



Universidad de Buenos Aires  
Facultad de Ciencias Económicas  
Biblioteca "Alfredo L. Palacios"



# Las experiencias latinoamericanas de estabilización monetaria y bancaria en la última década

Traverso, José Manuel

1967

Cita APA: Traverso, J. (1967). Las experiencias latinoamericanas de estabilización monetaria y bancaria en la última década.

Buenos Aires: Universidad de Buenos Aires. Facultad de Ciencias Económicas

Este documento forma parte de la colección de tesis doctorales de la Biblioteca Central "Alfredo L. Palacios". Su utilización debe ser acompañada por la cita bibliográfica con reconocimiento de la fuente.

Fuente: Biblioteca Digital de la Facultad de Ciencias Económicas - Universidad de Buenos Aires

UNIVERSIDAD DE BUENOS AIRES  
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS  
CATEDRA DE POLITICA BANCARIA  
(634)

L. 88 Bis, E. 751  
Sobresaliente

1501  
917

Trabajo de Tesis Doctoral sobre el tema:

"LAS EXPERIENCIAS LATINOAMERICANAS DE ESTABI-  
LIZACION MONETARIA Y BANCARIA EN LA ULTIMA DECADA"

presentado por el alumno:

JOSE MANUEL TRAVERSO

(plan D)

para optar al grado de Doctor en Ciencias Económicas

Fecha de presentación:

Profesor: Dr. Marcelo G. Cañellas

Número de Registro: 7020 - Libreta Universitaria: 14.939

Domicilio: Viamonte 2037 - 2º B - Capital Federal - T.E. 46-4767

(Segundo cuatrimestre de 1967)

Buenos Aires

S U M A R I O

CAPITULO I

EL PAPEL DEL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL EN RELACION CON  
LAS POLITICAS DE ESTABILIZACION EN AMERICA LATINA

- . -

CAPITULO II

LOS PROBLEMAS DE BALANZA DE PAGOS Y LOS PLANES DE ESTABILIZACION

- . -

CAPITULO III

LOS INSTRUMENTOS DE LA POLITICA MONETARIA Y BANCARIA

- . -

CAPITULO IV

LAS EXPERIENCIAS LATINOAMERICANAS DE ESTABILIZACION MONETARIA Y BANCARIA

I) B O L I V I A

II) P E R U

III) C O L O M B I A

IV) C H I L E

V) B R A S I L

VI) A R G E N T I N A

- . -

CAPITULO V

C O N C L U S I O N E S

C A P I T U L O I

EL PAPEL DEL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL EN RELACION CON  
LAS POLITICAS DE ESTABILIZACION EN AMERICA LATINA

El Fondo Monetario Internacional es una institución especializada que se creó en Bretton Woods en 1944 con el fin de promover la cooperación internacional económica y financiera. Al respecto el artículo I de su carta básica, define sus objetivos en términos de: cooperación monetaria internacional, de expansión, de desarrollo equilibrado del comercio internacional, del mantenimiento de altos niveles de ocupación, del desarrollo de los recursos de producción, de la promoción / de la estabilidad cambiaria, del mantenimiento de ordenadas disposiciones cambiarias y de la eliminación de depreciaciones competitivas en los cambios, procurando asimismo la eliminación de restricciones a las divisas extranjeras y fomentando un sistema multilateral de pagos.

Su competencia se centra en el área de las cuestiones cambiarias y fundamentalmente en los aspectos de corto plazo; es decir, que es una institución especializada en los problemas de balanza de pagos y las afines políticas cambiarias monetarias y fiscales.

Siendo entonces su área de intervención y competencia lo referente a las políticas cambiarias, monetarias y fiscales y dentro de <sup>este</sup> / marco, como ya dijimos, por supuesto que el acento se encuentra en los problemas de corto plazo, entonces es fácil deducir que sus recursos no pueden destinarse al financiamiento del desarrollo económico como tal. Sin embargo no se debe pensar que dado este carácter / especializado, el Fondo Monetario Internacional no pueda o deba estudiar los planes de desarrollo de cada país a efectos de una mejor apreciación de las relaciones e / implicancias de los mismos en los aspectos de corto plazo.

El Fondo Monetario Internacional presta su ayuda concretamente a través de:

- (a) consulta y suministro de consejo técnico sobre problemas financieros, mediante

un contacto estrecho y continuo con los miembros, materializado en correspondencias, visitas informales y misiones;

- (b) compilación y propagación de información, mediante sus publicaciones periódicas a niveles técnicos (1) y
- (c) ayuda financiera, la que en términos generales se encuentra a disposición de los miembros a fin de solucionar déficits de balanza de pagos en cuenta corriente y siempre que dichos déficits no estén ocasionados por tipos de cambio inadecuados. En este sentido el Acuerdo del Fondo considera transacciones corrientes las que incluyen los pagos conectados con el comercio exterior, servicios, medios bancarios normales a corto plazo, medios de crédito, intereses sobre préstamos, rentas de otro tipo de inversiones y pagos moderados en concepto de amortización de préstamos.

Dentro del aspecto de la ayuda financiera, los acuerdos de "Stand by" se han venido convirtiendo en los instrumentos más apreciados, dado que en base a los mismos, los miembros están seguros de que durante un período preestablecido, tendrán a su disposición un monto convenido de recursos, siendo particularmente útiles cuando ante un programa de estabilización cambiaria pueda surgir una / presión transitoria sobre las reservas de cambio.

En la práctica existe otro aspecto muy beneficioso ya que al // otorgarse un "stand-by" con fines de estabilización, generalmente además del convenio entre el país miembro y el Fondo Monetario Internacional, se logró interesar la participación en arreglos paralelos a otras instituciones financieras y especialmente bancos privados de Estados Unidos de Norteamérica. Este hecho indirecto provoca indudablemente un aumento en la efectividad de la ayuda del Fondo.

Asimismo, en los acuerdos "stand-by" se ha transformado en práctica corriente que el Fondo Monetario Internacional logre del país solicitante una declaración de los objetivos de política financiera que las autoridades han de seguir a fin de recuperar la posición de pagos externa.

---

(1) "International Financial Statistics", "Economic and Financial Surveys", "Staff Papers", "Annual Report Exchange Restrictions", "Balance of Payments Yearbook", etc.

Es interesante puntualizar que la ayuda financiera del Fondo // siempre debe ser considerada como una segunda línea de reservas, es decir, como / meramente una adición temporal a las reservas de los países miembros. Esta segunda línea de reservas es, sin embargo, base financiera fundamental para la adopción y / consecución de los programas de estabilización.

De acuerdo a la experiencia histórica hasta la fecha, los casos en que el Fondo Monetario Internacional tuvo que prestar su ayuda financiera se // pueden agrupar en los siguientes tipos:

- 1) necesidades de emergencia, como las que surgieron en 1956, a raíz de la crisis de Suez, habiendo sido la ayuda prestada especialmente al Reino Unido.
- 2) Países que han venido sufriendo tensiones crecientes en la balanza de pagos en cuenta corriente, motivado fundamentalmente por fuertes desembolsos para cubrir consumos e inversiones.
- 3) Países que han necesitado hacer frente a dificultades cambiarias transitorias causadas en especial por déficits estacionales en las balanzas de pagos. En este grupo en general se han encontrado países que en su comercio exterior / dependen en gran parte de un solo producto de exportación.
- 4) Países con necesidades financieras para respaldar adecuadamente sus programas de estabilización. Este es el caso reciente de la mayoría de los países de / América latina, debiendo hacerse la salvedad de que muchos de estos países, / al mismo tiempo adolecen de los problemas indicados para el grupo (3) y algo menos para el grupo (2).

Cuando el Fondo Monetario Internacional inició sus operaciones en 1946, los países latinoamericanos habían salido de la guerra mundial con una // fuerte posición de reservas, por lo que durante los primeros cinco años la actividad financiera del Fondo con estos países fue limitada (2).

En 1949 y 1950 los países de América Latina tuvieron problemas momentáneos de balanza de pagos, pero a raíz de los aumentos de precios y de volúmenes de las exportaciones de materias primas, con motivo de la guerra de Corea, se produjo una mejora rápida en sus pagos externos.

---

(2) Sin embargo se realizaron algunas operaciones aisladas con México, Chile, Bolivia, Brasil, entre otros.

Es en 1954 y 1955, debido a la baja de los precios de las materias primas ocasionada por la terminación del conflicto coreano y por el gradual / advenimiento de un nuevo enfoque en dichos países, consistente en el deseo de atacar en forma más enérgica el problema del desarrollo económico, cuando se produce la iniciación de una etapa de intensa actividad del Fondo Monetario Internacional en América Latina.

Los esfuerzos del Fondo, en concordancia con su doctrina, están orientados a encaminar a estos países hacia el desarrollo, dentro de una situación de estabilidad, cooperando consecuentemente a fin de hacer frente a dos tipos de inestabilidad:

- (a) La inestabilidad "exportada" a los países latinoamericanos a través de las fluctuaciones cíclicas, en la demanda y precios de sus productos de exportación, y
- (b) la inestabilidad de origen interno, producida generalmente por la aplicación de políticas inadecuadas en materia cambiaria, monetaria y fiscal.

En cuanto a la inestabilidad "importada" por los países latinoamericanos, es un hecho comprobado prácticamente que las fluctuaciones de sus ingresos de exportación han sido siempre más grandes que las de las exportaciones de los países industriales. Esto puede atribuirse a la inelasticidad relativamente mayor que presentan la oferta y la demanda de los productos primarios con respecto al precio, incidiendo asimismo las variantes condiciones naturales que pueden afectar la oferta de los mismos.

Esta inestabilidad del ingreso externo incide en la estabilidad interna del ingreso, precios, inversión y empleo. Como ya veremos, para hacer frente a tal inestabilidad, determinados países han llegado a la retención de existencias con fines de estabilización o utilizando las reservas internacionales como un amortiguador de carácter transitorio.

Estos hechos, insistimos, fueron en parte los que fundamentaron a los fundadores del Fondo a establecer como un objetivo básico, el mecanismo de /

ayuda o de reserva adicional para cubrir los déficits temporales de balanzas de pagos. (3)

En cuanto al segundo tipo de inestabilidad, ha habido un paulatino reconocimiento por parte de los países latinoamericanos de que es necesaria una adecuada estabilidad para proyectar un desarrollo económico equilibrado. Así es que se han ido implantando una serie de planes de estabilización que varían de acuerdo a las condiciones de cada país en particular, y que en todos los casos contaron con los distintos tipos de ayuda ofrecidos por el Fondo.

En general los programas de estabilización incluyen como medidas, la eliminación del financiamiento deficitario gubernamental, la restricción a la expansión crediticia excesiva, la adopción de un tipo de cambio realista ligado a una unificación del sistema cambiario, ya sea a tipo fijo o fluctuante y la abolición / gradual de controles directos tanto internos como externos.

La inflación ha sido y aún sigue siendo un grave problema en América Latina, siendo éste un fenómeno típico de países donde la inversión supera el ahorro, los gastos públicos son mayores que las recaudaciones, la expansión del cré-

---

(3) A partir de febrero de 1963 se instituyó el sistema de crédito compensatorio, a cuyo respecto el Ex-Director Gerente del Fondo, Sr. Jacobson, en un discurso ante la UN-ECOSOC, en abril de 1963, dijo: "... en febrero de este año, el F.M.I. decidió crear un nuevo fondo de financiamiento compensatorio que permitirá ampliar la ayuda a los países miembros, y particularmente a los países exportadores de productos primarios, en cuanto se refiere a la balanza de pagos. Esta nueva medida ... permitirá al Fondo proveer asistencia más rápidamente en los casos de dificultades de balanza de pagos producidas por reducciones temporales de las exportaciones... A menudo dichos estancamientos serán el resultado de fluctuaciones de precios relacionados con las condiciones cíclicas de los países industrializados, pero también podrían ser resultado de una cosecha particularmente mala o de incluso una calamidad natural... El propósito de este / nuevo sistema es proporcionar ... a los países miembros ... la seguridad de que habrá ayuda del Fondo disponible inmediatamente para hacer frente a dificultades derivadas auténticamente de bajas temporales de las exportaciones.

dito es excesiva, la demanda monetaria excede la capacidad productiva, a su vez la capacidad de producción es baja por la reducida productividad, la productividad es reducida por la escasez de capital y por último la oferta es inelástica, lo que induce a que la expansión monetaria desenboque en inflación de precios.

La inflación, de acuerdo a la tesis del Fondo Monetario Internacional es, en última instancia, perjudicial para el desarrollo económico ordenado / de los países latinoamericanos debido especialmente a que descoloca los tipos de cambio "ex-ante" del influjo inflacionario interno, para transformarlos en tipos de // cambio sobrevaluados "ex-post". Por otro lado, estos tipos de cambio sobrevaluados producen efectos desfavorables sobre las exportaciones e importaciones, ocasionan / pérdidas de reservas internacionales, inducen a las autoridades monetarias a imponer restricciones cambiarias y crean acumulación de deudas comerciales.

En esencia, siempre dentro de la doctrina del Fondo Monetario Internacional, los dos principales factores de inflación en América Latina han sido, / el financiamiento gubernamental deficitario, a través de los adelantos y créditos / de los bancos centrales y la expansión crediticia de los bancos comerciales. Esta // posición del Fondo respecto a la inflación tiene evidentemente muchos opositores en el campo de la doctrina, entre quienes se llega a afirmar que la inflación contribuye al desarrollo, al producir transferencias de ingresos de los consumidores o ahorristas a una minoría dinámica de empresarios y al ocasionar translaciones de mano de obra agrícola, de baja productividad a otras actividades.

Estos argumentos en favor de la inflación aparentemente se en- / cuentran controvertidos por la realidad, según la opinión del economista brasileño Roberto de Oliveira Campos, debido a que el rezago de salarios que sería necesario para poder transferir recursos al sector empresario es cada vez más pequeño, o se / hace nulo, a causa de los reclamos sindicales en defensa de adecuados ingresos reales. Aún esa transferencia en el caso de llegarse a producir, se vierte en gran proporción en el consumo suntuario, inversiones no productivas o atesoramiento de divi-

sas o metales. Además generalmente se producen déficits de balanza de pagos con la consiguiente limitación de la capacidad de importación.

Volviendo a la postura del Fondo Monetario Internacional, su objeto principalísimo es obtener un desarrollo que se vea plasmado en un incremento / de la tasa de capitalización, sin ir en desmedro del consumo de las clases de ingresos bajos y todo ello en convivencia con aceptables condiciones de estabilidad.

Desde principios de 1956, como ya dijimos, el Fondo ha comenzado a prestar su ayuda técnica y financiera a los países miembros, en materia de formulación y ejecución de programas de estabilización.

De acuerdo con los principios funcionales del Fondo Monetario / Internacional, los recursos pueden utilizarse por períodos que varían entre tres y cinco años para resolver dificultades temporales de balanza de pagos, siendo el objetivo de esta ayuda el asegurar tiempo suficiente para que el país miembro pueda / implantar adecuadas medidas de corrección.

El país debe demostrar que existe realmente un problema de balanza de pagos y que se ha formulado un eficaz programa para erradicar las causas del problema.

La naturaleza de los compromisos que asumen los países miembros con el Fondo Monetario Internacional depende de la cantidad de recursos que deseen, así:

- 1) Hasta el 25% de la cuota, el uso de recursos es automático.
- 2) Hasta el 50% de la cuota, en general el país miembro debe remitir al Fondo una declaración de política y propósitos, demostrando al mismo tiempo que está efectuando los esfuerzos debidos para resolver el problema de balanza de pagos.
- 3) Del 50% hasta el 100% de la cuota, el país en este caso debe probar que cuenta con un programa concreto para erradicar los problemas de balanza de pagos. A tal efecto deberá remitir al Fondo, una carta esbozando el programa y comprometiéndose a mantener los déficits presupuestarios y la expansión crediticia dentro de definidos límites. Es decir, que ya en este caso el país miembro se encuentra obligado a iniciar una política de estabilización.

Sin embargo, como se verá más detenidamente en los próximos capítulos, una de las primeras razones para la adopción de programas de estabilización por parte de los países de América Latina, ha sido la de quererse librar de los complejos sistemas de cambios múltiples que tantas distorsiones habían acarreado a las respectivas economías. La paulatina liberalización de los cambios a que estas políticas dieron lugar fue concretándose primariamente y con carácter transitorio en tipos de cambio fluctuantes con aplicación para casi todas las transacciones exteriores. Evidentemente, como también se verá más adelante, estas medidas cambiarias fueron complementadas con medidas correlativas internas en los aspectos monetario y fiscal.

En esta materia relacionada con los tipos de cambio, nos parece oportuno hacer algunas referencias generales al régimen de paridades y sistemas de cambio instaurados por el Fondo Monetario Internacional.

El Convenio Constitutivo del Fondo Monetario Internacional exige que todos los países miembros acuerden con el Fondo una paridad inicial, es decir, un tipo de cambio formulado en términos de oro. Este hecho se hizo requisito previo para la utilización de los recursos del Fondo, no pudiendo modificarse dichas paridades sin autorización previa, salvo un 10% inicial acumulativo.

Al quedar establecida la paridad, todo país miembro está obligado a mantener el tipo de cambio al contado de su moneda dentro del límite de 1% de la paridad. El país miembro puede proponer una modificación de la paridad sólo a efectos de subsanar un "desequilibrio fundamental" en su balanza de pagos y en este caso el Fondo no puede denegar la autorización.

Como vemos, los economistas varias veces han definido esta técnica de paridades como tipos de cambio de "flexibilidad dirigida" y sería un sistema intermedio entre los tipos de cambio fijos del patrón oro y los tipos de cambio libremente fluctuantes.

El 12 de setiembre de 1946 el Fondo Monetario Internacional solicitó a los entonces 39 países miembros que fijaran sus respectivas paridades. Como en aquel momento se buscaba restaurar la capacidad de exportación de los países // miembros, existía un consenso general en el Fondo en el sentido de considerar aceptables las paridades iniciales en la medida en que las exportaciones se mantuvieran en los mismos niveles.

El 18 de diciembre de 1946 se anunciaron las paridades iniciales de 32 países y de varios territorios coloniales. Entre esos países figuraban Bolivia, Colombia, Costa Rica, Cuba, Chile, Ecuador, México, Paraguay y Perú. Otros / países miembros las determinaron en 1948 y 1949. (4)

Luego de finalizada la segunda guerra mundial, comenzaron a surgir problemas de "tipos cruzados divergentes", que en esencia eran tipos de cambio cotizados en mercados libres (5) que diferían de la relación de paridad de esas monedas, debido especialmente al problema de la inconvertibilidad de las monedas. El Fondo atribuyó siempre singular importancia al hecho de mantener tipos cruzados // "no" divergentes u homogéneos a fin de adecuar el comercio mundial hasta hacerlo / consonante con la convertibilidad monetaria.

Por otra parte, en 1948 Francia fue el primer país que al tener que variar su paridad consultó al Fondo para obtener su anuencia. El Fondo Monetario no lo autorizó e inhabilitó a dicho país para disponer de recursos. Asimismo / México en 1948 suspendió las transacciones al tipo oficial y dejó que el mercado estableciera libremente el tipo de cambio, hasta que en 1949 convino con el Fondo una nueva paridad.

Salvo los casos mencionados, y ciertos otros, se puede decir que en general los países miembros no modificaron las paridades iniciales, tal vez por

---

(4) Entre ellos Brasil.

(5) Especialmente dólar de EE.UU. y libra esterlina.

temor a las consecuencias inflacionarias de la depreciación, mayores costos de importaciones y posibles fugas de capitales. Sin embargo en setiembre de 1949 se desató la crisis cambiaria de los países europeos, con el resultado de una larga lista de devaluaciones, comenzando con la de la libra esterlina que pasó de u\$s 4,03 a u\$s 2,80. Estas nuevas paridades, en general se han mantenido, y sirvieron de base para la restauración de la convertibilidad monetaria europea, hacia 1958.

Asimismo, a partir de 1950, empezaron a surgir, especialmente en América Latina, los tipos de cambios múltiples, con lo que en muchos casos las paridades que se habían concertado no tenían vigencia fuera del valor paritario. El Fondo Monetario Internacional, desde 1957, comenzó a presionar e influir seriamente en el sentido de que los tipos de cambios múltiples debían simplificarse y que en el futuro se podría llegar a nuevas paridades realistas, mediante el uso temporal de tipos fluctuantes.

No obstante, a pesar de la experiencia de los países que se habían apartado del régimen de paridades y de la doctrina de ciertos economistas en favor de los tipos fluctuantes, el Fondo sigue reafirmando su tesis en favor del // sistema de paridades, debido a que:

- 1) El nivel "natural" al que se dice tienden los tipos de cambio fluctuantes, no existe.
- 2) El tipo de cambio "adecuado", se encuentra sujeto a las políticas de los países con que se comercia.
- 3) Los tipos de cambios fluctuantes pueden provocar movimientos especulativos de capital, y
- 4) los tipos de cambio fluctuantes requieren que en cada país exista una moneda clave de referencia, que mal podría existir si los tipos de las monedas claves también fluctuaran.

Por último, sobre esta materia, es interesante transcribir parte de las palabras pronunciadas por el Ex-Director del Fondo, Sr. Per Jacobsson, en el Informe Anual del 24 de setiembre de 1957: "... una de las principales razones para adoptar los programas de estabilización ha sido que esos países han deseado quedar

liberados de los complejos sistemas de cambios múltiples que habían aplicado con anterioridad. Para liberarse de esos sistemas han adoptado temporalmente un tipo de cambio fluctuante al cual sujetan la totalidad o una buena parte de las transacciones con el exterior. Algunas veces se tiene el temor de que la adopción del tipo de cambio fluctuante pueda ser la forma para evitar que un país tome las medidas / internas adecuadas que son necesarias para restaurar el equilibrio interno y externo de sus economías. Por consiguiente, debe indicarse que el caso de los cinco países que se han mencionado (6) éstos han adoptado medidas trascendentales de reformas fiscal y monetarias, como una parte integral importante de sus programas. Más aún, se tiene entendido que esos países deben estabilizar el tipo de cambio de sus monedas tan pronto como sea posible..."

---

(6) Chile, Colombia, Bolivia, Paraguay y Perú.

oooo0oooo

## C A P I T U L O   I I

### LOS PROBLEMAS DE BALANZA DE PAGOS Y LOS PLANES DE ESTABILIZACION

#### A) Los problemas de balanza de pagos

Como ya hemos expresado en el primer capítulo, la ayuda financiera del Fondo Monetario Internacional se encuentra circunscripta a los países / miembros que presenten dificultades temporales de balanza de pagos. A su vez, cuando dicho apoyo financiero supera el límite del 50% de la cuota, el país miembro ya se encuentra comprometido a presentar un programa de estabilización concreto.

Se puede decir en términos generales, que un país tiene problema de balanza de pagos cuando los pagos externos en concepto de importaciones, servicios y capital superan los ingresos externos en concepto de exportaciones, servicios y capitales. Es decir, cuando ante la inexistencia de restricciones cambiarias, la demanda de divisas es mayor que la oferta, durante un período determinado.

Entre las causas de los problemas de balanza de pagos que se han presentado y se presentan con mayor frecuencia, se pueden mencionar:

(a) Disminución temporal de las exportaciones.

Este desequilibrio puede motivarse ya sea, en una reducción de los volúmenes exportados, a causa, por ejemplo, de malas cosechas, o bien por una baja de los precios internacionales de los productos de exportación. En estos casos, si se recibe adecuada ayuda financiera del Fondo Monetario Internacional, el país en cuestión no tiene necesidad de reducir la producción, el empleo, ni el comercio interno.

(b) Fuga de capitales.

Este fenómeno en general se encuentra asociado a factores políticos que hacen perder confianza en el signo monetario interno. En este punto se puede encasillar el tipo de ayuda de emergencia que el Fondo prestó a Gran Bretaña a causa de la crisis de Suez en 1956, como ya se indicó en el capítulo anterior.

(c) Desequilibrio estructural.

Se presentan cambios estructurales tanto en la oferta como en la demanda de exportaciones e importaciones, debido, por ejemplo, a desarrollos científicos en la técnica agrícola, cambios en hábitos de consumo, aparición de productos sintéticos que desplazaron en parte a productos básicos naturales como el salitre, la lana, quebracho, etc. Por otra parte las alteraciones en los términos de intercambio afectan las posiciones de pagos externas, como por ejemplo los casos de países productores de café, por la rápida baja de

precios de los últimos años, o países productores de cereales, afectados por los respectivos excedentes mundiales.

(d) Inflación.

Aparentemente, de acuerdo a la experiencia histórica, la inflación es una de las causas más comunes en la generación de desequilibrios de balanza de pagos.

En los países subdesarrollados se puede decir que la magnitud del desequilibrio económico interno se patentiza en el déficit externo. El exceso de demanda ocasionado por una sobre-expansión crediticia se vuelca al mercado de divisas. Es decir, que la expansión excesiva del crédito produce un incremento en la demanda global que probablemente producirá un aumento de las importaciones y una reducción de las exportaciones (1) causándose así un desequilibrio en los pagos externos.

La expansión crediticia tiene mayor repercusión sobre la balanza de pagos de un país pequeño, ya que dicha expansión sería absorbida casi totalmente por las mayores importaciones, aumento que por ser insignificante con respecto al comercio mundial no afectaría los precios internacionales de los bienes importados. (2)

B) Las causas de la inflación

Las medidas a adoptar para corregir estos desequilibrios deben estar relacionadas con las causas de tales desequilibrios, por lo que el primer paso de todo programa de acción, debe ser tratar de detectar dichas causas lo mejor posible. Así en los casos de desequilibrios temporales, como los producidos por la

(1) Por mayor consumo interno de bienes de exportación.

(2) Desde el punto de vista de la teoría monetaria, se puede relacionar la expansión del crédito y la balanza de pagos. A corto plazo existe una relación muy estable entre circulante e ingreso nacional. Es decir, que a corto plazo el ingreso nacional puede variar sólo si varía el circulante. Los cambios en los activos bancarios consolidados (fundamentalmente activos externos - oro y divisas - y créditos internos) se igualan prácticamente a los cambios en el circulante (la mayor parte de los pasivos bancarios). Con lo que se pueden relacionar los cambios en el circulante y el ingreso con las variaciones que experimentan el crédito interno y los activos externos netos. Los cambios de los activos externos netos del sistema bancario reflejan los cambios en la posición de la balanza de pagos. He aquí el vínculo entre el crédito interno y la balanza de pagos. Para más detalles véase J.J.Pola: "Monetary Analysis of income Formation and Payments Problems". Fondo Monetario Internacional, Staff Papers, Vol. VI - N° 1, noviembre de 1957.

disminución de las exportaciones, posiblemente se producirá una autocorrección, dado que la declinación de las mismas influye depresivamente sobre el ingreso nacional con la consecuente disminución de las importaciones. Asimismo se cuentan como amortiguadores las reservas internacionales del país. Pero si no existen estas reservas se tendría que caer como ya dijimos en una política antiinflacionaria con peligro de disminuir el ingreso nacional, por lo que es saludable obtener que el Fondo Monetario Internacional aparezca como una segunda línea de reservas, a fin de evitar esa contracción interna.

Pero dado que, como ya hemos mencionado, el problema más frecuente de balanza de pagos parece haber sido derivado de un exceso de demanda, la que deberá tratarse es de diagnosticar lo más acertadamente posible las causas de la inflación.

En este aspecto, y siempre dentro de la doctrina monetaria sustentada por el Fondo Monetario Internacional, las causas principales de inflación en América Latina, parecen haber sido:

(a) Déficits gubernamentales

En la mayoría de los países latinoamericanos, los gastos públicos parecen exceder las posibilidades económicas, políticas y administrativas de recaudación impositiva.

Dentro de los déficits presupuestarios, los déficits de las empresas estatales se constituyen en el rubro más significativo (3). Los déficits de estas empresas se deben en general a la percepción de tarifas o precios políticos que no cubren los costos de explotación ni la constitución de reservas para la renovación de equipos (depreciación y obsolescencia) y la explotación generalmente anti-económica de las mismas, unida a una administración normalmente ineficaz.

Por el lado de los ingresos, las estructuras tributarias y los mecanismos administrativos y de recaudación dejan mucho que desear.

Estos déficits presupuestarios al no poderse cubrir con ingresos reales, ya sean procedentes de la tributación o del crédito público que se debieran canalizar por el mercado de capitales, se cubren a través del crédito bancario.

---

(3) Por ejemplo: Ferrocarriles en Argentina, Brasil y Chile. Monopolios estatales petroleros en Argentina, Bolivia y Brasil. Corporación Minera en Bolivia, etc.

(b) Política crediticia

Otra importante causa de la inflación en Latinoamérica parece configurarse en la sobreexpansión del crédito bancario al sector privado. Esta expansión crediticia no sería causa de inflación si se viera acompañada con un incremento correlativo del producto bruto nacional, pero si existe un estancamiento en / la producción, dicha expansión seguramente conduce a un agotamiento de las reservas internacionales del país.

Sobre el papel del crédito bancario en relación con el desarrollo económico, el economista J.J.Pola<sup>1</sup> presentó una ponencia en la Quinta Reunión de Técnicos de Bancos Centrales del Continente Americano titulada "La capacidad del sistema bancario para financiar el desarrollo" (4), en base a la cual nos parece interesante incluir a continuación algunas consideraciones.

De acuerdo a la teoría keynesiana la inversión real de un país se constituye por el producto nacional no consumido y por otra parte el ahorro es la porción del ingreso nacional no consumido, y como el producto nacional se iguala al ingreso nacional, el ahorro y la inversión consecuentemente también se igualan. Es decir, que la inversión interna de un país debe ser equivalente al ahorro interno (a través del sistema bancario y de otros conductos) más el ahorro externo (ingreso neto de capitales).

Por su parte, la capacidad del "sistema bancario" (5) para crear ahorros depende de la propensión que exista para mantener saldos monetarios o depósitos a la vista. La relación entre el circulante y el ingreso nacional a corto plazo es bastante estable, y esta relación en los países de América Latina oscila entre el 13% y el 16% del ingreso nacional, siendo muy pocos los países que superan el 20%, y está probado que la propensión a mantener circulante aumenta proporcionalmente a la tasa de crecimiento del producto bruto nacional.

Así, entonces si consideramos una tasa anual de crecimiento del

---

(4) V Reunión de Técnicos de los Bancos Centrales del Continente Americano. Tomo II. Pag. 185 - Bogotá, 1957.

(5) En el concepto de "sistema bancario" de Pola<sup>1</sup> se excluyen los bancos de fomento, de ahorro, hipotecarios, etc.

5% y una relación entre circulante e ingreso nacional del 20%, el incremento del medio circulante sería equivalente al 1% del ingreso nacional. Por su parte es dable considerar que se hace necesaria una tasa de inversión equivalente al 20% del ingreso nacional para obtener una tasa de desarrollo económico del 5% (6).

Es decir, que la contribución del sistema bancario (o ahorros monetarios del público) al desarrollo económico sería aproximadamente un 1/20 de la inversión bruta requerida para una tasa de crecimiento del 5% anual.

Pero hay que tener en cuenta que el incremento anual del medio circulante tiene una filtración en el circulante que debe destinarse a mantener un adecuado nivel de reservas de oro y divisas a fin de reducir al mínimo el riesgo de que el plan de desarrollo pueda malograrse por una crisis de reservas. En América / Latina pareciera que es necesaria una reserva externa equivalente al 50% de las importaciones anuales y si por otra parte se supone una relación entre importaciones e ingreso nacional del 20%, entonces la reserva externa debería ser equivalente al 10% del ingreso nacional. Es decir, que a una tasa anual de desarrollo económico del 5%, el sistema bancario debería canalizar un 0,5% del ingreso nacional hacia incrementos en activos externos. En segundo lugar, existe otra filtración en cuanto al / creciente capital de trabajo que se hace necesario en una economía en desarrollo. / Suponiendo una relación del 10% entre las existencias y el producto nacional bruto, siempre a la tasa de crecimiento anual del 5%, se requerirían inversiones por parte del sistema bancario de aproximadamente el 0,5% del ingreso nacional. De tal manera que los requerimientos de financiación debidos a los incrementos de activos netos externos y a los mayores inventarios, es decir el financiamiento del capital de trabajo o circulante, no dejarían posibilidades de que el sistema bancario pueda financiar a las inversiones fijas, en condiciones de estabilidad de precios.

---

(6) Según estimaciones hechas por la CEPAL.

Con estos argumentos, el economista J.J.Pola<sup>1</sup> concluye que el sistema bancario no puede realizar ninguna aportación significativa al desarrollo económico, siendo su función básica el financiamiento de las necesidades de capital de trabajo y de las adecuadas tenencias de oro y divisas. Conclusión que de acuerdo a la tesis de Pola<sup>1</sup> no significa que en los países latinoamericanos no pueda existir una adecuada tasa de inversión pero sí que la misma dependerá primordialmente de los ahorros internos distintos al dinero en circulación y depósitos exigibles (ganancias retenidas por las empresas y ahorros provenientes del mercado de capitales) y de las inversiones extranjeras. Pero si estas últimas fueran inadecuadas, entonces sí la conclusión es que muy poco puede hacer el sistema bancario para aumentar la tasa de inversión sin provocar inflación.

En condiciones de inflación, en sus primeras etapas, si bien algunos negocios pueden conseguir préstamos de los bancos para financiación de inversiones fijas, en las últimas etapas todas las empresas encuentran incapacidad bancaria para financiar no sólo las inversiones fijas sino también las necesidades normales de capital circulante.

Sin embargo los bancos han desempeñado un papel importante en el desarrollo industrial de los países desarrollados sin producir un efecto muy inflacionario, debido según anota Pola<sup>1</sup> a que:

- 1) La contribución financiera de los mismos no fué muy grande en términos de inversión nacional agregada.
- 2) Los países industriales presentan una relación mucho más alta de dinero a ingreso nacional que los países de América Latina (7). Esta relación normalmente oscila entre el 40 y el 50 por ciento.
- 3) Los bancos proporcionaron recursos considerables debido a que la relación entre dinero e ingreso aumentó a medida que el público decidió mantener saldos cada vez mayores de dinero en proporción al ingreso. (8)

---

(7) Salvo los casos de Argentina y Brasil que llegan a cerca del 40 %.

(8) Según un estudio del Fondo Monetario Internacional, el incremento de la relación de dinero a ingreso fue la única y más importante fuente de financiación a través de los bancos alemanes en el período 1890-1913. Véase Helen Thompson, "Papel de los bancos alemanes en la financiación de inversión fija en la industria, 1890-1913"

Posiblemente, según la tesis de Pola', si una sostenida estabilidad monetaria y crecimiento económico permiten que en América Latina aumente la relación dinero a ingreso, será la única manera de que el sistema bancario pueda // contribuir significativamente a un mayor desarrollo.

Pero sin embargo, debe hacerse resaltar que esencialmente la tarea promordial de los bancos centrales en los países en proceso de desarrollo es la movilización del ahorro y el logro de un equilibrio entre los recursos financieros disponibles y las necesidades de inversión. Asimismo pueden contribuir al desarrollo económico mediante la influencia que ejercen sobre la formación y disponibilidad de ahorro y las políticas en favor de la estabilidad monetaria, los efectos de regulación y supervisión crediticia que orientan adecuadamente la distribución de fondos por sectores o actividades, la función de desarrollar nuevas instituciones especializadas de fomento y la promoción del establecimiento o fortalecimiento de los mercados de dinero y de capital.

Por otra parte los bancos centrales deben asesorar a los Gobiernos sobre las posibilidades de formación de ahorro interno y el posible suministro de capital externo, así como deben llamar la atención sobre las medidas que se crea necesario aplicar en el campo crediticio y monetario a fin de obtener la estabilidad interna y externa y de acuerdo a la orientación que se le esté dando al desarrollo. El banco central tiene responsabilidad directa en los aspectos técnicos de los programas financieros y monetarios y en su adaptación dentro de las estructuras de los planes de desarrollo.

Como ya dijimos, a largo plazo es esencial que los bancos centrales promuevan la constitución de un organismo financiero que actúe como intermediario entre los ahorros y las inversiones productivas, y a corto plazo los bancos centrales deben orientar el crédito, a través del sistema bancario o de los organismos especializados, hacia actividades productivas que sean compatibles con el desarrollo económico.

