internacional es más que nada un producto de importación. Tal es también la conclusión del Comité sobre Depresiones Económicas de la Sociedad de Naciones: "las depresiones generales parecen ser, principalmente, consecuencia de fluctuaciones en la inversión y en la ocupación de los países industriales".¹¹

De ser cierto esto, la prescripción clásica para una política correctiva llega a ser tan equivocada como el diagnóstico en que se basa. Los esfuerzos deflacionarios que los países hicieron por reajustarse individualmente son en gran medida contraproducentes y sirven para preparar la depresión, más bien que como remedio del desequilibrio. Cualquier éxito inicial que puedan tener en contener las importaciones o aumentar las exportaciones agrava las dificultades de sus mercados abastecedores y de exportación, así como de los países competidores, y lleva a medidas de defensa o represalia semejantes y mutuamente compensadoras. Debe observarse que el argumento es válido de igual manera para la readaptación por medio de

¹¹ *Estabilidad Económica en el Mundo de la Postguerra*, Sociedad de Naciones, 1945. p. 325. El caso más claro lo proporciona la breve depresión de 1938, en la cual las exportaciones mundiales a los Estados Unidos descendieron más de un 35% en un solo año, mientras las exportaciones de Estados Unidos disminuyeron sólo un 7%. Es innegable que otros factores —incluyendo las disparidades de precios— pueden influir simultáneamente para ocasionar o acentuar una gran depresión.

BANCA CENTRAL

la devaluación monetaria y a través de cambios en los precios internos. En las condiciones descritas, tanto la deflación de precios como la devaluación monetaria repercuten de país a país y acentúan la deflación internacional. Mientras que algunas categorías de exportaciones pueden expandirse por el estímulo de la baja de precios, a menudo la expansión es insuficiente para compensar el descenso en los precios unitarios, especialmente en el caso de exportaciones de productos agrícolas o de materias primas que tienen demanda mundial inelástica. El peso del reajuste recae entonces sobre las importaciones, cuya disminución agrava todavía más la contracción de ingresos en el exterior y la demanda efectiva de las exportaciones de cada país.

La situación descrita presenta fuerte analogía con la del oligopolio, en la que los esfuerzos de un vendedor para irrumpir en los mercados de sus competidores son obstruídos por las represalias de sus competidores y la consiguiente guerra de precios. El efecto expansivo que sobre las exportaciones tiene un descenso de los precios de un país queda compensado en gran parte por las reducciones de precios, simultáneas o con carácter de represalia, que llevan a cabo los países competidores. Así, la elasticidad efectiva de la demanda de las exportaciones de un país se funde con la menor elasticidad de la demanda mundial de ese tipo de productos.¹² Las ventas sólo pueden incrementarse en tanto que los menores precios estimulen el consumo y no por las incursiones en los mercados de otras naciones.

Debe notarse que este análisis no está en conflicto, de ninguna manera, con la teoría clásica de los desajustes en la balanza de pagos. Simplemente se aplica a una clase de circunstancias del todo diferente. Las perturbaciones cíclicas de la clase aquí considerada

¹² En el caso de oligopolistas en competencia, la elasticidad de la demanda efectiva está determinada, igualmente, por la curva de demanda de toda la industria, en vez de por la curva de demanda a que se enfrentaría cualquier vendedor si los precios de sus competidores permanecieran constantes.

EL TRIMESTRE ECONOMICO

desempeñan poco o ningún papel en el análisis clásico. El error cometido por economistas posteriores —sobre todo por la escuela que propugnó “las reglas del juego”— fué extender a las perturbaciones cíclicas de amplitud mundial un análisis destinado a los desajustes fundamentales entre *una* economía y el resto del mundo. En este último caso, las variaciones moderadas de los precios en el país deficitario pueden restaurar su balanza comercial y su participación en el comercio mundial normales, sin deprimir apreciablemente los precios mundiales. Esto tiene especial validez, cuando, como lo preveía también la teoría clásica, sus exportaciones son bastante diversificadas y no se concentran en uno o pocos renglones principales. Sin embargo, durante una depresión cíclica, los esfuerzos simultáneos de muchas naciones para mantener o aumentar sus exportaciones ante una contracción de la demanda mundial, resultarían simplemente en una caída acelerada de los precios y en la reducción del producto de la exportación.

¿Patrón oro o patrón de cambio esterlina? Un segundo supuesto básico de la teoría clásica del patrón oro es el de la competencia cuasiperfecta entre diversas naciones comerciales de importancia más o menos similar. El supuesto es irreal, y en años recientes numerosos escritores se han ocupado extensamente de la posición central ocupada por Gran Bretaña en el funcionamiento del patrón oro durante el siglo XIX.¹³ Se ha sugerido que esa posición “hizo del patrón oro de la preguerra esencialmente un sistema de patrón de cambio esterlina”,¹⁴ pero no se dedujeron todas las consecuencias concretas de esa aseveración. Si las examinamos, pueden sugerir una explicación posible tanto del éxito relativo del patrón oro en Inglaterra como del hecho de que no funcionara de modo satisfactorio en los países menos industrializados. Muchos de estos países se acogieron a él apenas esporádicamente, abandonándolo en épocas

¹³ Véase especialmente William Adams Brown, Jr., *The International Gold Standard Reinterpreted*, Nueva York, 1940.

¹⁴ *Ibid.*, p. XIII.

BANCA CENTRAL

de crisis. Cuando en verdad lo pusieron en vigor, más bien pudo haber retardado que acelerado el ritmo de su desarrollo económico. En Gran Bretaña misma, el mecanismo de reajuste de la balanza de pagos parece haber funcionado, en muchos aspectos, de una manera directamente opuesta a la enunciada por la teoría del patrón oro. En muy gran medida, el alza de las tasas de redescuento londinenses condujeron a un reajuste de la balanza de pagos inglesa, no por sus efectos sobre la economía británica, sino por sus efectos en el mundo exterior y, sobre todo, en los países agrícolas y productores de materias primas.

Una de las razones de ello fué reconocida hace mucho tiempo. Ya en 1640 Tooke señaló ante un Comité Selecto de la Cámara de los Comunes sobre bancos de emisión que: "El efecto sobre el tipo de cambio de un alza en la tasa de interés sería el de inducir a los capitalistas extranjeros a no retirar sus fondos de este país en la misma medida en que podrían hacerlo de no mediar tal alza, y operaría a la vez disminuyendo los alicientes para que los capitalistas de este país inviertan en valores extranjeros o los conserven en su poder, y podría inducirles a deshacerse de sus valores extranjeros a fin de invertir en obligaciones y acciones inglesas. De la misma manera, se restringirían los créditos otorgados por comerciantes nacionales mediante préstamos sobre embarques al exterior y haría que una proporción mayor de las importaciones traídas a este país se realice con capital extranjero."¹⁵

Este cambio en el movimiento internacional de capitales contribuyó poderosamente a una pronta restauración del equilibrio en el mercado de cambios. Sin embargo, tendía a aliviar, más bien que a acentuar, la presión deflacionaria interna sobre la economía y, en esa misma medida, a retardar o evitar el reajuste básico de las disparidades fundamentales de precios y costos previsto por los teóricos del patrón oro. En cierto sentido, constituía el equivalente de

¹⁵ Citado por R. G. Hawtrey, *The Art of Central Banking*, Londres, 1932, p. 141.

EL TRIMESTRE ECONOMICO

la política monetaria compensatoria tan duramente condenada por numerosos teóricos del patrón oro.

De la misma manera, la salida de capital en períodos de balanzas favorables tendía a eliminar los superávits y, así, a reducir los efectos expansivos externos sobre la economía inglesa. Esto también fué contrario a las “reglas del juego” y equivalente a la política opuesta de esterilización o neutralización de los movimientos del oro.