(c) Pérdidas cambiarias

Otra de las causas de las inflaciones latinoamericanas, es la que se relaciona con los sistemas cambiarios. Como ya hemos dicho en el primer capítulo, a comienzos de la década del cincuenta comenzaron a proliferar los sistemas de tipos de cambios múltiples. Estos sistemas representaron la mayor parte de las veces un // anacrónico mecanismo de impuestos y subsidios que produjo cuantiosas pérdidas a la banca central, originando aumentos en la circulación monetaria y efectos indeseables sobre la estructura de la producción y el consumo. (9)

Si entonces se acepta que una de las principales causas de los desequilibrios externos se deriva de la inflación interna, y si a su vez se admite primariamente que las causas de dichas inflaciones internas serían los déficits presupuestarios, el excesivo crédito bancario y las pérdidas cambiarias, entonces, como veremos, los remedios aplicados a estos diagnósticos por los países de América Latina, en sus programas de estabilización, han sido generalmente tendientes a eliminar los desequilibrios internos entre la demanda y oferta globales.

C) Los programas de estabilización

Como el grado de inflación interna y de desequilibrio externo // fueron distintos en los diferentes países de América Latina, consecuentemente plantearon distintos problemas de estabilización en cada uno de dichos países, por lo / que aunque los procedimientos y estructuras de los planes estabilizadores son similares, variaron las aplicaciones de acuerdo a las realidades de cada país.

A pesar que, como ya dijimos, desde mediados de la década del cincuenta el Fondo Monetario Internacional ha venido ofreciendo asistencia y apoyo internacional en relación con las diferentes medidas de política monetaria interna, es un hecho manifiesto que los programas de estabilización no pueden originarse en el exterior. Es decir, que tanto la responsabilidad en la preparación de los progra-

---

(9) Véase "Experiencias Latinoamericanas conducentes a la progresiva liberalización de las restricciones cambiarias y del sistema bilateral de pagos" G.E. Arteta. Tesis, 1962.

mas como en la aplicación práctica de los mismos corresponde a las autoridades de cada país, debiendo existir fundamentalmente un íntimo convencimiento de que el crecimiento a largo plazo de la economía así como el logro de una sostenida estabilidad política dependen en grado sumo del éxito de las políticas estabilizadoras.

Los bancos centrales asumen, en el proceso de formulación de los planes estabilizadores, un doble papel: como intermediarios entre los respectivos / gobiernos y el Fondo Monetario Internacional y como órgano coparticipante/<sup>en</sup> la ejecución de los planes. Aún más, en varios países de América Latina fue el Banco Central quien trazó el programa. (10)

Repitiendo lo ya manifestado en el primer capítulo, los acuerdos con el Fondo Monetario Internacional implican la adopción de medidas de carácter / fiscal, monetarias y cambiarias, de acuerdo a las distintas naturalezas de problemas a resolver, que rebasan la jurisdicción y competencia del banco central, por lo que es el gobierno el que debe adoptar el programa estabilizador luego de un adecuado / intercambio de correspondencia y de declaraciones de propósitos con el Fondo. Los // arreglos quedan efectivizados cuando cuentan por un lado con la ratificación del Poder Ejecutivo y/o Poder Legislativo del país miembro y por otro lado con la aprobación del Consejo Directivo del Fondo Monetario Internacional. Existe pues un proceso de consulta mutua, un derecho por parte de los países miembros a girar incondicionalmente contra los recursos del Fondo por las sumas estipuladas, mientras el convenio esté en vigencia, y por último la suspensión de los acuerdos se realizan a petición de los asociados o del Fondo Monetario Internacional, cuando no pueden cumplirse las condiciones convenidas.

Conviene aclarar que la estabilización económica es cosa distinta a la política anticíclica. La política anticíclica tiene como objetivo el disminuir la amplitud de las fluctuaciones cíclicas, no trata de rectificar las distorsiones

(10) Así el primer plan de estabilización de Chile de Abril de 1956 se adoptó a raíz de un informe presentado por el Banco Central a la legislatura.

básicas de la economía o invertir las tendencias de una inflación acumulativa, por lo que no aplica tantos instrumentos de regulación o corrección ni lo hace en forma general y amplia hacia todos los sectores de la economía. La estabilización significa una modificación fundamental a los cauces de la política económica, requiriendo consecuentemente reformas básicas y drásticas. Pero no obstante implicar la estabilización económica una aplicación de medidas de diversa índole, la estabilización monetaria representa su núcleo fundamental debido a que generalmente las distorsiones que se quieren corregir son de naturaleza monetaria, y además porque las medidas de orden monetario son las de carácter más flexible y de resultados más inmediatos. Sin embargo las medidas de política monetaria no son suficientes para resolver los problemas de estabilización por sí solas, siendo necesario utilizar medidas de complementación en el orden fiscal y cambiario y asimismo efectuar reajustes en la faz salarial, productiva y distributiva.

Desde un punto de vista temporal se puede decir que todo proyecto estabilizador requiere en primer lugar las medidas que se pueden denominar "de emergencia" de carácter transitorio, generalmente controles de tipo directo, que sirven de punto de partida de las reformas básicas y sirven como pausa temporal indispensable, y en segundo lugar, las medidas básicas que constituyen reformas fundamentales del sistema económico.

Dentro de todo, lo aparentemente más fácil es la formulación de los programas, siendo por el contrario lo que ofrece más dificultades la ejecución en sí de los mismos ya que requiere una fuerte dosis de apoyo político. En este sentido Per Jacobsson en cierta oportunidad, dijo "para implementar eficazmente un programa de estabilización se necesita sobre todo convicción, carácter y valor".

Como las presiones inflacionarias si bien se originan en algunos sectores se transfieren a otros y crean a su vez presiones secundarias, las medidas de estabilización deben abarcar todos los sectores posibles.

Dado que existen diferentes grados de estabilización según sea el grado inestabilidad y demás condiciones económicas y políticas, cada país adapta sus programas al grado de inestabilidad que quiere corregir y a la tasa inflacionaria que desea eliminar, surgiendo, por lo tanto, de acuerdo a la experiencia de los últimos diez a doce años, las siguientes clases de programas de estabilización:

- 1) Programa integrado, que incluye medidas fiscales, monetarias y cambiarias, aplicado en países con inestabilidades e inflaciones prolongadas con las // consiguientes alteraciones de salarios, precios, inversión y distribución de recursos, tasas de interés y tipos de cambio.

La primera aplicación de programas integrados fueron los de Chile y Bolivia en 1956, a los que luego se agregaron los de Paraguay y Argentina.

- 2) Programa monetario - cambiario, aplicado en casos especialmente de distorsiones en el campo crediticio y en el cambiario.

Entre estos tipos de programas se pueden mencionar los de Perú, México, Venezuela, Uruguay, Ecuador y ciertos países centroamericanos.

- 3) Programa de apoyo cambiario, en situaciones de requerimientos de divisas debido a desequilibrios de carácter temporales o estacionales.

En realidad no existe una clara distinción entre estos programas y los monetarios - cambiarios, siendo los programas de apoyo cambiario específico y a corto plazo los más frecuentes e importantes en su origen, pero con el tiempo han tendido a desaparecer, siendo progresivamente reemplazados por programas con objetivos más amplios y a plazos de realización mayores.

Los programas de estabilización integrados, consistieron como ya se dijo, generalmente en medidas de tipo fiscal, cambiarias y crediticias.

(a) Medidas de política fiscal.

En general estas medidas estuvieron orientadas a reducir los déficits gubernamentales hasta un nivel en que pudieran financiarse con recursos genuinos sin necesidad de acudir al crédito bancario. Estas medidas comunmente se apoyaron en préstamos extranjeros específicos para cubrir estos desequilibrios, mientras las reformas fiscales rendían sus frutos. Estos préstamos se otorgaron directamente a los

gobiernos, o bien a los bancos centrales, los que luego los retransferían a los gobiernos en el equivalente en moneda nacional.

Entre las medidas adoptadas se cuentan los reajustes de tarifas de empresas del Estado hasta cubrir los costos de explotación, y asimismo la eliminación de prácticas antieconómicas.

Por el lado de los ingresos, los programas de estabilización incluyeron medidas conducentes a obtener nuevos ingresos tributarios en forma inmediata. En general se ha tendido hacia los impuestos indirectos que presentan menos problemas de administración tributaria. Dentro de los impuestos indirectos lo más común han sido los impuestos a la importación y los impuestos o retenciones sobre exportaciones.

Sin embargo los impuestos sobre el comercio exterior deben considerarse como medidas transitorias hasta tanto sean sustituidas por reformas fiscales básicas.

Las medidas de política fiscal son de aplicación mucho más lenta que las medidas monetarias, debido a atrasos administrativos, significativos trabajos preparatorios y prolongados procesos legislativos, por lo que no es de esperar que dichas medidas puedan ser aplicadas o den resultados inmediatos en las etapas / iniciales de los planes de estabilización. Sin embargo como su impacto posterior // puede ser decisivo e importante, esto permite que la política monetaria pueda ir // aflojando alguna de las medidas drásticas de emergencia que tuvo que implantar en // los primeros momentos. "Si la política monetaria es análoga a la artillería en el / ataque contra la inflación, la política fiscal puede compararse con la infantería / que avanza para consolidar lo ganado, así que el enemigo ha sido ablandado". (10)

---

(10) "Normas de estabilización económica" W.J.Sedwitz y J.O.Ronall, VI Reunión de Técnicos de los Bancos Centrales del Continente Americano. Guatemala - 1960 Tomo II, página 334.

(b) Medidas de política crediticia.

La política monetaria tiene la ventaja de poder ser aplicada en forma rápida y flexible, pero en los países subdesarrollados encuentra serios obstáculos porque el sector público es <sup>de</sup> gran magnitud con respecto al total de la economía, la inversión privada es pequeña y los mercados de dinero y de capital son reducidos o aún inexistentes en ciertos casos. Sin embargo, a pesar de estos inconvenientes / la experiencia demuestra que en aquellos países donde la política monetaria ha sido adecuadamente formulada, la misma se constituyó en factor importante en el proceso de detención de la inflación.

Las medidas de política crediticia fueron conducentes a limitar la tasa de expansión crediticia hasta un nivel compatible con el mantenimiento de una sostenida estabilidad económica. Estas medidas, que pueden aplicarse en forma individual o conjunta, en general han consistido en: aumentos en las tasas de redescuento, restricciones de elegibilidad para los descuentos del banco central; aumentos en los porcentajes de encajes de los bancos comerciales, aplicación de encajes marginales adicionales, imposición de topes de cartera al Banco Central o a los bancos comerciales y limitación de recursos al sector público. Por su parte la "persuasión moral" de la banca central ha jugado un papel muy significativo.

La política de descuentos es uno de los primeros instrumentos // que se aplican en los planes de estabilización, pero en los países subdesarrollados la eficacia de la misma depende de la aplicación conjunta de otros instrumentos de control crediticio. Esta relativa eficacia de la aplicación por sí sola de la política de descuentos en los países latinoamericanos, como veremos, estriba en el hecho de que generalmente la tasa de descuento se encuentra por debajo de las tasas de interés de los bancos comerciales, con lo que los mismos, pueden absorber los aumentos del tipo de redescuento, y por otra parte como los niveles de los tipos de interés / son bajos en relación con la oferta y demanda de fondos prestables la tendencia al / aumento de los mismos no influye demasiado enérgicamente sobre los créditos. Estas /

razones explican también los nuevos requisitos de elegibilidad que generalmente // acompañan a las políticas de descuento.

En todos los países latinoamericanos que pusieron en marcha planes de estabilización, se ha recurrido a los aumentos de los encajes a fin de absorber los excesos de liquidez del sistema bancario. Como la imposición de requisitos de encajes generales produce efectos variables de acuerdo a los montos de superávits de reservas que cada banco comercial pueda tener, comunmente se han acompañado de requisitos de encajes suplementarios o marginales que congelan los aumentos de / depósitos a partir de una fecha determinada. Los encajes representan un tipo de control no solamente cuantitativo sino también cualitativo dado que en muchos casos se ha permitido incluir otros tipos de activos bancarios como formando parte integrante de los encajes, o bien se ha dado tratamiento preferencial a ciertos valores gubernamentales. No obstante, es un instrumento de política monetaria fundamentalmente / cuantitativo.

Los topes de cartera a los bancos comerciales significan un límite cuantitativo hacia la concesión de créditos, permitiendo normalmente que los préstamos totales aumenten en un porcentaje dado con respecto al nivel existente a una fecha determinada. Los topes directos producen generalmente efectos drásticos pero indiscriminados, siendo por lo tanto medidas de carácter de emergencia con justificación solamente como recurso de tipo temporal. Por otra parte, de acuerdo a la experiencia, el control crediticio basado en esta técnica no tuvo resultados muy satisfactorios, ya que al faltar el control sobre la liquidez bancaria fue muy difícil / conseguir que se observaran los límites y por otra parte generalmente se tuvo que / efectuar ajustes periódicos debido a diferentes tipos de presiones.

A efectos de controlar la expansión primaria en varios casos se establecieron topes crediticios al banco central. Estos topes se aplicaron en forma diferencial a los créditos contra el gobierno, al sistema bancario o al sector privado. En algunos casos en lugar de topes diferenciales se aplicó un tope único sobre

el total de activos internos y aún en ciertos países se aplicaron sobre determinados activos netos. En todas estas variantes el nivel de los límites se fijó siguiendo el criterio de permitir una expansión crediticia que fuera compatible con la estabilidad económica.

Por otra parte, en los programas de estabilización se trató de reducir las demandas de financiaciones de capital fijo, que se habían hecho habituales a través de bancos agrícolas, industriales, hipotecarios, etc. Como ya lo hemos dicho al comentar el trabajo de J.J.Pola', la capacidad de la banca central para la financiación de inversiones fijas es relativa, por lo que se trató de limitar la // concesión por parte de la misma sólo a préstamos a mediano o corto plazo, reduciéndose al mismo tiempo el financiamiento gubernamental a las necesidades estacionales a corto plazo.

(c) Reformas cambiarias.

Como ya dijimos, la inflación viene generalmente acompañada de / crecientes presiones sobre la balanza de pagos, las reservas extranjeras y el tipo de cambio y se puede expresar que la situación de la balanza de pagos y del nivel / de las reservas internacionales establecen los límites hasta dónde la inflación puede ser permitida y el momento oportuno de la implantación de un programa de estabilización.

A medida que progresa la inflación, los tipos de cambio se van / transformando en sobrevaluados, lo que a falta de adecuadas medidas de corrección, conduce a sucesivas devaluaciones y creación de complejos sistemas de tipos múltiples de cambios, los que en América Latina, de acuerdo a lo observado durante sus / períodos de aplicación, han fracasado, ya que generalmente provocaron grandes distorsiones en la estructura de los pagos externos produciendo un agotamiento de las reservas internacionales, debilitamiento en la obtención de crédito externo y fuerte reducción de la capacidad de importación. Por estas razones, una de las condiciones esenciales para la prestación de asistencia financiera por parte del Fondo Monetario

Internacional ha sido la simplificación y devaluación de los cambios en combinación con adecuadas medidas de orden interno.

A fin de restaurar una estructura de cambios realista, empezaron a surgir reacciones contra los controles de cambios y los sistemas de cambios múltiples y en concordancia con el Convenio Constitutivo del Fondo Monetario Internacional, los países latinoamericanos fueron adoptando sistemas de cambios fluctuantes / durante un período de transición necesario para lograr la estabilización con la meta de llegar finalmente al sistema de cambio fijo preconizado por el Fondo Monetario Internacional.

En América Latina, los sistemas de cambios múltiples alcanzaron el mayor grado de complejidad en todo el mundo, existiendo en 1952 once países donde había más de dos tipos en vigor. A fines de 1959 se habían reducido sólo a tres: Brasil, Colombia y Uruguay.

En esencia las medidas cambiarias adoptadas en los programas de estabilización han tenido como propósito la eliminación de restricciones directas / (11), estableciendo un mercado libre regulado por el banco central. En todos los casos las modificaciones cambiarias estuvieron reforzadas por créditos de estabilización extranjeros con el objeto de servir como amortiguadores ante posibles presiones especulativas, y a efectos de afrontar el período de transición.

Asimismo, estas medidas de liberación cambiaria llevaron consigo el gradual abandono de los convenios bilaterales de pagos, orientándose paulatinamente hacia la multilateralidad de pagos y la convertibilidad externa.

La aceptación popular de los programas de estabilización depende de la confianza que se tenga en que serán pilares de un sostenido desarrollo económico y social y del convencimiento de que la estabilización requiere un continuo y

---

(11) Cupos de exportación, obligación de entregas de divisas, requisitos de licencias de importación, prohibiciones de importación, depósitos previos de importación, etc.

combinado esfuerzo de todos los sectores del país. De no haber un pleno reconocimiento por parte de la población y de los sectores políticos originan comúnmente juicios en el sentido de que la estabilización es una antítesis del desarrollo. Esta postura fue bastante común ante los primeros programas de estabilización, debido a que faltaba ese convencimiento y reconocimiento de que hablamos, pero a partir de la década de los sesenta esta actitud pareció que comenzó a cambiar, surgiendo progresivamente una mayor vinculación ya sea entre organismos y políticas monetarias e instituciones de desarrollo de cada país como entre instituciones de orden internacional. El mismo Fondo Monetario Internacional en su informe Anual de 1962, ha reconocido la importancia de la estabilidad monetaria como base para la consecución de una política de desarrollo.

Esta nueva actitud hacia la estabilización conectada con el desarrollo, permite que los programas resulten más eficaces ya que entonces gozan de un mayor apoyo político, apoyo que no siempre tuvieron los primeros planes de estabilización porque en cierto modo se los consideraba como imposiciones extranjeras a cambio de otorgamiento de ayuda financiera.

Por otra parte, otro motivo de desconfianza que produjeron los programas de estabilización radica en el hecho de que durante la década del cincuenta las medidas fundamentales consistieron especialmente en medidas de orden monetario, con resultados eminentemente restrictivos y sin la existencia en general de normas orientadoras del crédito a fin de aplicarlo más que a usos de consumo, al proceso de inversión y de desarrollo. En varios casos, con el objeto de disminuir el efecto restrictivo de las medidas monetarias, se las fue aflojando en la medida en que se obtenían recursos del exterior, con lo cual el proceso de estabilización se prolongaba demasiado, perdiendo aún más el apoyo político. Esta tendencia hacia el aflojamiento gradual de las medidas con el objeto de suavizar los efectos del programa, contribuyó a reducir el éxito de muchos de ellos.

Asimismo en el campo internacional se puede decir que también se

vivió una contradicción en cuanto a lo que se refiere a las necesidades a corto plazo y a las financiaciones a largo plazo requeridas por los planes de desarrollo, ya que esos dos tipos de financiaciones, como sabemos, se encuentran en manos de diferentes organismos e instituciones con competencia ya sea en problemas de corto plazo (monetarios y cambiarios) o en problemas de largo plazo (desarrollo económico). Por un lado el Fondo Monetario Internacional participó junto a los países miembros, con su ayuda técnica y financiera en el apuntalamiento de los programas de estabilización, mientras que el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento adoptó principalmente una política de observación y espera lo que provocó el peligroso desfasaje de programas de estabilización en marcha por un lado, y la inexistencia de programas de desarrollo y menos aún de sus posibles fuentes de financiación externa, por el // otro.

Este desfasaje o defecto de coordinación entre las políticas y objetivos a corto plazo y a largo plazo (cuando existieron) reforzó como ya manifestamos, la falta de confianza y de apoyo político a muchos planes de estabilización con el agravante de que al no producirse un crecimiento sobre todo en beneficio de las / clases de menores ingresos, motivó la acuñación de la idea de que la estabilidad y el desarrollo son conceptos incompatibles.

Por su parte, la experiencia nos enseña que el crecimiento económico ha sido siempre elevado y sostenido en aquellos países donde tanto las políticas de estabilización como de desarrollo son consideradas como dos caras de una misma moneda o como partes de un todo que pierde sentido si se lo divide. Asimismo, sobre todo desde inicios de la década de los sesenta fueron surgiendo actitudes más positivas por parte de los organismos internacionales competentes, en cuanto a la formulación y financiación de programas de desarrollo. Así encontramos un renovado impulso en el // Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento, sus instituciones afiliadas: la Corporación Financiera Internacional y la Asociación Internacional de Fomento y el Banco Interamericano de Desarrollo, entre otros, cada uno de ellos dentro de sus finalidades

y esferas, proveyendo fuentes de financiaciones no inflacionarias.

Desde el punto de vista administrativo, estas nuevas concepciones también produjeron renovación, ya que se comenzaron a fundar instituciones especializadas en la formulación de los planes de desarrollo, instituyéndose también los organismos financieros competentes para captar ahorros genuinos y distribuirlos con el óptimo beneficio social.

Como dice E. Tamagna (12), "La política monetaria no es un fin en sí misma, sino una condición que viene unida al desarrollo económico; así como un desarrollo económico basado en la inflación es un edificio construido sobre arena, una política monetaria sin desarrollo es como un paisaje sin árboles ni vida."

Por último, como veremos al analizar las distintas experiencias de los países latinoamericanos, se puede decir que cada país presenta sus problemas característicos por lo que no puede existir una política monetaria para América Latina en su conjunto. Existe una diversidad de obstáculos debiendo adaptarse los medios de acción a cada circunstancia que se quiera favorecer o corregir. Sin embargo creemos desde ya, que deben descartarse por igual dos clases de políticas: la de // complacencia hacia la inflación y la de una ortodoxia de restricción. Debe aplicarse una estrategia global que a corto plazo restaure una razonable estabilidad y a / largo plazo obtenga un ritmo de crecimiento sostenido al que deberá vincularse adecuadamente la política monetaria.

Los programas de estabilización no pueden considerarse una fórmula universal pero sí interesa, que por lo menos se respeten los siguientes tres preceptos fundamentales:

- 1) Que se apoyen en un diagnóstico preciso de cuales son las causas de inflación, de acuerdo a cada país en particular y a cada momento determinado.
- 2) que se calcule el grado de compatibilidad de las medidas internas y externas, proyectando un razonable escalonamiento en el tiempo para que dichas medidas se refuercen mutuamente en lugar de contradecirse, y

---

(12) "La Banca Central en América Latina" - CEMLA - 1963, pag. 547.

3) que se tenga en cuenta a conciencia la situación política de conjunto.

La estabilidad monetaria debe considerarse como uno de los objetivos esenciales de la política económica, pero no el único. De acuerdo a la Carta de Punta del Este, los otros grandes objetivos consisten en: lograr un crecimiento económico vigoroso, conseguir un mejoramiento de las condiciones sanitarias y educativas, propender a una redistribución del ingreso en favor de las clases de menores / rentas a fin de atenuar las extremas desigualdades y por fin seguir procedimientos democráticos en la implementación o selección de las políticas que han de ser aplicadas.

No obstante, la política monetaria guarda una relación fundamental con tales objetivos, dado que la inflación acrecienta las desigualdades y es en última instancia un obstáculo para el desarrollo. Por eso es que actualmente es generalmente bien entendido por los países latinoamericanos que el crecimiento económico sostenido no puede ser logrado sin un razonable grado de estabilización monetaria y por otro lado existe una mayor comprensión en el mundo en cuanto a que es necesario alcanzar la estabilización sin sacrificar los otros objetivos mencionados.-

oooo00oooo

## CAPITULO III

### LOS INSTRUMENTOS DE LA POLITICA MONETARIA Y BANCARIA

#### A) Objetivos de la política monetaria

El control o regulación del crédito es actualmente reconocido como una de las funciones principales de la banca central. El resto de funciones (emisión, custodia, compensación, etc.) pasaron a ser consideradas como medios y funciones al servicio de la misión esencial de la regulación crediticia.

No obstante, los objetivos de la política monetaria no han permanecido inalterados desde los orígenes de la banca central, sino que han ido sufriendo modificaciones y transformaciones a través del tiempo, de acuerdo a la vigencia de nuevas circunstancias y diferentes condiciones de ambiente. Por otra parte estos objetivos han variado de país a país en relación con la evolución y madurez de las ideas políticas, económicas y sociales de una colectividad en permanente cambio.

Tradicionalmente, y mientras tuvo vigencia el patrón oro, el objetivo fundamental era mantener la convertibilidad externa y la estabilidad de los tipos de cambio. Este mantenimiento de la estabilidad externa estaba basado en la creencia de que era necesaria para consolidar la confianza internacional y el aumento del comercio mundial. Pero dado que la circulación interna fluctuaba de acuerdo a las entradas y salidas de oro se producían expansiones y contracciones alternativas en las economías domésticas. Adicionalmente, como los países productores de materias primas eran muy vulnerables a las fluctuaciones económicas de los países más desarrollados y debido a que no contaban con mercados monetarios desarrollados, no se podían aplicar los instrumentos tradicionales de

la política monetaria, con la consecuencia que las fluctuaciones internas se / ampliaban desproporcionadamente.

La primera guerra mundial trajo como consecuencia una serie de cambios económicos y financieros que destruyeron gran parte de la estructura del patrón oro tradicional, originándose, al mismo tiempo, una transferencia substancial de reservas de oro de Inglaterra a Estados Unidos y posteriormente también a Francia. Sumado a esto, se presentaron grandes cambios en los niveles de ingresos, de ocupación y de precios en los diferentes países. Ante estos hechos, se produjo el advenimiento de nuevas ideas en un mundo que ya no podía manejarse financieramente con la simple mecánica dirigida por el mercado londinense, empezándose a dar mayor significancia a la estabilización interna y al / bienestar social. De esta manera, se trató de desvincular las economías internas de las presiones provenientes de los centros cíclicos a fin de evitar influjos / inflacionarios o deflacionarios.

Con la Gran Depresión fueron apareciendo nuevos objetivos. / El ciclo económico comenzó a ser motivo de gran preocupación y los fines de la política monetaria llegaron a identificarse con el objetivo de la estabilidad / económica interna a un alto nivel de producción y empleo. Así pues, la Gran Depresión provocó una fusión entre los objetivos de la política monetaria y los de la política económica general, acelerando el desprestigio de la estabilidad y / convertibilidad externa como principales fines de la política monetaria.

Además, en los países subdesarrollados, los bancos centrales comenzaron a tomar la responsabilidad de luchar contra las depresiones y de crear condiciones propicias para el desarrollo económico.

Por último, la tendencia más reciente es la combinación de los objetivos de estabilidad interna e internacional, en conjunción con la promoción y el mantenimiento de altos niveles de ocupación e ingresos reales. Como ya he-

nos visto, en este sentido el Convenio del Fondo Monetario Internacional impulsó la cooperación monetaria internacional a fin de conciliar los objetivos de estabilidad externa y estabilidad interna, a un nivel adecuado. Por otra / parte, al ampliarse los objetivos y al considerarse en un primer plano el crecimiento económico, la política monetaria debió complementarse con solventes / políticas fiscales, cambiarias y sociales.

B) Los métodos de control y su evolución.

(a) Política de la tasa de redescuento.

(a-1) El instrumento de control de la tasa de redescuento fue utilizado por primera vez por el Banco de Inglaterra en 1839. A través de su experiencia durante las crisis de 1847, 1857, y 1866 se demostró que para la adecuada aplicación del mismo son necesarias dos precondiciones:

- 1) la política de restricción debe aplicarse rápidamente, antes que la / tendencia a la expansión sea difícil de contrarrestar y
- 2) debe darse seguridades de que todas las demandas legítimas de crédito serán atendidas, a determinada tasa, para evitar pánicos financieros.

Más tarde se sumó la característica de que la tasa se fijaba superior al mercado (penal), dado que el Banco era la fuente última del crédito y asimismo la misma se aplicaba en forma elástica y diferencial. Sin embargo / al ser "exportado" este método de control a Europa Continental, se aplicó en / forma menos diferencial y con menores movimientos de tasas, sobre todo, por la menor rigidez en las exigencias para las reservas metálicas como base de la emisión.

Bajo el régimen de patrón oro, la teoría de la tasa de redescuento se basaba en que las variantes en la misma tendían a provocar movimientos correlativos en las tasas de interés del mercado, las que a su vez producían / efectos sobre la oferta y la demanda de dinero y la afluencia de capital extranjero a corto plazo, factores que a su vez ocasionaban reajustes en los nive-

les de precios y costos internos y corregían los desequilibrios externos. De manera que, para que la aplicación de este instrumento tuviera éxito se requería que:

- 1) la tasa influyera rápidamente sobre las tasas del mercado,
- 2) existiera un razonable grado de elasticidad en la estructura económica, para que los precios y costos internos respondieran a los cambios en las tasas de interés del mercado, y
- 3) los movimientos internacionales de capital no estuvieran sujetos a restricciones y trabas.

Por otra parte, a medida que el mercado monetario es más activo, trabaja con menores márgenes y la autoridad de la banca central es enteramente acatada, las tendencias de las tasas de descuento y del dinero se hacen más correlativas. Estos hechos se patentizaban en el Banco de Inglaterra, que es / el modelo para estudiar estas cuestiones en el siglo XIX.

La tasa de descuento comenzó a perder importancia a partir de 1914, y después de 1932 se usó como complemento de otros instrumentos monetarios. El decaimiento en su aplicación se debió a que:

- 1) los métodos bancarios y los instrumentos del mercado monetario experimentaron modificaciones. La letra de cambio se usó menos y empezaron a predominar los anticipos bancarios, giros, / trasposos telegráficos, letras de tesorería y otros instrumentos gubernamentales a corto plazo.
- 2) la creciente rigidez en la estructura económica indujo a que / los precios y costos internos ya no respondieran a las variaciones en las tasas del dinero.
- 3) hubo una evolución en otros métodos de control crediticio (operaciones de mercado abierto, encajes, acción directa, persuasión moral), con efectos más directos, de acuerdo a las nuevas condiciones económicas, y
- 4) existieron a partir de 1933 condiciones monetarias más líquidas debido a las revaluaciones de reservas de oro, a saldos netos / favorables de balanzas de pagos y a la expansión crediticia motivada por la guerra y la posterior reconstrucción.

A partir de 1946, con la gravitación de los efectos de la Gran Depresión la Guerra II, no obstante, se nota un retorno progresivo de la política

de redescuento, debido a la persistente inflación de precios y de costos en la posguerra (II) y a la aparente incapacidad de los gobiernos para frenar el proceso inflacionario exclusivamente con medidas no monetarias. Así, se trató nuevamente de instaurar una política de dinero caro y escaso, mediante el aumento / de las tasas de redescuento y el retorno a una política monetaria flexible.

Sin embargo, cabe indicar, que si bien la política de redescuento ha resurgido como uno de los instrumentos más importantes de control del crédito, lo ha hecho sin la preeminencia anterior y aplicada en combinación con otros instrumentos monetarios. Por su parte, las reglas que limitaban la elegibilidad de las letras para redescuento son actualmente menos severas y no solo se redescuentan letras de cambio sino una gran variedad de otros documentos comerciales, habiéndose también extendido los plazos máximos de vencimiento.

La nueva efectividad de estas políticas, también se debió a que el exceso de liquidez del sistema bancario se fue absorbiendo por el incremento de la producción y de los precios, haciéndose toda la estructura bancaria más dependiente del banco central. Además, al liberalizarse gradualmente el comercio / y las transacciones internacionales, hubo mayor libertad en los flujos de capitales y de los fondos a corto plazo, los que consecuentemente volvieron a ser más / sensibles a los movimientos de las tasas de redescuento.

Evidentemente, a pesar del resurgimiento de que hablamos, la / política de redescuento es difícil que vuelva a jugar el papel de tanta preponderancia de la época del patrón oro. La reducida importancia de la letra de cambio, la todavía amplia liquidez bancaria, la falta de control de muchos bancos centrales de la base de liquidez del sistema bancario, la existencia de mercados de dinero y de capital no muy integrados y la falta de liberación total en los movimientos internacionales de capitales, son factores que aún obstaculizan su aplicación exitosa.

(a-2) En cuanto a la evolución de la tasa de redescuento en América Latina, pueden distinguirse, entre la década de los veinte y los cincuenta, las siguientes dos fases:

- 1) la preguerra, en que el redescuento estuvo ligado al concepto tradicional de operaciones autoliquidables y
- 2) la posguerra, durante la que los redescuentos se adaptaron a las necesidades financieras de la economía.

A fines de 1930 se fueron liberalizando los conceptos rígidos del redescuento y ya finalizada la guerra, se adaptó a las necesidades del financiamiento del desarrollo. Las legislaciones se fueron reformando, ampliando / los plazos de vencimientos y aplicando tasas diferenciales para operaciones de / fomento. Se pasó de un concepto cuantitativo a un criterio de control selectivo.

Desde fines de la segunda guerra mundial, se puede decir que el redescuento en América Latina ha completado un ciclo evolutivo, que va desde su empleo como instrumento general (cuantitativo), a su uso como instrumento selectivo y su vuelta a su forma tradicional. Esta evolución se debió fundamentalmente al cambio de las políticas de desarrollo, que perduraron hasta mediados / de la década del cincuenta, hacia las políticas de estabilización, aún en proceso.

Con las políticas de estabilización se produjo una tendencia a formas más manejables de redescuento, con un número limitado de tasas y sistemas rígidos de topos generales. Es decir, se restableció su flexibilidad volviendo al aspecto de control cuantitativo, con plazos y montos más reducidos y tasas de tipo "penal". Como veremos más adelante, las tasas fueron aumentadas en general a partir de 1957-1958.

(b) Operaciones de mercado abierto

(b-1) Las operaciones de mercado abierto, en un sentido amplio puede decirse que representan las compras o ventas que efectúa el banco central en el mercado mobiliario, de cualquier papel comercial. Sin embargo en sentido estricto se refiere a las operaciones con valores del Estado a corto o largo plazo.

Técnicamente las compras y ventas de valores por el banco / central tienden a aumentar o disminuir el dinero en circulación y las reservas de los bancos comerciales, que a su vez influyen en la expansión o contracción de los medios de pago. A su turno, las variaciones en el medio circulante provocan fluctuaciones en las tasas del dinero y en las condiciones crediticias, / las que a su vez ocasionan ajustes en los niveles internos de precios, costos, producción y comercio.

A diferencia del instrumento de redescuento, las operaciones de mercado abierto no solo tienen influencia directa sobre las tasas de interés a corto plazo sino también sobre las tasas a largo plazo a causa de las operaciones con valores a plazos largos. Es por lo tanto, un instrumento más directo y más amplio de control del crédito, a condición de que existan mercados amplios y activos de valores a corto y largo plazo.

Para que las operaciones de mercado abierto funcionen adecuadamente se hacen necesarias las siguientes condiciones:

- 1) que el dinero en circulación y las reservas de los bancos comerciales aumenten o disminuyan de acuerdo a las operaciones en valores. Es decir, que no deben presentarse factores de perturbación como efectos contraproducentes de / saldos de las balanzas de pagos, etc.
- 2) que los bancos comerciales aumenten o disminuyan sus créditos de acuerdo con las variaciones en sus reservas y
- 3) que la demanda de crédito bancario varíe de acuerdo con los cambios en la base del crédito y en las tasas de interés.

El elemento personal, conjuntamente con la creciente rigidez de la estructura económica es una de las principales / causas que reducen la eficacia de las operaciones de mercado abierto.

Las operaciones de mercado abierto constituyen un instrumento bien desarrollado de política crediticia tan solo en algunos países como Estados Unidos, Reino Unido y Canadá. Sin embargo, a partir de 1930 las legislaciones bancarias se fueron modificando, autorizando a los bancos centrales para operar con valores gubernamentales o con valores garantizados por el gobierno. Incluso en varios países financieramente menos desarrollados los bancos centrales están autorizados para emitir sus propios valores con fines de política monetaria.

Los obstáculos más importantes que encuentra la aplicación de este instrumento en los países menos desarrollados son:

- 1) la falta de mercados de dinero y de capitales amplios y activos.
- 2) la existencia de excedentes de caja en los bancos comerciales.
- 3) la compensación de la baja de reservas por parte de los / bancos comerciales, acudiendo al redescuento y
- 4) la carencia de un volumen suficiente de valores en el banco central, para poder operar activamente en el mercado abierto.

Este instrumento fue utilizado antes de 1914 por el Banco de / Inglaterra, como complemento de la política de redescuento, cuando el mercado monetario se encontraba en una situación muy líquida, pero solo a partir de 1932 / comenzó una tendencia a utilizar las operaciones de mercado abierto como método principal de control del crédito y en forma independiente al uso de la tasa de / redescuento. Entre las razones de esta evolución se cuentan las experiencias adquiridas en la guerra de 1914-1918 y en su postguerra, la declinación de la tasa de redescuento como principal instrumento de control crediticio, el mayor alcan-

ce de estas operaciones por el mayor volumen y variedad de los valores públicos y ante las mayores necesidades del estado.

(b-2) En América Latina las operaciones de mercado abierto tropie-  
zaron con la ausencia de mercados monetarios y de capitales activos y organiza-  
dos.

Desde 1920 hasta 1930, en los pocos bancos centrales que fun-  
cionaban en la región, las facultades para la compra y tenencia de valores esta-  
ban muy restringidas y en general se las limitaba a un porcentaje dado sobre el  
capital y reservas.

A partir de 1930 se pueden distinguir dos etapas:

- 1) desde 1930 hasta fines de la segunda guerra mundial en la  
que se trató de crear nuevos tipos de valores para regular  
la moneda y
- 2) el período postbélico que se caracterizó por el apoyo a /  
instituciones o instrumentos que propendieran a una forma-  
ción de mercados de capitales.

En la primer etapa surgen nuevos tipos de valores, siendo una  
de las experiencias más significativas la del Banco Central de la República Ar-  
gentina, que ideó el "certificado de participación" representativo de su tenen-  
cia de valores gubernamentales, con plazos y tasas de interés adaptadas a las /  
condiciones del mercado. Más tarde emitió el "certificado de custodia de oro"  
que se usó para contrarrestar el exceso de liquidez producido por la entrada de  
fondos extranjeros.

Durante el período postbélico las operaciones en valores adqui-  
rieron mayor importancia y las legislaciones fueron permitiendo mayor flexibili-  
dad en las operaciones de los bancos centrales. Entre las técnicas que se utili-  
zaron se pueden mencionar:

- 1) estabilización de cotizaciones y fijación de precios de los  
valores del gobierno.

- 2) compromisos de recompra a la par de dichos valores.
- 3) inclusión de los mismos en las reservas secundarias de los bancos comerciales y
- 4) participación de la banca central en la planeación y / distribución de las emisiones gubernamentales.

Por último debe decirse, que como instrumento de regulación monetaria ha sido usado en forma muy restringida, con la excepción en determinadas épocas de Argentina y México. Como instrumento de financiamiento del desarrollo económico, se ha utilizado bastante a través de activos gubernamentales, obligaciones hipotecarias o valores de organismos de fomento. Como expediente para cubrir los déficits fiscales fue también muy usado, con el agravante de que al no compensarse con otros factores, se transformó en causa principal de las inflaciones. Finalmente, durante la aplicación de los programas de estabilización no fue prácticamente utilizado como instrumento de regulación / monetaria en ninguno de los países considerados.

#### (c) Fijación del encaje de los bancos comerciales

(c-1) Las reservas bancarias pueden determinarse por costumbre, por ley o por disposición administrativa. Las facultades de los bancos centrales para fijar o modificar las proporciones de reservas a depósitos determinan la medida en que los bancos pueden disponer de sus activos líquidos y cualquier modificación a dichas proporciones produce contracciones o expansiones en los préstamos o inversiones bancarias.

Este método de regulación comenzó a utilizarse en Estados Unidos en 1936 conjuntamente con las operaciones de mercado abierto, a fin de contrarrestar las fluctuaciones cíclicas y como medida de emergencia ante situaciones anormales.

Desde la guerra se ha constituido en un instrumento importante de política monetaria. Debido a las anotadas limitaciones de las operaciones /

de mercado abierto que existen en muchos países, se lo usó en su aspecto de / depósito legal y no en su forma constante para servir de base a las operaciones de mercado abierto u otras medidas monetarias.

Recién en la década de los treinta se lo empezó a considerar como un verdadero instrumento de política monetaria, ya que hasta ese momento / se lo utilizaba como un fondo de garantía ante el posible retiro de depósitos.

Los porcentajes mínimos para depósitos a la vista en general son más elevados que los correspondientes a depósitos a plazo. Asimismo existen encajes legales suplementarios para incrementos de depósitos, o bien para depósitos en exceso de un múltiplo determinado del capital de los bancos. Por su parte, el encaje legal debe estar constituido por depósitos en el banco central o bien por efectivo en la caja de los mismos bancos comerciales.

En los países, con mercados financieros menos desarrollados, donde las operaciones de mercado abierto son difíciles de aplicar, los cambios en los encajes se convirtieron en el principal método para regular las reservas bancarias disponibles, haciendo al mismo tiempo más efectiva la política de descuento.

En estas economías, frecuentemente se presentaron dificultades técnicas en la alteración de los encajes, por lo que se adaptaron los sistemas de encajes mediante la aplicación de los ya mencionados encajes adicionales sobre el aumento de depósitos, luego de una fecha determinada. En esta forma se / reducen considerablemente los problemas que ocurren por la diferencial distribución del exceso de reservas entre los bancos. Sin embargo, cabe mencionar que los encajes adicionales pueden producir a largo plazo efectos indeseables al perjudicar desproporcionadamente a los bancos que se están desarrollando más rápidamente. Por lo tanto, es conveniente que los sobreencajes sean planeados cuidadosamente y reexaminados frecuentemente.

(c-2) A partir de la guerra ha surgido un nuevo instrumento de control crediticio que se denominó coeficiente mínimo de liquidez o encaje suplementario de valores. Consiste en el mantenimiento de reservas mínimas en forma de activos líquidos (como valores gubernamentales) en determinada proporción respecto a los depósitos .

Además de empleársele como método cuantitativo, también se lo usó con propósitos de control selectivo, especialmente en países financieramente menos desarrollados.

La experiencia ha demostrado que, como instrumento cuantitativo (especialmente países desarrollados financieramente) fue bastante eficaz, pero como instrumento selectivo no ha logrado gran éxito. Lamentablemente, cabe / decir, que en muchos países insuficientemente desarrollados ha tendido a facilitar el financiamiento de los déficits gubernamentales.

(c-3) En Latinoamérica, desde la década de los veinte hasta aproximadamente 1936, las diferentes legislaciones establecían encajes fijos que tenían el carácter de garantía de liquidez y protección de los depositantes. Es decir, no configuraban un instrumento de regulación monetaria.

En cambio a partir de 1936, los encajes se fueron transformando de fijos a flexibles. El primer banco que estuvo autorizado a mover los encajes fue el de México en 1936. El Banco Central de la República Argentina intentó / en dicha fecha establecer encajes flexibles mediante la "persuasión moral" al no obtener que el Gobierno de entonces estableciera esa norma con fuerza legal. Estos ejemplos fueron seguidos por otros países varios años después y sólo luego / de terminada la Segunda Guerra Mundial los encajes llegaron a ser una característica general en casi todos los países de América Latina, aplicando los "votos" / de la Primera Reunión de Técnicos de Bancos Centrales realizada en México en / 1946.

Sin embargo, desde 1945 a 1950, no fue muy utilizado, comenzando realmente en la década del cincuenta a usarse en forma mucho más generalizada y tanto con fines cuantitativos como selectivos.

La clasificación formal de los encajes, tal como se han utilizado o se utilizan en América Latina, es:

- 1) efectivo en caja y depósitos en los bancos centrales, siendo su objetivo regular la flexibilidad y liquidez del sistema bancario, con fines de política monetaria.
- 2) en algunos países para no privar de rendimiento legítimos a los bancos comerciales se les autoriza a invertir en valores una porción de las reservas básicas y la mayor parte de las reservas marginales. Los valores elegibles en primer término son los gubernamentales, pero también pueden incluirse bonos de instituciones de fomento. Este sistema de encajes secundarios es similar a los ya mencionados coeficientes de liquidez.
- 3) También en ciertos casos, ante preocupaciones selectivas, la política se ha orientado hacia el control de la cartera de los bancos.

La aplicación de los requisitos de encaje desde el punto de vista cuantitativo se ha encaminado a regular el volumen del crédito, ya sea con fines restrictivos o expansionistas a fin de contrarrestar movimientos estacionales de fondos o para corregir desequilibrios internos producidos por movimientos de la balanza de pagos.

El uso cualitativo propendió a facilitar el financiamiento gubernamental orientado al crédito para actividades productivas y de desarrollo. Como veremos más adelante, uno de los ejemplos más representativos de aplicación cualitativa es el caso de Colombia.

En general se puede decir, que la aplicación cuantitativa y cualitativa en la experiencia latinoamericana originó resultados incongruentes, ya que el énfasis selectivo fue contrario al objetivo de estabilización monetaria. Sobre todo, la inversión de parte de las reservas en valores gubernamentales, co-

no ya expresamos, sirvió la mayoría de las veces para cubrir los déficits gubernamentales, por lo que la tendencia más reciente es confiar principalmente en los encajes primarios o en efectivo en lugar de los secundarios o en valores. Esta tendencia coincide con las políticas estabilizadoras.

Como la política de redescuento y las operaciones de mercado abierto presentan en América Latina una eficacia limitada, los encajes flexibles se ubicaron como el instrumento central de los programas de estabilización unido a ciertas limitaciones al crédito de los bancos centrales.

(d) Los controles directos y la regulación selectiva del crédito.

(d-1) Después de la última guerra se han utilizado para afectar las actividades económicas los controles directos y selectivos, adoptando una gran variedad de formas y características.

La finalidad de los controles selectivos es la de fomentar o disminuir ciertos tipos de préstamos e inversiones, e influir consecuentemente / en la distribución de los recursos económicos. Sin embargo, como dispositivos antiinflacionarios, estos controles no pueden reemplazar a los instrumentos más generales de restricción crediticia, pudiendo solamente suplementarlos.

En países desarrollados los controles selectivos no han sido / muy utilizados, pero en cambio, en los menos desarrollados, ocuparon un lugar preponderante en su función de canalizar las inversiones de acuerdo a los objetivos del desarrollo económico. No obstante, su utilidad fue limitada y a veces causaron efectos contraproducentes, debido a la desviación en la utilización de los recursos económicos a causa de las serias presiones inflacionarias.

Los controles directos por su parte, afectan en forma variable la influencia y distribución del crédito y según su aplicación, pueden tener // efectos cuantitativos o selectivos.

(d-2) Entre los tipos de control selectivo se pueden mencionar:

- 1) Política de redescuento, mediante la creación de una estructura de tasas aplicables a diferentes clases de papeles elegibles. Debe existir una tasa "general" o "básica" y varias tasas diferenciales de carácter variable. Por otra parte la selectividad se obtiene mediante diferentes requisitos de "elegibilidad".
- 2) el uso selectivo del encaje legal, mediante la inclusión de / préstamos de carácter preferencial entre los activos bancarios elegibles para cubrir el depósito legal, o bien mediante exenciones al encaje para las operaciones activas preferenciales.

Además de la utilización selectiva de estos instrumentos generales, existen los siguientes:

1) Depósitos previos de importaciones

Los depósitos previos presentan efectos tanto cuantitativos como selectivos. El efecto cuantitativo se produce por la esterilización de / fondos en el banco central que origina disminución de las reservas bancarias y de la circulación. El efecto selectivo se produce por el hecho de que los importadores se ven obligados a congelar sus propios fondos por períodos más largos de los que dichos fondos estarían utilizados si fuesen empleados en transacciones distintas a las importaciones. Por otra parte, como las importaciones / se encarecen por los cargos de intereses, se produce una reorientación de la demanda hacia artículos de producción interna.

Además, el efecto selectivo se puede vigorizar mediante la diferenciación de los plazos de cobertura y tasas, de acuerdo a distintos tipos / de importaciones.

2) La aprobación previa de préstamos bancarios y el control de / los créditos a mayores plazos.

Este método consiste en el requisito de autorización previa / para todos los préstamos que excedan de cierto monto y en la restricción de / ciertos préstamos a largo plazo ya sean con fines de capitalización o de parti-

cipación en emisiones del mercado de capitales.

3) Regulación del crédito a plazo, al consumo.

Este sistema adquirió importancia en Estados Unidos en los años de la segunda guerra mundial a efectos de neutralizar los efectos inflacionarios que se podían producir por la demanda civil de bienes duraderos de / consumo, que a su vez se requerían para las operaciones de defensa.

Terminada la guerra, se lo siguió considerando en Estados / Unidos como un método útil de control selectivo, y a su vez se fue expandiendo a otros países, donde se comenzó a aplicar pero con menor importancia.

4) Requerimientos marginales.

El control que se realiza mediante este método consiste en especificar el valor de las ventas de bonos y otros valores negociables en los / mercados de valores, que pueden ser adquiridos o realizados con crédito bancario. Fundamentalmente debe existir una bolsa de valores activa y organizada y su objetivo básico es reducir al mínimo la especulación sobre las transacciones de valores.

(d-3) La efectividad de los controles selectivos.

Según la experiencia, los controles selectivos cuando se aplicaron en combinación con instrumentos más generales de regulación cuantitativa, resultaron más efectivos que cuando se pretendió orientar el crédito sin dicho apoyo. No obstante, los controles selectivos encuentran muchas limitaciones, / entre las cuales podemos mencionar:

- 1) imposibilidad de controlarse debidamente el destino final del préstamo que se fomenta o se permite.
- 2) habilidad de los prestatarios en utilizar sus propios recursos en fines no esenciales, aplicando los obtenidos mediante el crédito a objetivos importantes y

- 3) dificultad administrativa en el discernimiento adecuado entre sectores económicos esenciales o no, inversiones productivas o improductivas, etc.

(d-4) "Instrucciones" del banco central.

Es una forma de control selectivo que depende principalmente del prestigio y autoridad de que goce el banco central en el sistema financiero y en las clases activas, y asimismo de la estructura bancaria y financiera del país.

En general las "instrucciones" no son tan efectivas en países donde existen condiciones de mercado muy competitivas, y asimismo pueden resentirse a largo plazo, por lo que conviene que se acompañen con medidas de carácter tradicional.

(d-5) Acción directa y persuasión moral.

La "persuasión moral" puede considerarse como una de las formas de la acción directa, pero hay que distinguirlas, pues la acción directa se refiere al caso en que el banco central tome medidas coercitivas contra bancos individuales o emita disposiciones positivas para todos los bancos en general.

La "persuasión moral" se refiere a la influencia que puede tener un banco central en base a su autoridad moral y su poder de persuasión. Tiene la ventaja sobre la acción directa, de crear una reacción psicológica menos desfavorable ya que no está acompañada de coacción legal alguna.

En países donde existen condiciones monetarias líquidas, y / donde las operaciones de mercado abierto presentan dificultades de aplicación, es aconsejable que la banca central utilice una buena dosis de persuasión moral, dependiendo su éxito de:

- 1) el prestigio y autoridad del banco central,
- 2) los medios técnicos y facultades legales a su disposición

- 3) el grado de cooperación entre el banco central y los bancos comerciales, y
- 4) la estructura bancaria y crediticia del país.

La acción directa, por su parte, puede materializarse en / negativa de redescuento a bancos que no se atengan a las disposiciones o normas del banco central y en uso de tasas penales variables. Además, ante la / evolución sufrida por las legislaciones, los bancos centrales comenzaron a / controlar las operaciones crediticias y las inversiones de los bancos comerciales, mediante porcentajes mínimos entre capital y reservas y el total o ciertas categorías de activos, o bien a través del establecimiento de niveles máximos a los préstamos, anticipos e inversiones bancarias, o a ciertas operaciones activas en especial.

#### (d-6) Regulación directa del crédito en América Latina.

En la década de los veinte la legislación bancaria incluía algunas disposiciones reguladoras, como ser la fijación de tasas de interés máximas, de proporciones entre depósitos y capital y de topes y composición de carteras. Estas disposiciones no pretendían actuar como controles monetarios sino más bien trataban de asegurar el cumplimiento de adecuadas normas de solvencia, liquidez y competencia.

La regulación de las tasas de interés tanto sobre operaciones activas como pasivas, fue una de las disposiciones más empleadas, persiguiendo dos objetivos: adecuada provisión de crédito, de bajo costo para actividades / productivas y restricción de la competencia.

Otro tipo de control fue la fijación de coeficientes de liquidez, estableciendo proporciones entre capital y reservas y los depósitos y otras obligaciones, o bien relacionando las reservas y activos líquidos con depósitos y obligaciones. Estos coeficientes en general eran establecidos por ley con lo

que no estaban sujetos a modificaciones.

Las disposiciones reguladoras de los préstamos e inversiones, originalmente se encontraban fijadas por las legislaciones, debido a lo cual / también presentaban pocas alteraciones.

Durante el período posbélico, en que la persuasión moral y los controles generales resultaron poco eficaces dadas las anormales condiciones monetarias, la banca central comenzó a aplicar más seriamente los controles cuantitativos directos para complementar los controles generales. La legislación bancaria, a partir de la guerra, fue incluyendo el otorgamiento a los bancos centrales de facultades específicas en cuanto a la limitación cuantitativa de la / expansión crediticia de los bancos comerciales. Estas técnicas pueden agruparse así:

- 1) Facultad de imponer porcentajes máximos a la tasa de crecimiento del crédito, pudiendo aplicarse al total de las carteras de préstamos e inversiones o a categorías concretas / de operaciones y
- 2) Facultad para imponer topes o límites absolutos ya sea sobre el total de la cartera o a grupos concretos de operaciones.

Estos controles se han usado por varios países latinoamericanos, así como Chile, Bolivia y Brasil, que lo contó como uno de sus medios de / acción en la política estabilizadora.

Los controles cuantitativos directos, de acuerdo a las facultades de los bancos centrales, también se aplicaron, aunque en menor medida, con criterio selectivo. De esta forma se transforman en "controles cualitativos directos". Estos controles se aplicaron en Bolivia desde 1954 y en Colombia se / trató de abandonar los encajes selectivos en favor de un sistema de regulación directa de préstamos e inversiones. Pero sin embargo, el control en general se ha practicado por medio de los movimientos de las tasas de interés y los depósitos previos de importaciones.

Por otra parte, a partir de 1944, comenzando por la Argentina y siguiendo por casi todos los demás países, se comenzó a utilizar la política de "instrucciones" y recomendaciones a los bancos comerciales y otras instituciones del sistema, con fines de apoyo o vigorización de otros controles.

La regulación de las tasas de interés de los bancos comerciales y de otras instituciones de crédito ha continuado siendo una medida muy aplicada, pero con objetivos más amplios. La regulación de las tasas de operaciones pasivas no solo tiene como fin el mantenimiento de condiciones competitivas, sino también evitar la absorción de fondos con fines especulativos en detrimento de / actividades productivas. Asimismo, el control sobre las tasas de operaciones / activas, tiende en combinación con otras medidas, a proveer crédito más barato / para actividades que se quieran fomentar.

Generalmente, los bancos centrales latinoamericanos, están facultados para fijar "tasas mínimas diferenciales" sobre operaciones activas y / pasivas. Esta facultad se basa en criterios relativos a: clase, plazo de los / depósitos, tipo de instituciones, naturaleza de las operaciones, destino de los fondos, garantías, etc.

Entre mediados de la década del cuarenta y mediados de la década del cincuenta, las tasas de operaciones activas como pasivas se mantuvieron bajas y con estructuras diferenciales, de acuerdo a la preponderante política de fomento y desarrollo. A partir de 1955, con los programas de estabilización, hubo un cambio radical: se pasó de las tasas múltiples (diferenciales) a las tasas unitarias máximas y de las tasas bajas a las tasas altas.

Otro de los instrumentos aplicados luego de la posguerra, fueron los depósitos previos, tanto para reducir las importaciones como para esterilizar parte de las reservas nacionales. En ciertos casos los depósitos eran financiados con crédito bancario y luego se disponían para cubrir los déficits gu-

bernamentales, por lo que no cumplían con los objetivos previstos de orden / monetario. Los mismos se comenzaron a aplicar en Bolivia, Perú y Colombia en 1951, en Chile en 1953, en Argentina en 1957 y en Brasil en 1961, pero / cuando los programas de estabilización llegaron a fases avanzadas, se comenzaron a abandonar.

Finalmente, en el período posbélico, se comenzó a facultar a los bancos centrales para regular la relación porcentual entre el capital / y obligaciones o activos de los bancos comerciales no sólo con el fin de mantener la solvencia bancaria, sino también como medida de regulación monetaria y crediticia. Estas relaciones se aplicaron tanto con fines cuantitativos como selectivos.

Para terminar, se puede decir que el establecimiento de controles cuantitativos directos en general ha servido para contener la expansión del crédito, de acuerdo a la experiencia de los planes estabilizadores, pero, por otro lado parece que han dado menores resultados que las políticas generales de dirección y distribución del crédito.

6) La utilidad relativa de los instrumentos monetarios, de acuerdo de acuerdo a los diferentes ambientes económicos y financieros.

Es generalmente sostenido que la política monetaria debe contribuir a un crecimiento económico y a un alto nivel de empleo que sean compatibles con la estabilidad monetaria y el equilibrio de la balanza de pagos. Pero es cada vez más evidente, que la técnica de la banca central varía considerablemente de un país a otro, siendo las razones:

- 1) instituciones políticas y sociales diferentes.
- 2) estructuras económicas y financieras opuestas.
- 3) costumbres y tradiciones divergentes.

- 4) distinta naturaleza de los problemas que debe afrontar cada banco central.

Aunque ya se ha ido mencionando en los puntos anteriores de este capítulo, trataremos a continuación de sistematizar la variante eficacia de los controles monetarios, de acuerdo a las distintas condiciones económicas, financieras o institucionales en que deben aplicarse.

(a) Grado de desarrollo económico y estabilidad.

La política monetaria presente una eficacia limitada en un ambiente económico donde la producción se mantiene al nivel de subsistencia, el ingreso per cápita y los ahorros son bajos y gran parte de la economía permanece al margen de la economía monetaria. En este tipo de ambiente es factible / que exista estabilidad monetaria debido a la falta de dinamismo económico y a la baja demanda crediticia. En estos casos el objetivo más urgente de la política monetaria es estimular el desarrollo de instituciones crediticias, promover la inversión de capitales y ayudar a su financiación.

Contrariamente, en un ambiente caracterizado por inflación / crónica y acumulativa, la función de la política monetaria difiere significativamente. En este caso la primera prioridad es detener la expansión del crédito y restaurar la confianza en la moneda. Sin embargo, la política monetaria por si sola no es capaz de controlar la inflación, por lo que debe ser complementada con medidas que tiendan a eliminar las causas concurrentes del desequilibrio. Posiblemente deberán congelarse los sueldos, modificar la estructura cambiaria y ajustarse los presupuestos gubernamentales que pueden ser los factores básicos o preponderantes en gobiernos demagógicos. En estas situaciones, los controles monetarios forman solo parte de amplios programas de estabilización.

Entre los dos extremos que hemos mencionado - la estabilidad por la estaticidad de la economía y la inflación crónica y acumulativa - se /

encuentra un amplio sector intermedio con variantes características, donde la política crediticia desempeña el papel más preponderante. Este sector permite la siguiente diferenciación:

- 1) economías en rápido proceso de cambios estructurales y de desarrollo y
- 2) economías completamente desarrolladas.

En el primer caso, la política monetaria tiene como funciones básicas: a) frenar la demanda de créditos, aún con estabilidad de precios, garantizando un flujo adecuado de crédito a todos los sectores económicos y b) ir adaptando los diversos instrumentos de control a los permanentes cambios / económicos, e ir expandiendo los mercados financieros.

En el segundo caso, no solamente deben satisfacerse las necesidades diarias, estacionales o regionales de la economía, sino también deben neutralizarse las tendencias inflacionarias o deflacionarias que se presenten, siendo todos los controles crediticios eficaces y suficientes para corregir los desajustes. Pero es muy importante saber elegir adecuadamente las medidas a / aplicar, y escoger debidamente el alcance y el momento apropiado.

(b) Grado de desarrollo de los mercados monetarios y de capitales.

Un mercado financiero bien desarrollado se caracteriza por la existencia de una serie de instituciones especializadas que negocian una diferente cantidad de documentos, de acuerdo a los prestanistas, riesgos y vencimientos. Los bancos comerciales operan con un reducido margen de reservas, lo que permite al banco central influir en forma muy efectiva en el costo y la disponibilidad del crédito. Sin embargo, debe tenerse especial cuidado en la aplicación gradual y oportuna de las diferentes medidas para evitar inconvenientes reacciones psicológicas en los mercados.

Por otro lado, en los ambientes carentes de mercados financie-

ros desarrollados, los controles monetarios pierden mucha efectividad. Debido a que existen muchas transacciones no monetarias y como los bancos comerciales no tienen tantas oportunidades de inversión, presentan generalmente excedentes de reservas, con lo que se resiente la sensibilidad de la economía ante la política monetaria. En estos casos, deben readaptarse las diferentes medidas de control crediticio a las condiciones prevalentes.

(c) Importancia del comercio exterior en la economía interna.

En este punto debe hacerse la siguiente distinción:

- 1) economías desarrolladas y extensas, que "autónomamente" causan fluctuaciones en la actividad comercial y
- 2) economías en las que la exportación constituye una parte tan significativa, que las fluctuaciones en la demanda / extranjera producen alteraciones en el ingreso nacional y en los medios de pago.

La experiencia de los últimos años ha demostrado que los instrumentos monetarios son poco eficaces para neutralizar las contracciones o expansiones de los medios de pago originadas por las fluctuaciones en las exportaciones. No obstante, si la política monetaria se aplica en combinación con medidas cambiarias y fiscales y siempre que se actúe vigorosamente y en el momento oportuno, puede lograrse la corrección de los mencionados desajustes.

(d) El ambiente institucional y la política monetaria.

Por último, el ambiente institucional es otro de los factores que altera la efectividad de los controles de crédito.

Es muy importante el grado de independencia de las autoridades monetarias para ejercer sus funciones, los alcances de las mismas, y la inexistencia de una política económica contradictoria.

Resumiendo, la política monetaria y bancaria llega a su máximo

de utilidad en ambientes con las características siguientes;

- 1) la producción ha alcanzado un adecuado desarrollo
- 2) existen mercados financieros muy amplios
- 3) el sector externo no tiene gran influencia sobre la economía y
- 4) las autoridades monetarias pueden ejercer sus funciones con un alto grado de independencia.

(e) Consideraciones finales.

En los países financieramente menos desarrollados, al encontrarse más restringida la aplicación de la política de redescuento o las operaciones de mercado abierto, se hace necesario aplicar los instrumentos más contundentes e inmediatos con el fin de prevenir desajustes acumulativos. Asimismo, en estos países la política monetaria no puede aspirar a una efectividad total, salvo que los instrumentos se seleccionen adecuadamente, sean debidamente dosificados y se apliquen en los momentos oportunos.

Sin dudar del gran papel que le cabe a la política monetaria, en el problema de alcanzar la estabilidad, es indudable que por sí sola no tiene posibilidades de acometer toda la tarea, por lo que debe formar parte de amplias políticas que refuercen la eficacia de los controles monetarios. No obstante, debe recalarse, que la estabilidad monetaria no ha de sostenerse por mucho tiempo, sin el uso de los debidos controles crediticios.

Finalmente cabe expresar que, los instrumentos crediticios y bancarios tendrán una importancia creciente en todo el mundo debido a la expansión de la economía, del papel desempeñado por la moneda y el crédito y a la ampliación de los mercados financieros.

## C A P I T U L O   I V

### LAS EXPERIENCIAS LATINOAMERICANAS DE ESTABILIZACION MONETARIA Y BANCARIA

#### I) BOLIVIA

##### A) Antecedentes y plan de estabilización

La inflación monetaria en Bolivia tuvo su origen en la financiación de la guerra del Chaco entre 1932 y 1935; el circulante pasó de Bs. 79,9 millones a fines de 1932 a Bs. 377,7 millones al 31 de diciembre de 1935. Este aumento / se debió a los elevados gastos de movilización, abastecimiento de tropas, etc.

Durante el período de la segunda guerra mundial el ritmo de la / inflación fue grande pero a partir de 1943 tomó aún mayor ímpetu, siendo todavía // más acelerado después de la revolución de 1952. A las causas indicadas de la guerra, luego se agregaron los grandes déficits presupuestarios, la falta de una adecuada legislación que restringiera las emisiones de billetes (1) y las devaluaciones cambiarias.

Entre 1939 y 1944 la inflación adquirió proporciones alarmantes, el medio circulante pasó de Bs. 679,5 millones a fines de 1939 a Bs. 1934,1 millones a fines de 1944, motivado por el déficit fiscal, por las financiaciones al Banco Minero, al Banco Agrícola y a Yacimientos Petrolíferos Fiscales, con fondos del Banco Central y por la mayor velocidad de circulación de la moneda.

El gobierno revolucionario de 1952, heredó una situación de inflación crónica y de estancamiento económico. Los principales objetivos de la revolución consistieron en integrar la población indígena en la vida política y económica del país mediante:

---

(1) Las leyes monetarias de 1928, recomendadas por la misión Kenmerer, habían sido derogadas.

- 1) una comprehensiva reforma agraria;
- 2) nacionalización de las grandes minas de estaño y
- 3) una política de elevación del status social y económico de la población indígena.

Sin embargo, el proceso inflacionario se volvió a impulsar en // 1953 ya que la nacionalización de las minas demandó gastos que tuvieron que ser financiados por el Banco Central debido a que la Corporación Minera carecía del capital circulante necesario. Así el circulante total pasó de Bs. 6892,9 millones a fines de 1951 a Bs. 247.591,6 millones en diciembre de 1956 (incluidos depósitos fiscales). Consecuentemente se produjo un gran aumento en el nivel general de precios. Por otra parte incidió la caída del precio del estaño en el mercado internacional, que es la fuente principal de los ingresos en moneda extranjera del país. La cotización de dicho mineral bajó de U\$S 1,26 por libra fina en 1951 a U\$S 0,88 en 1954. // Además se presentaron como otros factores agravantes del proceso: la especulación, el contrabando y la fuga de capitales.

El costo de vida aumentó increíblemente hasta fines de 1956, como se ve en el cuadro N° 4.

Los controles de comercio y de cambios no sirvieron para proteger la balanza de pagos contra el impacto de la inflación interna. Las reservas de oro y divisas ascendían a U\$S 35 millones en 1952, a U\$S 14 millones a fines de 1955 pasando a una cifra negativa de U\$S 2,3 millones a fin de octubre de 1956. El tipo de cambio oficial, que había sido establecido en 1953, y que era Bs. 190 por dólar permaneció invariable durante este período, pero sin embargo, a pesar de las entradas de importantes recursos extranjeros (2), el tipo de cambio del mercado paralelo se fue depreciando constantemente, así de: Bs. 210 por dólar norteamericano a fines de 1951 / pasó a Bs. 950 en 1953, a Bs. 1820 en 1954, a Bs. 4018 en 1955 y a Bs. 12.000 por dólar a fines de octubre de 1956.

---

(2) Especialmente la ayuda norteamericana.

Dada la irreal tasa de cambio oficial, los ingresos de la minería, que provienen de la exportación, se encontraban congelados, contra un gran aumento por otro lado de los gastos de explotación en moneda nacional, lo que producía un / agravamiento del déficit de explotación que debía ser financiado por el Banco Central.

En resumen se puede decir que la situación económica durante el largo proceso inflacionario, se caracterizó por los siguientes hechos:

- 1) gran incremento de los medios de pago;
- 2) importante aumento del crédito al sector público y privado;
- 3) mayor velocidad de circulación;
- 4) continuos aumentos de precios y del costo de la vida;
- 5) disparidad notable entre el cambio oficial y el mercado paralelo;
- 6) baja producción de minerales por agotamiento de reservas, desgaste de maquinaria y paulatina reducción de la ley de los minerales;
- 7) contrabando y especulación;
- 8) baja cotización en el mercado internacional de los minerales exportables;
- 9) aumentos de costos de mercaderías de importación;
- 10) desequilibrio en la balanza de pagos.

Debido al constante aumento de los gastos de explotación se tuvieron que efectuar ajustes en el tipo de cambio de exportación para impedir el derrumbamiento total de las industrias de exportación. Mientras el Banco Central pagaba a fines de 1956 un promedio aproximado de Bs. 3.000 por dólar para las exportaciones mineras y petroleras, las divisas así obtenidas se vendían a los importadores al tipo oficial de Bs. 190, el que más los impuestos de importación podía ascender a aproximadamente 400 Bs. por dólar. Así es que no debe extrañar que el déficit del Banco Central en concepto de compra y venta de divisas alcanzó en los primeros nueve meses de 1956 a Bs. 53.000 millones.

A causa de este sistema cambiario y a los controles de precios /

internos se produjo una evasión de artículos importados a países limítrofes donde su venta resultaba mucho más lucrativa. Había, por lo tanto, una gran escasez de / productos en el mercado y era ya cosa corriente las largas filas para obtener mercaderías a precios oficiales.

Por su parte, los mineros vivían de las pulperías mineras ya que compraban las mercaderías a precios oficiales (subsidiados) y las revendían en el / mercado negro obteniendo una utilidad considerable. Las pérdidas de la Corporación Minera, por este motivo, ascendieron en el primer semestre de 1956 a Bs. 45.000 millones, comparado con Bs. 31.000 millones en concepto de salarios pagados durante / ese mismo período.

Ante este panorama caótico, el gobierno que entró en funciones en agosto de 1956, a fin de terminar con el proceso inflacionario y previa consulta con el Fondo Monetario Internacional, dictó el 15 de diciembre de 1956 los decretos sobre estabilización monetaria. Se creó el Consejo Nacional de Estabilización que / fue el encargado de formular el programa de estabilización, y se formó un "Fondo de Estabilización" para apoyar el programa, de U\$S 25.000.000 financiados así:

Fondo Monetario Internacional (Stand-by)	U\$S 7.500.000
Tesorería de Estados Unidos	7.500.000
Ayuda Norteamericana (donación de la administración de Cooperación Internacional de EE. UU.)	<u>10.000.000</u>
	<u>U\$S 25.000.000</u>

Las medidas adoptadas fueron:

- 1) Todas las operaciones en moneda extranjera son libres y se rigen por un solo tipo de cambio que fija el Departamento Monetario del Banco Central de Bolivia, de acuerdo a la oferta y la demanda de divisas.
- 2) Todos los movimientos de capitales e invisibles se efectúan libremente a través del mercado de cambios.
- 3) Se estableció el comercio libre, derogándose los permisos de importación.
- 4) Las exportaciones e importaciones sujetas a convenios internacionales, siguen vinculadas a los mismos.

- 5) Las importaciones del sector público se sujetan estrictamente al presupuesto de divisas bajo la vigilancia del Ministerio de Hacienda y el Banco Central.
- 6) Se abolió el sistema de importaciones y precios subsidiados por el Estado para artículos de primera necesidad.
- 7) Quedó derogado todo control de precios de bienes y servicios, dejándolos librados a la oferta y la demanda.
- 8) La Corporación Minera de Bolivia, dispone de las divisas que le asigna el presupuesto respectivo.
- 9) Ninguna entidad estatal, repartición o dependencia del estado puede recurrir al Banco Central en demanda de créditos para su financiación.
- 10) El mayor ingreso del presupuesto de divisas se destina por una parte a la Corporación Minera de Bolivia, hasta un máximo de U\$S 3.000.000 anuales, luego el 50 % al Banco Central para constituir la reserva monetaria y el saldo queda a disposición del gobierno.
- 11) El encaje legal de las instituciones bancarias es fijado por el Ministerio de Hacienda mediante decreto.
- 12) Se congelaron todos los sueldos y salarios por el término de un año.
- 13) Hubo liberación general de derechos e impuestos aduaneros para importación y de impuestos sobre exportación de minerales que fueron sustituidos por regalías en divisas de libre disponibilidad.

En el sector cambiario se eliminó el sistema de mercado doble / (oficial y libre) así como todos los controles. El sistema de tipos múltiples se suplantó por un mercado único y libre en el que el Banco Central fijaba los tipos diarios de compra y venta de acuerdo al movimiento de divisas y a la posición de reservas internacionales. Sin embargo el gobierno y las empresas del Estado debían seguir efectuando sus transacciones cambiarias a través del Banco Central, controlándose / dichos movimientos mediante el presupuesto de divisas que se establecía a principios de cada año.

El tipo de cambio fijado originalmente fue de Bs. 7.700 por dólar para la compra y de Bs. 7.750 para la venta. Es decir, que apenas transcurrido un mes de la aplicación del plan, el dólar se cotizaba un 20 % más bajo.

En cuanto al sector público, se efectuaron reformas encaminadas hacia el logro de un equilibrio financiero, destacándose como las más importantes:

- 1) modificación de los procedimientos presupuestales propendiendo a un control preventivo.
- 2) Establecimiento de una regalía sobre la producción minera del 5 % sobre las exportaciones.
- 3) Un nuevo arancel de aduanas, con derechos "ad-valorem"
- 4) Simplificación del sistema impositivo.

Por su parte el equilibrio del presupuesto de la Corporación Minera trató de lograrse mediante el establecimiento de un presupuesto detallado, abolición del sistema de ventas de artículos de pulpería a precios de subsidio y reducción de la mano de obra. Además, en otras empresas estatales se autorizaron alzas / importantes de tarifas y reducción de los planes de inversión.