Empero, los países deudores no disponían de un mecanismo semejante. El capital tendía a fluir hacia ellos en épocas de prosperidad y a salir en épocas de depresión, independientemente de su política de redescuento. El efecto de tales fluctuaciones en los movimientos de capital era suavizar las oscilaciones cíclicas monetarias y del crédito en los países acreedores y acentuarlas en los países deudores. En tal medida, los centros financieros podían desviar parte del peso del reajuste sobre los países más débiles en la economía mundial. Su único mecanismo de defensa era la política seguida en tiempos más recientes, de manera consistente, por el Banco Central de Argentina, y que tuvo éxito tan notable: compensar la merma o el aumento de sus reservas por motivos externos mediante una política de expansión o contracción interna. Esto era contrario a la ortodoxia clásica, pero de hecho equivalente a los efectos de la tasa de redescuento inglesa sobre los movimientos de entrada y salida de capital a Gran Bretaña.

El reajuste de los desequilibrios fundamentales de precios, que era el objeto con que se variaba la tasa de redescuento inglesa, quedaba así contrarrestado y retardado por los efectos de dichos cambios sobre los movimientos de capital. No obstante, todavía se sostiene que, en último término, se lograrían esos reajustes básicos, a pesar de los movimientos de capital, a través de los efectos internos de las variaciones de la tasa de redescuento sobre los precios ingleses. La tasa de redescuento se elevaría y el crédito se contraería a fin de reducir los precios ingleses a niveles más adecuados para competir con el nivel de precios exteriores. En cambio, la tasa de redescuento

BANCA CENTRAL

descendería y el crédito aumentaría cuando los precios ingleses fueran relativamente inferiores a los precios del exterior y tendieran a desequilibrar la balanza de pagos a favor de Inglaterra.

Debe observarse que, de acuerdo con esta teoría, el déficit inglés se corregiría mediante un *empeoramiento* de la relación inglesa de intercambio (es decir, un descenso de precios ingleses respecto de los exteriores), considerándose dicho empeoramiento necesario para restaurar la posición competitiva internacional de los productores ingleses. Sin embargo, en rigurosa lógica es igualmente posible el supuesto contrario; es decir, la eliminación del déficit podría resultar también de un *mejoramiento* de la relación inglesa de intercambio, disminuyendo el costo unitario de las importaciones y aumentando el rendimiento de las exportaciones.¹⁶

Pueden usarse datos estadísticos en apoyo de ambas teorías. Durante el período transcurrido entre ambas guerras la relación inglesa de intercambio mejoró notablemente en época de depresión y empeoró en la fase ascendente del ciclo.¹⁷ Los datos disponibles para antes de la Primera Guerra Mundial, son más difíciles de interpretar y, si algo revelan, es que durante el auge máximo hubo aumentos más acentuados en los precios de exportación que en los de importación. Sin embargo, los índices de precios de exportación para ese período dan relativamente poca ponderación a los productos manu-

¹⁶ La reconstrucción y comprobación estadística de los reajustes de la balanza de pagos tendría que distinguir entre: 1) la relación entre precios y costos ingleses y precios y costos de países competidores para productos similares, y 2) los movimientos relativos de los precios de los productos de importación no competitivos (materias primas y productos alimenticios) y de los artículos de exportación (manufacturas). Tal examen rebasa, sin embargo, el alcance y objeto de este estudio.

¹⁷ La relación de los precios de exportación a los de importación calculada con los índices del Board of Trade se redujo de 104 en 1923 a 98 en 1929, subió en la siguiente depresión a un máximo de 122 en 1933, descendió a 107 en el año relativamente próspero de 1937 y aumentó de nuevo a 116 durante la recaída de 1938.

EL TRIMESTRE ECONOMICO

facturados y no parecen ser verdaderamente representativos de las exportaciones inglesas en general.

En lo que se refiere a la tasa de redescuento, el período de interguerra es de poco interés para dilucidar el problema en cuestión. La política de redescuento había dejado de ser, para entonces, uno de los instrumentos principales de control monetario y, además, Inglaterra ya no era el centro financiero mundial dominante. Sin embargo, para los treinta años que precedieron a la Primera Guerra Mundial, las series estadísticas no confirman el punto de vista tradicional de que un aumento en las tasas de redescuento contribuye directamente a bajar los precios ingleses en relación con los precios extranjeros. Por el contrario, todos los aumentos de importancia en la tasa de redescuento están asociados con una mejoría de la relación inglesa de intercambio; es decir, con un incremento en los precios de exportación en comparación con los de importación.¹⁸ La baja en relación de intercambio siguió a los incrementos en la tasa de redescuento sólo después de considerable retraso y de hecho coincidió con disminuciones de la tasa. La explicación más obvia de esto parece encontrarse en la condición deprimida de la actividad económica en Inglaterra, asociada con la propagación del ciclo internacional, y no en la influencia directa de la tasa de redescuento sobre los precios nacionales.

Esta mejoría en la relación inglesa de intercambio cuando se elevaba la tasa de redescuento no debería asombrarnos en virtud de la posición especial de Inglaterra como centro financiero del comercio mundial. Desde un punto de vista *a priori*, parecería, por lo menos, tan probable como la concepción opuesta de los clásicos. Lo

¹⁸ La media anual de la tasa de redescuento se elevó gradualmente de 2.9% en 1885 a 4.5% en 1890, mientras la relación de los precios de exportación a los de importación aumentó de 91 a 106. La siguiente elevación continua de la tasa, de 2% en 1895 a 3.9% en 1900, estuvo acompañada de un incremento de 97 a 114 en dicha relación. La misma correlación positiva entre la elevación de la tasa y una mejor relación de intercambio continuó hasta la iniciación de las hostilidades.

BANCA CENTRAL

que realmente discutían éstos era el caso de disparidades de precios entre un país y un gran número de otros países iguales al primero en importancia. De acuerdo con este supuesto, la deflación por parte del primer país reduciría los precios y costos internos sin afectar de manera importante el nivel de precios del resto del mundo. Pero la posición de Inglaterra en el siglo XIX era muy diferente. Inglaterra era el centro principal de las finanzas y el comercio mundial, y sus esfuerzos deflacionarios afectaban inmediatamente no sólo la economía y los precios ingleses sino también la economía y los precios de otros países, transmitiendo a ellos las fluctuaciones experimentadas por Gran Bretaña. Así, el problema venía a ser, en esencia, no de disparidad entre un país y otros, sino de movimientos ascendentes o descendentes que abarcaban simultáneamente a la mayoría de las otras naciones, junto con Inglaterra.

Ya hemos visto que el efecto más inmediato de un aumento en la tasa de redescuento inglesa era invertir la dirección normal de los movimientos internacionales de capital. La entrada de fondos a Inglaterra, provenientes de otros países, ejercía una presión inmediata a la baja sobre los precios e ingresos de esos países. De hecho, como la mayor parte de las exportaciones extranjeras se financió a través de Londres, y como las letras de cambio extranjeras sobrepasaban a las nacionales en el mercado de descuento londinense, podía esperarse que un alza en la tasa de redescuento afectaría los precios de las mercancías extranjeras más radical y directamente que los precios internos ingleses. Lo contrario ocurriría en el caso de una facilitación o expansión del crédito en Londres. Estos movimientos cobraban amplitud por la contracción o expansión bancarias inducidas así en los mismos países extranjeros, sobre todo porque las mejores tasas de redescuento en esos mercados disminuían el crédito sin lograr, como lo hacían en Londres, movimientos compensatorios de capital exterior.

Estas consideraciones resultan reforzadas por el hecho de que una gran parte de las exportaciones inglesas consistía en productos

EL TRIMESTRE ECONOMICO

industriales manufacturados, mientras que la mayoría de las importaciones se componía de productos alimenticios y materias primas. Podía esperarse que una menor flexibilidad de las condiciones de la demanda y de la oferta hicieran que los precios de la segunda categoría de mercancías fueran especialmente sensibles a la contracción y expansión crediticias, así como a las fluctuaciones cíclicas generales.