Con respecto a la política crediticia se adoptaron las siguientes medidas:

- 1) Los depósitos de los bancos comerciales en el Banco Central a la fecha de la iniciación del Programa de Estabilización quedaban congelados y sólo podrían liberarse ante disminución de depósitos.
- 2) Se establecieron encajes marginales equivalentes al 50 % de cualquier aumento que se registrase en los depósitos bancarios después de la fecha de iniciación del plan.
- 3) El Departamento Monetario del Banco Central limitaría exclusivamente sus actividades de redescuento a bancos con dificultades temporales por retiros de depósitos.

Por último se abolió completamente el sistema de pulperías y controles de precios, otorgando ciertos reajustes de sueldos y salarios para compensar los incrementos previstos en los costos de los productos de consumo. Asimismo se redujo algo la incidencia de las cargas sociales.

#### B) Evolución de las medidas de estabilización

(a) En 1958 se renovó por un año más el convenio de Stand-by con el Fondo Monetario Internacional y se agregaron otras disposiciones de carácter fiscal, crediticio y social al plan de estabilización de 1956. En cuanto a la política cambiaria siguió siendo la de mercado libre, sistema flexible, pero en setiembre de 1958 debido a una suspensión temporal de las ventas de estaño en el mercado internacional por la pre-

sión del estaño ruso que invadió los mercados de Londres y Europa, se suspendió la venta de moneda extranjera. En octubre se reanudaron las operaciones al tipo de Bs. 11.000 por dólar más un impuesto del 2 % sobre toda venta de divisas. (3) Es decir, que hubo una devaluación del orden del 35 %.

La política crediticia siguió siendo restrictiva. El crédito al Sector Público ha sido sólo de emergencia y autorizado en todos los casos por el / Consejo Nacional de Estabilización. Con respecto al sector privado, la política seguida tanto por el Departamento Bancario del Banco Central como por los bancos privados ha sido de moderada restricción a través del juego de los encajes mínimos.

El sistema de encajes legales fue regulado por la Resolución Suprema Nº 77785 del 30 de julio de 1958, estableciendo:

- 1) 30 % de encaje ordinario sobre los depósitos básicos al 14 de mayo de 1957.
- 2) 75 % de encaje adicional sobre los depósitos excedentes, excepto Cajas de Ahorro y depósitos a plazo.
- 3) 25 % de encaje adicional sobre depósitos excedentes de caja de ahorro y a plazo
- 4) Estos encajes deben estar obligatoriamente depositados en el Departamento Monetario del Banco Central en un 80 % y el 20 % restante constituido por billetes en la caja de cada banco.

Las tasas de interés, descuentos y redescuentos no fueron modificadas. Por su parte las carteras del Departamento Bancario y de los bancos comerciales, de acuerdo a la recomendación del Consejo Nacional de Estabilización Monetaria, quedaron congeladas con saldos al 30 de agosto de 1958.

La política fiscal trató de limitar los gastos a los ingresos reales y a la utilización de los fondos de contrapartida provenientes de la ayuda americana. En 1958 se produjo un menor ingreso de impuestos a la importación, por la dis-

---

(3) Por Decreto Nº 5050 del 1/10/58 se creó el impuesto del 2 % sobre toda venta de divisas que efectúe el Departamento Bancario del Banco Central, los bancos comerciales y casas de cambio autorizadas.

minución de las mismas y por evasiones. El déficit del sector público ha seguido siendo un factor de gran significación en el proceso inflacionario. Para reducirlo se trató de suprimir subsidios a los artículos de consumo de los mineros.

(b) Durante 1959 el Fondo Monetario Internacional ha continuado prestando su cooperación técnica a fin de sostener los esfuerzos para el pleno éxito del programa de estabilización.

El 18 de mayo de 1959 fue aprobado otro convenio de Stand-by por un año, con derecho a giro de u\$s 1,500,000. Para ello se envió una "carta de intenciones" que resume entre otros los siguientes propósitos:

- 1) El monto disponible en el Fondo Monetario Internacional podrá utilizarse sólo para corregir fluctuaciones en el tipo de cambio.
- 2) Se dejará completa libertad al tipo de cambio.
- 3) El déficit del presupuesto del gobierno se cubrirá con fondos del programa de ayuda americana.
- 4) Los presupuestos de las entidades autónomas se financiarán sin recurrir al / Banco Central.
- 5) La política crediticia se basa en mantener un volumen de crédito compatible con la estabilidad económica.
- 6) Se mantendrán los requisitos actuales de encajes legales.
- 7) Se seguirá con la política de no permitir aumentos masivos de salarios.
- 8) Los precios de los artículos de "pulpería" serán descongelados y reajustados a los precios de mercado.
- 9) Se mantendrá el presente sistema de comercio libre.
- 10) Se negociará la liquidación de los convenios bilaterales de pagos.

La política crediticia siguió aplicando la disposición de que / tanto los bancos comerciales como el Departamento Bancario del Banco Central deben mantener encajes mínimos obligatorios sobre sus depósitos totales en moneda nacional. Por su parte los créditos al sector público siguieron otorgándose por el Departamento Monetario del Banco Central con fines determinados y previa autorización del Consejo Nacional de Estabilización. La cartera del sector público no superó el tope de Bs. 560,000 millones fijado por dicho Consejo.

Asimismo las operaciones crediticias del Departamento Bancario estaban limitadas de acuerdo a la "carta de intenciones" enviada al Fondo Monetario Internacional en un tope de Bs. 25.000 millones. Este tope de cartera ha sido respetado. Sin embargo el Ministerio de Hacienda, con fecha 21 de octubre de 1959 levantó el tope de cartera de los bancos comerciales a partir del 1º de noviembre de 1959, con excepción del Banco de Crédito Hipotecario, por razones de sobregiro, y del Banco Colombo-Boliviano por estar en liquidación.

En materia de redescuentos se recomendó que mientras no se produzcan serias disminuciones de depósitos, no deberían otorgarse más renovaciones, ni nuevos redescuentos, salvo casos excepcionales. Las tasas de interés no fueron modificadas.

No se observaron mayores cambios en la política cambiaria y fiscal.

(c) En 1960 el gobierno siguió reafirmando la política anti-inflacionaria manteniendo la firme decisión de que los presupuestos del gobierno nacional como de todos los organismos públicos serían balanceados y que ninguna entidad gubernamental debería apelar a los recursos del Banco Central. Sin embargo volvieron a presentarse dificultades por el elevado déficit del presupuesto fiscal ya que el reajuste de los precios de los carburantes producidos por Y.P.F.B., el aumento en las tarifas ferroviarias y la eliminación de los subsidios que aún se mantenían para cuatro importantes artículos de pulpería minera, no se llevaron a cabo como se había previsto, a fin de no aumentar demasiado el costo de vida.

Los US\$ 7.500.000 que habían sido concedidos por el Tesoro de Estados Unidos como formando parte del Fondo de Estabilización, fueron devueltos sin utilizar, por los gastos que demandaba su mantenimiento.

En 1960 continuaron aplicándose las restricciones crediticias pero ante la mayor estabilidad monetaria lograda y a fin de fomentar el ahorro del público, se restableció en noviembre la facultad de las instituciones bancarias para /

determinar las tasas y efectuar el pago de intereses sobre toda clase de depósitos que reciban de los particulares.

Los créditos al gobierno y sus dependencias aumentaron esencialmente por el pago hecho a la Argentina como amortización de la deuda por construcción de ferrocarriles y carreteras, pero este aumento fue menor al de 1959 y en ningún caso fue otorgado sin la aprobación del Consejo Nacional de Estabilización. El crédito privado se expandió en un 14 % respecto a 1959 explicándose por el levantamiento de los topes de cartera desde el 1º de noviembre de 1959.

No hubo mayores variaciones en la política cambiaria y fiscal.

(d) Durante el año 1961 continuaron aplicándose los lineamientos del plan de estabilización de 1956 con los ajustes de 1958. Asimismo se aprobó y promulgó el Plan Decenal de Desarrollo Económico que fue presentado a consideración del "Grupo de // los nueve expertos" dentro del marco de la Alianza para el Progreso, esperando obtener suficientes recursos externos para promover el crecimiento. Los objetivos de este plan fueron elevar al término del decenio, al nivel medio de ingreso per cápita en 165 dólares, aumentar la dieta alimenticia y obtener un incremento medio del // 8,3 % anual en el producto bruto nacional.

Se siguió con la política tendiente a mantener la estabilidad monetaria, aunque como lo reconoce la Memoria del Banco Central de Bolivia, aún no resulta posible aplicar todos los valiosos instrumentos de política monetaria por la / escasez de capitales y el bajo desarrollo del mercado monetario. Siguió utilizándose los encajes legales y se mantuvo el congelamiento de los fondos de contrapartida provenientes de la ayuda americana.

La expansión conjunta del sistema bancario que fue del 32,5 % se debió en parte al levantamiento de los topes de cartera y al crecimiento de los depósitos. Los créditos al gobierno aumentaron primordialmente por los pagos hechos a la Argentina, como amortización de la deuda por construcción de ferrocarriles y carreteras.

En cuanto a la política fiscal, a fin de reducir el déficit presupuestal, se mejoraron los mecanismos de percepción de impuestos, se elevaron las tarifas ferroviarias en un 25 % y se reajustaron los precios de los carburantes.

La decreciente producción minera, que es una de las causas más importantes de la difícil situación económica boliviana, fue resultado de una crisis estructural en la minería nacionalizada y de un prolongado desajuste entre la administración de la Corporación Minera de Bolivia (COMIBOL) y la política general del gobierno. Su rentabilidad se vio afectada por la falta de adecuadas reinversiones, por la desviación de parte de sus recursos hacia otros sectores, por la indisciplina laboral, por la baja de los precios internacionales de los productos mineros, etc. Así es que la COMIBOL reflejó elevados déficits que fueron uno de los principales focos inflacionarios en Bolivia.

A pesar de las reformas de 1956, la crisis de la minería nacionalizada continuó siendo grave, por lo que se hacía necesario adoptar medidas de fondo. En este sentido se ha liberado a la industria minera de muchas cargas fiscales y se ha apoyado la capitalización y la eliminación de la indisciplina laboral. Por otra parte con la asistencia de Estados Unidos, de la República Federal de Alemania y del Banco Interamericano de Desarrollo se aprobó un plan de rehabilitación de la minería nacionalizada. El Decreto Nº 5866 del 31 de agosto de 1961 regló el mencionado plan de rehabilitación ("operación triangular") sobre la base de los siguientes puntos:

- 1) Exploración de nuevas reservas.
- 2) Investigación metalúrgica.
- 3) Rehabilitación de instalaciones y
- 4) racionalización administrativa.

(e) El 17 de agosto de 1962 el Fondo Monetario Internacional autorizó un nuevo acuerdo de stand-by por u\$s 10.000.000 para ser utilizado en los siguientes doce meses. Este acuerdo sustituyó el de u\$s 7.500.000 que expiró el 26 de julio de 1962 /

anulando un saldo que quedaba sin utilizar de u\$s 5.500.000. Del nuevo acuerdo se utilizaron u\$s 3.500.000, quedando disponibles para 1963 u\$s 4.500.000.

Mediante Decreto Nº 06161 del 13 de julio de 1962 se dispuso la modificación del signo monetario. La nueva unidad monetaria que rige a partir del 1º de enero de 1963 es el "peso boliviano" (\$ b) equivalente a 1.000 pesos bolivianos anteriores. Esta medida se tomó por los grandes problemas que traía aparejado / un sistema monetario de gran volumen y escaso valor, con alto costo de traslado, de custodia, manipuleo y a fin de crear un ambiente de mayor confianza en los propósitos de estabilización.

Se mantuvieron invariables las disposiciones sobre encajes, pero los aumentos de depósitos y otros pasivos no monetarios mejoraron la liquidez de // los bancos comerciales y del Departamento Bancario del Banco Central, produciéndose una aceleración de la expansión secundaria.

El Plan de rehabilitación de la minería ("operación triangular") en los primeros meses de su aplicación tuvo ciertos problemas por la lentitud en el abastecimiento de materiales y equipos, pero en 1962 la COMIBOL pudo mejorar considerablemente su situación financiera y reducir el déficit de explotación. Asimismo hubo una reducción de más de 1.500 personas en la fuerza de trabajo propendiendo a un mejoramiento de la productividad y administración de la empresa.

(f) Con fecha 4 de setiembre de 1963 se suscribió un nuevo acuerdo de stand-by por u\$s 10.000.000 para ser usado en los próximos doce meses. Del anterior acuerdo quedaban u\$s 5.000.000 no utilizados y del actual quedó disponible para 1964 u\$s / 7.500.000.

En consideración a que fueron superadas en gran parte las presiones inflacionarias, fue dictado el decreto Nº 06497 del 14 de junio de 1963, por el que se establecen nuevas normas on materia de encajes legales.

- 1) El encaje legal se computará sobre el total del pasivo exigible, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera.

- 2) A partir del 1º de julio de 1963 los bancos privados mantendrán un encaje legal mínimo del 35 % sobre el pasivo exigible a la vista y 25 % sobre el pasivo exigible a plazo.
- 3) Entiéndese por pasivos exigibles sujetos a encaje: todas las obligaciones bancarias a favor de terceras personas, exceptuando los documentos redescontados en el Departamento Monetario del Banco Central y los préstamos obtenidos del mismo Departamento, con garantía oro.
- 4) Quedan eximidos del encaje legal: el Departamento Bancario del Banco Central, el Banco Agrícola y el Banco Minero.
- 5) El encaje legal seguirá estando constituido por 80 % en depósitos en el Departamento Monetario del Banco Central y 20 % en billetes.

El mismo Decreto dispuso la disminución de las tasas de intereses y descuentos bancarios, no pudiendo exceder estos de: 12 % anual sobre créditos a / empresas industriales y 18 % sobre créditos comerciales y otros. A su vez el interés penal no podrá exceder del 7 % anual. Las tasas anteriores de intereses y descuentos eran: 21 % para operaciones comerciales y 15 % para créditos al sector industrial. Asimismo se fijaron las siguientes nuevas tasas de redescuento para el / Departamento Monetario del Banco Central: 9 % para operaciones industriales y 15 % para operaciones comerciales.

Estas medidas dieron como resultado un apreciable repunte en los depósitos del público en el sistema bancario y a su vez mayores porcentajes de // préstamos hacia la actividad productiva.

Por otra parte, a fin de facilitar el cumplimiento de los objetivos de desarrollo, se reestructuraron el Banco Minero y el Banco Agrícola, entró en funciones el Banco Industrial con fines de asistencia financiera y técnica para el abastecimiento y expansión de la industria privada y se instalaron nuevos bancos privados.

(g) Durante 1964 se ha tratado de consolidar los efectos de las medidas adoptadas en 1963 en lo que se refiere a la rebaja de los porcentajes de encajes legales que posibilitaron a los bancos comerciales ampliar las líneas de operaciones.

Se mantuvieron las mismas tasas de interés y descuentos y se elo-

varon en un punto las tasas de redescuentos: 16 % para operaciones comerciales y 10 % para operaciones industriales.

Según estimaciones de la Corporación Minera de Bolivia en 1964 la producción de estaño superó en 16 % a la del año anterior como consecuencia de inversiones realizadas en cumplimiento del Plan Triangular, patrocinado por Estados Unidos, República Federal Alemana y el Bid.

(h) Con fecha 4 de marzo de 1965 mediante el Decreto N° 07081 se estableció la obligatoriedad de las Instituciones Autónomas y otras reparticiones del Estado a situar sus tenencias en moneda extranjera en el Departamento Monetario del Banco Central, prohibiendo abrir nuevas cuentas en moneda extranjera en bancos del exterior.

La política de redescuento del Departamento Monetario del Banco Central está encuadrada en las disposiciones de la Ley de Reorganización del Banco Central de 1945, cuyos artículos establecen, entre otras, las siguientes normas:

- 1) Los documentos redescuotables deberán provenir de operaciones comerciales y con vencimientos no mayores de 90 días.
- 2) Los topes de redescuento se determinan de acuerdo a los montos del capital pagado y reserva legal de la institución bancaria solicitante, llegando al 30 % de estos importes.
- 3) Las tasas vigentes de redescuento siguen siendo 10 % anual para la industria y 16 % para el comercio.

Los encajes legales siguieron sin modificaciones y no hubo nuevas medidas de importancia durante 1965 y 1966 en lo que se refiere a las políticas cambiaria y fiscal.-

C U A D R O   N º   1

PARTICIPACION DEL BANCO CENTRAL DE BOLIVIA (DEPARTAMENTO MONETARIO) EN EL  
PROGRAMA DE ESTABILIZACION

Fecha del programa	Naturaleza del programa	Redescuento	Limitación del crédito	Requisitos de encaje	Varias	Otras medidas
Noviembre de 1956	Estabilización económica (reformas crediticia, monetaria, fiscal y cambiaria; medidas económicas)		Congelación del tope al crédito del B.C. al Estado y organismos estatales	Encaje de 40 % sobre depósitos a la vista y a plazo (salvo bancos estatales de fomento) y de 50 % sobre aumento de depósitos (base diciembre de 1956)	Razón depósitos/capital fijada en 7:1.  Se mantienen las tasas de interés en 21 % para comercio y en 15 % para industria.  Centralización de las cuentas del Gobierno en el Dep. Monetario del B.C.	Fijación de un tipo de cambio unitario sujeto a determinación por el Dep. Monetario del B.C. conforme al mercado.  Liberalización de restricciones cambiarias y comerciales.  Fin del control de precios y congelación de salarios por un año

CUADRO Nº 1

PARTICIPACION DEL BANCO CENTRAL DE BOLIVIA (DEPARTAMENTO MONETARIO) EN EL PROGRAMA DE ESTABILIZACION

Fecha del programa	Naturaleza del programa	Redescuento	Limitacion del crédito	Requisitos de encaje	Varias	Otras medidas
Diciembre de 1957	idem			<p>Modificación del encaje (base mayo 1957): 30 % ordinario sobre depósitos básicos. 75 % sobre depósitos adicionales a la vista; y 25 % sobre depósitos adicionales a plazo.</p> <p>Tasas penales por insuficiencia de encaje ordinario de 0,5 a 2 %.</p> <p>De 1 a 2 % por insuf. encaje adicional.</p>	<p>Razón depósitos/capital modificada a 15:1. Los depósitos excedentes son redepositados en el Dep. Monetario del B.C. Se modifica el control de cartera a 60 % en préstamos industriales y a 40 % en créditos comerciales.</p>	

CUADRO Nº 1

PARTICIPACION DEL BANCO CENTRAL DE BOLIVIA (DEPARTAMENTO MONETARIO) EN EL PROGRAMA DE ESTABILIZACION

Fecha del programa	Naturaleza del programa	Redescuento	Limitacion del crédito	Requisitos de encaje	Varias	Otras medidas
Mayo 1959	idem	A bancos comerciales el 19 % para operaciones comerciales y el 13 % para industria	Modificaciones tope global del Dep. Monetario y al límite de crédito del dep. Bancario. Nuevo aumento progresivo del tope de crédito del Dep. Monetario.		Interés del Dep. Monetario para créditos fiscales aumentado de 3/4 a 4 % y para operaciones de asistencia técnica fijada en 9 %.	Equilibrio del presupuesto con impuestos y ayuda externa. Reajuste de salarios y precios. Fin de acuerdos bilaterales de pagos.
Julio 1961	idem		Congelación del crédito del Dep. Monetario a junio de 1961 y aumento del límite del Dep. Bancario. Aumento del tope global del Dep. Monetario y del límite del Dep. Bancario.			

C U A D R O N° 1

PARTICIPACION DEL BANCO CENTRAL DE BOLIVIA (DEPARTAMENTO MONETARIO) EN EL PROGRAMA DE ESTABILIZACION

Fecha del programa	Naturaleza del programa	Redescuento	Limitacion del crédito	Requisitos de encaje	Varios	Otras medidas
Agosto de 1962	idem		Modific. y aumento del tope global del Banco Central	Requisito de encaje ordinario mantenido en 30 %		Modificación del signo monetario a partir 1/1/63: peso boliviano (\$ b) = 1000 pesos bolivianos anteriores
Setiembre de 1963	idem	15% para operaciones comerciales y 9 % para operaciones industriales.		Modificación a partir 1º julio de 1963: 35 % sobre depósitos a la vista, 25 % sobre pasivo a plazo. (Salvo bancos de fomento y Dep. Bancario B.C.) El encaje se computa sobre pasivo exigible en m/nacional y en m/extranjera.		Entró en funciones el Banco Industrial.

CUADRO Nº 1

PARTICIPACION DEL BANCO CENTRAL DE BOLIVIA (DEPARTAMENTO MONETARIO EN EL PROGRAMA DE ESTABILIZACION)

Fecha del programa	Naturaleza del programa	Redescuento	Limitación del crédito	Requisitos de encaje	Varios	Otras medidas
Setiembre de 1964	idem	16% para operaciones comerciales y 10% para operaciones industriales				
Setiembre de 1965	idem					Obligación de las instituciones del Estado a colocar tenencias en moneda extranjera en Dep. Monetario del B.C.

- 77 -

C) Evolución económica

(a) Antes de entrar a analizar la evolución económica boliviana desde la aplicación del plan de estabilización, es interesante mencionar el concepto de "ayuda / económica americana" que ha ejercido gran influencia en el apoyo de las medidas de gobierno previamente indicadas.

La finalidad de la ayuda americana, entre otras, es la de cooperar y evitar dificultades en la prosecución del Plan de Estabilización Monetaria, como también ayudar a promover e incrementar el financiamiento de obras de desarrollo. Además, gran parte de esta ayuda genera "fondos de contrapartida" que son destinados a reforzar el presupuesto gubernamental. Para tener una idea de la magnitud de la misma, daremos algunas cifras de lo recibido del Gobierno de Estados Unidos:

G U A D R O N° 2

AYUDA ECONOMICA NORTEAMERICANA

	<u>Total</u>	Asistencia <u>económica</u> (millones de U\$S)	Asistencia <u>técnica</u>
Desde 1954 a 1960	169,5	146,0	23,5
1961	20,3	19,0	1,3
1962	23,1	19,0	4,1
1963	26,4	23,0	3,4
1964	18,6	18,6	-
1965	10,4	10,4	-

Fuente: Memorias del Banco Central de Bolivia.

Asimismo presentamos a continuación un resumen de la evolución de los préstamos extranjeros recibidos como apoyo del plan de estabilización:

C U A D R O N° 3

EVOLUCION DEL FONDO DE ESTABILIZACION

(En miles de u\$s)

	<u>Total</u>	<u>F.M.I.</u>	<u>Punto IV ICA</u>	<u>Tesoro de EE.UU.</u>
Sumas asignadas	25.000	7.500	10.000	7.500
Utilizado en				
1956	( 3.000)	(3.000)	-	--
1957	( 9.440)	(1.000)	(8.440)	--
1958	( 3.259)	(2.000)	(1.259)	--
1959	( 283)	( 250)	( 33)	--
1960	( 1.000)	(1.000)	-	--
Préstamo reti- rado en 1960	( 7.500)	-	-	(7.500)
Disponibile 31/12/60	513	250	268	--
Stand-by 27-7-61	7.500	7.500	-	--
Utilizado en 1961	( 2.250)	(2.250)	-	--
Anulación saldo Stand-by 27-7-61	( 5.500)	(5.500)	-	--
Stand-By 17-8-62	10.000	10.000	-	--
Utilizado en 1962	( 3.500)	(3.500)	-	--
1963	( 1.500)	(1.500)	-	--
Anulación saldo Stand-by 17-8-62	( 5.000)	(5.000)	-	--
Stand-by 4-9-63	10.000	10.000	-	--
Utilizado en 1963	( 2.500)	(2.500)	-	--
Disponibile 31/12/64	<u>7.768</u>	<u>7.500</u>	<u>268</u>	

Fuente: Memorias del Banco Central de Bolivia.

El Fondo Monetario Internacional renovó los acuerdos de Stand-by el 1º de setiembre de 1964 por U\$S 12.000.000, el 1º de setiembre de 1965 por // U\$S 14.000.000 y en diciembre de 1966 por U\$S 18.000.000.-

(b) Evolución del circulante y del costo de vida

Como se ve en el cuadro N° 4, a partir de 1956 los incrementos anuales del circulante se reducen significativamente. Las expansiones monetarias sobre todo a partir de 1960 parecen adecuadas a los requerimientos del volumen de transacciones de bienes y servicios, logrando así una relativa estabilidad en los precios internos.

C U A D R O N° 4

EVOLUCION DEL MEDIO CIRCULANTE Y GOSTO DE VIDA

Medio circulante

<u>Años</u>	<u>En cifras absolutas (millones de bolivianos)</u>	<u>Indice sobre base 1958=100</u>	<u>Incrementos anuales</u>	<u>Incrementos anuales del costo de vida</u>
1950	5	2	-	-
1951	6	2	20	33
1952	9	3	52	24
1953	16	6	80	102
1954	27	9	67	124
1955	56	19	104	78
1956	197	66	252	181
1957	291	97	48	115
1958	301	100	3	3
1959	386	128	28	20
1960	419	139	9	12
1961	496	165	18	8
1962	556	185	12	6
1963	665	221	20	(1)
1964	798	265	20	11
1965	990	329	24	.16.
1966 (Nov.)	1070	355.	..8	.15.

Fuente: Fondo Monetario Internacional, International Financial Statistics, suplemento 1964-65 y 1967.

Sin embargo en 1965 se observa una tendencia al alza en la expansión monetaria debido al mayor uso del crédito por parte del sector público destinado a la promoción de actividades productivas y la incorporación de nuevos sectores a la economía.

En el cuadro N° 5 se analizan los factores de creación y de absor-

ción de medios de pago, que permiten apreciar los sectores que más influyeron en la expansión del circulante.

C U A D R O N° 5

FACTORES DE CREACION Y ABSORCION

DE MEDIOS DE PAGO

(En millones de bolivianos)

<u>Cuentas</u>	<u>1961</u>	<u>1962</u>	<u>1963</u>	<u>1964</u>	<u>1965</u>
Activos internacionales	193	163	254	385	545
Sector público	773	809	852	929	1070
Sector privado	198	223	260	352	382
Flujos interbancarios	13	9	23	12	13
Inmovilizado	46	49	49	47	50
Otros activos	-	1	12	97	107
	<u>1223</u>	<u>1254</u>	<u>1450</u>	<u>1822</u>	<u>2167</u>
Pasivos internacionales	284	289	289	265	279
Depósitos Sector público	81	83	112	167	172
Depósitos Sector privado	15	29	91	88	92
Fondos de contrapartida	173	122	94	214	297
Agencias	22	16	15	8	14
Capital y reservas	123	137	186	217	260
Otros pasivos	31	23	-	65	63
	<u>729</u>	<u>699</u>	<u>787</u>	<u>1024</u>	<u>1177</u>
Medio circulante	<u>494</u>	<u>555</u>	<u>663</u>	<u>798</u>	<u>990</u>

Fuente: Reuniones de Técnicos de Bancos Centrales del Continente Americano y Memorias del Banco Central de Bolivia.

En 1962 las cuentas que han contribuido en mayor proporción a la creación de medios de pago han sido las correspondientes al sector privado y al // sector público. En cuanto a los factores de neutralización más importantes fueron los pasivos internacionales, capital y reservas y fondos de contrapartida.

El sector externo en los años 1963, 1964 y 1965 fue el factor de mayor creación de los medios de pago, debido a los incrementos de las tenencias de oro y divisas producidas por las mayores entregas de oro físico por el Banco Mine-ro y las mayores disponibilidades por concepto de regalías de la firma South American Placers Inc., principal productora de oro. La posición expansionista de los ac-

tivos internacionales en 1963 fue contrarrestada sólo en forma muy inmaterial por los incrementos de pasivos externos. En 1964 los pasivos aumentaron significativamente debido a recompras al Fondo Monetario Internacional, y en 1965 se produjo el mismo hecho por la elevación de la cuota en el Banco Interamericano de Desarrollo, pero sin embargo subsistió la posición favorable internacional.

Los "fondos de contrapartida" que comprenden principalmente las cuentas de la Oficina de Proyectos Especiales y de Desembolsos USAID - Bolivia, y que son generados por las compras en moneda nacional de divisas extranjeras provenientes de ayuda externa y cuyo producto está destinado a cumplir los programas de desarrollo del país, ejercen gran influencia en el crecimiento o reducción de los medios de pago. En 1963 disminuyeron por su aplicación a los programas de rehabilitación industrial. En 1964 aumentaron un 130 % y en 1965 la expansión fue algo inferior.

El sector público también fue uno de los principales factores expansionistas dado que hubo un gran aumento en los créditos y el incremento en los depósitos del Sector fue reducido. Los aumentos netos se destinaron a cubrir las transacciones corrientes del Gobierno, aportes al Tesoro o para ejecución de obras de infraestructura.

Por su parte el incremento en el costo de vida se redujo sensiblemente desde el año 1958, pareciendo sin embargo que presentara una nueva tendencia al alza a partir de 1964.

(c) Evolución de las reservas monetarias, movimientos de divisas y política cambiaria.

Desde 1956 hasta 1958 el movimiento de divisas en el Banco Central arrojó saldos negativos a causa de la reducción de las exportaciones y la baja cotización del estaño. En 1959 el conjunto de las transacciones con el exterior mejoró relativamente, debido en parte al repunte del precio del estaño y a la reducción de las importaciones. A partir de 1960 hasta 1962 se produce un desequilibrio

entre la oferta y la demanda de divisas debido al fuerte aumento de las importaciones del sector privado frente a un aumento mucho menos que proporcional de las exportaciones. La minería ha chocado con precios declinantes en el mercado mundial y costos de producción crecientes, aunque dichos factores vieron reducido su impacto por la ayuda externa prestada a la Corporación Minera de Bolivia, a través de la ejecución del "Plan Triangular". Desde 1963 se nota una mejoría en el movimiento de divisas debido principalmente a mayores entregas efectuadas por el sector minero a causa de mejores cotizaciones del estaño e índices más altos de producción. Por otra parte la USAID hizo más entregas de recursos con destino a los diferentes rubros del plan de desarrollo.

C U A D R O    N° 6

INGRESOS Y EGRESOS DE DIVISAS DEL  
BANCO CENTRAL DE BOLIVIA - DEP. MONETARIO

(En miles de U\$S)

<u>Años</u>	<u>Ingresos</u>	<u>Egresos</u>	<u>Diferencia</u>
1956	73.013	79.937	( 6.924)
1957	66.959	67.286	(    327)
1958	59.321	62.300	( 2.979)
1959	50.880	49.590	1.290
1960	50.058	54.642	( 4.584)
1961	54.145	53.598	547
1962	54.852	59.397	( 4.545)
1963	70.624	62.512	8.111
1964	82.165	73.521	8.643
1965	85.919	74.409	11.510
1966 (setiembre)	59.140	69.144	(10.004)

Fuente: Reuniones de Técnicos de Bancos Centrales del Continente Americano y Memorias del Banco Central de Bolivia.

El aumento de la reserva de divisas en 1961 se debió casi exclusivamente al pago efectuado de nuevas cuotas al Banco Interamericano de Desarrollo. En 1962 el aumento registrado en las tenencias de oro se debió a entregas efectuadas por la South American Placers por regalías y a compras al Banco Minero de Bolivia. El aumento de cuotas a organismos internacionales corresponde a las pagadas / al B.I.D. y a la A.I.D.

C U A D R O    N<sup>o</sup> 7

RESEERVAS MONETARIAS DEL BANCO CENTRAL  
DE BOLIVIA - DEP. MONETARIO

(en miles de U\$S)

<u>Cuentas</u>	<u>1960</u>	<u>1961</u>	<u>1962</u>	<u>1963</u>	<u>1964</u>	<u>1965</u>	<u>(Sept.)</u> <u>1966</u>
Oro en Bolivia	90	104	2109	1093	3897	4282	5760
Oro en el exterior	852	848	849	908	825	2414	789
Organismos internacionales	6222	7408	8250	8262	8492	8492	10117
Disponibilidades en moneda extranjera	6400	6442	1042	8430	17560	28522	28041
<b>TOTAL DE RECURSOS</b>	<b>13564</b>	<b>14802</b>	<b>12250</b>	<b>18693</b>	<b>30774</b>	<b>43710</b>	<b>44707</b>

Fuente: Reuniones de Técnicos de Bancos Centrales del Continente Americano y Memorias del Banco Central de Bolivia.

En cambio el fuerte drenaje de divisas es una consecuencia de una mayor propensión a importar por parte del sector privado.

Desde 1963 a 1966 las tenencias de oro y divisas aumentaron // constantemente debido a mayores entregas efectuadas por la Corporación Minera de Bolivia por los motivos apuntados anteriormente, y, asimismo, por las entregas de la USAID. Los aumentos de divisas a partir de 1964 se localizaron preferentemente en depósitos a plazos en bancos norteamericanos.

Por su parte el Fondo Monetario Internacional presenta las siguientes cifras en cuanto a la evolución de las reservas monetarias, que no coincide con lo mostrado por el cuadro N<sup>o</sup> 7, por no incluir, a nuestro entender, las reservas en organismos internacionales.

## C U A D R O N° 8

RESERVAS MONETARIAS

(En millones de U.S)

<u>Años</u>	<u>Oro</u>	<u>Fracción oro F.M.I.</u>	<u>Divisas</u>	<u>Total</u>
1950	22,8	-	6,8	29,6
1951	22,8	-	11,7	34,5
1952	20,8	-	8	28,8
1953	22,1	-	2,5	24,6
1954	4,9	-	6,3	11,2
1955	0,1	-	6,4	6,5
1956	1	-	0,2	1,2
1957	0,8	-	4,9	5,7
1958	1	-	1,3	2,3
1959	0,9	-	5,7	6,6
1960	0,9	-	5,8	6,7
1961	1	-	6,3	7,3
1962	3	-	0,9	3,9
1963	2	-	8,4	10,4
1964	4,7	0,2	17,5	22,4
1965	6,7	1,2	28,5	36,4
1966	7,3	6,9	27,0	41,2

Fuente: Fondo Monetario Internacional, International Financial Statistics, Suplemento 1964-65 y 1965-66.

En cuanto a la posición cambiaria del peso boliviano con relación al dólar norteamericano, debemos decir que la misma ha permanecido invariable desde el 27 de enero de 1959 hasta la fecha, habiéndose transformado por lo tanto en una de las monedas más estables de América Latina. Esta situación se debe al mejoramiento de las reservas internacionales, al apoyo brindado por el Fondo Monetario Internacional y a la importante ayuda recibida del Gobierno de Estados Unidos.

C U A D R O N° 9

EVOLUCION DEL TIPO DE CAMBIO RESPECTO AL DOLAR NORTEAMERICANO

<u>Fechas</u>	<u>Compra</u>	<u>Venta</u>	<u>Indice</u>
Diciembre 1956	7.710	7.760	100
Diciembre 1957	8.550	8.565	100,4
Octubre 1958	11.915	11.935	153,8
Diciembre 1958	11.915	11.935	153,8
Diciembre 1959 a setiembre 1966	11.875	11.885	153,2

Fuente: Reuniones de Técnicos de Bancos Centrales del Continente Americano.

Por último, el producto bruto interno refleja en el último quinquenio un crecimiento anual del 2,10; 5,57; 6,44; 5,50 y 5,53 por ciento, respectivamente, para cada año. Esta evolución es relativamente buena si se la compara con el promedio latinoamericano para el mismo período, que fue 4,5 %.-

## II) P E R U

### A) Antecedentes y planes de estabilización

(a) En 1945 la economía peruana, que había mantenido un equilibrio de la balanza de pagos a pesar del incremento de los medios de pago, se encontró ante una fuerte demanda diferida por la reducción de abastecimientos durante la guerra y ante la necesidad de reajustar la política monetaria y financiera a fin de que no se agravase el desequilibrio.

Durante el período de 1945 a 1948 los gastos presupuestarios aumentaron en un 70 %, los medios de pago en 67 % y los préstamos a los bancos comerciales en 105 %. Por otra parte disminuyeron los volúmenes de exportaciones aunque no su valor y a su vez las importaciones se elevaron en volúmenes y valores. Se produjo así un desequilibrio en la balanza de pagos que ocasionó la depreciación de la moneda al aumentar los precios y los costos. De esta manera el tipo de cambio, que se había mantenido estable desde 1940 hasta 1945, comenzó a depreciarse aceleradamente al resultar insuficientes las reservas monetarias.

Ante estos hechos, en el período 1946-1948 se acentuó el régimen de control de cambios a fin de corregir el desequilibrio, pero el continuo aumento de los medios de pago<sup>y</sup>/de los precios y costos internos ocasionaron nuevas depreciaciones en el tipo de cambio del mercado libre que se distanciaba cada vez más del / tipo oficial de cambio. Se tenían así dos mercados de cambios, con precios y costos internos que se ajustaban al mercado libre y que por lo tanto daban lugar a la aparición de mercados negros, dificultades en los abastecimientos esenciales, etc.