Se explica así, fácilmente, que la política de redescuento inglesa no lograra el tipo de reajuste previsto en la teoría clásica. Se debe, en primer lugar, al carácter *internacional* del mercado de descuento de Londres, cuya expansión y contracción afectaba los precios extranjeros tanto o más que los precios ingleses. Esto es también explicable en virtud de que los países proveedores de productos agrícolas y de materias primas son más vulnerables que la economía inglesa a las fluctuaciones cíclicas y del crédito.¹⁹

UNA POLÍTICA PARA EL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

Del análisis anterior surge una conclusión principal. Las "reglas del juego" del patrón oro, por más válidas que sean en el caso de un desequilibrio fundamental aislado en las cuentas internacionales de uno o unos pocos países, son del todo inadecuadas para las fluctuaciones cíclicas de carácter mundial. En esas circunstancias, el principal resultado de la política "ortodoxa" del patrón oro era propagar a todo el mundo las perturbaciones cíclicas iniciadas en las principales naciones industrializadas. Los déficit en la balanza de pagos al fin se corregían, pero principalmente a través de una contracción general de la actividad económica e ingresos y no por medio de reajustes directos de precios. Además, al pasar la depresión cíclica

¹⁹ R. G. Hawtrey hace una observación similar en *A Century of Bank Rate*, Londres, 1938, p. 44, pero no está relacionada de modo sistemático con la teoría general del reajuste de la balanza de pagos, a la que tan claramente contradice.

BANCA CENTRAL

y restablecerse condiciones monetarias más normales, los consiguientes cambios de precios dejan una estructura de precios internacionales desequilibrada.

El éxito del Fondo Monetario Internacional dependerá, en grado considerable, del desarrollo progresivo y de la aceptación general de nuevos cánones de conducta monetaria internacional que reemplacen el código anterior de "reglas del juego". Estas nuevas normas de política monetaria deben ser de aplicación menos burda y más aceptables para las autoridades monetarias nacionales de los países asociados. Deben reconocer la prioridad de los objetivos nacionales de estabilidad y altos niveles de realización económica y distinguir claramente en la balanza de pagos los desequilibrios cíclicos de los fundamentales.

Política monetaria anticíclica. El Fondo Monetario Internacional ha declarado como uno de sus fines principales "facilitar la expansión y el crecimiento equilibrado del comercio internacional y contribuir con ello a promover y mantener altos niveles de ocupación e ingresos reales y a desarrollar los recursos productivos de todos los países asociados como objetivos primordiales de la política económica".²⁰ Esta declaración reconoce el acuerdo y la interdependencia básica de los objetivos monetarios nacionales e internacionales. Un alto volumen de comercio internacional contribuye sin duda a la prosperidad nacional. Y a la inversa, la prosperidad nacional redundará en beneficio de otras naciones, manteniendo una demanda efectiva de importaciones y alentando de tal guisa las exportaciones y la producción en otras regiones. A este respecto, la responsabilidad de los países más grandes y más industrializados asume especial importancia. Las grandes depresiones se suelen originar en ellos más bien que en las pequeñas naciones agrícolas, y tienden a propagarse a otras naciones por la gran influencia de esos países en el comercio y finanzas mundiales. Así, el único correctivo satisfactorio

²⁰ *Convenio sobre el Fondo Monetario Internacional*, art. I, ii.

EL TRIMESTRE ECONOMICO

de los desequilibrios cíclicos de la balanza de pagos no originados por desajustes fundamentales de los niveles internacionales de precios, radica, para la mayoría de los países, no en la deflación interna de acuerdo con el recetario de las "reglas del juego", sino en la restauración de la actividad económica y del poder adquisitivo en los centros de perturbación cíclica.

Sin embargo, es obvio que los desequilibrios de las balanzas de pagos continuarán ocurriendo y amenazando la estabilidad interna, sobre todo en los países de economía poco diversificada que dependen en grado considerable del comercio internacional y, especialmente, de uno o unos pocos productos de exportación de demanda inelástica. Las variaciones en las condiciones climáticas y en el rendimiento de las cosechas, así como las fluctuaciones cíclicas en los mercados mundiales más importantes, originarán fases alternativas de saldos favorables y desfavorables que se reflejarán en presiones inflacionarias y deflacionarias sobre los ingresos, los saldos en efectivo, los precios y los costos. Tales desequilibrios serían de carácter transitorio y el país debería tratar de hacerles frente en la mayor medida posible con una política compensatoria interna. Haciéndolo así, contribuiría tanto a la estabilización internacional como al mantenimiento de los niveles de ingresos y actividad nacionales. A falta de acción compensatoria o, peor aún, si las presiones automáticas al alza o a la baja se refuerzan, de acuerdo con las "reglas del juego", con una expansión o contracción internas secundarias, no sólo el equilibrio nacional sino también el internacional se sacrificarán de manera innecesaria, ya que los "ajustes" internos a las perturbaciones transitorias del equilibrio se convertirán en desajustes básicos, una vez que los factores transitorios dejen de operar y se establezcan condiciones más normales.

En general, la política compensatoria anticíclica contribuiría tanto a moderar las depresiones nacionales e internacionales como a conservar el equilibrio internacional fundamental. Sin embargo, su adopción generalizada tendería a amplificar la inestabilidad de

BANCA CENTRAL

las reservas nacionales de oro y divisas extranjeras. Mientras los factores transitorios de desequilibrio estén presentes, las reservas se moverán de los países deudores a los acreedores, sin oposición por movimientos contrarios de los precios, los tipos de cambio o los ingresos nacionales. Esta redistribución de las reservas, aun siendo transitoria, crea un problema serio. Los países receptores acumulan fondos que les ayudarán a cubrir los déficits ulteriores, pero de los que no tienen necesidad inmediata. Por otra parte, la merma de las reservas de los países deficitarios puede ser de tal magnitud que haga incompatible la continuación de la política compensadora con la conservación de cambios libres y estables. Esta situación es precisamente aquella para cuya solución está tan bien organizado el Fondo. La merma de las reservas se contiene o modera con una ampliación indirecta del crédito de los países superavitarios a los deficitarios, a través de sus cuentas con el Fondo. De esta manera, los últimos están capacitados para evitar recurrir a la deflación interna, la devaluación monetaria, el control de cambios u otras políticas restrictivas, a la vez que el préstamo de incrementos innecesarios de las reservas por parte de los superavitarios protege a éstos de los efectos contraccionistas que tales medidas de defensa ejercerían sobre sus exportaciones y su actividad económica.

Uno de los peligros principales del sistema es el abuso del crédito del Fondo para financiar desequilibrios fundamentales, en oposición a los cíclicos o accidentales, en las cuentas internacionales de un país. En este caso, los préstamos asumirían un carácter continuo y la deuda con el Fondo aumentaría rápidamente hasta agotar la cuota del país. Deberían tomarse medidas adecuadas para evitar tal abuso del mecanismo del Fondo y realizar una acción curativa eficaz.²¹

Primero, ha de exigirse que los países deficitarios hagan el mayor uso posible de sus reservas internacionales. Los estatutos

²¹ Véase más adelante, pp. 609-613.

EL TRIMESTRE ECONOMICO

del Fondo atacan el problema de una manera indirecta e incompleta por medio de la aplicación de las llamadas "disposiciones de recompra".²² A la larga, sería muy útil dar nuevos pasos en este sentido por medio de enmiendas, interpretación o simple administración de los estatutos del Fondo o a través de las facultades de persuasión moral del mismo. Sin embargo, tales medidas encontrarán considerable resistencia, apoyada en la interpretación equivocada que todavía prevalece respecto al papel de las reservas monetarias. En muchos países, tanto el público como la misma legislación monetaria consideran aún a las reservas de oro y divisas del banco central como un "respaldo" del circulante. Los coeficientes de reserva entre las disponibilidades en oro y divisas extranjeras y la emisión de billetes o el total de obligaciones a la vista del banco central, que generalmente están sujetos por ley a requisitos de mínimo, son considerados por el público como una indicación de la firmeza de la unidad monetaria. Esta arraigada tradición dificulta el empleo efectivo de las reservas en el momento en que son más necesarias y para el único propósito al que realmente pueden servir.

Esta concepción anacrónica de las reservas del banco central proviene de un ambiente institucional antiguo y completamente distinto, en el que la moneda de oro circulaba como medio último de pago y los bancos centrales tenían la estricta e irrecusable obligación legal de convertir sus billetes en oro, no sólo con fines de pagos internacionales, sino también para la circulación dentro del país. En la actualidad, la moneda de oro no circula como moneda y el medio último de pago, en las transacciones internas, está constituido por los billetes de banco. El único objeto de la reserva de oro y divisas es proveer recursos de los cuales echar mano para cubrir un déficit en la balanza de pagos sin ejercer una presión indebida sobre el circulante.²³ Debería persuadirse a todos

²² *Convenio*, art. 1, 7.

²³ El argumento de la "caja de ahorros de guerra" cae dentro de esta definición, a pesar de que los procedimientos recientes para el manejo de los

BANCA CENTRAL

los países asociados a que acepten este punto de vista y liberen sus reservas a fin de darles un uso efectivo en caso de necesidad.

La segunda alternativa es recurrir a préstamos extranjeros de otras fuentes distintas al Fondo. Esto sería particularmente útil para cubrir gastos concretos de rehabilitación o de desarrollo, cuyo financiamiento queda fuera de los fines del Fondo, y que pueden cubrirse con inversiones privadas o mediante la ayuda de instituciones creadas con ese fin, como el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento, y el Banco de Exportación e Importación.

La tercera posibilidad es la economía de las reservas para las necesidades más urgentes, a través de un sistema de prioridades para la distribución de las divisas. Desgraciadamente, la simple expresión "control de cambios" parece despertar tales reacciones emocionales en muchas personas que impide cualquier discusión seria del asunto. La historia del control de cambios en las últimas dos décadas es de tal naturaleza que justifica por completo la condenación de la mayoría de los sistemas de control de cambios usados hasta la fecha. Sin embargo, no justifica la excomunión ciega del control de cambios como tal, independientemente de sus formas concretas y de las circunstancias que lleven a su adopción. En algunos casos, el control de cambios se utilizó voluntariamente como un arma de chantaje y agresión económica. En otros, sólo fué una medida desesperada aceptada a regañadientes como el mal menor bajo la presión de la necesidad. No todos los hombres de estado que han introducido el control de cambios han sido sinvergüenzas o tontos. Deben comprenderse sus motivos y deben hacerse los mayores esfuerzos por impedir los abusos o las restricciones innecesarias, sin sacrificar los propósitos reales que pueden llenar los controles no discriminatorios. La crítica constructiva puede triunfar donde ha fracasado la oposición puramente negativa y dogmática, que sería tan estéril en el futuro como lo fué en el pasado.

fondos extranjeros debilitan grandemente el valor del oro para las compras en países enemigos y aun neutrales.

EL TRIMESTRE ECONOMICO

La abstención a través de restricciones cambiarias puede ser preferible, tanto para el país asociado como para el Fondo, a los préstamos excesivos, la deflación interna o la depreciación monetaria. En algunos casos esto se ha previsto en el mismo Convenio. Antes que nada, el Fondo otorga a sus asociados completa libertad para “implantar las medidas de control que sean necesarias para regular los movimientos internacionales de capital” no relacionados con los pagos por transacciones corrientes o por liquidación de compromisos.²⁴ En principio, los asociados ni siquiera podrán utilizar los recursos del Fondo para “hacer frente a una salida cuantiosa y sostenida de capital, y el Fondo podrá pedir a todo asociado que implante medidas de control para evitar que se usen para ese fin los recursos del Fondo. Si después de hecha la petición, el asociado no implanta medidas de control adecuadas, el Fondo podrá declararlo descalificado para usar los recursos de éste”.²⁵

Por otra parte, la demanda que se haga al Fondo de la moneda de un país asociado puede exceder la capacidad de éste para satisfacerla. En tal caso, el Fondo puede verse forzado, finalmente, a declarar escasa la moneda en cuestión y racionar su distribución entre los países que la desean. Con tal declaración, “todo asociado quedará autorizado, previa consulta con el Fondo, a imponer limitaciones transitorias a la libertad de operar con la moneda escasa”.²⁶

Por último, el Fondo *puede* facultar a un asociado para “imponer restricciones a los pagos y traspasos originados [aun] por operaciones internacionales en cuenta corriente”.²⁷ Este caso podría presentarse sobre todo cuando un país ha agotado su derecho de préstamo conforme al Artículo v, 3, del Convenio, y cuando, al mismo tiempo, el Fondo se muestra reacio a otorgar, de acuerdo con el párrafo 4, su aprobación especial para préstamos adicionales. La única posibilidad

²⁴ *Convenio sobre el Fondo Monetario Internacional*, art. vi, 3.

²⁵ *Ibid.*, art. vi, 1.

²⁶ *Ibid.*, art. vii, 3, b.

²⁷ *Ibid.*, art. viii, 2, a.

BANCA CENTRAL

que quedaría sería entonces poner en vigor una fuerte política deflacionaria —cuyos resultados podrían ser, en todo caso, demasiado lentos para resolver el problema cambiario inmediato— o la devaluación monetaria. Cualquiera de estas alternativas sería muy indeseable en el caso de los desequilibrios cíclicos o de los transitorios.

Posiblemente el control de cambios sea preferible a una pérdida excesiva de reservas o a excesivos préstamos del Fondo, aun antes de haberse agotado las reservas y el derecho a préstamos. Un país puede considerar que no le conviene recurrir a los préstamos, en una escala muy grande, con el único propósito de financiar importaciones de un carácter meramente suntuario. El Fondo podría coincidir con este punto de vista y autorizar algunas restricciones cambiarias, más bien que obligar al país en cuestión a aceptar préstamos mayores e indeseados. Dicha actitud por parte de las autoridades del Fondo no sería improbable en virtud de las limitaciones específicas que el Convenio del Fondo impone al uso de los recursos de éste para financiar las salidas de capital. Aunque no son idénticos, los dos casos presentan grandes semejanzas. El tenor general de las discusiones de la Conferencia de Chapultepec sobre la conveniencia de economizar para fines de desarrollo económico las reservas durante la guerra llevaría a la misma conclusión.

Por consiguiente, la creación del Fondo Monetario Internacional no debería interpretarse como una eliminación definitiva, aun después de transcurrido un período de transición, de toda justificación o posibilidad de adopción de medidas de control de cambios por los países asociados. El Fondo reducirá considerablemente los casos en que el control de cambios viene a ser inevitable y protegerá a los asociados contra la adopción por otros miembros de restricciones discriminatorias o innecesarias. No prohibirá, ni debe prohibir sin discusión, ciegamente, todo uso de controles legítimos como instrumento de política monetaria, cuando una escasez transitoria de divisas los convierte en la única alternativa a una política deflacionaria radical o una devaluación de la moneda. Como se indicó con

EL TRIMESTRE ECONOMICO

anterioridad, los ajustes de precios o de la paridad pueden ser a menudo completamente inadecuados para corregir los déficit de la balanza de pagos —especialmente en relación con los países agrícolas o productores de materias primas, que se enfrentan a una demanda de exportaciones inelástica—, excepto por la contracción resultante del ingreso nacional y de la demanda efectiva de importaciones. Además, ya que sólo una parte del ingreso total se gasta en el exterior, el reajuste de las transacciones exteriores por medidas no selectivas necesitaría una disminución en el nivel de ingreso varias veces mayor que el déficit que se desea compensar;²⁸ lo que desde un punto de vista nacional es indeseable y de ninguna manera disminuye el efecto desfavorable de la contracción de las importaciones sobre el comercio mundial. Por el contrario, agrava las dificultades de los países exportadores competidores. Finalmente, corrige un desequilibrio transitorio a costa de crear uno fundamental, en sentido opuesto, una vez desaparecidos los factores pasajeros de perturbación. En tales circunstancias, los controles selectivos y transitorios sobre los gastos en el exterior son preferibles, con mucho, a los ajustes múltiples e indiscriminados del ingreso.

Por consiguiente, los esfuerzos del Fondo Monetario Internacional deben dirigirse no a la simple abolición de todos los controles de cambios, sino hacia la eliminación de los abusos que tan a menudo los han caracterizado en el pasado.