El tipo oficial de cambio, anormalmente bajo, estimulaba las importaciones y desalentaba las exportaciones que por otra parte se veían afectadas / por costos de producción cada vez mayores.

A mediados de 1948 se vislumbró la necesidad de una reforma gradual mediante adecuados instrumentos de política monetaria y crediticia, a fin de establecer el equilibrio.

En setiembre de 1948 el gobierno, previa consulta con el Fondo Monetario Internacional, con motivo de poder trasladar gradualmente las exportaciones del mercado oficial (s/6,50 : u\$s 1) al mercado libre (s/15 : u\$s 1), modificó el sistema de cambios, permitiendo la venta en el mercado libre del 35 % del producto en moneda extranjera de las exportaciones. Posteriormente, por Ley Nº 10905 del 3 de diciembre de 1948, se aumentó dicho porcentaje al 55 %. Asimismo se suprimieron las licencias de importación.

En junio de 1949 se contrató los servicios de la Misión Klein, la que informó que debía abandonarse el tipo oficial de cambio, permitiendo que la tasa de cambio encontrara su propio nivel en el mercado, y asimismo que se abolieran todo tipo de subsidios. Estas recomendaciones cristalizaron en el Decreto-Ely Nº / 11.208 del 11 de noviembre de 1949 que suspendió el mercado oficial de cambios, extendió al 100 % la entrega de certificados a las exportaciones, suprimió subsidios y derogó disposiciones sobre controles de precios.

Este reajuste produjo un clima propicio para la inversión extranjera, estimulando la radicación de capitales, la producción y la exportación. Consecuentemente hubo un mayor ingreso de moneda extranjera, que se vio aún más favorecido por los altos precios de las exportaciones a raíz del conflicto de Corea. Sin embargo, a partir de 1953 dada la excesiva expansión crediticia destinada a obras públicas y la terminación del auge poscoreano que redujo los precios de los productos de exportación, Perú se enfrentó nuevamente ante una difícil situación de balanza / de pagos. La misma se desequilibró y el tipo de cambio pasó de s/14,95 por dólar a s/19 por dólar.

(b) Ante estos nuevos desequilibrios, el gobierno peruano invitó al Fondo Monetario Internacional, en 1954, a realizar una revisión de la política monetaria y cambiaria del país. Sobre esta base se expuso un plan oficial con las medidas a adoptarse y posteriormente mediante Ley Nº 12.070 se autorizó al Poder Ejecutivo y al Banco Central para celebrar operaciones de crédito con el Tesoro de Estados Unidos de

América y con el Chase National Bank of New York. Asimismo al amparo del convenio / firmado con el Fondo, se obtuvo de dicha institución otro crédito de estabilización. Así se completó un crédito total de u\$s 30 millones como apoyo al programa de estabilización y para hacer posible el mantenimiento del valor de la moneda, compuesto de la siguiente forma:

Fondo Monetario Internacional	U\$S 12.500.000
Tesoro de los EE.UU.	" 12.500.000
Chase National Bank	" 5.000.000
	<u>U\$S 30.000.000</u>

Es interesante recordar que este acuerdo de estabilización es el primero que concertó el Fondo Monetario Internacional con un país miembro, y en él se estipuló el procedimiento de consulta y el principio de suspensión de giros si no se mantenían las medidas coordinadoras de estabilización.

En cuanto a las medidas adoptadas en el terreno fiscal, el acceso del gobierno al crédito del Banco Central de Reserva se limitó a actividades transitorias y estacionales. En lo que se refiere a las restricciones al sector privado se mantuvieron las tasas de encaje básicas que habían sido aumentadas a fines de 1953 / y que eran: 22 % contra depósitos a la vista y 11 % contra depósitos a plazo y de / ahorro. El activo correspondiente al encaje debía estar constituido en forma de efectivo y depósitos en el Banco Central. La insuficiencia de encaje quedaba sujeta a / una tasa penal del 12 %.

Asimismo, el Banco Central comenzó a intervenir en el mercado // cambiario con fines de regulación del tipo de cambio a aproximadamente s/19 por dólar, utilizando al efecto sus reservas y los créditos constituyentes del fondo de / estabilización.

Estas medidas de reajuste y la recuperación de la confianza en la estabilidad y el desarrollo del país, promovieron la afluencia de capitales que contribuyeron a afianzar el equilibrio de la balanza de pagos, haciendo posible man-

tener el tipo de cambio sin recurrir al Fondo de Estabilización. No obstante, a pesar de las medidas aplicadas continuó siendo un factor de perturbación la expansión del crédito interno.

En 1955 se dio más rigidez al programa al elevarse el encaje adicional del 50 % al 70 % sobre aumentos en los depósitos a la vista y al 35 % sobre los aumentos en los depósitos a plazo y de ahorro.

Por su parte, el acelerado plan de inversiones públicas y el aumento de los sueldos de los empleados públicos produjeron un fuerte desequilibrio presupuestario en 1956, lo que motivó la sanción de la Ley N° 12,677 del 12 de diciembre de 1956 por la que se autorizó al Banco Central a conceder al Poder Ejecutivo préstamos hasta 900 millones de soles para cancelar obligaciones del Tesoro y cubrir otros compromisos. Este préstamo quedó totalmente utilizado en marzo de // 1957.

La expansión del Crédito del Banco Central así como el de los / bancos comerciales, continuó siendo elevado, por lo que la Superintendencia de Bancos, mediante Circular N° 858 del 18 de octubre de 1956, con el propósito de esterilizar parte de los aumentos producidos en los medios de pago, fijó los siguientes / nuevos límites de encajes bancarios:

- 1) 24 % sobre depósitos a la vista y 12 % sobre los de plazo y ahorro.
- 2) 45 % de encaje adicional sobre los incrementos de todos los depósitos a partir del 30 de junio de 1956.

Además se aumentaron las tasas de redescuento para las operaciones de créditos que no excedieran del 40 % del capital y reservas de los bancos comerciales, aplicándose la tasa del 8 % para todos los créditos superiores al 40 % e inferiores al 75 %.

(c) Durante 1957 no obstante, continuaron las colocaciones bancarias gracias a la utilización de créditos en el Banco Central por parte de los bancos comerciales y así como por los incrementos en los déficits de encajes, todo lo que hizo perder eficacia a las medidas de regulación de encajes que se habían dictado. A conse- /

cuencia de esta expansión crediticia y del aumento de los medios de pago, las reservas internacionales declinaron en u\$s 6 millones a junio de 1957 y en u\$s 17 / millones de junio a setiembre de 1957. A su vez el tipo de cambio del dólar giro subió a s/19,47.

A fines de 1957 se dictaron varias medidas para contrarrestar la expansión crediticia y de los medios de pago y para hacer frente a la declinación de las reservas de moneda extranjera.

Al respecto la Superintendencia de Bancos mediante Circular Nº / 892 del 18 de noviembre de 1957 estableció que los déficits de encajes bancarios / debían ser cubiertos a fin de año y por Circular Nº 896 del 27 de diciembre se elevó la tasa penal sobre encaje insuficiente del 10 % al 18 %.

En 1957 hubo una caída de la demanda y de los precios de los productos de exportación por lo que el valor de las exportaciones que presentó en el / período 1954-1956 una tasa promedio anual de incremento del 13 % bajó en 1957 sólo al 6 %. Por otra parte las importaciones continuaron aumentando a un ritmo del 25 % anual debido al estímulo de las presiones inflacionistas internas, lo que produjo una baja de u\$s 33 millones en las reservas internacionales.

(d) Con fechas 27 de enero y 7 de febrero de 1958 el gobierno acordó y suscribió mediante las Leyes Nos. 10.640 y 12.968 un nuevo convenio de estabilización con el Fondo Monetario Internacional, con el Tesoro de Estados Unidos de América y tres // bancos privados de ese país, por un monto total de u\$s 60 millones, discriminados / así:

Fondo Monetario Internacional	U\$S 25.000.000
Tesoro de Estados Unidos	" 17.500.000
Bancos privados de Estados Unidos	" 17.500.000
	<u>U\$S 60.000.000</u>

Por Ley Nº 12.995 del 5 de mayo de 1958 se elevaron los derechos de importación a fin de cubrir mediante su producto los déficits fiscales de 1956 y 1957.

La ejecución del plan de acción encontró serias dificultades por las presiones tanto internas como externas que acentuaron el desequilibrio económico. Así, durante 1958 la situación monetaria se perjudicó por la caída de precios y de la demanda internacional de los productos de exportación y también por los desequilibrios fiscales, la expansión crediticia y el aumento de los medios de pago.

Debido a las presiones inflacionistas y al desequilibrio de la / balanza de pagos, la cotización promedio del certificado pasó de s/19,25 por dólar en enero de 1958 a s/24,89 en diciembre de dicho año.

El menor ingreso neto de capitales así como el menor ingreso de divisas por exportaciones originaron una gran reducción en la capacidad de importación y una contracción en el ingreso neto de bienes y servicios del exterior. O sea que considerando el crecimiento demográfico, la disponibilidad de bienes y servicios por habitante se redujo en 1958 en un 2,2 %. A pesar de que las importaciones disminuyeron, esto no fue suficiente como para compensar totalmente la baja en la capacidad de importación, por lo que hubo que recurrir a las reservas acumuladas en el // Banco Central y a los créditos de estabilización otorgados por el Fondo Monetario Internacional y bancos privados de Estados Unidos.

Con motivo de todas estas dificultades, en el mes de agosto de / 1958 se acordó un programa complementario de reajuste tendiente básicamente a procurar un presupuesto equilibrado para 1959 y a fijar una política monetaria y crediticia que posibilitara el desarrollo económico en estabilidad. Como factor complementario se obtuvo un crédito de u\$s 40 millones del Banco de Exportación e Importación de Washington para hacer frente al déficit de la balanza de pagos. Este convenio fue suscripto de conformidad con la Ley Nº 13031 del 10 de noviembre de 1958.

Los recursos en moneda extranjera que fueron puestos a disposición del Banco Central con fines de estabilización monetaria, se fueron utilizando gradualmente. Así en 1958 se habían girado u\$s 10 millones de los recursos del Fondo / de Estabilización con fines de abastecimiento del mercado de certificados cuando // así se requería.

Por Ley Nº 13.022 del 26 de diciembre de 1958 se autorizó nuevamente al Poder Ejecutivo a contratar en el Banco Central un préstamo de hasta s/ 1.300 millones para cubrir los déficits presupuestales de 1956 y 1957 y financiar parcialmente el presupuesto de 1958.

(e) A comienzos de 1959 se revisó nuevamente el plan de estabilización, acordándose evitar nuevos déficits presupuestarios mediante el aumento de los recursos // tributarios y restringiendo la financiación de los gastos públicos a través de créditos bancarios sólo para casos estacionales previamente autorizados y reembolsables en el mismo año.

Con respecto a la regulación crediticia, con fecha 8 de abril de 1959 el Banco Central se dirigió a la Superintendencia de Bancos solicitando la modificación de los requisitos de encaje. Se adoptó un encaje uniforme del 24 % para todos los depósitos a la vista, a plazo y de ahorros. Asimismo se dispuso un encaje adicional del 100 % para todos los aumentos de depósitos respecto al 22 de abril de 1959. Estas medidas tuvieron por objeto simplificar el sistema de tasas básicas y / adicionales y al mismo tiempo dar mayor flexibilidad al sistema bancario para efectuar sus operaciones. Además se modificó la forma de computar la tasa penal de interés del 18 % anual para los déficits de encajes, ajustando la tasa real del 12 % al 18 % previsto.

Por su parte, con fecha 5 de noviembre de 1959 el Banco Central a efectos de que su crédito sea utilizado solamente como recurso de tipo temporal y / al mismo tiempo para estimular la formación de un mercado de dinero a corto plazo, acordó elevar el tipo de interés anual del 6 % al 9,5 % para todas las operaciones de préstamos, descuentos y redescuentos de bancos comerciales. Las tasas de las operaciones de los bancos de fomento se elevaron del 3 % al 8 % anual. Además se solicitó al gobierno la modificación de la ley Nº 10.523 a fin de que el tipo de descuento para las obligaciones del Tesoro que se emitan de conformidad con dicha Ley sea de 9,5 % en lugar del 2 % que se venía aplicando.

Por Ley Nº 13.199 del 7 de abril de 1959 y por el plazo de tres años se creó un impuesto adicional "ad-valorem" del 25 % a la importación de mercaderías, destinado a cubrir el préstamo otorgado por el Banco Central al gobierno, de acuerdo a la Ley Nº 13.022 de 1958.

En febrero de 1959 se renovaron los acuerdos de stand-by con el Fondo Monetario Internacional, que expiraron en dicha <sup>fecha</sup> / Los créditos renovados fueron los siguientes:

Fondo Monetario Internacional	U\$S 25.000.000
Tesorería de Estados Unidos	" 17.500.000
	<u>U\$S 42.500.000</u>

A fines de junio de 1959 el total adeudado por créditos de estabilización ascendía a u\$s 22 millones. De los créditos del Fondo Monetario Internacional se había empleado u\$s 10 millones en 1958 y u\$s 4,5 millones en el primer semestre de 1959. En este mismo período se utilizaron u\$s 7,6 millones de los créditos / recibidos del Banco de Exportación e Importación. Al 31 de diciembre de 1959 el total adeudado al exterior por la utilización de los créditos de estabilización se reduce a u\$s 15,5 millones, que corresponden en su totalidad a lo utilizado en 1958 y 1959 del crédito del Banco de Exportación e Importación.

En 1959 la situación monetaria tuvo dos fases bien definidas:

1) primer semestre, en que continuó el desequilibrio de la balanza de pagos y las presiones inflacionarias internas producidas principalmente por la financiación bancaria de los déficits presupuestarios. Durante este período el crédito al gobierno aumentó en un 27 % respecto a 1958 y al sector privado en un 10 %. El tipo de // cambio que era s/24,5 por dólar al finalizar 1958, se deterioró hasta alrededor de / s/29 por dólar en junio de 1959 (nivel más alto hasta la fecha). El costo de vida tuvo un incremento del 4,3 %.

2) segundo semestre, en que la recuperación de precios en el mercado mundial y la adopción de las medidas de reajuste antes mencionadas hicieron disminuir los aumentos de precios y de costos, recuperar el equilibrio real de la balanza de pagos

y mejorar la cotización promedio de la moneda nacional en el mercado de cambios. La balanza de pagos tuvo un superávit de u\$s 12,1 millones contra un déficit de / u\$s 13,2 millones en 1958 y u\$s 32,8 millones en 1957. Esta recuperación se debió fundamentalmente al mejoramiento de la balanza comercial. Si bien los ingresos de divisas en concepto de exportaciones aumentaron en un 8 % respecto a 1958, hubo / una disminución en el ingreso de capitales a largo plazo debido a: contracción de las inversiones extranjeras directas, menores préstamos recibidos del exterior y aumento de salidas en concepto de amortizaciones. Los medios de pago aumentaron en un 24 % respecto a 1958, pero el costo de vida de agosto a diciembre sólo aumentó en un 0,6 %. A su vez hubo cierta estabilidad en el tipo de cambio, cotizándose alrededor de s/27,70 por dólar. Sin embargo aún persistían las dificultades derivadas del fuerte desequilibrio presupuestal.

#### B) Evolución económica y de las medidas de estabilización

(a) La situación monetaria de 1960 se caracterizó por la repercusión interna que produjo el mayor ingreso de divisas provenientes de las exportaciones. A consecuencia de la notable afluencia de moneda extranjera producida desde mediados de 1959, aumentaron los fondos líquidos de las instituciones de crédito lo que originó un / fuerte aumento de las operaciones de crédito de los bancos comerciales, produciéndose una expansión de los medios de pago del 15 %. Ante este hecho, la Superintendencia de Bancos, a pedido del Banco Central, estableció un encaje único del 100 % sobre los aumentos en los depósitos y demás obligaciones a la vista, a plazo y de ahorros en moneda nacional, a partir del cierre de las operaciones al 22 de abril de / 1960, manteniendo al mismo tiempo el encaje básico del 24 % para los montos alcanzados a esa fecha. El 76 % de dicho encaje adicional podía estar constituido por depósitos en el Banco de Fomento Agropecuario.

A su vez, mediante Circular N° 988, la Superintendencia de Bancos con fecha 28 de enero de 1960 aumentó en 2 %, bisemanal, el interés del 18 % sobre el déficit de encaje de los bancos comerciales.

Como resultado de estas medidas se logró esterilizar la mayor parte del incremento del circulante, registrándose entre abril y diciembre de 1960 un aumento de sólo el 6 %, que sumado al incremento del 15 % anteriormente mencionado, dio un aumento total en los medios de pago para el año, de aproximadamente un 22 %.

El valor de las exportaciones ascendió en 1960 a u\$s 433 millones superando en un 37 % las del año anterior, debido a mayores ventas de cobre, hierro, azúcar, industria del pescado y derivados. Asimismo las importaciones se elevaron a u\$s 375 millones, o sea un 27 % más que en 1959, lo que permitió mejorar el abastecimiento de materias primas y bienes de capital para los sectores productivos y elevar al mismo tiempo el nivel de las recaudaciones fiscales, hecho de importancia a efectos de poner fin al desequilibrio presupuestario. Ante este panorama más optimista del sector externo, a principios de junio de 1960 se decretó la suspensión de los recargos adicionales que se habían establecido para las importaciones de vehículos, maquinarias y herramientas.

La mencionada mayor afluencia de divisas, que aumentó las reservas monetarias en u\$s 21 millones, permitió cancelar la cantidad de u\$s 15,5 millones / de la parte utilizada del crédito del Eximban- y pagar los aportes al Fondo Monetario Internacional, Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento y Banco Interamericano de Desarrollo. Además, al desaparecer las condiciones de escasez que obligaron a establecer en forma transitoria el régimen de certificados de moneda extranjera, el Ministerio de Hacienda, en mayo de 1960 decidió su suspensión, con lo que desapareció la única restricción que regía para las transacciones cambiarias, unificando el sistema de cambios.

Con la eliminación de la última restricción cambiaria existente (certificado de moneda extranjera), que constituía en cierta forma un sistema cambiario múltiple, y al extinguirse el Convenio Bilateral de Pagos con la Argentina, el país reunía todos los requisitos necesarios para ser considerado dentro de las nor-

mas del Artículo VIII del Convenio del Fondo Monetario Internacional (1), por lo que con fecha 15 de febrero de 1961 se hizo conocer la aceptación de las obligaciones dispuestas por la mencionada norma.

El tipo de cambio llegó a un máximo de s/27,71 por dólar en el mes de abril, época en que se suspendió el régimen de certificados, disminuyendo hasta s/26,80 en el mes de diciembre, como consecuencia de la mayor oferta de divisas por el repunte de las exportaciones.

Por su parte, el índice promedio del costo de vida tuvo un aumento del 8,6 % con relación a 1959, el que fue inferior al incremento de 1959 con respecto a 1958 (12,6 %).

El Fondo Monetario Internacional otorgó un nuevo stand-by de // u\$s 27,5 millones, a partir de marzo de 1960.

(b) Después de un período de estancamiento, la economía de Perú empezó a recuperarse a fines de 1959. Efectivamente, gracias a las buenas condiciones económicas y a los decididos propósitos estabilizadores, en 1960 y 1961 se alcanzó una elevada tasa de crecimiento del producto nacional bruto, se fortaleció el sector externo acumulándose una apreciable cantidad de reservas internacionales y se logró una relativa estabilidad en el valor interno y externo de la moneda. El presupuesto gubernamental tuvo superávit y no hubo necesidad de acudir al financiamiento inflacionario del Banco Central. Sin embargo este auge fue menor en 1961 que en 1960 por un menor crecimiento de la producción y exportación del sector minero.

En materia monetaria, en 1961 continuaron los esfuerzos para contener la presión inflacionista derivada del crecimiento de las reservas internacionales. Como el incremento de los activos internacionales fue significativo continua-

---

(1) En virtud de este artículo los países se comprometen a no imponer restricciones a los pagos y transferencias en las operaciones internacionales de cuenta corriente, como tampoco medidas cambiarias discriminatorias y de tipos de cambios múltiples.

ron aplicándose severas medidas restrictivas.

La Superintendencia de Bancos modificó las regulaciones de encajes en febrero de 1961 aumentando el encaje básico a 27 % pero disminuyendo el encaje adicional a 63 % sobre el aumento de depósitos a la vista, a plazo y de ahorro, a partir del 15 de enero de 1961. Al igual que en 1960 el encaje adicional podía constituirse mediante depósitos a la vista en el Banco de Fomento Agropecuario, que no tenía efectos expansionistas, ya que era una fuente de recursos en sustitución de créditos del Banco Central.

En abril de 1961 nuevamente se elevó el encaje básico del 27 % al 28 % y se estableció que el sobreencaje del 63 % se aplicaría sobre los aumentos de depósitos a partir del 15 de abril de 1961.

Estas variaciones en los requisitos de encaje legal aumentaron la liquidez de los bancos comerciales permitiendo financiar las demandas crediticias / estacionales del sector agropecuario. Sin embargo, como a pesar de haber habido reducciones en los encajes marginales, las tasas de encajes básicos aumentaron, la tasa efectiva global siguió siendo bastante elevada lo que contribuyó a que la expansión secundaria aumentara menos que en 1960.

La expansión crediticia en 1961 se destinó prácticamente en su totalidad al sector privado, debido a que el gobierno no recurrió por segundo año consecutivo al crédito bancario. Los medios de pago en 1961 subieron un 19,6 % con relación al año anterior.

El índice promedio del costo de vida aumentó en un 4,2 % respecto a diciembre de 1960, lo que revela un relativo éxito en las políticas estabilizadoras.

El Fondo Monetario Internacional aprobó un nuevo convenio de /// stand-by por el período de un año a partir del mes de febrero de 1961 y por la suma de u\$s 30 millones, El objeto de este convenio fue contar con una suma adicional de reservas a fin de ser utilizadas para cubrir posibles desequilibrios temporales, asu-

miendo Perú, al mismo tiempo el propósito de adecuar el volumen del crédito bancario a las necesidades efectivas de la economía sin que se produzca disminución en el valor adquisitivo interno y externo de la moneda.

En cuanto al sector externo, las exportaciones aumentaron un 15 % respecto a 1960, debido a los envíos de cobre procedentes del nuevo yacimiento Toquepala y la mayor expansión correspondiente a los sectores agropecuarios y pesqueros. Las importaciones aumentaron en un 25 % debido a las grandes compras de bienes de capital destinadas a cubrir los insumos provenientes de las industrias surgidas al amparo de la Ley de Promoción Industrial, dictada a mediados de 1960. A pesar de todo, la balanza comercial siguió siendo positiva, a lo que si se agrega un fuerte incremento en las inversiones extranjeras a largo plazo y en los préstamos particulares al gobierno, se explica el significativo aumento de u\$s 37,4 millones en las reservas internacionales y la gran posición de cambio que alcanzó la cifra record / de u\$s 82 millones. El tipo de cambio que a fines de 1960 estaba en s/27,80 por dólar bajó a s/26,81 en febrero de 1961, manteniéndose estable durante todo el resto del año.

Por último, en lo que respecta a la situación fiscal, los ingresos tributarios mejoraron por la expansión del comercio exterior, se elevaron algunos tributos y se adoptaron medidas fiscales tendientes a mejorar la recaudación. / Por el lado de los gastos, durante 1960 y 1961 se financiaron con recursos tributarios, bonos del Tesoro y préstamos externos, sin recurrir al crédito del Banco Central. Es así que los presupuestos de estos años tuvieron saldos positivos.

(c) La economía peruana continuó el ritmo de expansión en 1962, fundamentalmente por el continuo crecimiento del valor de las exportaciones y por la entrada de un / importante volumen de recursos externos. Estos hechos permitieron apoyar convenientemente ciertos proyectos básicos y ampliar la capacidad instalada de algunos sectores productivos.

El programa monetario de 1962 siguió los lineamientos de años anteriores, teniendo como principal objetivo el mantenimiento de la estabilidad interna y externa de la moneda, asegurando al mismo tiempo el equilibrio de la balanza de pagos. Sin embargo, en 1962 se dio mayor flexibilidad a los requisitos de encaje // tratando de adecuar la liquidez bancaria a las necesidades del proceso de desarrollo.

En este sentido, la Superintendencia de Bancos y el Banco Central, si bien mantuvieron el encaje básico en 28 %, el encaje adicional fue disminuyendo de 52 % en enero hasta 15 % en diciembre.

Por otra parte, por Circular Nº 1 del Banco Central, del 9 de febrero de 1962, se fijaron las siguientes tasas de interés:

- 1) Préstamos de bancos comerciales, entidades financieras, etc. máximo 12 %.
- 2) Depósitos a la vista en bancos comerciales: 1 %.
- 3) Depósitos a plazo en períodos no menores a 120 días: 7 % y depósitos de ahorro: 5%.

A su vez, por Circular Nº 5, del 2 de julio de 1962, mantuvo para las deficiencias de encaje una multa anual del 18 %, con más un 2 % por cada período bisemanal en que continúe el déficit, hasta un máximo de dos veces el tipo / máximo de interés que corresponde a las operaciones activas de los bancos comerciales.

El medio circulante en 1962 se incrementó en 11,8 % contra 19,4 % de aumento en 1961; sin embargo los medios de pago sólo aumentaron en un 2 % debido a que el gobierno utilizó gran parte de los fondos que tenía depositados en el sistema bancario.

El ambiente de confianza y las elevadas exportaciones (especialmente venta de pescado y derivados) fomentaron la normalidad del mercado cambiario, lo que permitió seguir incrementando la reserva de divisas del Banco Central, que a fines de 1962 llegó a u\$s 107,9 millones. La cotización del dólar se mantuvo en // s/ 26,8. Además se contó como segunda línea de reservas (que no llegó a utilizarse)

un nuevo acuerdo de stand-by concertado con el Fondo Monetario Internacional por u\$s 30 millones.

En cuanto a la situación de las finanzas públicas, como ya hemos dicho, las transacciones del gobierno con el Banco Central de Reserva originaron un efecto contraccionista sobre la circulación, por disminución de las deudas. Con motivo de la reorganización del Banco Central, se dispuso la revaluación del oro intangible lo que produjo una suma de 449 millones de soles que se aplicaron a amortizar las obligaciones del Tesoro. No obstante, en 1962/<sup>no</sup> se pudieron cubrir los gastos presupuestarios, como había ocurrido en 1960 y 1961, disponiéndose a efectos de no recurrir a fuentes inflacionarias, la utilización del superávit de 1961 y la emisión de una tercera serie de bonos del Tesoro por 400 millones de soles.

(d) La actividad económica continuó su desarrollo en 1963 debido a los elevados niveles de inversión e ingresos de capitales a corto plazo. Sin embargo, por primera vez desde 1958 el valor total de las exportaciones permaneció estacionario, debido a la baja de precios de productos como el zinc, algodón, petróleo y derivados y al mayor consumo interno de productos de exportación. Pero debido al efecto favorable de otros rubros de la balanza de pagos, las reservas internacionales de oro y divisas aumentaron en u\$s 18,5 millones lo que hizo que al cierre del ejercicio se contara con un nivel sin precedentes de reservas de u\$s 125 millones.

Esta acumulación de reservas internacionales no es un fin en sí / misma, sino más bien constituye uno de los medios más importantes con que cuenta la banca central para mantener la estabilidad monetaria, ya que se pueden cubrir déficits temporales de balanza de pagos y da mayor libertad de acción a la política económica.

La expansión monetaria estuvo de acuerdo con las necesidades de la economía, siempre dentro de los objetivos del programa de estabilización monetario-cambiario. Como principales instrumentos de regulación se fijaron:

- 1) límites máximos al crédito neto destinado al gobierno y a los bancos comerciales y de fomento.

- 2) Por Circular Nº 12 del 17 de enero de 1963, se fijó un encaje básico del 29 % para todos los depósitos y demás obligaciones a la vista, a plazo y de ahorros, eliminando el encaje adicional del 15 %.
- 3) Las tasas de redescuento e interés para las operaciones activas y pasivas del sistema bancario no fueron modificadas.
- 4) El Banco Central sólo concedió ~~nuevos~~ redescuentos a la banca comercial para hacer frente a necesidades transitorias de Caja.

Con estas medidas se logró mantener el volumen del crédito dentro de límites aceptables.

Sin embargo, en 1963 se produjo una mayor tendencia ascendente en los índices de precios; así el costo de vida ascendió en 8,8 % contra 4,8 % en // 1962. Este proceso fue consecuencia de dos factores: precios agrícolas crecientes y aumentos salariales, y además por la baja de la producción por huelgas y conflictos laborales. La elevación de los precios de la alimentación impactó en el índice de costo de vida generándose presiones sociales y consecuentes reajustes de salarios. Estos aumentos de salarios incidieron en los costos y precios de venta presionando aún más el aumento del costo de vida.

En este sentido es fundamental para evitar una espiral de precios y salarios que se limiten las mejoras salariales a los incrementos de productividad.

Otro factor perjudicial fue la situación fiscal deficitaria de // 1963. Mientras los gastos aumentaron en un 37 % los ingresos sólo lo hicieron en un 24 %. Los mayores gastos se debieron a la financiación de construcción de carreteras y otros proyectos de infraestructura.

El déficit fue cubierto con préstamos notos extranjeros y con recursos internos provenientes del crédito bancario a través de un descuento de obligaciones del Tesoro por 782 millones de soles en el Banco Central. Estos bonos se / debían amortizar en cinco cuotas a partir de 1965.

Para evitar una excesiva expansión secundaria en el sistema bancario, se adoptaron diversas medidas compensatorias, las que en líneas generales procuraron que la utilización de los nuevos fondos por el gobierno sea gradual y esté

combinada con el retiro del circulante que se produzca por el aumento de los depósitos en los Bancos de Fomento y por la amortización de préstamos.

(e) En 1964 continuó el panorama favorable que venía ofreciendo la economía peruana debido a la expansión del sector industrial, al crecimiento de la producción agrícola de exportación y al desarrollo de la industria pesquera. El producto nacional bruto tuvo un aumento en 1964, en términos reales, del orden del 5,2 %.

Entre los principales factores que impulsaron el desarrollo cabe mencionar el sector externo. Las exportaciones llegaron a u\$s 667 millones, lo que representa un aumento del 23 % respecto al año anterior. Los principales renglones fueron la harina de pescado y los minerales. Por su parte las importaciones aumentaron solamente un 5 % respecto a 1963, llegando a u\$s 577 millones. Este menor ritmo de crecimiento se debe a la acción restrictiva de los aumentos arancelarios así como a la sustitución de ciertas importaciones debido al desarrollo de la industria local. La balanza de pagos arrojó superávit, lo que dió lugar a un incremento de u\$s 25 millones en las reservas internacionales netas del Banco Central, llegando a un nivel de reservas de u\$s 160,2 millones a fines de 1964.

La posición de reservas se vio además apoyada por la concertación de un nuevo convenio de stand-by con el Fondo Monetario Internacional por u\$s 30 millones. Sin embargo, durante 1964 no hubo necesidad de utilizar los recursos de dicha institución.

El sector fiscal siguió siendo motivo de seria preocupación dado que el déficit presupuestario alcanzó a 2.440 millones de soles. Con el propósito de enjugar este déficit se reformó la Ley del Impuesto sobre la Renta, se aumentó la tasa que grava las utilidades de las industrias nuevas, las ventas de automóviles, etc. Asimismo se crearon nuevos impuestos sobre la importación y exportación. Además hubo que recurrir a la financiación del Banco Central que cubrió aproximadamente el 53 % de dicho déficit, o sea 1.279 millones de soles.

En cuanto al aspecto crediticio, el volumen total del crédito bancario tuvo un aumento del 24%, bastante mayor que el de 1963. Este aumento se

debió principalmente a la expansión del crédito hacia las instituciones estatales. La expansión primaria del Banco Central tuvo un aumento de 1.918 millones de soles (24 %), comparado con 910 millones en 1963. Esta expansión se debió fundamentalmente a la adquisición de moneda extranjera.

La preferencia del sector privado por la liquidez secundaria • cuasi medios de pago, y el mantenimiento de importantes excedentes de encaje en / los bancos comerciales neutralizaron el gran aumento en la liquidez evitando un mayor incremento en la demanda y un alza más acentuada en los niveles de precios.

El costo de vida se elevó en 10,8 % respecto a 7,2 % en 1963. Este incremento en las presiones inflacionarias puede explicarse por la constante expansión en la demanda de productos agropecuarios frente a la inelasticidad de su / oferta, a las repercusiones de los recargos impositivos indirectos, a los aumentos salariales y a las cargas sociales por encima de los niveles de productividad y a la expansión monetaria y crediticia que ha financiado el gran incremento de la demanda y los déficits fiscales.

En vista de esto las autoridades monetarias han recomendado la / adopción de estímulos a la producción agrícola, limitación de los aumentos de salarios a los incrementos de la productividad y reducción de los déficits fiscales.

(f) Después de haberse debilitado el ritmo de crecimiento en 1963, la economía peruana recuperó el dinamismo que la viene caracterizando desde 1960. Hasta 1964, el alza de las exportaciones fue el factor determinante de las altas tasas de crecimiento. En cambio, en 1965 el nivel de la actividad se mantuvo por los elementos expansivos internos dado que se produjo un estancamiento en el valor de las exportaciones. La reducción en la captura de anchoveta, el estancamiento de las exportaciones de algodón y la drástica baja de los embarques de azúcar ocasionaron una contracción del 7 % en el volumen de las exportaciones. Sin embargo, dado el alza de los precios mundiales de la harina de pescado y de los minerales, los ingresos totales de divisas se mantuvieron al mismo nivel del año anterior. Las importaciones, por el contrario, continuaron creciendo hasta llegar a u\$s 730 millones, o sea el doble de 1960.

Se produjo, así, un déficit de u\$s 130 millones en cuenta corriente, que se financió con una mayor utilización neta de capital externo oficial. No obstante la magnitud del déficit, las reservas internacionales aumentaron en cerca de u\$s 10 millones.

Junto al rezago de la producción interna de bienes agrícolas e industriales, siguieron registrándose alzas de precios que aumentaron las preocupaciones de las autoridades monetarias. Efectivamente, el incremento de precios de // 1965 fue de aproximadamente el 16 %. Los problemas que siguieron originando el incremento de precios internos, fueron la expansión de la demanda interna por el aumento de las inversiones y de los gastos corrientes públicos y privados, el aumento del volumen crediticio, la inelasticidad de la oferta de productos agropecuarios, / deficiencias en la comercialización y los incrementos de sueldos y cargas sociales por encima de los niveles de productividad.

El crédito total del sistema bancario tuvo un aumento del 30 %, bastante más que en 1964, correspondiendo casi exclusivamente al sector privado. Por su parte, la expansión del Banco Central fue del orden del 16 % contra 30 % en 1964. El gobierno en 1965 no utilizó el descuento de obligaciones del Tesoro, en el Banco Central. Sin embargo, el déficit fiscal alcanzó a 2.705 millones de soles, a pesar de los incrementos impositivos y de la obtención por la Caja de Depósitos y Consignaciones de un crédito exterior de la banca comercial privada extranjera. Para hacer frente a dicho déficit, dado que el Banco Central financió poco, se tuvo que recurrir al crédito interno.

Entre las diversas medidas oficiales que se han emprendido para corregir la inelasticidad de la oferta de productos agrícolas, figuraron: desgravaciones tributarias, incentivos de precios y programas para mejorar el almacenamiento y la comercialización.

En cuanto a los instrumentos de la política monetaria, los mismos sufrieron los siguientes cambios:

- 1) Por Circular Nº 19 del 23 de abril se suprimió el pago del 1 % en concepto de interés anual sobre depósitos a la vista.
- 2) El 25 de junio, mediante Circular Nº 22, se estableció un encaje básico del 30 % sobre depósitos a la vista y a plazos. Además se dispuso un encaje adicional del 40 % sobre los aumentos de los depósitos y demás obligaciones a la vista y a plazos, a partir del 31 de mayo de 1965.
- 3) En agosto se determinó que el encaje adicional del 40 % debía ser aplicado a cada uno de los bancos regionales, una vez que alcance un incremento del 20 % en los depósitos y demás obligaciones sujetas a encaje al 31 de mayo de 1965.
- 4) El 17 de diciembre por Circular Nº 24, se estableció un nuevo encaje marginal del 30 % sobre todos los aumentos, a partir del 30 de noviembre de 1965. Este nuevo encaje rige para cada banco regional, en la misma forma dispuesta en la observación (3).