El defecto fundamental y más evidente del control de cambios estriba en las prácticas o políticas discriminatorias a las que se presta. Siempre que las divisas se racionen sobre una base individual, a través de decisiones arbitrarias de los organismos nacionales a quienes esté confiada la aplicación de los controles, la adjudicación de las divisas escasas entre importadores, así como entre empresas o

²⁸ En un sentido estricto, esto dependería de la "propensión marginal" a importar y de la elasticidad de la oferta y demanda de exportaciones.

BANCA CENTRAL

países abastecedores,²⁹ estará expuesta al estigma de incompetencia, favoritismo o falta de honradez. Sin embargo, dicho proceder de ninguna manera es inevitable.

Otra solución prometedora consistiría en imponer las restricciones cambiarias a través de las fuerzas flexibles e impersonales del mercado, dejando a los importadores en libertad de comprar *lo que quieran donde quieran* (se presume que lo harán en el mercado más barato), y sometidos tan sólo a las restricciones automáticas que normalmente resultarían del libre juego de la oferta y la demanda. Más concretamente, las divisas de las autoridades monetarias se ofrecerían a la venta en la forma que se indica en seguida.

1) Las divisas se obtendrían libremente, sin permisos previos ni restricciones de ninguna clase, a los tipos de paridad, para efectuar el pago de toda clase de importaciones o servicios esenciales y urgentes y de las obligaciones contractuales, dividendos o amortización razonables sobre inversiones extranjeras autorizadas.

2) Las autoridades monetarias venderían el resto de las divisas para proporcionar medios para el pago de importaciones y servicios diferibles o no esenciales, sin establecer controles cuantitativos o permisos de importación, sino por medio del funcionamiento de uno

²⁹ La aceptación internacional del criterio de un "período representativo previo" como guía objetiva para la adjudicación podría ser, en cierta medida, un auxiliar, pero sería de escaso valor. En primer lugar, no podría servir como norma para la adjudicación en lo relativo a mercancías, ya que cualquier racionamiento de las divisas escasas *debería* cambiar la norma "representativa" de las importaciones en favor de importaciones más esenciales y en contra de las menos importantes. Segundo, el criterio del "período representativo previo" tiende a congelar los cauces del comercio en una forma muy distinta y antieconómica. La deformación y artificialidad resultantes serán mayores a medida que se tenga que retroceder en el pasado para descubrir un período "representativo". Los cambios estructurales provocados por la guerra hacen en extremo difícil aceptar como representativas las normas de preguerra. Las dificultades son aún mayores en el caso de los numerosos países en los que el comercio de la preguerra ya estaba sujeto, desde el principio de la cuarta década, a contingentes de importación y al mecanismo del control de cambios.

EL TRIMESTRE ECONOMICO

o varios mercados de licitación. En otras palabras, la oferta limitada se distribuiría entre los compradores, no por una decisión administrativa, sino como resultado de un mecanismo de precios impersonal.

A fin de proveer al banco central de suficientes divisas para asegurar el funcionamiento de estos dos mercados —el normal y el de licitación—, todo el cambio proveniente de las exportaciones u otras fuentes fácilmente controlables tendría que ser vendido a los tipos de paridad a las autoridades monetarias. Por otra parte, las divisas provenientes de transacciones sin importancia o prácticamente incontrolables, podrían comprarse y venderse libremente en un mercado libre de divisas. Esto evitaría otorgar una prima a las operaciones ilegales, cuando la evasión no puede impedirse con eficacia, y proporcionaría al mismo tiempo una válvula de escape para el sistema de control. Las exportaciones de capital, exceptuando las que tengan acceso al mercado oficial, podrían canalizarse en el mercado libre sin repercusiones nocivas sobre los tipos de cambios aplicables a las necesidades más apremiantes de divisas. Además, los tipos más altos del mercado libre tenderían a desanimar las exportaciones de capital y a favorecer las importaciones del mismo.

Las ventajas de dicho plan son evidentes. Eliminaría de raíz la adjudicación arbitraria y discriminatoria de las divisas, simplificaría radicalmente el proceso administrativo, el papeleo y las demoras y eliminaría la mayor parte de las oportunidades de cohecho o favoritismo en la distribución de permisos de cambio. Desde un punto de vista internacional, desaparecería quizás la objeción principal esgrimida contra las formas tradicionales del control de cambios. En este sistema no habría nada que tendiera a destruir, ni aun a debilitar, el sistema multilateral de comercio mundial. No se requiere ninguna distinción entre las diversas monedas ofrecidas en cualquier mercado de licitación, sino que, por el contrario, todas las primas de licitación serían uniformes, medidas en porcentajes, para cualquier clase de operaciones, cualquiera que fuera la moneda

BANCA CENTRAL

extranjera considerada. Ni siquiera sería preciso especificar qué moneda se necesitaba hasta que se efectuara la postura y se adjudicaran las divisas. De hecho, en la medida en que la interconvertibilidad de las varias monedas extranjeras se mantenga, el banco central no tendría ningún incentivo justificable para vender una divisa con preferencia a otra.³⁰

Con este método el Fondo podría apreciar si en determinadas circunstancias es justificable el control de cambios y al mismo tiempo vigilarlo. El plan no sería contrario a los fines declarados por el Fondo, si bien a primera vista podría parecer que los tipos diferenciales necesarios para el funcionamiento de los mercados de divisas libres y de licitación, podrían interpretarse como una práctica de "monedas múltiples". Ha de recordarse que el problema del Fondo y del país es la asignación de una cuota de cambio limitada entre varios solicitantes y que es preciso e inevitable imponer cierto método de restricción. Deberá observarse que el Convenio del Fondo (viii, 3) permite de modo específico la adopción de prácticas de monedas múltiples siempre que se obtenga autorización previa del Fondo Monetario. En realidad, la aprobación del Fondo no solamente es necesaria para este caso, sino para el más general de cualquier sistema de control sobre las transacciones corrientes (excepto cuando se aplican a las monedas escasas o conforme a los arreglos transitorios del art. xiv).

Aún más, el significado exacto de la estructura de las "monedas múltiples" todavía es discutible. En primer lugar, el sistema que aquí se propone no constituye una práctica de monedas múltiples si la expresión se interpreta como el establecimiento de diversas primas de cambio entre las distintas monedas. Como antes se indicó, no se ha hecho distinción entre las monedas, sino únicamente entre las diversas clases de operaciones, independientemente de las monedas de que se trate.

³⁰ El caso de la interconvertibilidad se examina más adelante ,p. 607.

EL TRIMESTRE ECONOMICO

En segundo término, las primas de los mercados de divisas libres y de licitación son enteramente flexibles y, a diferencia del sistema de tipos múltiples *rígidos*, no entrañan restricción efectiva a las transacciones cambiarias que sea diversa o adicional a la restricción inevitable y básica resultante de la adjudicación de una cuota limitada de divisas entre varios postores. Como en el sistema propuesto las autoridades monetarias *se ven obligadas a vender íntegramente la cuota*, a cualquier tipo de cambio que se ofrezca en la licitación, el tipo en sí mismo de ninguna manera constituye una restricción independiente o adicional. Las exportaciones extranjeras al país están limitadas únicamente por la aplicación de la cuota y no están influidas en manera alguna por la circunstancia de que el tipo de cambio difiera del normal. El único efecto de consideración es tan sólo interno y enteramente deseable, es decir, la recaptura por las autoridades monetarias de las injustificables utilidades provenientes de la variación de los cambios que, en otras circunstancias, obtendrían los importadores.

Debería tenerse en cuenta que toda escasez de divisas que reduzca las importaciones por debajo de la demanda normal a los tipos de cambio oficiales, tiende a elevar los precios nacionales cualquiera que sea el tipo de cambio cargado a los importadores a quienes se vendieron las divisas. A falta de control de precios y de racionamiento, los importadores querrán cargar el precio que el tráfico soporte o distribuirán sus pequeñas existencias de una manera arbitraria y caprichosa. Aunque puede esperarse que se establezca el racionamiento y el control de precios para los artículos esenciales y de consumo general, normalmente no se extenderá ni se hará efectivo a las ventas de artículos de lujo o semisuntuarios. En el sistema de licitación, los importadores se verían obligados a competir entre sí por las divisas puestas a la venta. Tal competencia no llevaría el tipo de cambio más allá del punto en que sus utilidades se acercaran a los niveles de competencia, determinados por los precios internos libremente determinados por la competencia. Por

BANCA CENTRAL

supuesto, pueden presentarse problemas especiales en el caso de que existan prácticas monopólicas por parte de los vendedores, pero estas dificultades también se presentarían en caso de adjudicación administrativa y pueden corregirse siempre que administrativa y políticamente sea posible sin modificar el mecanismo básico de control antes propuesto.

De paso, puede observarse que cualquier sistema de derechos arancelarios es equivalente a las prácticas existentes de monedas múltiples rígidas. La misma circunstancia de que las objeciones al arancel sean menos fuertes que las objeciones a los tipos de cambio múltiples parece sugerir de nuevo que tendemos a menudo a combatir las palabras en vez de los hechos. Examinando el problema sin prejuicios dogmáticos, parecería que la adjudicación de las divisas escasas mediante un sistema de licitación libre no añade ningún nuevo elemento de restricción fuera del ya implícito en la limitación de las divisas puestas a la venta en el mercado. Por otro lado, presenta la gran ventaja de eliminar o restringir considerablemente la oportunidad de que las autoridades cambiarias practiquen favoritismos o discriminaciones.

La vigilancia del control de cambios por el Fondo Monetario Internacional no se limitará a evitar la administración discriminatoria de los controles. El Fondo también deseará juzgar si el control de cambios se justifica en las circunstancias concretas en que el país asociado solicita autorización para implantarlo. Tan pronto como el Fondo empiece a operar, tendrá que establecer ciertos criterios generales y objetivos para autorizar o negar tales solicitudes, a fin de evitar las decisiones arbitrarias, discriminatorias o tomadas al azar que prontamente causarían desavenencias entre los asociados y pondrían en peligro su lealtad hacia la institución. El problema se agudiza en el caso de los países pequeños, cuyo voto en los consejos del Fondo tendrá necesariamente poco peso en cualquier decisión. A estos países debería garantizárseles un tratamiento imparcial, ba-

EL TRIMESTRE ECONOMICO

sado en reglas y principios objetivos, tan pronto como puedan ser ideados por el Fondo.

Uno de los primeros criterios que deberían tenerse en cuenta para conceder la autorización de implantar restricciones cambiarias sería el nivel de las reservas internacionales del país solicitante. Desde el punto de vista de las necesidades de la balanza de pagos, claro que no puede medirse la suficiencia o insuficiencia de dichas reservas por referencia a las proporciones tradicionales de reserva, que relacionan las disponibilidades de oro y divisas con la circulación de billetes u obligaciones a la vista. Lo que aquí interesa es la capacidad del país para hacer frente, con sus propias reservas, a los déficit previsibles en sus transacciones internacionales. Desde este punto de vista, las reservas deberían determinarse como un porcentaje de las necesidades normales de pagos al exterior, esto es, de las ventas anuales de divisas por los bancos. Una proporción de reserva del 30% significaría, por ejemplo, que el banco central puede mantener un mercado de cambios libre y estable durante un año, ante un déficit de 30% en la balanza de pagos, o por dos años si el déficit es del 15%. El nivel de las reservas, calculado de este modo, indicaría el período de que dispondrían las autoridades monetarias, mientras aguardan una mejoría automática en la balanza de pagos en los casos de desequilibrio transitorio o en tanto esperan el efecto compensatorio de las medidas correctivas que crean conveniente adoptar cuando se conceptúe el déficit como persistente o fundamental. Si la duración de tal período es demasiado breve, el país podría quedar autorizado a implantar restricciones directas sobre las ventas de divisas.

El que se considere un porcentaje de reservas de 15, de 30 o de 50% como bastante bajo para hacer necesaria la implantación del control de cambios dependería de la experiencia anterior en la balanza de pagos del país de que se trate. A un país cuyo comercio de exportación está sujeto a fluctuaciones inesperadas y violentas debería reconocérsele un nivel de reservas crítico más alto que a un

BANCA CENTRAL

país con fuentes más estables de aprovisionamiento de divisas. Las variaciones máximas en las exportaciones o en los ingresos de divisas ocurridas en el pasado pueden servir como un índice objetivo en la determinación del nivel de reservas crítico.

A favor de la implantación de medidas de control se presenta un argumento menos razonable, pero posiblemente también válido, cuando las reservas de oro y divisas experimentan una disminución violenta y continuada, aunque todavía permanezcan, por el momento, por encima del nivel crítico acordado por el Fondo y el país asociado. En este caso, el argumento se basaría, como en las discusiones de Chapultepec, en la conveniencia de restringir el empleo de las reservas para importaciones de artículos de lujo, salidas de capital, etc. Esto permitiría mantener controles más suaves y moderados, y evitar la implantación ulterior de controles más estrictos que vendrían a ser ineludibles después del desperdicio de las reservas para fines no esenciales.

Siempre que se mantenga la interconvertibilidad de las diferentes monedas, no será preciso distinguir entre las diversas monedas incluidas en las reservas o entre las monedas y el oro. Por otra parte, deberá permitirse que un país mantenga libertad de cambios aun cuando restrinja la venta de una divisa escasa —de acuerdo con el criterio antes examinado—, siempre que la moneda en cuestión no pueda obtenerse por medio del Fondo o a través de la conversión normal en tal moneda de otras reservas internacionales de que disponga el país citado. Sería absurdo poner en práctica restricciones generales contra toda clase de importaciones tan sólo por la escasez de una o de unas pocas monedas³¹ y las cláusulas del Convenio del Fondo³² que tratan de las monedas escasas aceptan, en tal caso, una excepción al principio general de la no discriminación y de la multilateralidad.

³¹ El lector puede consultar sobre este punto *Estabilidad Económica en el Mundo de la Postguerra*, Sociedad de Naciones, 1945, pp. 273-276.

³² Art. VII.

EL TRIMESTRE ECONOMICO

Los abusos y discriminaciones resultantes del bloqueo de algunas monedas no pueden atribuirse al país objeto del mismo y que lo padece. La responsabilidad por el mantenimiento de la libre convertibilidad y del multilateralismo corresponde propiamente al Fondo Monetario Internacional y a los países que imponen el bloqueo.

El Fondo también deseará prevenirse contra el sostenimiento de las restricciones cambiarias más allá del período en que sean necesarias de acuerdo con la situación de la balanza de pagos. El sistema antes esbozado resuelve esta dificultad sin precisar de una acción ulterior del Fondo. En realidad, el sistema de control se liquida por sí mismo, puesto que las primas de licitación y del mercado libre disminuirían y desaparecerían automáticamente a medida que mejore la situación de los cambios. Si tal mejora no tiene lugar en un lapso razonable, el desequilibrio de la balanza de pagos deberá reconocerse como fundamental y no como transitorio, y las medidas correctivas, no el control de cambios, deberán considerarse como el remedio más adecuado a adoptar. El Fondo podría poner en práctica este punto de vista por medio de la revisión periódica, digamos una vez al año, de la autorización que otorga para la implantación de sistemas de control de cambios.

Las propuestas anteriores no son simplemente teóricas. Recientemente se incluyeron en la legislación monetaria de Paraguay y Guatemala³³ y se discuten actualmente en otros países. En especial, la ley guatemalteca indica con mayor detalle el mecanismo preciso por el que las sugerencias aquí hechas pueden llevarse a cabo de una manera práctica. Sin embargo, ambas legislaciones expresan sólo las limitaciones a que tales países, por su propia iniciativa, sujetan su libertad de acción. Desde un plano internacional, podría convenir una protección mayor, mediante la administración de las facultades del Fondo en relación con el control de cambios.

³³ Véase *Decreto-Ley N° 10043 que establece el régimen de cambios de la República del Paraguay*, Asunción, Paraguay, agosto 29 de 1945; y la *Ley Monetaria*, Guatemala, 10 de diciembre de 1945.