(g) Durante los primeros siete meses de 1966, el costo de vida tuvo un incremento del 5 % contra un 12 % en el mismo período del año anterior. La actividad productiva interna continuó estimulando las importaciones de bienes de capital y materias primas, lo que produjo una reducción de las reservas internacionales.

Si bien, como ya dijimos, desde 1960 la economía peruana presentó un crecimiento económico del orden del 7 % anual junto a superávits en la balanza de pagos y modestos incrementos de precios internos, en 1964 las presiones inflacionarias se hicieron nuevamente evidentes debido especialmente al financiamiento / inflacionario de los déficits fiscales. Así es que, de un 6 % promedio anual de incremento de precios se pasó a casi un 11 % en 1964 y a un 16 % en 1965.

Las autoridades se vieron compelidas a aplicar una política de austeridad presupuestaria, mediante la reducción de gastos y el incremento de las recaudaciones impositivas, pero quedan dudas acerca de si esa austeridad en el sector público puede ser mantenida por largo tiempo en vista de los programas de desarrollo económico y social a que Perú se encuentra abocado.

Debido a estas medidas de restricción y al continuo estancamiento de las exportaciones, el incremento real del producto bruto nacional fue sólo / del 4,3 %.

Por otra parte, las reservas internacionales que habían alcanzado

a u\$s 175 millones a fines de 1965, bajaron a u\$s 155 millones en agosto de 1966 y a u\$s 124 millones en junio de 1967. Esta reducción se debió al déficit externo. Además, si bien en 1966 el índice del costo de vida aumentó sólo en un 9,5 %, en / los primeros tres meses de 1967 se incrementó casi en un 5 %, lo que denota un mantenimiento de las presiones inflacionarias de los últimos años. Estos hechos, no es de extrañar, que hayan obligado a una reciente devaluación monetaria, llevando el sol a aproximadamente s/40 por dólar.

Por último, Perú actualmente se encuentra con un sector agrícola que ocupa la mitad de la fuerza de trabajo y que produce menos de la quinta parte del consumo doméstico. Consecuentemente las importaciones de productos de consumo están en aumento y presionan sobre la posición del sector externo. En este sentido se están haciendo esfuerzos por desarrollar la agricultura mediante el aumento de la productividad y la reducción de la disparidad entre los ingresos rurales y urbanos.-

CUADRO Nº 1

PARTICIPACION DEL BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERU EN  
LOS PROGRAMAS DE ESTABILIZACION

Fecha del programa	Naturaleza del programa	Redescuento	Limitacion del crédito	Requisitos de encaje	* Varias	* Otras medidas
Febrero de 1954	Estabilización crediticia y cambiaria					
Febrero de 1955	idem		Limitación del recurso gubernamental a los créditos del B.S. para necesidades estacionales solamente	Aplicación del encaje de 70 % sobre aumentos de depósitos a la vista y 35 % sobre aumentos de depósitos a plazo y ahorro, desde el 30-11-55	Operaciones del B.C. en el mercado de cambios con fines de compensación monetaria y cambiaria a s/19 por dólar	Restricción al crédito para importaciones no esenciales

CUADRO Nº 1

PARTICIPACION DEL BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERU EN  
LOS PROGRAMAS DE ESTABILIZACION

Fecha del programa	Naturaleza del programa	Redescuento	Limitación del crédito	Requisitos de encaje	Varias	Otras medidas
Febrero de 1956	Idem	Aumento de la tasa de redescuento para operaciones de crédito que no excedan del 40 % del capital y reservas de los bancos, y a 8 % para créditos superiores al 40 % e inferiores al 75 %.		24 % sobre depósitos a la vista y 12 % sobre los de plazo y ahorro. 45 % de encaje adicional sobre incrementos de todos los depósitos a partir del 30-6-56		
Febrero de 1957	Idem			Tasa penal sobre encaje insuficiente de 16 % por año (desde 13-1-58)		
Febrero de 1958	Idem					Operaciones de cambio alrededor de s/24,50 por dólar

CUADRO Nº 1

PARTICIPACION DEL BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERU EN  
LOS PROGRAMAS DE ESTABILIZACION

Fecha del programa	Naturaleza del programa	Redescuento	Limitación del crédito	Requisitos de encaje	Varias	Otras medidas
Febrero de 1959	Idem	Aumento de 6 a 9,5 % de la tasa para bancos comerciales. De 3 a 8 % para bancos de desarrollo y de 2 a 9,50 % para el gobierno		Encaje de 24 % para todos los depósitos, y adicional de 100 % para aumentos de depósitos respecto al 22-4-59	Operaciones de cambio alrededor de s/27 por dólar	Emisiones de deuda pública a la tasa de mercado, hasta por 1/6 del presupuesto ordinario
Marzo de 1960	Idem			Encaje adicional de 100 % calculado a la fecha del 22-4-59 al 22-4-60		Eliminación del sistema de certificados y licencias de exportación
Marzo de 1961	Idem			28 % para todos los depósitos; adicional de 63 % sobre aumentos de depósitos respecto al 15-4-61		

CUADRO N° 1

PARTICIPACION DEL BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERU EN  
LOS PROGRAMAS DE ESTABILIZACION

Fecha del programa	Naturaleza del programa	Redescuento	Limitación del crédito	Requisitos de encaje	Varias	Otras medidas
Marzo de 1962	idem	Cupo global al crédito del B.C. Limitación a necesidades estacionales del financiamiento por el B.C. al gobierno Tasas de interés Bcos. Comerciales 12 %. Depósitos a la vista 1 %; Depósitos a plazo 7 % y de ahorro 5 %		Tasa penal sobre encaje insuficiente aumenta 2 % cada dos semanas sobre la tasa básica de 18 % Encaje básico continuó en 28 %. Encaje adicional fue disminuyendo de 52 % en enero hasta 15 % en diciembre.		
Marzo de 1963	idem			Encaje básico 29 % para todos los depósitos eliminando los encajes adicionales	Límites máximos al crédito neto al gobierno, Bancos comerciales y de fomento.	Emisión de obligaciones del Tesoro para cubrir déficit pre-supuestal

C U A D R O N° 1

PARTICIPACION DEL BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERU EN  
LOS PROGRAMAS DE ESTABILIZACION

Fecha del programa	Naturaleza del programa	Redescuento	Limitación del crédito	Requisitos de encaje	Varias	Otras medidas
Marzo de 1964	idem					Modificaciones de tasas impositivas y creación de impuestos a la importación y exportación. Gran financiación del B.C. para cubrir déficit fiscal
Abril de 1965	Idem	Supresión de 1% de interés sobre depósitos a la vista		Encaje básico 30% para todos los depósitos. Encaje adicional 40 %, luego reducido al 30 %		
Setiembre de 1967	Idem				Devaluación monetaria tipo aproximado s/40: u\$s 1	

C U A D R O    N º    2

EVOLUCION DEL MEDIO CIRCULANTE Y COSTO DE VIDA

<u>Medio circulante</u>				
<u>Años</u>	<u>En cifras absolutas (miles de millones de soles)</u>	<u>Indice sobre base 1958 = 100</u>	<u>Incrementos anuales</u>	<u>Incrementos anuales del costo de vida</u>
1950	1,97	42	-	-
1951	2,41	52	22	10,3
1952	2,73	58	13	6,2
1953	3,10	66	14	8,8
1954	3,37	72	9	5,4
1955	3,58	77	6	5,1
1956	4,21	90	18	5
1957	4,37	94	4	8,1
1958	4,67	100	7	7,5
1959	5,81	124	24	13
1960	6,56	140	13	8
1961	7,78	167	19	7,4
1962	8,07	173	4	5,3
1963	9	193	12	7,2
1964	10,50	225	17	11
1965	12,09	260	16	16,5
1966	13,64	292	12	9,5
1967 (marzo)	14,27	305	5	4,5

Fuente: Fondo Monetario Internacional; International Financial Statistics, suplemento 1964-65 y 1967.

CUADRO Nº 3

VARIABLES DEL MEDIO CIRCULANTE

(Miles de millones de soles)

<u>Cuentas</u>	<u>1958</u>	<u>1959</u>	<u>1960</u>	<u>1961</u>	<u>1962</u>	<u>1963</u>	<u>1964</u>	<u>1965</u>	<u>1966</u>
Activos externos (neto)	0,71	1,52	2,49	3,58	3,98	4,75	5,71	6,28	6,80
Crédito interno	8,75	9,79	10,64	11,90	13,30	15,14	17,59	21,08	24,34
Gobierno (neto)	2,34	3,04	2,91	2,70	2,30	3,03	3,99	4,28	7,03
Sector privado	6,41	6,75	7,62	9,07	10,80	11,87	13,34	16,18	16,74
Quasi dinero	3,70	3,94	4,68	5,45	7,04	8,83	10,99	13,31	14,36
Otras cuentas (neto)	1,09	1,56	1,89	2,25	2,17	2,06	1,80	1,97	3,14
Medio circulante	4,67	5,81	6,56	7,78	8,07	9,00	10,50	12,09	13,64

Fuente: Fondo Monetario Internacional, International Financial Statistics, 1966 y 1967.

CUADRO Nº 4

RESERVAS MONETARIAS

(millones de u\$s)

<u>Años</u>	<u>Oro</u>	<u>Fracción oro</u> <u>F.M.I.</u>	<u>Divisas</u>	<u>Total</u>
1950	31	3,2	22,6	56,8
1951	45,8	3,2	14,5	63,5
1952	45,8	6,2	9,6	61,6
1953	36,3	6,2	12,6	55,1
1954	34,9	6,2	20,9	62
1955	34,9	6,2	17	58,1
1956	35,1	6,2	31,8	73,1
1957	27,8	6,2	5,7	39,7
1958	19,1	-	12	31,1
1959	28	6,9	24,3	59,2
1960	42,4	7,5	26,2	76,1
1961	47,4	8,1	54,9	110,4
1962	47,4	8,8	60,5	116,7
1963	57,4	9,4	68,4	135,2
1964	67,4	9,4	83,4	160,2
1965	67,2	9,4	98,1	174,7
1966	64,7	11,8	78,4	154,9
1967 (Junio)	30,2	21,3	72,5	124,0

Fuente: Fondo Monetario Internacional, International Financial Statistics, Suplemento 1964-65, 1966 y 1967.

CUADRO Nº 5

EVOLUCION DE LOS TIPOS DE CAMBIO RESPECTO  
AL DOLAR NORTEAMERICANO

<u>A ñ o s</u>	<u>Tipo de cambio</u> <u>libre</u>	
1958	24,49	24,63
1959	27,70	27,71
1960	26,76	
1961	26,81	
1962	26,82	
1963	26,82	
1964	26,82	
1965	26,82	
1967 (junio)	26,82	

Fuente: Fondo Monetario Internacional, International Financial Statistics  
1965 y 1967.

### III) COLOMBIA

#### A) Antecedentes y planes de estabilización

(a) La fuente principal de las divisas extranjeras es la exportación del café suave que representa un promedio del 75 al 80 % del total de las utilidades de exportación. El alto nivel de las exportaciones y los precios del café durante el período de 1950 hasta casi 1956 originó fuertes balanzas de pago y crecientes niveles de rentas. Las mayores utilidades cambiarias permitieron mayores inversiones y consiguientes aumentos en los niveles de producción. El nivel de las importaciones durante esos años de prosperidad estuvo por encima de la capacidad de importación por lo que se fueron acumulando grandes deudas comerciales, que alcanzaron a cerca de u\$s 410 millones a fines de 1956. Asimismo las reservas monetarias internacionales se vieron reducidas.

Durante el lapso 1954 a fines de 1956, los medios de pago crecieron en un 56 % pese al uso de instrumentos de control monetario, como encajes, cupos de redescuento, etc. En el primer semestre de 1954 las fuerzas expansionistas / fueron de origen externo, por altos precios del café. En el segundo semestre las // presiones fueron de origen interno por la política compensatoria para cubrir las bajas del precio internacional del café. En los años siguientes, al postergarse el pago de la deuda externa, la liquidez bancaria se mantuvo a un alto nivel y fue también causa de nuevas presiones. Por otra parte el Banco de la República contribuyó al incremento de los medios de pago al financiar los ambiciosos planes de inversiones gubernamentales.

Con respecto a la posición cambiaria tuvo en 1954 dos situaciones extremas. Por un lado, los buenos precios del café durante el primer semestre produjeron un gran superávit. En el segundo semestre los precios y las exportaciones decayeron apreciablemente. Para solucionar la difícil situación cambiaria, desde 1954 a 1956, se efectuaron varias reformas basadas en el mantenimiento de un tipo ~~oficial~~

de \$ 2.50 por dólar norteamericano, para los pagos oficiales y las mercancías más esenciales. A un número progresivamente en aumento de mercancías y otros egresos se les encarecía la divisa mediante impuestos de sellos y depósitos previos de importación. Por otra parte se otorgaban subsidios a las exportaciones, excluido el café, a través del juego del sistema cambiario. Estas políticas fueron perjudicando aún más la situación, hasta el punto que llegó a acumularse, como ya dijimos, una gran deuda externa.

Durante el año 1957 el mercado del café se debilitó bastante y la inflación que anteriormente se contenía por el gran excedente de importaciones, comenzó nuevamente a ejercer presión sobre el sistema de precios. El gobierno constitucional que asumió el poder en mayo de 1957 se encontró ante serios problemas, entre los cuales los más importantes eran: detener la inflación, reducir las importaciones a un nivel compatible con el equilibrio de la balanza de pagos y saldar la / deuda externa atrasada.

(b) Se adoptó un programa de estabilización que fue preparado con la ayuda técnica del Fondo Monetario Internacional y cuyos lineamientos son los que pasamos a considerar a continuación.

Desde el punto de vista cambiario, la política que se había practicado del mantenimiento de un "tipo oficial" inadecuado y del complejo sistema de cambios múltiples demostró su inoperancia al no lograr detener las importaciones ni "seleccionar" las mismas con fines económicos. Tampoco diversificó las exportaciones. Había llegado el momento impostergable de devaluar la moneda hasta un tipo de cambio real. Es interesante insertar aquí algunos conceptos expresados por el Ministro de Hacienda, Dr. Antonio Alvarez Restrepo: "Uno de los más graves asuntos que el actual gobierno debe resolver es el cambiario. He dicho y quiero repetirlo aquí, que este / gobierno no va a hacer la devaluación; la devaluación está hecha hace tiempo en la / calle, desde el día en que el dólar libre pasó a cotizarse por en encima de 4,00; /

desde entonces hemos mantenido este engaño del cambio a 2.50 que era una simple ilusión y que... creaba este agobiador problema de la deuda comercial que ahora tratamos de resolver. La devaluación debió hacerse desde hace mucho tiempo con la circunstancia de que hace dos años el paso hubiera sido más suave y las dificultades / más pequeñas, con un impacto muchísimo menor sobre los consumidores".(1)

Se planteó una discusión doctrinaria de cuál era el mejor camino, si a través de un cambio fijo o de un cambio fluctuante. En favor del primero se aducía que el país tenía una experiencia de veinte años, era monoexportador y sufría variaciones estacionales de la exportación, todo lo que dificultaba el mantenimiento de una cotización con pequeñas fluctuaciones. Los que estaban en favor del cambio fluctuante insistían que era una manera más franca de buscar la verdad y de adecuar la economía a ella y además en que el capital extranjero iba a encontrar / mayores atractivos.

En definitiva, mediante Decreto N° 107 de junio de 1957 se reglamentó toda la materia cambiaria, de acuerdo a lo siguiente:

- 1) Se adoptó un régimen de libre cambio, coexistiendo dos mercados de tipo fluctuante, uno de "certificados" y otro de "capitales". Los "certificados de cambio" se originaban en las divisas provenientes de todas las exportaciones y de las entradas de capitales destinados a la industria del petróleo y extractiva de metales. Eran transferibles y podían aplicarse al pago de mercancías, reembolso de capitales registrados antes de la vigencia del Decreto N° 107, remesas de utilidades, intereses dividendos, etc. La oferta del // mercado de "capitales" estaba compuesta por los nuevos capitales y servicios como turismo, regalías, etc. La demanda la formaban los servicios de nuevos capitales y créditos posteriores a la reforma.
- 2) Para regular el mercado de "certificados" se creó un "Fondo de regulación cambiaria" constituido por reservas apropiadas a dicho fin y un stand-by concedido por el Fondo Monetario Internacional de u\$s 25 millones.
- 3) Se establecieron con carácter transitorio, ciertas restricciones a la importación. Se creó una lista con ítems de importación prohibida y otra sujeta a "licencia previa".

---

(1) V Reunión de Técnicos de los Bancos Centrales del Continente Americano. Colombia 1957 - Tomo I, pag. 292.

- 4) Para promover la cancelación de la deuda comercial atrasada se estableció sobre el producto de las exportaciones un impuesto del 15 % y sobre los giros uno de 10 %, ambos en dólares. Los fondos resultantes de estos impuestos, luego de cubierto el servicio de las deudas atrasadas, podían ser utilizados por el gobierno para sus pagos ordinarios al exterior o venderlos en el mercado de certificados.
- 5) Los depósitos previos a las importaciones, que primeramente estaban fijadas en un 20 %, a fines de setiembre de 1957 fueron elevadas para algunos artículos, al 100 %.

Luego de esta reforma el tipo comprador de "certificados" se cotizó a \$ 4,80 por dólar, luego la cotización pasó a \$ 5., y a principios de setiembre de 1957 a \$ 5.23.

En cuanto a las medidas monetarias aplicadas tenemos:

- 1) Exigencia de la cobertura en dinero de las deudas externas atrasadas, a fin de evitar especulaciones ante la inminente reforma cambiaria.
- 2) Se elevaron los encajes del 14 al 18 % para las obligaciones a la vista y antes de 30 días, y del 5 al 9 % para las de más de 30 días, a partir del 12 de junio de 1957.
- 3) A partir del 1º de julio de 1957 se fijaron los siguientes encajes adicionales: 80 % sobre aumentos de depósitos extranjeros y nacionales con vencimientos a menos de 30 días; 25 % sobre depósitos de ahorro; 50 % sobre créditos hipotecarios y 25 % sobre saldos acreedores de cuentas fiduciarias.
- 4) A partir del 14 de mayo de 1957 se estableció que el 60 % del monto del cupo ordinario de crédito se otorgaría a un tipo de interés dos puntos inferior al estipulado en la respectiva obligación, y el 40 % restante con un solo // punto de diferencia.
- 5) En el mes de junio se volvieron a modificar los cupos de redescuento, al establecerse que el cupo especial se fusionaría con el ordinario, disminuyendo la posibilidad de crédito al sistema bancario.
- 6) Se prohibió a los bancos comerciales descontar letras a más de 90 días.

Como primer efecto de estas medidas, el exceso de reservas del sistema bancario comercial se redujo de \$ 107 a \$ 60 millones en agosto de 1957.

Sin embargo, los efectos de estas medidas se vieron en parte contrarrestadas por creaciones monetarias primarias originadas en:

- 1) mayor uso por parte de la banca comercial del redescuento del Banco Central.

- 2) Descuento de bonos de almacenes de depósitos de productos agrícolas e industriales por parte del Banco Central a fin de atenuar la astringencia financiera.
- 3) Préstamos a la Federación Nacional de Cafeteros para la compra y retención de excedentes de café.
- 4) Pago en pesos de parte de la deuda comercial en dólares, y
- 5) compra por parte del Banco Central de certificados de cambio, por temporales excedentes de ofertas.

Las medidas enunciadas dieron resultados favorables ya que se contuvo la excesiva expansión crediticia y de los medios de pago en poder del sector / privado. En el segundo semestre de 1957 los medios de pago aumentaron en un 2,3 %, contra 11 %, 14,8 % y 8,8 % en los tres semestros anteriores. Este freno fue aún más significativo desde el momento que los precios internos aumentaron igualmente en un 11,2 % y los tipos de cambio para el dólar subieron de \$ 2.50 (oficial) y \$ 5.90 (libre) en junio, a \$ 5.40 para el "certificado" y a \$ 6.20 para el dólar libre, en diciembre de 1957.

(c) A pesar de las medidas tomadas en 1957, a comienzos de 1958 volvió a predominar una fuerte expansión monetaria que tenía como focos las financiaciones al sector cafetero en defensa de precios y de acuerdo al Convenio de México, y los descuentos de bonos de almacenes generales por financiación de cosechas. El redescuento en cambio, se estabilizó debido a la buena posición de liquidez de los bancos comerciales.

Se decidió, por lo tanto, implantar nuevas medidas de restricción monetaria:

- 1) El financiamiento de la retención del café era el principal factor inflacionario, para corregir lo cual, en marzo de 1958, se dictó el Decreto N° 80 que creó un sistema de retención autónoma. La retención era 10 % en especie del volumen exportado, el que luego fue elevado al 15 %. Asimismo se estableció que las diferencias entre precios de venta y de compras de certificados de cambio se destinara al financiamiento de los gastos de retención.
- 2) El cupo ordinario de redescuento para bancos comerciales fue reducido en un 20 %.

- 3) En marzo de 1958 los encajes bancarios se elevaron en dos puntos, a 20 % para las exigibilidades a la vista y a 11 % para las a término. El encaje marginal se aumentó al 100 %. En mayo de 1958 se volvieron a elevar los encajes básicos en tres puntos, a 23 % y 14 %. El encaje sobre depósitos de ahorro / permaneció invariable (25 %).
- 4) A fines de abril se subió hasta el 12 % el tipo de redescuento para operaciones que utilizan el cupo extraordinario.
- 5) Los depósitos previos de importaciones serían devueltos recién después de transcurridos sesenta días del despacho a plaza.

También, a causa de las presiones inflacionarias originadas en la financiación al Fondo Nacional del Café y dado que el tipo de cambio fluctuante dificultaba el manejo de los precios del café, el gobierno dictó el Decreto N° 80, el 26 de marzo de 1958, que dispuso:

- 1) Se impuso a los exportadores la obligación de vender las divisas al Banco de la República a un tipo de cambio fijo y a fin de deducir el 15 % de impuesto de exportación. El tipo de cambio inicialmente fijado fue de \$ 6.10 por dólar.
- 2) Al mantenerse el tipo fluctuante en la venta y al ser el Banco Central el único comprador de divisas, se hizo necesario establecer un sistema de remates públicos.
- 3) Como ya anticipamos, se estableció una retención en especie para las exportaciones de café, que se fijó en definitiva en el 15 %.
- 4) Además se adicionó como nueva fuente de financiación del Fondo Nacional del Café, el diferencial cambiario resultante de las compras de divisas y las / ventas mediante licitaciones.

Debido a este nuevo régimen cambiario, la balanza de pagos de 1958 cerró con un superávit de u\$s 101,5 millones, lo que permitió aumentar las reservas internacionales a u\$s 160 millones. Los tipos de cambio se estabilizaron en \$ 6,40 para el mercado de certificados y \$ 8,15 con tendencia en baja, para el dólar libre. Asimismo la expansión crediticia y de los medios de pago se redujo respecto a los incrementos anteriores. El nivel del costo de vida aumentó en un 14,4 % contra 14,8% en 1957.

## B) Evolución económica y de las medidas de estabilización

(a) Los aspectos monetarios a principios de 1959 se presentaron favorables, dado que con la nueva política cafetera de retención en especie el Banco Central dejó de financiar la acumulación de existencias de café. Además se logró una disminución en el ritmo de crecimiento del crédito al sector privado y se obtuvo una congelación / de fondos por más de 134 millones de pesos en el Banco de la República mediante los depósitos previos de importaciones.

La política monetaria de 1959 se hizo más selectiva a fin de canalizar el crédito hacia la producción agraria. A este respecto, se estableció que el nivel a partir del cual rige el encaje adicional del 100 % fuera el monto de / los depósitos al 30 de octubre de 1958 en lugar del 30 de enero. En esta forma se descongeló una importante suma a fin de fomentar las inversiones agropecuarias. Se estableció asimismo, que dichas mayores disponibilidades podían destinarse sólo a nuevos préstamos para la agricultura, o a la compra de la cartera agrícola de la Caja Agraria.

Por otra parte, como se comenzó a presentar una presión sobre la balanza de pagos ante la mayor demanda de licencias de importación, se decidió elevar los depósitos previos de importación del 100 % al 130 % y aumentándose el plazo de devolución a noventa días a partir del despacho a plaza.

En el aspecto cambiario, con el objeto de recopilar toda la legislación cambiaria existente, se expidió el 16 de enero de 1959 la Ley la. sobre "Régimen de cambios internacionales y comercio exterior" que escuetamente dispuso:

- 1) Se conserva el espíritu del Decreto N° 107 de 1957 y del N° 80 de 1958, quedando vigentes las listas de importación prohibida y de licencia previa.
- 2) Se mantiene el requisito de constituir depósitos previos de importación. En cuanto a las exportaciones se mantiene la libertad de ventas al exterior, / con obligación de reintegro
- 3) Se sienta la necesidad de sostener el precio exterior del café mediante el cumplimiento de los convenios cafeteros y la retención necesaria en especie del 15 % del volumen exportado. Se sigue destinando al mismo fin la diferencia cambiaria en la venta de certificados.

4) Libre exportación y comercio de oro.

5) Se conservan los dos mercados: el de "certificados" y el de "capitales". Al primero de ellos sólo ingresarán en el futuro las divisas de las exportaciones "mayores". (1)

Se conserva el fondo de regulación cambiaria.

6) Se mantiene el 15 % en concepto de impuesto sobre las exportaciones "mayores". Para las exportaciones "menores" se establece un impuesto del 2 %.

7) El impuesto del 10 % sobre los giros fue eliminado por Decreto Nº 1345 del 10 de mayo de 1959 ya que se refundió en la nueva Tarifa de Avalúos.

8) Los depósitos previos para importaciones se establecieron en:

- 1 % para importaciones de bienes de capital de entidades oficiales.
- 5 % para importaciones de bienes de capital con planes de pagos diferidos y las destinadas a la producción de vidrio.
- 20 % para importaciones de bienes de capital en general.
- 130 % para importaciones con menor importancia, especialmente materias primas.
- 500 % para importación de monedas de oro y plata.

Esta política permitió que la balanza de pagos de 1959 cerrara con un superávit de u\$s 157,1 millones, lo que possibilitó junto con los superávits de 1957 y 1958, con más los recursos provenientes de préstamos externos concedidos por el Export - Import Bank y algunos bancos comerciales de EE.UU., cancelar deudas comerciales atrasadas, dejando aún un incremento en la posición de las reservas. / Asimismo, la cotización en el mercado de certificados se mantuvo alrededor de \$ 6,40<sup>la</sup> y la del mercado de capitales tuvo una tendencia a/ baja, llegando a cotizarse a // \$ 6,98 en diciembre de 1959. Por otra parte, en octubre de 1959 el Fondo Monetario Internacional concedió a Colombia un nuevo stand-by por u\$s 41,2 millones.

En lo que se refiere a las finanzas públicas se impuso cierta austeridad en los gastos y se procuró mejorar la recaudación. El presupuesto arrojó un superávit y por lo tanto se eliminó su influencia en el proceso inflacionario.

Durante la primera mitad del año el costo de vida subió en 5,2 %

---

(1) Café, bananos, cueros y metales preciosos.

pero se estabilizó en la segunda mitad, elevándose a un incremento del 7,3 % para todo el año. Esto indica que las medidas adoptadas tuvieron resultados favorables.

(b) La mejora en la situación monetaria producida a raíz de la adopción de todas las medidas reseñadas, creó un clima más propicio en 1960 para afianzar la estabilidad monetaria y para reorientar las distintas políticas hacia el desarrollo económico. Se hacía pues necesario canalizar el crédito bancario de acuerdo a las prioridades requeridas por los planes de expansión y diversificación de la economía, pero siempre dentro de los cánones de la estabilidad monetaria. Así, como veremos, se / han adicionado mayores dosis de "selectividad" atenuándose al mismo tiempo las restricciones cuantitativas.

Los depósitos previos de importaciones, ante el ritmo creciente de las importaciones, habían ido aumentando en forma considerable restando una considerable masa de recursos a la circulación activa. Además comenzaron a crear disturbios administrativos serios y a producir un clima de oposición a causa de tratos diferenciales.

Las autoridades monetarias comenzaron a efectuar una reducción paulatina de los mismos y el acortamiento de los plazos de reintegros. Así, a partir de julio, el plazo de devolución se redujo de noventa a cuarenta y cinco días, y se rebajaron los porcentajes de depósitos para ciertas categorías de importaciones especialmente materia prima. Estas medidas permitieron la reducción paulatina de los depósitos hacia fines de año.

Asimismo, en el afán de adaptar la política monetaria a los objetivos de desarrollo económico, se completó la transformación de los requisitos de encaje en un instrumento de crédito selectivo. En mayo de 1960 se eliminó formalmente el requisito de encaje, pero se acentuó el carácter selectivo en la expansión crediticia al imponerse una tasa admisible de 3 % de expansión de los activos productivos, con obligación de canalizarla hacia actividades específicas.

De acuerdo a Resolución N<sup>o</sup> 34 de la Junta Directiva del Banco de la República, del 3 de agosto de 1960, se fijó las normas de las expansiones crediticias.

- 1) En cuanto a los aspectos cuantitativos la expansión de los activos bancarios se aumentó del 3 % al 8 %.
- 2) En el aspecto selectivo se estableció:
  - a) no menos del 35 % debe consistir en el descuento de bonos prendarios agrícolas y forestales;
  - b) hasta un 55 % en créditos de fomento agropecuario, industrial o en operaciones de "crédito popular";
  - c) el 10 % restante podía dedicarse a operaciones comerciales ordinarias.

Nuevamente, por Resolución N<sup>o</sup> 44, en noviembre de 1960 se elevó el porcentaje permisible de expansión de los activos productivos bancarios, del / 8 % al 12 %, debido a que la circulación monetaria mostraba tendencia regresiva. / La aplicación de tal expansión se permitía:

- 1) no menos del 30 % para bonos de prenda;
- 2) 50 % para operaciones agropecuarias e industriales;
- 3) el 20 % restante para crédito ordinario o comercial.

En lo que respecta a la política de descuentos, también se efectuaron modificaciones ampliando los cupos ordinarios y reduciendo proporcionalmente los cupos extraordinarios. Asimismo se efectuó una nueva clasificación, en cuanto a la elegibilidad de los documentos y se modificaron las tasas para ciertas operaciones.

La tasa para cupos extraordinarios se fijó en el 12 % y las diferentes tasas del cupo ordinario se gradúan de acuerdo a las prioridades de fomento económico:

- 1) 2 % para descuentos a la Caja Agraria y crédito popular;
- 2) 3 % para bonos de almacenes generales de depósitos;
- 3) 3½ % para documentos de crédito industrial y agropecuario;

4) 5 % para documentos de operaciones comerciales no calificadas.

Durante 1960, los medios de pago aumentaron en un 10,4 % lo que es aceptable. Este reducido aumento se debió a la disminución de las reservas internacionales y al incremento de ciertos pasivos no monetarios del Banco Central. El tipo de cambio del certificado se elevó a \$ 6,70 por dólar. El índice de precios tuvo un moderado incremento del 5,7 %.

(c) La economía colombiana se vio perturbada en los últimos años por las bajas en los precios del café que al mismo tiempo se transformó en motivo importante de presión inflacionaria. Como ya vimos, en 1958 y 1959 se adoptaron una serie de medidas de estabilización que dieron buenos resultados. Sin embargo en 1960 las autoridades monetarias aflojaron las políticas crediticias con el afán de apoyar los intentos de desarrollo, mediante la selectividad. Este relajamiento condujo a una ampliación de la demanda monetaria, a un aumento más sensible del costo de vida, a un deterioro del tipo de cambio y a una baja en las reservas internacionales, y se llegó a hacer necesario la utilización de U\$S 65 millones del acuerdo de stand-by de / U\$S 75 millones que el Fondo Monetario había suscrito a fines de 1960.

En 1961 continuó la expansión crediticia fundamentalmente por las financiaciones al sector público y a la Federación Nacional de Cafeteros a efectos de la retención de las existencias para mantener la estabilidad en las condiciones del mercado. Por otra parte la política de reducción de los depósitos previos de // importación, contribuyó a liberar \$ 146 millones que por lo tanto se sumaron a los recursos monetarios disponibles.

En el sector externo, las exportaciones disminuyeron en 6 % respecto a 1960 mientras que las importaciones aumentaron en un 5 % produciéndose un déficit de U\$S 105 millones en la balanza comercial. Se produjo consecuentemente // una pérdida de reservas internacionales y un mayor endeudamiento externo.

La política monetaria en 1961 continuó su tendencia hacia la suar-

vización de las restricciones.

Por Resolución N° 9 se volvieron a modificar los límites a los incrementos de los activos productivos, fijándose a la expansión los siguientes destinos:

- 1) No menos del 25 % para descuento de bonos prendarios de almacenes de depósitos;
- 2) no más del 25 % para operaciones ordinarias;
- 3) el resto para operaciones calificadas industriales, agropecuarias y de crédito popular.

En marzo de 1961 se eliminaron los límites de crecimiento de carteras de los bancos comerciales y se redujo del 50 % al 40 % el porcentaje obligatorio para operaciones calificadas.

Por su parte la Resolución N° 22 fijó los cupos de redescuento para las instituciones bancarias, en niveles inferiores, fijando las siguientes nuevas bases para el cálculo:

- 1) 120 % sobre los primeros cuatro millones de capital pagado y reserva legal;
- 2) 80 % sobre el excedente.

Los límites anteriores eran 150 % y 140 %, respectivamente.

Simultáneamente, por la misma Resolución, se rebajaron los encajes básicos sobre exigibilidades a la vista y antes de 30 días del 23 % al 15 % porque se adujo que los fondos así liberados serían exclusivamente destinados a la cancelación de los excesos de deuda originados por la reducción de los cupos de redescuento.

Por otra parte, a fin de permitir un mayor abastecimiento interno, dado las necesidades del desarrollo económico, se redujeron ciertos porcentajes elevados de depósitos previos de importaciones.

En octubre de 1961, mediante Resolución N° 40, se volvió a legislar en materia de crecimiento de carteras bancarias, aumentándose al mismo tiempo / los cupos de redescuento del Banco Central. La distribución de las expansiones de /

cartera quedó así:

- 1) No menos de un 40 % para operaciones de fomento;
- 2) no menos de un 25 % para descuento de bonos prendarios de almacenes generales de depósitos, préstamos agrícolas y créditos para capital de trabajo de la agricultura;
- 3) no más de un 25 % para operaciones ordinarias;
- 4) el 10 % restante para cubrir desajustes transitorios.

Por su parte los cupos de redescuento se calcularían: 120 % sobre los primeros cuatro millones de capital pagado y reserva legal, y 90 % sobre el excedente.

Durante 1961, el tipo de cambio del certificado se mantuvo en // \$ 6.70 por dólar, pero el tipo de cambio libre, que en diciembre de 1960 fue \$ 7.23 por dólar, pasó a \$ 8.82 a fines de 1961. Los factores que influyeron en esta depreciación fueron las menores exportaciones en zonas fronterizas, y los reintegros por parte de los importadores de las financiaciones externas que habían recibido para / cubrir los depósitos previos. El medio circulante tuvo un aumento promedio del 16 % y el índice de precios de un 9 %.

(d) Las condiciones desfavorables de 1961 persistieron en 1962, continuando las disminuciones de las reservas internacionales, la elevación del tipo de cambio libre y la acumulación de deuda externa. Entre los principales factores que originaron esta situación, sobresale el deterioro de los precios internacionales del café. A / su vez, la orientación más liberal a la política monetaria que se vino imponiendo / desde 1960 y la creciente financiación bancaria de los déficits gubernamentales ampliaron la demanda monetaria, mientras que la oferta de bienes internos permaneció inelástica, lo que produjo aumento de precios y mayores presiones sobre el sector externo y los tipos de cambio. Esta situación se empeoró en los primeros meses de 1962.

Toda esta situación movió a las autoridades monetarias a efectuar

cambios significativos en los diferentes instrumentos de control.

En primer término se dispuso el aumento del nivel de los encajes al 18 % para los depósitos a la vista y 15 % para los a término, inmediatamente después, se estableció un paulatino plan de aumento: dos puntos a partir del 10 de febrero; un punto a partir del 17 de marzo y otro punto a partir del 14 de abril. / Llegó así el encaje básico sobre depósitos a la vista al 22 %.

La segunda mitad de 1962 tuvo un aumento de circulante muy marcado debido a una transitoria disminución de los depósitos previos y sobre todo por el financiamiento por parte del Banco Central de los déficits gubernamentales de 1961 y 1962. La Junta Directiva del Banco de la República decidió aumentar en tres puntos el encaje legal sobre exigibilidades a la vista y asimismo para cortar toda expansión secundaria se estableció un encaje marginal de 100 % para todos los incrementos de depósitos a la vista y a término sobre la base de los saldos registrados en diciembre de 1962.

El dinero creado por el Banco de la República creció un 18 % y // los medios de pago que en 1961 habían aumentado un 17 %, en 1962 se incrementaron en un 19 %. Sin embargo, a pesar de la mayor liquidez el costo de vida se elevó menos que en 1961 debido a la mayor productividad agrícola y al incremento de las importaciones.

Como ya expresamos, el sector externo estuvo sujeto a las presiones del sector importador ante la liberalidad de las medidas monetarias, y por otro lado los ingresos provenientes de las exportaciones bajaron como consecuencia de la caída crónica de los precios. Ante estos hechos se duplicaron los porcentajes de los depósitos previos, produciéndose una congelación de circulante de \$ 100 millones. / Por otra parte, por Decreto 1216 del 15 de mayo se trasladaron muchos ítems de importación de la lista libre a la lista de licencia previa.

Por todas estas medidas resultaron insuficientes para corregir /

el desequilibrio externo y evitar el drenaje de reservas. Fue necesario seguir el camino de la devaluación. El Banco de la República haciendo uso de las facultades que le otorga la Ley la., mediante intervención del Fondo de Regulación Cambiaria, situó la divisa en los remates a un nivel de \$ 9.- por dólar.

El 26 de diciembre de 1962 la Legislatura aprobó la Ley N° 83 por la que se introdujeron ciertas modificaciones a la Ley la. de 1959, en lo referente al diferencial cambiario. Los puntos esenciales fueron:

- 1) Distribuyó el diferencial cambiario: \$ 0.30 al Fondo Nacional del Café; \$ 0.10 para campañas económicas; \$ 0.10 como subvención a entidades públicas y el resto como recurso fiscal del gobierno, y
- 2) autorizó al Banco de la República a constituir con las divisas provenientes de las exportaciones "menores" un fondo especial para financiar importaciones de bienes de capital.

A su vez, para cubrir el déficit de la balanza de pagos se hizo necesario girar u\$s 7,5 millones del stand-by concertado con el Fondo, en 1961. Asimismo se utilizaron los préstamos concedidos por un grupo de bancos norteamericanos, así como el otorgado por la AID al gobierno y al Banco Central.

El tipo de cambio del mercado libre de capitales se mantuvo hasta el tercer trimestre de 1962 al nivel del año anterior (\$ 8,80 por dólar), pero en los últimos meses del año comenzó a elevarse, llegando a \$ 11 por dólar. Además, // después de la devaluación los precios crecieron significativamente. El índice del costo de vida aumentó de diciembre de 1962 a abril de 1963 en aproximadamente un // 20 %. Consecuentemente hubo un reajuste de salarios que amplió aún más la demanda / con el consiguiente efecto sobre los precios.

(e) Para frenar las posibles presiones inflacionarias que podían producirse como efectos de la reciente devaluación cambiaria, las autoridades monetarias mantuvieron en 1963 una política de cierta restricción. La Resolución N° 18 del 30 de abril de 1963 se dictó a efectos de modificar algunas medidas crediticias y al mismo tiempo con el objeto de reordenar las normas que se encontraban legisladas separadamente.

De acuerdo a esta resolución, se determinó:

1) Cupos de redescuento.

- a) cupo ordinario de crédito 45 % del capital pagado y reservas de los diferentes bancos. Antes era 120 % y 90 % sobre los excedentes.
- b) Se fijan cupos especiales: 75 % sobre bonos prendarios de almacenes de depósitos; hasta el 50 % de las operaciones de fomento.
- c) Cupo de emergencia para bancos que registran bajas en los depósitos.

2) Tasas de descuento y redescuento:

<u>Concepto</u>	<u>Interés máximo pactado</u>	<u>Interés en el redescuento</u>
Industrial	10 %	2 puntos menos del pactado
Agropecuarios	7,8 o 9 %	5,6 o 7 %
Bonos de prenda	7 %	5 %
Ordinarios	9 %	8 %
Pequeña industria	10 %	2 puntos menos del pactado
Fomento industrial	A juicio del prestamista	6 %

Estas nuevas tasas fijadas reducen el márgen de ganancia de las entidades bancarias al existir un acreamiento de tasas.

3) Encajes

- a) Para exigibilidades a la vista y antes de 30 días: 30 %
- b) Sobre depósitos y exigibilidades a término mayor de 30 días: 20 %
- c) Encaje adicional sobre la base de diciembre de 1962: 100 %

Estos encajes se reducen respectivamente al 15 % y 10 % cuando las entidades bancarias convengan efectuar operaciones de préstamos de fomento. La reducción no es aplicable al encaje marginal.

Con respecto a las exigibilidades en moneda extranjera, el encaje legal se conservó en 30 % para las a la vista y antes de 30 días y 20 % para las a término.

En cuanto a las políticas cambiarias, a fin de cubrir las brechas dejadas por las exportaciones tradicionales, se trató de diversificar y aumentar las

exportaciones no tradicionales. Entre las medidas adoptadas, ya mencionamos la constitución del "fondo especial de divisas". Los fines del mismo serán la financiación de exportaciones "menores". Asimismo y con fines similares se reglamentó el "Fondo para inversiones privadas" constituido por los fondos de contrapartida de empréstitos externos.

En 1963 siguió el déficit presupuestario, lo que movió al Ministerio de Hacienda a proyectar una reforma fiscal, destacándose la reestructuración de organismos públicos, la simplificación y facilitación de la recaudación, la creación de nuevos impuestos, la reducción de gastos corrientes y la supresión de empleos innecesarios.

(f) En 1964 continuaron los desequilibrios en el sector externo y fiscal, continuando el proceso inflacionario. El costo de la vida subió en 17,1 % frente a 32,3 % en 1963. Sin embargo las reservas internacionales aumentaron de u\$s 166 millones a fines de 1963 a u\$s 124 millones a fines de 1964. El tipo de cambio se mantuvo a / \$ 9 por dólar en el mercado oficial, llegando en el mercado libre a \$ 12,82 por dólar.

La Junta Monetaria (2) mantuvo la política de contención del proceso inflacionario.

En materia de encajes, hubo varias resoluciones que establecieron intereses penales sobre deficiencias de encajes, aumento de los encajes básicos a / través de diferentes fechas y reducciones progresivas del encaje marginal de 100 %, que pasó paulatinamente al 75 %, al 62½ %, al 50 % y finalmente al 40 %. Finalmente toda <sup>la</sup> estructura de los encajes quedó así:

---

(2) A partir del 20 de setiembre de 1963, según Decreto N° 2206, el gobierno suplantó nuevamente al Banco de la República, en el manejo de la política monetaria, al crearse la "Junta Monetaria".

- 1) A la vista y antes de 30 días: 24 %;
- 2) después de 30 días: 17 %;
- 3) en moneda extranjera, a la vista y antes de 30 días: 30 % y después de 30 días 20 %;
- 4) encaje extraordinario: 40 %.

Con respecto a los cupos de crédito, el 8 de abril de 1964 la Junta Monetaria ratificó el porcentaje del 45 % del capital y reservas, que venía rigiendo desde 1963. Asimismo los cupos especiales se mantienen igual. No hubo asimismo mayores modificaciones en las tasas de descuento y redescuento.

La mayor parte de la monetización producida en 1964 se debió al crédito del sector privado y también por los flujos del sector externo, que dejó de ser como en 1962 y 1963, un factor de absorción. El incremento del circulante fue del orden del 23 %.

(g) El año 1965 se presentó como uno de los períodos más agudos de los últimos años por las dificultades fiscales y cambiarias combinadas con ciertos signos de parálisis en la actividad productiva.

La circulación monetaria trató de controlarse a fin de acomodarla a las prescripciones del plan decenal de desarrollo que estipula una expansión anual promedio en los medios de pago del 12 %. La expansión monetaria del año sobrepasó dicho límite, llegando al 15,24 %. Este porcentaje de incremento fue menor al / del año anterior lo que se debió a que se suspendieron las emisiones para la Federación Nacional de Cafeteros, a cambio de una reducción en el diferencial cafetero. / Tampoco se produjeron emisiones para préstamos gubernamentales con el objeto de reconvertir deudas.

La balanza comercial presentó un déficit de \$ 113 millones. Se / notó un incremento en las exportaciones "menores" lo que denota que la actividad exportadora tiende a la diversificación. En cuanto al mercado cafetero si bien los // precios internacionales se mantuvieron relativamente estables, hubo un aumento en /

la oferta debido al general incremento de producción en los países exportadores. Esto produjo un forcejeo entre los países de menores producciones, los que propusieron incrementos de cuotas en perjuicio de los principales productores. A su vez hubo ciertas oscilaciones en la demanda. Todos estos hechos demuestran una situación bastante difícil.

Ante las presiones que sufría el mercado cambiario, el sistema cambiario estructurado por la Ley 14. de 1959 ya resultaba inadecuado. Dos situaciones económicas fueron las que crearon un nuevo marco en la realidad colombiana, e hicieron necesario replantear el sistema cambiario:

- 1) Primero, la caída notable de las reservas internacionales por la paralización del mercado externo;
- 2) la existencia de una considerable inflación causada por el financiamiento de la retención cafetera.

El alza del dólar libre estaba produciendo una pérdida considerable, que se traducía en una excesiva emisión sin respaldo, que debía hacer el Banco Central para cubrir el costo de los dólares provenientes de las exportaciones "menores". Además el alza del dólar libre (20 pesos) colocó en inferioridad a la divisa oficial que permanecía en \$ 9 y consecuentemente hubo una mayor demanda de licencias de importación la que no podía ser totalmente satisfecha con la existencia de reservas.

Para subsanar estas dificultades se dictó el Decreto N° 2322 que estableció un nuevo régimen cambiario. Se establecieron dos mercados diferentes en las ventas de divisas para importación:

- 1) Mercado "preferencial", que ofrece divisas a \$ 9 por dólar para licencias sobre materias primas y bienes de capital de acuerdo a una lista preferencial, y
- 2) mercado "intermedio" que ofrece divisas a \$ 13.50 por dólar, para el resto de mercancías, preferentemente importaciones "menores".

Es decir, que se produjo una devaluación del orden del 50 %.

Por su parte la actividad crediticia se reguló con los siguientes

instrumentos monetarios:

- 1) Encajes: sólo se varió el oncaje sobre exigibilidades a la vista y a menos de 30 días, que se rebajó al 23 %.

El oncaje extraordinario que se encontraba en el 40 % se rebajó en 17 puntos, en varias fechas, quedando al finalizar el año en el 29 %.

- 2) Cupos de crédito: presentaron pocas variaciones en 1965. El cupo ordinario se mantuvo igual. En cuanto a los cupos especiales, sólo se modificó el de las Cajas de Crédito Agrario Industrial y Minero, quedando en 845 millones de pesos contra el límite anterior de \$ 750 millones.

(h) El nuevo gobierno del Presidente Carlos Lleras Restrepo, que se inauguró en agosto de 1966, se enfrenta con problemas originados en la balanza de pagos y en la inflación interna.

De acuerdo al programa de estabilización de fines de 1965, además de producirse una devaluación parcial del peso, hubo una liberación gradual de importaciones. A octubre de 1966, el 70 % de las importaciones se encontraban libres de / licencias previas. Los efectos de este programa fueron incrementos en los inventarios de productos importados, una reactivación de la actividad comercial y una involuntaria aceleración de la inflación con un incremento de precios del orden del 21 % respecto a 1965. A su vez, la balanza comercial presentaba, transcurridos los primeros once meses de 1966, un déficit de u\$s 160 millones, contra un superávit de u\$s 35 millones el año anterior. Las exportaciones declinaron sobre todo por la declinación de los precios internacionales del café y un menor volumen de embarques.

La combinación de estos factores originaron una rápida declina- / ción de las reservas internacionales. Las existencias de oro bajaron de u\$s 35 millones a fines de 1965 a u\$s 26 millones a noviembre de 1966.

El 29 de noviembre, el gobierno reinstauró las licencias previas de importación para todos los productos importados. Adicionalmente se congelaron los depósitos en moneda extranjera que tuvieran los residentes colombianos ya sea en bancos locales o en el extranjero. A su vez se suspendió el mercado libre sujetándose /

todas las transacciones con el exterior al control del Banco Central.

Las medidas de política monetaria no presentaron mayores variaciones en 1966. El encaje básico sobre exigibilidades a la vista y antes de 30 // días se elevó en un punto, volviendo al límite del 24 %. En cuanto al encaje marginal, el mismo fue abolido en febrero de 1966.

Es posible que con las restricciones impuestas, se reduzcan las importaciones en 1967 y se mantengan los niveles de reservas, pero esto puede causar un retorno a los niveles de depresión de la actividad productiva. Por otra // parte, si la inflación continúa se pueden seguir presentando presiones sobre el / tipo de cambio, lo que a su vez puede inducir a una nueva devaluación monetaria.

(3)

---

(3) En la práctica, hubo una nueva devaluación en abril y mayo de 1967 al depreciarse los tipos del mercado oficial. Ver cuadro Nº 5.-

CUADRO Nº 1

PARTICIPACION DEL BANCO DE LA REPUBLICA DE COLOMBIA  
EN LOS PROGRAMAS DE ESTABILIZACION

Fecha del programa	Naturaleza del programa	Redescuento	Limitación del crédito	Requisitos de encaje	Varias	Otras medidas
Junio de 1957	Estabilización económica (cambiaria, crediticia y fiscal)	Redescuento disponible por cuotas separadas dentro del límite del crédito, según la clase de operaciones; no menos del 60 % se destina a industria, agricultura y ganadería.	Créditos ordinarios y especiales a los bancos en relación con su capital y reservas bajo un tope general. Se reducen las líneas de redescuento ordinario en 20 %.	Fijación de encajes adicionales: 80 % sobre aumentos de depósitos extranjeros y nacionales con vto. menor a 30 días (elevado a 100 % en marzo de 1958); 25 % sobre depósitos de ahorro.	Concentración de divisas en el B.C., a tipos de cambio fijo. Aumento de depósitos previos de 20 % a 100%.	Reforma cambiaria, por la que se crean el mercado de certificados y el mercado de capitales. Listas de importaciones autorizadas y prohibidas. Restricción de importaciones de bienes de consumo y no duraderos

C U A D R O    N º    1

PARTICIPACION DEL BANCO DE LA REPUBLICA DE COLOMBIA  
EN LOS PROGRAMAS DE ESTABILIZACION

Fecha del programa	Naturaleza del programa	Redescuento	Limitacion del crédito	Requisitos de encaje	Varias	Otras medidas
Octubre de 1959	idem	Elevación del tope general de redescuento del Banco de la Rep. de 300% a 350% y hasta 370% del capital y reservas del B.C. Cuotas ordinarias de redescuento fijadas en 150% hasta 4 millones de cap. y reservas; y en 120% (elevado después a 140%) sobre excedentes; más cuota extraordinaria del 50% (reducida después al 30%) del cap. y reservas de bancos particulares.		Liberalización del encaje extraordinario del 100% desde febrero de 1959, para inversiones de desarrollo. Reservas adicionales excedentes del encaje básico del 23 % aplicables a créditos de producción o bonos agrarios. Permiso a bancos de dedicar al 29 % del encaje adicional del 100 % para cancelar deudas con B.C.	Depósitos previos aumentados de 100 a 130 %.	

E U D D R O    N<sup>o</sup>    1

PARTICIPACION DEL BANCO DE LA REPUBLICA DE COLOMBIA  
EN LOS PROGRAMAS DE ESTABILIZACION

Fecha del programa	Naturaleza del programa	Redescuento	Limitación del crédito	Requisitos de encaje	Varias	Otras medidas
Noviembre de 1960	Idem		Tope a la expansión de activos bancarios: 12 %. La expansión se debía aplicar: 35 % para bonos agropecuarios; 55 % créditos de fomento y 10 % operaciones ordinarias.		Paulatina reducción de porcentajes y plazos de devolución de los depósitos previos.	
1961	Idem	Nuevos cupos de redescuento: 120 % sobre primeros 4 millones de capital y reservas y 80 % sobre excedente; luego pasó al 90 %.	Se eliminaron los límites de crecimiento de carteras.	Se rebajaron encajes básicos a 15 % sobre exigibilidades a la vista.		

CUADRO Nº 1

PARTICIPACION DEL BANCO DE LA REPUBLICA DE COLOMBIA  
EN LOS PROGRAMAS DE ESTABILIZACION

Fecha del programa	Naturaleza del programa	Redescuento	Limitacion del crédito	Requisitos de encaje	Vrias	Otras medidas
1962	Idem			<p>Aumento de encaje básico sobre depósitos a la vista al 18% y sobre los a término 15%. Luego el encaje sobre depósitos a la vista llegó a 25 %. Se estableció encaje marginal de 100% sobre todos los aumentos de depósitos</p>	<p>Duplicación de porcentajes de depósitos previos.</p>	<p>Devaluación del tipo de cambio de monedas.</p>
1963	Idem	<p>Cupo ordinario rebajado al 45 % del capital pagado y reservas. Se fijan cupos especiales para almacenes de depósitos y operaciones de fomento.</p>		<p>Encajes básicos sobre exigibilidades a la vista y antes de 30 días: 30%; a plazo; 20 %. Encaje adicional 100% sobre diciembre de 1962. Para operaciones de fomento los encajes básicos se reducen respectivamente a 15% y 10%.</p>		

CUADRO Nº 1

PARTICIPACION DEL BANCO DE LA REPUBLICA DE COLOMBIA  
EN LOS PROGRAMAS DE ESTABILIZACION

Fecha del programa	Naturaleza del programa	Redescuento	Limitación del crédito	Requisitos de encaje	Varias	Otras medidas
1964	idem			Encajes básicos a la vista y antes de 30 días: 24 %; a plazo: 17 %; moneda extranjera a la vista 30 % y a plazo 20 %. Encaje adicional 40%.		
1965	Idem			Se rebajó el encaje básico sobre pasivos a la vista a 23 % y se redujo el encaje adicional al 29 %.		Nuevo régimen cambiario. Mercado "preferencial" y mercado "intermedio". Devaluación del 50 %
1966	Idem			El encaje básico sobre pasivos a la vista se aumentó al 24 % y se abolió el encaje adicional.		Se reimplantaron las licencias previas de importación y se suspendió el mercado libre.

C U A D R O    N º    2

EVOLUCION DEL MEDIO CIRCULANTE Y COSTO DE VIDA

A ñ o s	Medio circulante			Incrementos anuales del costo de vida
	En cifras absolutas (en millones de pesos)	Índice sobre base 1958 = 100	Incrementos anuales	
1950	973	30	-	-
1951	1127	35	16	8,6
1952	1318	40	17	(3,2)
1953	1551	48	18	8,2
1954	1844	57	19	9,1
1955	1911	59	4	(1,4)
1956	2376	73	24	7
1957	2697	83	14	14,5
1958	3263	100	21	15
1959	3633	111	11	7
1960	3986	122	10	3,7
1961	4962	152	24	9
1962	6011	184	21	2,5
1963	6703	205	12	32,3
1964	8069	247	21	17,1
1965	9340	287	16	4
1966	10646	327	14	21
1967 (enero)	11074	340	4	11

Fuente: Fondo Monetario Internacional, International Financial Statistics, Suplemento 1964-65 y 1967.

GUADRO Nº 3

VARIABLES DEL MEDIO CIRCULANTE  
(millones de pesos)

<u>Cuentas</u>	<u>1958</u>	<u>1959</u>	<u>1960</u>	<u>1961</u>	<u>1962</u>	<u>1963</u>	<u>1964</u>	<u>1965</u>	<u>1966</u>
Activos externos (neto)	(140)	58	48	(116)	(214)	(896)	(839)	(307)	(1252)
Crédito interno	4641	4912	5461	6763	8340	9577	11181	13078	16247
Gobierno (neto)	1034	1086	1072	1269	2015	2080	2213	2358	3022
Sector privado	3607	3827	4389	5494	6325	7498	8968	10720	13225
Quasi-dinero	642	767	843	1007	1368	1814	2151	2862	3018
Otras cuentas (neto)	597	570	681	677	746	163	122	570	1332
Medio circulante	<u>3263</u>	<u>3633</u>	<u>3986</u>	<u>4962</u>	<u>6011</u>	<u>6703</u>	<u>8069</u>	<u>9340</u>	<u>10646</u>

Fuente: Fondo Monetario Internacional, International Financial Statistics,  
1966 y 1967.

CUADRO Nº 4

RESERVAS MONETARIAS  
(millones de u\$s)

<u>Años</u>	<u>Oro</u>	<u>Fracción oro</u> <u>F.M.I.</u>	<u>Divisas</u>	<u>Total</u>
1950	74	12	27	113
1951	48	12	77	137
1952	75	12	79	166
1953	86	12	104	202
1954	85	-	172	257
1955	86	-	50	136
1956	57	-	74	131
1957	62	-	83	145
1958	72	-	89	161
1959	71	4	141	216
1960	78	25	76	179
1961	88	-	61	149
1962	57	-	38	95
1963	62	-	44	106
1964	58	-	66	124
1965	35	-	95	130
1966	26	-	97	123
1967 (mayo)	29	-	73	102

Fuente: Fondo Monetario Internacional, International Financial Statistics, Suplemento 1964-65, 1966 y 1967.

C U A D R O    N<sup>o</sup> 5

EVOLUCION DE LOS TIPOS DE CAMBIO RESPECTO  
AL DOLAR NORTEAMERICANO

<u>Años</u>	<u>Tipos de exportacion</u> <u>de café</u>	<u>Tipo de otras</u> <u>exportaciones</u>	<u>Tipo principal</u> <u>de renta</u>	<u>Tipo de mercado</u> <u>Libre</u>
1958	4,84	5,98	7,22	8,23
1959	5,03	6,82	6,40	7,01
1960	5,38	7,09	6,70	7,23
1961	5,72	8,79	6,70	8,82
1962	6,96	11,14	9,00	11,09
1963	7,01	9,98	9,00	9,99
1964	7,30	12,77	9,00	12,82
1965	8,50	13,50	13,51	18,29
1966	9,94	13,50	13,50	16,30
1967 (mayo)	10,72	14,20	14,26	16,30

Fuente: Fondo Monetario Internacional, International Financial Statistics,  
1965 y 1967.

#### IV) CHILE

##### A) Antecedentes y planes de estabilización

(a) La inflación chilena se caracteriza por ser extraordinariamente prolongada. Se puede decir que las presiones inflacionarias devienen desde hace cien años, aunque con variaciones en su intensidad. Desde 1870 hasta 1930 la depreciación monetaria fue del orden de 1000 % y el nivel del costo de vida, tomando como base 100 para 1930, se incrementó a 6.952 en 1955 y 10.832 en 1956. El proceso inflacionario / chileno presenta tres características que lo distinguen de los desequilibrios de // otros países:

- 1) su extraordinaria durabilidad y persistencia;
- 2) el carácter relativamente agudo del proceso, y
- 3) a pesar de su intensidad y duración, la falta de ímpetu para transformarse en un proceso desenfrenado y al margen de todo control.

Historicamente, se pueden mencionar una serie de factores que // han provocado presiones inflacionarias.

En primer lugar, la capacidad de importación del país ha sido / profundamente fluctuante creando un conflicto contradictorio con las crecientes necesidades de abastecimiento externo que requiere una economía en desarrollo. Las fluctuaciones del comercio exterior se tradujeron en alzas de los tipos de cambio, elevación del nivel interno de precios, reducción de los ingresos fiscales, etc. A su vez, las continuas alzas de precios que se generan como consecuencia de la lucha de los diferentes sectores económicos para obtener una mejor participación en el ingreso, crean un clima inflacionista que se suma a los factores básicos. Por otra parte, los ingresos fiscales son altamente dependientes del sector externo ya que provienen en un 40 % de la imposición a las exportaciones de la gran minería. Además, relacionado con el comercio exterior, se presenta el problema de altos costos de producción internos que no permiten una fácil salida a los rubros de exportaciones de baja pro-

ductividad.

Entre los factores de carácter interno, se puede mencionar el estancamiento de la producción agrícola a partir de 1940. En el período 1940 a 1954 / el incremento de la producción alimenticia fue de sólo el 27 % contra un incremento de la población ocupada del 34 %. En otras palabras, la industrialización que ha // surgido a partir de 1940 ha significado una migración de mano de obra de las áreas rurales hacia los centros urbanos, acompañada de un incremento importante del ingreso de los trabajadores, que se tradujo en una considerable expansión de la demanda de alimentos a la cual la agricultura no ha podido responder con un aumento de oferta, lo que se concretó en alzas de precios.

También se puede decir que en Chile no sólo se dan los factores económicos, sino también los elementos sociales y políticos para que las alzas de los precios y salarios tengan un carácter acumulativo. Existen las condiciones para que ante una caída del ingreso real se tienda a redistribuir el mismo por la vía de los precios.

A partir del segundo semestre de 1953, fundamentalmente a causa de una fuerte caída en el precio del cobre, se produjo una intensificación del proceso inflacionista. Durante 1948 y 1953 los promedios anuales del índice del costo de vida aumentaron a razón del 20 % anual. Durante 1954 y 1955, en cambio, el alza media anual del costo de vida alcanzó a más del 72 % y 73 %, respectivamente. Aún más, entre diciembre de 1954 y diciembre de 1955, el alza llegó al 84 %.

La cotización del dólar en el mercado libre subió entre esos mismos meses de \$ 298 a \$ 656, es decir un 120 %, alcanzando en agosto de 1955 cotizaciones cercanas a los \$ 800 por dólar.

La expansión del crédito se difundió por toda la economía. Entre 1946 y 1951 el financiamiento de las entidades gubernamentales creció proporcionalmente con más celeridad (de 700 a 4700 millones de pesos) que el de las empresas y particulares (de 9500 a 24.700 millones), siendo todavía insignificante el volumen

de los préstamos al gobierno (3100 a 3800 millones). Pero a partir de 1952 hasta 1955, el aumento de los préstamos al gobierno registró proporcionalmente una aceleración mayor (hasta 33.800 millones) que el financiamiento a entidades oficiales / (hasta 17.600 millones) y al sector privado (hasta 126.000 millones).

En cuanto a la política monetaria los instrumentos de regulación crediticia tenían mayor significación selectiva que cuantitativa. El efecto de los requisitos de encaje quedaba neutralizado pues esos recursos eran depositados en / el Banco del Estado quien, con los mismos, financiaba actividades públicas y déficits fiscales. Por otra parte, los bancos comerciales disfrutaban de considerables redescuentos y de otras posiciones deudoras con el Banco Central y existía una tendencia cada vez más acentuada del Poder Legislativo, a dictar normas encaminadas a proporcionar recursos para la expansión económica, acudiendo al Banco Central, lo que era contrario al control que el mismo ejercía sobre la política monetaria.

De todo lo dicho resulta que la inflación pasó a ser parte de la vida del país y se transformó en una institución dentro de la estructura jurídica y socioeconómica del mismo. Así:

- 1) los sectores asalariados adquirieron el derecho a reajustes legales en relación con el índice del costo de vida.
- 2) Se afinó el control de precios y los diferentes mecanismos de subsidios.
- 3) Los grupos empresarios se anticiparon a la inflación mediante alzas de precios antes de producir los reajustes de salarios.
- 4) El mecanismo del crédito sirvió para dar mayor convergadura a los negocios y los aumentos generales de costos y salarios eran rápidamente absorbidos por el crédito fácil.
- 5) El sector gobierno se defendió contra la inflación mediante la creación de dinero. El gasto era deficitario ya que las entradas se basaban en estimaciones de períodos anteriores, y en cambio los egresos se hacían a precios corrientes.

La Memoria del Banco Central de Chile de 1956, entre otras cosas dice: "La situación imperante en 1955 exigía más que nunca una rápida corrección, y es así como las autoridades se encontraron ante la disyuntiva de llevar a cabo

una política que arbitrara las medidas tendientes a frenar la inflación, o afrontar las desastrosas consecuencias económicas y sociales inherentes a este tipo de procesos... Como consecuencia de todo lo anterior, durante 1956 se concretaron las // intenciones de lograr una contención del ritmo de crecimiento del proceso inflacionista, al aplicarse un conjunto orgánico de medidas de estabilización... El fuerte y creciente desajuste entre la baja tasa de incremento de la oferta de bienes y // servicios y el rápido aumento de la demanda total, hacía obvio proceder, en una // primera etapa, a contener el crecimiento desproporcionadamente rápido de los ingresos monetarios, para lo cual se actuó preferentemente sobre los sueldos y salarios, el flujo monetario y las finanzas públicas".

(b) El conjunto de normas y medidas de política anti-inflacionaria, cuya aplicación se inició en 1955 y se vigorizó en 1956, se basó principalmente, como ya se / mencionó, en una política monetaria no expansionista, un reajuste de salarios inferior al aumento del costo de la vida, una disminución en el desequilibrio fiscal y una reforma cambiaria que abolió el sistema de cambios múltiples para importaciones y exportaciones reemplazándolo por un tipo único y libre.(1) Veamos en más detalle las medidas adoptadas.

En materia de remuneraciones, a principios de 1956 se dictó una ley que fijó para dicho año un reajuste de todos los sueldos y salarios en el equivalente de sólo un 50 % del alza del costo de vida producida en 1955 y la primera quincena de enero de 1956. Asimismo se eliminó el mecanismo automático de reajustes de remuneraciones que existía anteriormente. A principios de 1957 los sueldos

---

(1) Cabe mencionar que el programa de estabilización se basó, en general, en las recomendaciones de la misión Klein - Saks, que era una firma de consultores estadounidenses contratada en el segundo semestre de 1955. Uno de los factores que más influyeron en la contratación de esta misión fue su aparente éxito en Perú a principios del decenio de 1950.

y salarios se reajustaron en un 80 % del alza del costo de vida en 1956. Es decir, desde la iniciación del programa hasta fines de 1957 los sueldos y salarios se aumentaron en 88 % frente a un incremento del costo de vida de 90 %.

Las primeras medidas de política monetaria se dieron a mediados de 1955 al limitarse el crecimiento de los créditos bancarios en la segunda mitad de dicho año. En 1956 el Banco Central mantuvo un estricto control sobre la expansión de las emisiones. Así, mientras el circulante se expandió en 1955 en 61,3 %, en 1956 sólo aumentó en un 40 %. Asimismo, ante la limitación del crecimiento de las carteras bancarias, el incremento de los préstamos se redujo y consecuentemente el crecimiento de los medios de pago disminuyó de 66 % a 43 % en dichos años.

Otra de las medidas de orden monetario, fue la paulatina elevación de las tasas de interés de las operaciones de crédito del Banco Central. Las tasas de las operaciones de descuento con el público, en 1955 se elevaron del 8 % al 9 %, se aumentaron nuevamente en 1956 al 12 % y en 1957 al 14 %. Simultáneamente se encareció el redescuento a los bancos comerciales, estableciéndose tasas crecientes de interés que variaban de acuerdo con los montos de redescuento y en relación / con el capital y reservas de cada institución. Primeramente se mantuvo la tasa de // redescuento de 4,5 % para los redescuentos que no excedieran del 50 % del capital y reservas. A medida que los redescuentos excedían esta relación se incrementaba la tasa llegando al 8 % cuando el redescuento fluctuaba entre el 65 % y el 75 % del capital y reservas. Posteriormente variaron las tasas y las relaciones, llegándose a aplicar la tasa del 11 % para redescuentos que fluctuaban entre el 90 % y el 100 % // del capital y reservas.

Por último, se adoptaron medidas de control selectivo a fin de / orientar los recursos hacia operaciones agrícolas, industriales y mineras. En este sentido, se prohibió a los bancos la financiación de operaciones tales como compra-venta de bienes raíces, aportes de capital, ventas a plazo de artefactos de consumo, etc.

En cuanto al aspecto fiscal, los déficits siguieron sucediéndose y así en 1955 hubo un déficit de 23.000 millones y en 1956 de 26.000 millones que / pasaron a engrosar el déficit acumulado, que al 31 de diciembre de 1956 alcanzaba a 72.000 millones de pesetas. Durante estos años se hicieron ciertos esfuerzos para reducir los gastos públicos y aumentar los ingresos. Se redujeron ciertos aportes fiscales a Ferrocarriles del Estado y otras entidades públicas, se eliminaron subvenciones sobre determinadas importaciones y se decidió no cubrir las vacantes que se produjeran en la administración pública. En 1957 se incrementaron ciertas tarifas / de servicios públicos, se elevaron algunas tasas impositivas y se creó un impuesto progresivo del 200 % sobre las importaciones de automóviles. No obstante, estos esfuerzos no fueron de mucha profundidad por un lado, y por otro lado fueron contrarrestados por el empeoramiento de la situación del cobre en el mercado internacional. Efectivamente, a partir de mayo de 1956 hubo una baja ininterrumpida del precio del cobre, hasta fines de 1957, con lo que se redujeron apreciablemente los ingresos fiscales.

Las reformas de mayor trascendencia se operaron, sin duda, en lo referente a la política cambiaria.

El deseo de defender al consumidor de las alzas de precios, se / tradujo en el mantenimiento de un bajo nivel en los tipos de cambio para algunas importaciones. El peso de estas subvenciones gravitaba sobre el sector exportador, cuyas actividades resultaban desalentadas por la existencia de tipos de cambio sobrevaluados. El presupuesto gubernamental, por su parte, veía sus ingresos reducidos / ya que las divisas que percibía de las industrias de exportación debía entregarlas a bajos tipos de cambio para cubrir importaciones esenciales. Por otra parte, la demanda de artículos importados se veía estimulada, con lo que se acentuaba aún más el desequilibrio crónico de la balanza de pagos.

A consecuencia de todo lo anterior, se formó la idea de adoptar un régimen de tipo de cambio de libre fluctuación que propendiera a reducir las pre-

siones por importar y estimulara las exportaciones. Al mismo tiempo se consideró indispensable contar con un Fondo de Regulación de Cambios que sirviera de garantía // para la solidez y permanencia del sistema.

El 21 de febrero de 1956, el gobierno solicitó a la Junta Directiva del Fondo Monetario Internacional, la aprobación de un nuevo sistema cambiario. / En la nota de remisión se destacaba el papel preponderante que debía ejercer la reforma cambiaria dentro del conjunto de medidas de estabilización.

Los lineamientos fundamentales del nuevo sistema fueron los siguientes:

- 1) eliminación del sistema de cambios fijos y múltiples por un sistema de cambio libremente fluctuante de acuerdo a la oferta y la demanda;
- 2) todas las transacciones de comercio exterior, así como las transferencias de servicios y otros invisibles se realizarían al tipo de cambio fluctuante;
- 3) realización de todas las importaciones de acuerdo a una lista de mercaderías permitidas;
- 4) eliminación del sistema de licencias de importación, reemplazándolo mediante depósitos previos en moneda corriente (del 1 % al 400 %);
- 5) las otras transacciones invisibles, como viajes, remesas varias, aportes de capitales, etc. se efectuarían a través del mercado de corredores, sin restricción alguna;
- 6) formación de un Fondo de Regulación de Cambios para respaldar el funcionamiento del nuevo sistema.

Este Fondo de Regulación alcanzó a u\$s 75 millones, formado de la siguiente manera:

Fondo Monetario Internacional (stand-by)	U\$S	35.000.000
Tesoro de los Estados Unidos	"	10.000.000
Bancos privados de Estados Unidos	"	30.000.000
		<hr/>
	U\$S	<u>75.000.000</u>

La vigencia de estos créditos se estipuló a partir del 1º de // abril de 1956.

Aun cuando todas estas medidas dieron como resultado una apreciable disminución en la tasa de inflación (el incremento del costo de vida fue del //

74 % en 1955, del 58 % en 1956 y del 25 % en 1957), en 1958 se hizo necesario disminuir la intensidad de las restricciones ante el riesgo de una contracción en la actividad económica. Se presentaron también factores externos adversos, como la disminución de los precios del cobre, y factores internos como el aumento del déficit fiscal y el incremento de la desocupación.

(c) El conjunto de normas y medidas de política monetaria aplicadas durante 1958 fueron similares a las de años anteriores. Sin embargo, como ya dijimos, se produjo una reducción en cuanto a la intensidad de las mismas, a consecuencia de una serie / de factores de orden externo e interno. Repitiendo lo ya expresado, uno de los principales factores que obstaculizaron el normal desarrollo del programa de estabilización, fue la baja registrada en el precio del cobre que impidió la formación de un / excedente de moneda extranjera para financiar los gastos fiscales ordinarios en moneda corriente y originó aún más un déficit en moneda extranjera de aproximadamente u\$s 15 millones.