BANCA CENTRAL

Reajustes Fundamentales. En este trabajo se ha destacado lo inadecuado de la política tradicional de reajuste como remedio de los desequilibrios transitorios o cíclicos. El Fondo también se enfrenta al peligro opuesto —esto es, la no adopción de una política de reajuste en caso de desequilibrios fundamentales—, pero esto ha sido tan ampliamente discutido en otras partes que aquí bastarán unos cuantos comentarios.

En el caso de un desequilibrio persistente en la economía de un país, debido a inflación de precios o de niveles de ingreso, deberían aplicarse medidas correctivas.

Ni el uso de las reservas monetarias del país, ni los préstamos del extranjero, ni el control de cambios tendrían una influencia correctora del desequilibrio. Aun cuando esto también sería cierto sin la existencia del Fondo Monetario Internacional, queda el peligro adicional de que la ayuda financiera de que puede disponerse en el mismo se utilice para aplazar los reajustes indispensables. El endeudamiento del país aumentaría entonces sin ningún beneficio perdurable, y los recursos del Fondo se desperdiciarían de una manera directa y contraria a los objetivos de la institución.³⁴ Sin embargo, el Fondo puede protegerse contra tales abusos no sólo mediante los límites impuestos a los presuntos derechos de préstamo de cada país, sino también mediante la aplicación del artículo v, 5 del Convenio.

El diagnóstico de un desequilibrio fundamental no es tarea fácil. Por supuesto que un simple déficit en la balanza de pagos de un país no es demostración suficiente de que el nivel de precios internos es excesivo e insostenible en comparación con los precios internacionales. Contrariamente al concepto de “las reglas del juego”, no debería tomarse, por tanto, como una señal para emprender una política deflacionaria. Debería preferirse una acción compensa-

³⁴ El artículo i, vi, establece como uno de los fines del Fondo “reducir la duración e intensidad del desequilibrio de las balanzas de pagos de los países asociados”.

EL TRIMESTRE ECONOMICO

toria apoyada por el Fondo, siempre que el déficit pueda atribuirse a causas accidentales, tales como malas cosechas o una depresión cíclica mundial. De la misma manera, no debe considerarse que una balanza de pagos favorable, no relacionada con disparidades internacionales de costos y precios, requiera una política de expansión destructora de la estabilidad interior y conducente a alzas inflacionarias de precios.

Antes de suponer la existencia de un desequilibrio permanente que exija medidas correctivas, deben estudiarse y pesarse mayores pruebas. Cualquier desequilibrio fundamental se manifestaría no solamente en un déficit de la balanza de pagos, sino también en las estadísticas monetarias y bancarias, en los datos sobre producción y precios, etc. Tales series, así como el funcionamiento de la balanza de pagos, deberán compararse con la experiencia de otros países, sobre todo los de estructura económica semejante, pero sujetos a diferentes influencias y política interiores. Sólo en esa forma puede llegarse a un diagnóstico correcto y determinarse la política a seguir.

Cuando se carece de pruebas claras, las decisiones empíricas son inevitables. Podría otorgarse al país el beneficio de la duda; autorizársele a continuar por algún tiempo una política compensatoria con la ayuda del Fondo y, si fuere necesario, posiblemente bajo la protección adicional del control de cambios. Esta interpretación sería confirmada más tarde por los acontecimientos si el déficit desapareciera dentro de un período normal. Pero debería revocarse, y aplicarse una política correctiva, si los déficit continúan acumulándose, incrementando la deuda de ese país con el Fondo, o si persiste la necesidad del control de cambios, con primas sostenidas y sustanciales en el mercado de licitación y en el libre.

Así como un simple déficit en la balanza de pagos no es prueba suficiente de un desequilibrio fundamental, la ausencia de tal déficit no lo es concluyente de un equilibrio fundamental en la posición internacional de un país. Cuando no hay acción compensatoria por parte de las autoridades monetarias, un desequilibrio fundamental

BANCA CENTRAL

puede no reflejarse en un déficit de la balanza de pagos, debido a la transmisión rápida de presiones deflacionarias externas a los precios e ingresos interiores. Unos de los casos más claros de desequilibrio fundamental, debido a la sobrevaluación de la moneda, es la experiencia de Bélgica que siguió a la devaluación de la libra esterlina en septiembre de 1936. Aun así, tanto la balanza comercial como la balanza de pagos mejoraron, en vez de empeorar, durante la mayor parte del período de sobrevaluación. El excedente medio de importación bajó de 4,300 millones de francos anuales en 1929-1930, a 800 millones en 1932-34 y las reservas oficiales de oro y divisas del país continuaron casi a un mismo nivel de 15 a 16 mil millones de francos hasta fines de 1933.³⁵ El efecto del desequilibrio se sintió, pues, no como un déficit en la balanza de pagos, sino como una baja radical de la actividad económica y del ingreso, especialmente de las llamadas "industrias no protegidas", que competían con empresas extranjeras en los mercados nacionales e internacionales.³⁶

Recientemente se ha sostenido que un país que esté sometido a esas presiones debiera intentar protegerse mediante una política compensatoria interna, y que no debe devaluar su moneda hasta que, o a menos que, esta política le haya llevado efectivamente a un déficit en su balanza de pagos internacionales.³⁷ Esta actitud ofrece serias objeciones. Ante todo, conduciría a desquiciamientos innecesarios, ya que la mano de obra y otros factores económicos tendrían que ser desenraizados y traspasados a actividades transitorias, como, por ejemplo, las obras públicas, para después reintegrarlos a sus

³⁵ A fines de 1934 bajó a 12,500, movimiento que debe atribuirse principalmente a la fuga de capital, apresurada por la devaluación prevista de la moneda.

³⁶ Véase Robert Triffin, "La théorie de la surévaluation et la devaluation belge", *Bulletin de l'Institut de Recherches Economiques*, Lovaina, Bélgica, noviembre de 1937, pp. 19-52.

³⁷ Véase Gottfried Haberler, "Currency Depreciation and the International Monetary Fund", *Review of Economic Statistics*, vol. xxvi (noviembre de 1944), pp. 178-181.

EL TRIMESTRE ECONOMICO

ocupaciones normales, cuando la devaluación monetaria lo haga costeable y económico. Además, el radio de acción de las medidas compensatorias puede ser relativamente reducido, sobre todo en países atrasados que dependen en grado considerable de la exportación de productos primarios. Para tales países, la devaluación monetaria será a menudo el modo más directo, y aun el único efectivo, de mantener sus niveles interiores de ingresos.

Sin embargo, lo cierto es que la devaluación no debería considerarse como un remedio adecuado y legítimo contra toda depresión interior, cualquiera que sea su origen; pero tampoco debe considerarse legítima y conveniente por el solo hecho de que un país experimente dificultades en su balanza de pagos. El caso belga demostró claramente que las presiones externas resultantes de una subvaluación de la libra con respecto al franco fueron una de las causas fundamentales de una severa depresión interior, pero estas pruebas no aparecieron en la balanza de pagos. Por otra parte, los déficit de las balanzas de pagos son a menudo el resultado de desequilibrios cíclicos más que de fundamentales, y en ese caso la devaluación sería generalmente un remedio indeseable, tanto desde un punto de vista nacional como internacional.

Así, la significación de la balanza de pagos para la definición de un "desequilibrio fundamental" es más sutil de lo que a menudo se imagina. La economía de un país puede sufrir un desequilibrio fundamental aun en ausencia de un verdadero déficit de la balanza de pagos. Por otra parte, el déficit de la balanza de pagos puede deberse a reajustes cíclicos o accidentales, más bien que a fundamentales. Podemos intentar definir el desequilibrio fundamental como "un desajuste de la economía de un país tan grave y persistente que la restauración o mantenimiento de niveles satisfactorios de actividad nacional, ocupación e ingresos, resulta incompatible con el equilibrio de la balanza de pagos a menos que se adopten medidas extraordinarias de defensa exterior, tales como la modificación

BANCA CENTRAL

de los tipos de cambio, aumento de los aranceles o control de cambios, etc”.

La última parte de esta definición sugiere asimismo que la devaluación no es necesariamente el único remedio, ni siquiera el más adecuado, para un desequilibrio fundamental. Las palabras del Convenio del Fondo asumen interés en este respecto. Los miembros convienen en *no proponer* ningún cambio en el valor de paridad de sus monedas salvo si es necesario para corregir un desequilibrio fundamental [artículo iv, Sección 5 a) y f)]. Así, el Fondo considera que el desequilibrio fundamental es condición precisa pero no suficiente, para el reajuste monetario. En algunos casos tal vez sea preferible algún otro método de corrección, tanto desde el punto de vista nacional como internacional.

Por ejemplo, las dificultades de la industria del salitre en Chile, que siguieron al desarrollo de los nitratos sintéticos, eran de carácter fundamental y han tenido un efecto considerable en la balanza de pagos del país. A pesar de ello, no podría esperarse que la devaluación, aunque fuera inevitable en esas circunstancias, enderezara por sí sola la economía chilena. Una política monetaria y fiscal interna, cambios en la estructura arancelaria, diversificación de la producción y modernización de la técnica industrial y agrícola, posiblemente con la ayuda extranjera, pueden resultar mejores remedios que los reajustes monetarios, o por lo menos complementos indispensables de los mismos.

Un caso especialmente interesante es el de las economías coloniales en las que la expansión del ingreso puede conducir rápida y directamente a desequilibrios de la balanza de pagos, por sus efectos sobre las importaciones de artículos de lujo, los gastos de turistas en el extranjero, exportación de capitales, etc., más que por la presión al alza en los niveles de salarios y costos internos. La devaluación es un instrumento torpe e indiscriminado y con frecuencia puede ser un arma menos eficaz que una política selectiva destinada a llenar los principales huecos de la balanza de pagos, con un efecto

EL TRIMESTRE ECONOMICO

mínimo en las actividades económicas básicas y en los costos de producción y de vida.

La devaluación tiene también un valor limitado como remedio para los desajustes profundos y generalizados, ya sean cíclicos o fundamentales, que afecten simultáneamente a un gran número de países. La sobreproducción agrícola, por ejemplo, puede desquiciar al mismo tiempo la balanza internacional de todos los países competidores y, sobre todo, de los países cuyas exportaciones estén concentradas en los artículos sobreproducidos. En este caso, sería preferible una acción internacional conjunta destinada al reajuste, que la competencia a muerte por medio de precios bajos o moneda devaluada. Además, la falta de equilibrio en la oferta y la demanda debería medirse, no en relación con los niveles de demanda anormalmente bajos propios de la depresión mundial, sino en términos de necesidades normales. El concepto del granero siempre normal debería extenderse más allá de las fronteras nacionales por medio de convenios internacionales sobre mercancías. Es cierto que tales convenios podrían llevar a abusos en sentido opuesto y a esfuerzos artificiales por mantener permanentemente los precios por encima de los niveles de competencia. Sin embargo, el dilema es inevitable. La competencia desencadenada en un mercado dominado por unos cuantos vendedores importantes no puede asegurar precios de competencia. A menudo puede conducir a una competencia a muerte de precios bajos, o a precios de monopolio a través de acuerdos de cártel formales o informales, dirección de precios, u otras prácticas restrictivas. Esto sucede en un plano tanto internacional como nacional. Los acuerdos internacionales sobre mercancías deberían organizarse de tal modo que impidieran el dominio de la política por intereses creados, ya sea de los productores o de sus gobiernos. Una amplia representación de los países consumidores, junto con la adopción de algunos indicadores automáticos o semiautomáticos, podría ayudar a evitar grandes errores. Sin embargo, a la larga las decisiones de la política no pueden dissociarse de la responsabilidad y posi-

BANCA CENTRAL

bilidad de errores. Con negarse a intervenir no se soluciona el colapso o la falta de los mecanismos impersonales competitivos que, en la teoría clásica, justificaban la no intervención en las fuerzas del mercado.

CONCLUSIÓN

La teoría clásica del equilibrio internacional y de los reajustes a los desequilibrios de la balanza de pagos gira alrededor de las disparidades de los niveles de precios y costos de un solo país con relación al resto del mundo. En tales condiciones, la deflación interior —si los costos no son demasiado rígidos—, o la devaluación de la moneda, pueden traer un reajuste, mediante el restablecimiento de la posición competidora del país en los mercados mundiales.

Esta doctrina fué aplicada erróneamente, sobre todo por los adictos a “las reglas del juego”, a los desequilibrios cíclicos de amplitud mundial, que se originaban en uno o en unos cuantos países altamente desarrollados e industrializados. En este caso, se frustran los esfuerzos de otros países para corregir los déficit de la balanza de pagos, ya sea por medio de deflación de precios o por devaluación cambiaria, porque dichas medidas tomadas por cualquier país o por un grupo de países agravan las dificultades en los mercados abastecedores y de exportación, así como en los países competidores, y conducen a medidas de defensa similares que se anulan mutuamente. La deflación de precios y la devaluación se propagan de país a país sin aumentar los ingresos por exportaciones, especialmente cuando la demanda mundial de las exportaciones de una nación es relativamente inelástica.³⁸ La situación presenta una fuerte analogía

³⁸ Por supuesto, la devaluación puede ser preferible por sus efectos interiores más favorables. Por esto puede, en ciertos casos, ser también menos perjudicial desde el punto de vista internacional. Sin embargo, con objeto de eliminar un déficit de la balanza de pagos, el impacto inicial de ambas medidas puede ser muy semejante salvo por sus efectos sobre los movimientos de capital.

EL TRIMESTRE ECONOMICO

con el oligopolio, en donde todo esfuerzo del vendedor por introducirse en los mercados de los competidores queda frustrado por los precios de represalia de los mismos. De esta manera, la elasticidad real de la demanda de las exportaciones de un país se funde con la elasticidad mucho más baja de la demanda mundial de esos productos. Las ventas pueden ampliarse sólo hasta donde los precios más bajos estimulen el consumo, y no por medio de irrupciones en las ventas de los competidores.

El principal resultado de tal política es, por lo tanto, propagar al mundo entero cualquier perturbación cíclica originada en un área económica de importancia. Los déficit de la balanza de pagos pueden llegar a corregirse, pero principalmente como resultado de un descenso general del ingreso y la actividad económica. Más aún, cuando la depresión cíclica se alivie y se restablezcan las condiciones más normales, los cambios de precios que acompañan a tal situación dejan a su paso una estructura de precios internacionales fundamentalmente desequilibrada.

Siempre que los desequilibrios de la balanza de pagos no obedezcan a disparidades internacionales de precios, sino a factores accidentales, o a fluctuaciones cíclicas del ingreso y la demanda extranjeros, debe seguirse una política compensatoria en la forma más amplia posible. Esto requiere un alto nivel de reservas internacionales, sobre todo en los países productores de materias primas y artículos alimenticios, así como el deseo de gastarlas liberalmente en épocas de crisis y acumularlas en años de prosperidad. Cuando las reservas sean insuficientes, será necesaria la ayuda extranjera ó internacional —tal como se proyecta con el Fondo Monetario Internacional—. A falta de esto, el control de cambios puede justificarse como una tercera línea de defensa, para continuar políticas compensatorias y evitar males mayores que son inseparables de la deflación o de la devaluación monetaria. La desventaja de estas políticas, si se compara con el control de cambios, es que su efecto correctivo en la balanza de pagos tiende a depender de que ocurra una contrac-

BANCA CENTRAL

ción del ingreso varias veces superior al déficit internacional que debe cubrirse.

Sin embargo, el control de cambios debe limitarse a los períodos de dificultades cambiarias transitorias y no emplearse para eludir reajustes a desequilibrios fundamentales. Y aún más importante, el sistema de controles que se adopte debe conservar el multilateralismo y la flexibilidad del comercio internacional. No debería prestarse a la arbitrariedad administrativa, a una adjudicación de divisas rígida y antieconómica, a la discriminación y al bilateralismo. Estos males históricos asociados al control de cambios usado en el período transcurrido entre las dos guerras, no deberían conducir a la exclusión ciega y dogmática del control de cambios como tal, sino a concretar los esfuerzos para despojarlo de tales abusos y hacer de él un instrumento idóneo para la protección de la economía y la moneda contra las presiones cambiarias transitorias.