Los impuestos sobre las importaciones también disminuyeron, al existir menor demanda de importaciones, con lo que el desequilibrio fiscal alcanzó a / 30.000 millones de pesos. Así fue que la política monetaria no pudo continuar su // avance progresivo, debido principalmente a los apremios financieros del sector público que originaron una mayor emisión directa, mientras que la expansión secundaria // fue menor, actuando como factor absorbente.

En 1958 el medio circulante se expandió en un 35 % contra 27 % en 1957 y el incremento del índice del costo de vida fue del 27 %, es decir, algo mayor que en el año anterior.

El comercio exterior de mercaderías arrojó un déficit de u\$s /// 80 millones, lo que originó una baja del 17 % en la capacidad de importación. La situación deficitaria de la balanza de pagos, que se agravó en 1957, continuó en forma similar en 1958, con lo que se presentaron nuevas dificultades en el manejo del mercado de cambios. Fue necesario proseguir una política de paulatina devaluación mo-

netaria que se hizo más firme hacia fines de año.

De acuerdo con esta política, se procedió a elevar la cotización de los dólares del "mercado bancario". A consecuencia de esto, desde enero de 1958 hasta diciembre de dicho año el dólar de dicho mercado se elevó en un 39 %.

(d) A efectos de establecer una política más firme para corregir los desajustes de la economía, se trazó en el año 1959 un nuevo programa económico y financiero. Este programa comprendió, como puntos básicos, el reajuste de salarios, sistema de cambios único y libre, equilibrio fiscal y otras normas de estímulo hacia la actividad privada.

En lo que respecta al aspecto salarial, se autorizaron reajustes que fluctuaron entre el 28 % y 35 % sobre los niveles de remuneraciones vigentes al 31 de diciembre de 1958. A simple título comparativo, los reajustes anteriores habían sido:

1955 . . . . .	58 %
1956 . . . . .	43 %
1957 . . . . .	30 %
1958 . . . . .	20 %

En cuanto al sector público se limitaron los gastos públicos a fin de evitar que se financiaran con el crédito bancario. Asimismo se aumentaron algunas tasas impositivas y se crearon nuevos impuestos tratando al mismo tiempo de mejorar la eficiencia y productividad de las administraciones estatales. No obstante, en 1959 se produjo un déficit del orden de los 100.000 millones de pesos, que debió financiarse con créditos internos y externos.

En materia cambiaria, a principios de 1959 se unificaron los mercados de cambios, manteniéndose una sola cotización para la moneda extranjera. La cotización se elevó en el tipo vendedor a \$ 1.051 por dólar, la que luego se mantuvo estable a un nivel de \$ 1.053 por dólar, es decir, un 6 % por encima de la cotización / que regía en el último trimestre de 1958.

Por su parte, hubo cierta liberalización de importaciones, subsis-

tiendo, no obstante, los depósitos previos, los que a fines de 1959 se encontraban divididos en siete categorías con porcentajes que variaban desde el 5 % al 3.500 %. Además coexistía un sistema de recargos e impuestos adicionales sobre el valor CIF de las importaciones con porcentajes que iban del 5% al 200 %.

Los convenios de stand-by con el Fondo Monetario Internacional / fueron renovados en primer término el 1º de abril de 1957. Durante 1958 se tuvo que recurrir por dos veces a su utilización a fin de evitar variaciones bruscas en el tipo de cambio fluctuante del mercado bancario. Estos nuevos préstamos vencían el 31 de marzo de 1958. Durante los primeros tres meses de dicho año, se efectuaron giros contra el fondo de estabilización por u\$s 21,250,000, es decir, que al 31 de marzo de 1958 de los u\$s 75 millones originales, se habían utilizado u\$s 40 millones.

En abril de 1958 fue renovado nuevamente el fondo de estabilización con los siguientes aportes:

Fondo Monetario Internacional . . . . .	U\$S 5.000,000
Bancos particulares . . . . .	" 5.000,000
Banco de Exportación e Importación . . . .	" 15.000,000
Administración de Cooperación Internacio- nal (I.C.A.) . . . . .	" 10.000,000
	<u>U\$S 35.000,000</u>

Asimismo, el Fondo Monetario Internacional tenía concedidos u\$s 5 millones adicionales "en reserva" que sólo podían ser utilizados reuniendo ciertas condiciones y luego de girados los primeros u\$s 5 millones.

En 1959 hubo nuevos créditos. El primer grupo con fines generales de balanza de pagos, ascendió a u\$s 23,1 millones, de los cuales el Fondo aportó // u\$s 8,1 millones como saldo de los acuerdos de stand-by de 1956. El resto lo aportó la Tesorería de Estados Unidos. El segundo grupo fue destinado al desarrollo económico y alcanzó a u\$s 108,9 millones.(1)

(1) Aportados por el Eximbar , ICA y bancos privados de Estados Unidos

En cuanto a la política de regulación crediticia, se impusieron ciertos cambios a los encajes. Los encajes básicos sobre depósitos y obligaciones a la vista y a plazos estaban fijados por la Ley de Bancos, en un 20 %. Ante la expansión de billetes que se producía como contrapartida del incremento de reservas internacionales, se estableció un encaje adicional del 50 % sobre los aumentos de exigibilidades. En setiembre de 1959 se modificó al 75 % sobre todo aumento de depósito y obligaciones en moneda corriente sobre el nivel promedio de agosto y setiembre de // 1959.

Por otra parte se modificó la legislación bancaria dando mayor autoridad al Banco Central para fijarlos, admitiéndose que puedan ser diferentes según la naturaleza de los depósitos y las monedas en que estén constituidos.

Desde abril de 1959 el redescuento quedó como operación de emergencia y los bancos cancelaron la mayor parte de los saldos pendientes con los depósitos previos de importación.

Otra medida de especial interés para los fines de estabilización fue la limitación de los créditos bancarios al sector público, al duodécimo del presupuesto anual y al 66 % de ese duodécimo en un semestre.

Las medidas de estabilización reseñadas dieron resultados positivos. Las reservas internacionales aumentaron en u\$s 72 millones y alcanzaron a u\$s / 130 millones a fines de 1959, nivel nunca obtenido anteriormente. Si bien en los primeros meses de aplicación del programa, el alza de precios alcanzó al 30 %, luego se fue produciendo una tendencia hacia la estabilización reduciéndose el índice del costo de vida de octubre a diciembre en un 2,7 %. No obstante para todo el año el incremento del costo de vida fue del 39 %.

#### B) Evolución económica y de las medidas de estabilización

(a) Los esfuerzos de estabilización y de desarrollo económico encontraron en 1960 un serio obstáculo a causa de los sismos registrados en la zona sur. Para hacer frente a este desastre se dictó una ley de reconstrucción de las provincias del sur que

aumentó los impuestos a fin de mejorar los recursos fiscales.

En el aspecto monetario, sin embargo, desde el cuarto trimestre de 1959 se empezó a observar una disminución del ritmo inflacionario. El incremento del nivel del costo de vida para 1960 fue del 11,5 % lo que contrasta notablemente con los incrementos de años anteriores.

Los objetivos de la política monetaria se acondicionaron a las necesidades del mantenimiento de la estabilidad de precios, a la orientación de recursos para el estímulo de ciertas inversiones y hacia la neutralización del impacto económico y financiero de la catástrofe sísmica. Sin embargo, a pesar de los factores negativos, los resultados pueden considerarse satisfactorios.

Hubo un aumento del medio circulante del 31 %, con respecto a // 1959. Los factores que ocasionaron esta expansión fueron en orden de importancia: créditos al sector privado y créditos al gobierno. Los activos externos actuaron como factor de absorción al haber una disminución neta de reservas de oro y moneda extranjera de 47,5 millones de escudos.

El encaje marginal vigente durante casi todo el año fue del 75 %. Sin embargo, a fines de 1960 se elevó al 87,5 % sobre la parte que exceda del nivel medio de depósitos alcanzado en octubre de 1960. Parte de este encaje podía destinarse a la adquisición de valores del Estado, a fin de que los recursos fueran canalizados hacia inversiones de desarrollo económico y recuperación. Asimismo se permitió a los bancos que operaban en la zona sur hacer rebajas de encajes similares a / los que se venían admitiendo para fomento agrícola.

La situación fiscal continuó desfavorable, ya que en 1960 se presentó un déficit bruto de 232 millones de escudos contra 167 millones en 1959. Los factores negativos más importantes fueron la incidencia financiera de la catástrofe sísmica y los mayores gastos en concepto de bonificaciones a empleados públicos, pensiones y subvenciones.

La estructura tributaria permaneció inalterada, no presentándose

incrementos en la regresividad del sistema. En el financiamiento del déficit predominaron recursos de índole interna; solamente se utilizaron 27,1 millones de escudos / de origen externo, que habían sido otorgados por el Eximbank y por el Kreditanstalt de Alemania.

Las transacciones internacionales arrojaron un déficit de u\$s 47,6 millones. Los ingresos de moneda extranjera sólo aumentaron un 4,5 % respecto a 1959. Por su parte, los egresos se incrementaron en un 16,2 % debido a la liberalización de importaciones consideradas imprescindibles para el desarrollo de la actividad productiva. El desequilibrio en los pagos internacionales afectó las reservas internacionales que bajaron a u\$s 111 millones.

Como ya se mencionó, en 1960 continuó en forma más activa la política de liberalización del comercio exterior, que había comenzado en 1959. Hubo rebajas y eliminaciones de recargos adicionales y reducción de depósitos previos mediante el traslado de categorías. Se suprimió la categoría del 3500 % y se creó una categoría del 20 %, con lo cual la escala quedaba así: 5 %, 20 %, 50 %, 100 %, 200 %, 400 %, 1000 % y 1500 %, con plazos de retención de 30 días para las tres primeras y 90 días para las restantes.

En el curso de 1960 no se contrató ningún crédito nuevo para el Fondo de Regulación. Los giros alcanzaron a u\$s 33 millones, de los cuales u\$s 25 millones correspondían al Eximbank y u\$s 8 millones al Kreditanstalt.

Por último, cabe mencionar que, con el objeto de "dignificar la moneda", a principios de 1960 se incorporó una nueva unidad monetaria, denominada / "escudo" que era equivalente a 1000 pesos anteriores.

(b) En 1961 se presentaron serios inconvenientes, en especial debido al elevado desequilibrio de la balanza de pagos, al gran deterioro de las reservas internacionales y a las grandes dificultades en las finanzas públicas.

El nivel de precios denotó un alza del 10 %, que fue la menor / desde 1939. Los factores que influyeron principalmente en la variación de los medios

de pago fueron el sector público y el sector externo. El déficit de la balanza de pagos se tradujo en pérdidas de reservas por 132 millones de escudos, con lo que fue un importante factor de contracción. En cambio el déficit fiscal explica aproximadamente el 40% de la expansión monetaria. Si bien la expansión primaria fue significativamente menor a la de años anteriores, la expansión secundaria fue más / acelerada.

En 1961 la norma general de política crediticia siguió siendo la regulación indirecta del volumen del crédito a través del encaje bancario. Los principales cambios en la política crediticia fueron los siguientes:

- 1) En mayo se suprimió la tasa marginal de encaje de 87,5% con carácter retroactivo, de modo que los aumentos sobre el nivel promedio del 17 de agosto al 12 de setiembre de 1959 quedaban sujetos a la tasa uniforme del 75%.
- 2) Se permitió a los bancos otorgar créditos especiales deducibles del 25% del aumento de los depósitos. Estos créditos debían ser para empresas de construcción y con fines de fomento agrícola e industrial.
- 3) En julio de 1961 se modificaron los límites para los distintos tipos de préstamos deducibles del encaje, que significaron una liberación de aproximadamente 35 millones de escudos, lo que unido a los préstamos directos al fisco, ocasionaron una apreciable expansión de los medios de pago, que en parte acentuó el déficit externo y la pérdida de reservas.

La situación fiscal continuó siendo poco satisfactoria ya que el déficit alcanzó a 223 millones de escudos. El mismo se financió con créditos internos y externos, pero en 1961 los segundos tuvieron mayor significancia que en el / año anterior. Pero como la mayor parte de los préstamos externos fueron de carácter transitorio, consecuentemente y a corto plazo se agravó el problema de la balanza de pagos.

El sector externo mantuvo en 1961 un desarrollo similar al de / 1960, con mercados internacionales estables para el cobre y demás exportaciones y con un flujo creciente de importaciones. Este desajuste se acentuó aún más con la inversión que se produjo en 1961 de la dirección de los movimientos de capitales a corto plazo. Todo esto dió origen a un elevado déficit en la balanza de pagos, cuyo financiamiento originó una sensible pérdida de reservas internacionales, las que se

redujeron a u\$s 73,9 millones en diciembre de 1961. Además se hizo necesario utilizar u\$s 60 millones del acuerdo de stand-by de u\$s 75 millones concertado con el // Fondo Monetario en febrero de 1961.

La delicada situación del sector externo, indujo a las autoridades monetarias a adoptar, hacia fines de año, medidas de emergencia para corregir / los desajustes. El 27 de diciembre se suspendieron las transacciones cambiarias por un lapso de tres semanas, con el objeto de proceder a una modificación sustancial / del sistema cambiario y del régimen de comercio exterior.

(c) Luego de los resultados positivos alcanzados con las medidas de estabilización en 1959 y 1960, se inició desde 1961, como ya vimos, un deterioro de la situación económica y una nueva aceleración del proceso inflacionario. Las causas principales, como ya lo hemos anotado, fueron los desequilibrios del sector externo y los grandes déficits fiscales.

A fines de 1961, con el objeto de contener el drenaje de divisas, se suspendieron las operaciones cambiarias y se establecieron depósitos previos de hasta 10.000 %, pero fueron medidas transitorias en vista de una nueva reforma fundamental en el aspecto cambiario.

En primer lugar se implantó una doble área de cambios: una bancaria y otra de corredores. Además se modificó el estatuto legal para los puertos libres que sustrañan fuertes cantidades de divisas, se eliminó un número apreciable de artículos de carácter prescindible de la lista de importaciones permitidas, se prorrogaron primero a 90 días y luego a 120 días los plazos de cobertura para los depósitos previos y se volvió al régimen de depósitos de bonos-dólares.

En el mercado bancario podían operar los bancos autorizados comprando divisas provenientes de exportaciones e ingresos de invisibles y vendiendo divisas para cubrir importaciones y giros invisibles que se ajusten a los requisitos / establecidos por el Banco Central. A partir del 15 de octubre se estableció para este mercado un cambio libre fluctuante que se debía fijar de acuerdo a las fuerzas del

mercado y que a fines de 1962 alcanzó el nivel de escudo 1,64 por dólar, o sea que representó una devaluación de aproximadamente 64 % respecto al tipo único de cambio de 1961.

El mercado de corredores subsistió sólo para aquellas transacciones no específicamente consideradas como permitidas en el mercado bancario. En esta área se presentaron violentas fluctuaciones, llegando a cotizarse a fines de año a Escudo 2,42 por dólar, o sea un 61 % mayor que cuando se creó el mercado de corredores en enero de 1962.

La política de restricciones produjo una contención de la demanda de importaciones. Sin embargo, hubo un considerable volumen de transferencias de capitales al exterior en concepto de amortizaciones e intereses de deudas públicas y privadas. De esta forma el movimiento efectivo de divisas arrojó un déficit de / u\$s 79 millones, que se financió principalmente mediante un mayor endeudamiento de los bancos comerciales con el exterior.

A efectos de fortalecer las reservas cambiarias, en 1962 se obtuvieron u\$s 97 millones provenientes de las siguientes fuentes:

Bancos privados de Estados Unidos (créditos a corto plazo y descuentos de letras a 60 y 90 días) . . . . .	U\$S	67.000.000
Bancos privados europeos . . . . .	"	5.000.000
República Federal de Alemania . . . . .	"	25.000.000
	<u>U\$S</u>	<u>97.000.000</u>

La situación de las finanzas públicas continuó siendo grave en 1962, ya que los ingresos ordinarios no alcanzaron a cubrir los gastos corrientes y la amortización de las deudas. Ante el elevado nivel del déficit y la falta de / préstamos extranjeros, se hizo necesario recurrir al Banco Central para su financiamiento, lo que se tradujo en un incremento de precios. El aporte neto total del Banco Central alcanzó a 145,5 millones de escudos.

Los índices de precios mostraron los mayores aumentos, inmediatamente después de la devaluación cambiaria, en los meses de octubre y noviembre. El

incremento medio para el año fue del 14 %, es decir, mayor que los dos años anteriores.

El aumento de la emisión fue causado especialmente por los créditos al sector público por financiamiento de los déficits presupuestarios. La creación de dinero fue compensada en parte por las mayores disponibilidades de los bancos y por el aumento del cuasi-dinero. El aumento del medio circulante fue del 29 %, es decir más del doble del año anterior.

Los hechos principales de la política crediticia en 1962 fueron la regulación indirecta del crédito mediante el encaje bancario y las normas dadas para el financiamiento de las deudas en dólares. En enero el Directorio del Banco Central elevó el límite de los préstamos especiales que se podían hacer con el encaje adicional, al 4 % sobre los depósitos a la vista y 6 % sobre los a término.

El 14 de marzo derogó las sobretasas del 50 % y 75 % para los depósitos bancarios en moneda extranjera y asimismo se estableció que los bancos que no tuvieran casa matriz o sucursales en Santiago o Valparaíso tendrían como encajes básicos el 20 % sobre depósitos a menos de 30 días y el 8 % sobre a más de dicho plazo.

Por Ley Nº 14.949 del 11 de octubre se dispuso que las obligaciones en moneda extranjera derivadas de la crisis cambiaria del 28 de diciembre de 1961 deberían ser pagadas mediante la entrega y endoso de pagarés fiscales en dólares estadounidenses.

(d) El aumento de precios durante 1963 fue del 44,2 %, muy superior a los registrados en los últimos tres años. Los factores que influyeron en este hecho, como veremos, fueron, en primer lugar, los impactos de la devaluación y asimismo las dificultades cambiarias, fiscales y las incidencias desfavorables de los factores climáticos en la producción agrícola.

La expansión del medio circulante alcanzó el 34 %, pero a diferencia de otros años, la emisión del Banco Central no constituyó la fuente principal de

liquidez del sistema bancario, dado que ante nuevas normas referentes a encajes, la banca comercial logró una liberación del orden de 99 millones de escudos. Además se agregó la revaluación de los pagarés en dólares computables como encaje. El principal factor de absorción fue la disminución de los activos internacionales netos, / aunque también fueron elementos de contracción el aumento de capital y reservas y del cuasi-dinero.

En cuanto a las modificaciones de los instrumentos de política monetaria, podemos mencionar:

- 1) se dejaron sin efecto, a contar del 21 de junio, las tasas de encaje del 50 % y 75 %, reemplazándolas por una tasa única del 65 % . En agosto se rebajó al 60 % y en noviembre al 59 % y a partir del 1º de diciembre se la reemplazó / por una de 75 %.
- 2) Se decidió otorgar a los exportadores créditos de financiamiento para la preparación de los embarques. Estos no debían exceder del 80 % del valor del / producto y el interés era del 2 % anual.

El déficit fiscal se incrementó en términos absolutos en 1963, alcanzando una cifra bruta de 389 millones de escudos. Para su financiación se recibieron fondos provenientes de la Alianza para el Progreso, lo que permitió prescindir en mayor proporción del financiamiento del Banco Central. De tal manera, se puede decir que los recursos utilizados tuvieron una estructura menos inflacionista // que en los últimos años.

El sistema tributario mantuvo su estructura y solamente se alteraron algunas tasas de menor significación. Sin embargo el gobierno comenzó a preocuparse en mejorar la situación fiscal, por lo que concertó con la Agencia para el Desarrollo Internacional (ADI) un convenio de asistencia técnica con el fin de aumentar las recaudaciones y reducir las evasiones.

En 1963 continuaron los esfuerzos para reducir el agudo desequilibrio externo originado en 1961 y 1962. El déficit de pagos fue de sólo u\$s 37 millones, dado la reducción de las importaciones y la mayor afluencia de recursos externos a largo plazo. Se mantuvieron en vigor los depósitos previos y los impuestos adicio-

nales, y siguió siendo aconsejable mantener la doble área cambiaria. El tipo de cambio bancario se depreció en un 35 % entre fines de 1962 y 1963 y en el mercado de corredores en los primeros meses hubo muchos movimientos especulativos, por lo que se terminó por cancelar la autorización para operar a los corredores, reduciendo el mercado sólo al ámbito de los bancos comerciales. Luego la cotización se estabilizó en un nivel de 3 escudos por dólar.

Asimismo, el gobierno comenzó una política de fomento y diversificación de las exportaciones, para lo cual se enviaron varias misiones al exterior y se creó un sistema de financiación de exportaciones.

Por último, durante 1963, el Fondo aprobó un crédito stand-by por u\$s 40 millones, que entró en vigencia el 14 de enero y que fue utilizado en su totalidad durante el año.

(e) En 1964 se continuaron aplicando las medidas de estabilización a efectos de contener el creciente proceso inflacionario, pero con pobres resultados. En efecto, el índice del costo de vida se elevó en 46 % frente a 44,2 % del año anterior. Por su parte la expansión del medio circulante fue del 53 %, siendo principal factor expansionista los créditos otorgados al gobierno que se elevaron a 1265 millones de escudos. Los factores contraccionistas fueron los activos externos netos, los pasivos internos y los fondos de contrapartida.

La política del Banco Central radicó principalmente en tres aspectos: 1) condiciones en que las instituciones bancarias otorgan créditos deducibles de los encajes; 2) tasas marginales de encajes, y 3) financiamiento de la preparación de los embarques de exportaciones. Las principales disposiciones fueron:

- 1) se amplió de 10 a 17 millones de escudos, el límite máximo para las deducciones en concepto de préstamos a la construcción que se pueden efectuar de los encajes adicionales.
- 2) La sobretasa del 57 % aplicable sobre los depósitos y obligaciones en moneda nacional que excedieran del nivel medio alcanzado entre el 13 y el 25 de // abril de 1959, se redujo a partir del 13 de agosto al 56 % y luego en setiembre y octubre al 55 % y 54 %, respectivamente.

- 3) Se elevó el plazo de los créditos para exportaciones de 90 a 180 días.
- 4) Se estableció a partir del 1º de enero de 1964 un régimen de encaje que se aplicaría cuando los compromisos externos excedieran del 100 % del capital y recursos de las empresas bancarias. Las tasas eran 20 % para obligaciones a la vista y 8 % a plazo.
- 5) Las tasas de interés continuaron utilizándose en forma selectiva a fin de canalizar recursos hacia la construcción y sectores industriales y agropecuarios.

El sector fiscal continuó siendo un factor de desequilibrio. El déficit bruto alcanzó a 521 millones de escudos y su financiamiento dependió en mayor grado de los recursos internos.

El financiamiento externo complementario, provino principalmente de un préstamo de la AID por 140 millones de escudos y de otros préstamos del BID y el Kreditanstalt.

El sector público fue así un importante factor inflacionario al depender del financiamiento del Banco Central o de organismos internacionales y también al recurrir a la colocación de bonos y pagarés bancarios en el sector privado.

El apreciable desajuste que se venía produciendo en el sector externo, desde 1961, se fue corrigiendo paulatinamente, llegando a un déficit de balanza de pagos de sólo u\$s 2 millones. Estos resultados se alcanzaron por la reducción de las importaciones a causa de las políticas restrictivas aplicadas (listas de mercancías permitidas, impuestos adicionales, depósitos previos, cambio flexible y controles administrativos). Además las políticas monetarias y crediticias cooperaron, al no existir una situación de liquidez muy holgada y al limitarse el financiamiento de las importaciones. A su vez se produjo un alza en los precios internacionales de los principales productos de exportación lo que estimuló las ventas al exterior, las que asimismo se vieron fomentadas por el sistema de créditos de preembarque. Las reservas internacionales permanecieron apenas encima de los niveles de años anteriores.

Siguieron manteniéndose los dos mercados cambiarios establecidos en 1962, notándose un menor margen entre ambas cotizaciones. Los tipos de cambio // continuaron flexibles, teniendo una depreciación del 26 % en el mercado bancario y

8 % en el de corredores, respecto a 1963.

En 1964, el Fondo Monetario Internacional otorgó un nuevo crédito de contingencia por u\$s 25 millones. El monto utilizado alcanzó a u\$s 20 millones que se destinaron al financiamiento de la balanza de pagos.

(f) En 1965 se inició un programa de estabilización gradual de la economía, conteniendo las siguientes metas en cuanto a topes para alzas de precios:

1er. año	25 %
2do. "	15 %
3er. "	10 %
4to. "	estabilidad

La primera etapa del plan, es decir el año 1965, fue cumplida satisfactoriamente, con la ayuda de controles selectivos de precios, manejo adecuado de la política monetaria, política de redistribución de ingresos, política limitativa de alzas de remuneraciones, etc., dado que el incremento del nivel de precios del consumidor fue aproximadamente 26 %, es decir casi igual a la meta establecida.

En 1966 se siguió una política similar, aunque el aumento de precios alcanzó al 24 %, existiendo aún como factores básicos de la inflación: la inelasticidad de la oferta agropecuaria, el impacto financiero del fisco y los reajustes de los sueldos y salarios por encima de los niveles de productividad.

En 1965, la política monetaria se orientó hacia el estímulo del incremento del ahorro interno y de su adecuada canalización. Los medios de pago se incrementaron en un 50 % correspondiendo el 67 % de dicho aumento al dinero giral, fenómeno que posibilita una expansión múltiple de los medios de pago y del crédito.

El primer semestre de 1966 se desarrolló con las mismas políticas del año anterior con metas de estabilización aún más estrictas y con una formación / muy importante de cuasi-dinero. La oferta monetaria tuvo un aumento del 21 % durante el primer semestre y del 38 % durante todo el año. El crecimiento de los medios de / pago descansó fundamentalmente en la emisión del Banco Central y los aumentos del // cuasi-dinero fueron causados en parte por las modificaciones de los encajes, al ele-

vase al 75 % la sobretasa para depósitos a la vista y reducirse la de depósitos a plazo a 30 % o 35 %.

La política crediticia se orientó desde 1965 hacia "la selectividad" y teniendo como base los siguientes principios:

- 1) Las metas de política económica requirieron que los recursos financieros se canalicen hacia actividades con mayor rentabilidad social.
- 2) Como los préstamos son a tasas de interés inferiores a la tasa de inflación, conviene orientar este tipo de "subsidio" hacia sectores prioritarios, y
- 3) es necesario que ciertos sectores generen un gran volumen de recursos a fin de poder financiar la demanda potencial de viviendas y de otros bienes de consumo durable.

Particularizando, los lineamientos de los distintos instrumentos de regulación, fueron los siguientes:

- 1) En materia de encajes, en 1965 y 1966 se ha tratado de simplificar el sistema de deducciones especiales, mediante redescuento selectivo en condiciones de interés, plazo y cobertura.

Mediante Decreto Nº 463 del 14 de febrero de 1966 se modificó el régimen de encajes quedando con vigencia a partir del 1º de marzo de 1966, las siguientes tasas:

- a) encaje básico sobre obligaciones y depósitos a menos de 30 días: 20 %; a más de 30 días: 8 %.
  - b) Sobre los aumentos por encima de los niveles medios de abril de 1959 a octubre de 1964: 46 %.
  - c) Sobre los aumentos del nivel medio entre octubre de 1964 y enero de 1966: 54 %.
  - d) Sobre los excesos del promedio diario del 24 de diciembre de 1965 al 10 de enero de 1966: 75 %.
  - e) Sobre los excesos de depósitos a plazos del nivel del mismo período del punto d): 35 a 30 %.
  - f) Los encajes para monedas extranjeras quedan sin alteración.
- 2) En materia de redescuentos selectivos, las principales disposiciones son las siguientes:

- a) En 1965 el Banco Central cortó la relación directa con el público, al eliminar el descuento de letras agrícolas, pero subsecuentemente implantó un sistema de redescuento, transfiriendo estas operaciones a los bancos comerciales. El mismo cubre el 50 % del valor de los documentos, / siempre que reúnan adecuadas condiciones de origen, plazo e interés.

- b) Se dispuso un redescuento para operaciones de financiamiento de construcción de viviendas económicas, que reemplaza el sistema anterior de créditos que los bancos comerciales podían deducir de los encajes adicionales. Se redescuenta el 50 %, al 10 % de interés.
- c) Los créditos a las exportaciones se otorgan para los productos que autorice el Banco Central. Hay un crédito de "pre-embarque" y otro de "post-embarque". El primero no puede exceder del 80 % del valor de la exportación y a un plazo máximo de 180 días. El segundo no puede exceder del 80 % del valor FOB y su plazo máximo es de dos años y medio. La tasa aplicada es el 5 % anual.
- d) La "línea de crédito a base de presupuesto de caja" significa que una empresa puede celebrar un convenio con uno o más bancos, a fin de satisfacer sus necesidades financieras por un período de un año. El "presupuesto de caja" debe ser presentado por la empresa. El Banco Central apoya este sistema redescotando entre un 20 % y un 30 % de los saldos colocados y a una tasa del 10 % anual.
- e) Ultimamente se dispuso un sistema de crédito para las adquisiciones de bienes de capital de fabricación chilena, con un 80 % como mínimo de componentes nacionales. Los créditos son otorgados en moneda nacional y se financian con la colocación de certificados de ahorro reajustables. Los créditos no pueden superar el 70 % del valor del bien adquirido.

En lo que se refiere al comercio exterior y balanza de pagos, ya hemos visto que se había conseguido volver a cierto equilibrio hacia fines de 1964. En 1965 la balanza de pagos arrojó un superávit de u\$s 80 millones y las reservas internacionales se incrementaron en u\$s 60 millones. Los factores que indujeron a estos resultados fueron: aumentos de volúmenes de exportación, renegociación de créditos externos y por las diversas medidas dispuestas.

Los depósitos previos en bonos-dólares fueron sustituidos por depósitos en moneda corriente. Se simplificaron los trámites administrativos y se mantuvieron las dos áreas cambiarias, elevándose las cotizaciones en un 30 % y 20 % en ambos mercados, respecto a 1964.

En 1966 continuó favorable la balanza de pagos elevándose las reservas internacionales a u\$s 171 millones. No obstante, continuó la devaluación gradual de la moneda, de acuerdo a los movimientos de los precios internos.

El sector público sigue presentando serios desequilibrios que // continúan ejerciendo fuertes presiones en el proceso inflacionario. En 1965, a pesar

de la mayor recaudación debido a la implantación de nuevos gravámenes y del mayor rendimiento del impuesto sobre el cobre, hubo un déficit bruto de 811 millones de escudos que debió financiarse con préstamos externos y con un aporte de 108 millones de escudos del Banco Central. En 1966 perduró la situación deficitaria existiendo aún una mayor financiación bancaria.

Según las últimas cifras disponibles, se puede decir que aún el proceso inflacionario no ha sido eliminado. Durante el primer trimestre de 1967 el nivel del costo de vida se incrementó en un 11 %, las reservas internacionales decrecieron apreciablemente y los tipos de cambio se depreciaron en un 10 %. Los factores desfavorables que se presentaron fueron: aumentos de salarios por encima de / los niveles previstos que ejercieron presión sobre los costos, déficits gubernamentales y apreciable caída del precio internacional del cobre.-

E U A D R O    N° 1

PARTICIPACION DEL BANCO CENTRAL DE CHILE EN LOS PROGRAMAS DE ESTABILIZACION

Fecha del programa	Naturaleza del programa	Redescuento	Limitación del crédito	Requisito de encaje	Varias	Otras medidas
Abril de 1956	Estabilización económica (fiscal, crediticia y cambiaria; medidas económicas)	Límite a las compras por el B.C. de letras bancarias. Límite máximo de redescuento fijado en 75 % del capital y reservas de cada banco. Tasas diferenciales por montos de redescuentos en relación con capital y reservas: 4,5 para redescuentos que no excedan del 50 %. 8 % para redescuentos entre 65 % y 75 % del capital. Tasa de descuento al público se elevó del 8 % al 12 %	Revisión cada 6 meses de límites máximos de expansión del crédito bancario sobre la base del nivel de diciembre de 1954.		Preferencia de créditos para actividades productivas. Obligación por parte de los bancos de informar operaciones al B.C. y Superintendencia bancaria.	Establecimiento de dos mercados de cambio: mercado bancario al tipo oficial y mercado de corredores de cambio libre. Liberalización de exportaciones. Fin de licencias de importación. Depósitos de garantía del 1 % al 400 % sobre importaciones.

G U A D R O    N° 1

PARTICIPACION DEL BANCO CENTRAL DE CHILE EN LOS  
PROGRAMAS DE ESTABILIZACION

Fecha del programa	Naturaleza del programa	Redescuento	Limitacion del crédito	Requisitos de encaje	Varias	Otras medidas
Abril de 1957	idem	Límite de redescuento a bancos elevado al 100 % del capital y reservas.	Autorización a bancos para expandir créditos por malas cosechas.			Ajustes de salarios al costo de vida.  Intervención del gobierno en mercado libre de cambios para regularlo
Abril de 1958	idem	Restricción de redescuento a bancos sólo con fines excepcionales y a tasa penal.	Revisiones de topes globales de crédito y de emisión. Suspensión de préstamos del B.C. al gobierno.	Transferencia de los depósitos gubernamentales de los bancos comerciales al B.C.		Fin de depósitos previos de importación contra la cancelación de redescuentos.

CUADRO Nº 1

PARTICIPACION DEL BANCO CENTRAL DE CHILE EN LOS PROGRAMAS DE ESTABILIZACION

Fecha del programa	Naturaleza del programa	Redescuento	Limitación del crédito	Requisitos de encaje	Varias	Otras medidas
Abril de 1959	Idem y reforma monetaria	Aplicable sólo en caso de emergencia.		Imposición de encaje adicional del 50 % sobre aumentos de depósitos. Alza de encajes adicionales al 75 % del aumento de depósitos sobre el nivel medio del 17 de agosto al 12 de setiembre de 1959	Fin de los depósitos previos en moneda nacional y en pagarés-dólares y bonos fiscales. Eliminación del control de carteras bancarias	Unificación de los mercados cambiarios elevando el tipo oficial de cambio de 110 a 1051 pesos por dólar.
Abril de 1960	Idem			Aumento del encaje marginal al 37,5 % sobre los excesos del nivel medio de octubre de 1960. Hubo rebajas de encajes para bancos de la zona sur.	Rebajas y eliminación de recargos adicionales y reducción de depósitos previos.	A partir del 1º de enero de 1960 se introdujo una nueva unidad monetaria = el escudo, equivalente a \$ 1000 anteriores.

C U A D R O   N º   1  
PARTICIPACION DEL BANCO CENTRAL DE CHILE EN LOS  
PROGRAMAS DE ESTABILIZACION

Fecha del programa	Naturaleza del programa	Redescuento	Limitación del crédito	Requisitos de encaje	Varias	Otras medidas
Febrero de 1961	idem			Se redujo nuevamente la tasa marginal al 75 %. Se permitió a los bancos comerciales otorgar créditos de fomento deducibles de los encajes.		A fines de año, suspensión de operaciones en el mercado de cambios.
Febrero de 1962	idem			Aumento de límites para préstamos especiales que se podían deducir del encaje adicional. Se derogaron las sobretasas de 50 % y 75 % para depósitos en moneda extranjera.	Extensión de los plazos de cobertura de los depósitos previos a 120 días y se volvió al régimen de depósitos en bonos-dólares. Política de aumento de restricciones a las importaciones.	Reforma cambiaria: mercado bancario y mercado de corredores con tipos de cambio fluctuantes.

CUADRO Nº 1

PARTICIPACION DEL BANCO GENERAL DE CHILE EN LOS  
PROGRAMAS DE ESTABILIZACION

Fecha del programa	Naturaleza del programa	Redescuento	Limitación del crédito	Requisitos de encaje	Varias	Otras medidas
Enero de 1963	idem			Movimiento de los encajes durante el año, quedando luego en el mismo nivel.	Líneas de crédito a exportadores hasta el 80 % del valor de los embarques y al 2 % de interés.	Cancelación de; autorización a los corredores para operar en el mercado cambiario.
Enero de 1964	Idem	Tasas de descuento e interés utilizadas en forma selectiva a fin de canalizar recursos hacia la construcción, industria y campo.		Ampliación de límites sobre préstamos deducibles de los encajes. La sobretasa de encaje se redujo al 54 %. Nuevo régimen de encajes básicos cuando los compromisos externos excedieran del 100 % del capital y recursos de empresas bancarias: 20 % para obligaciones a la vista; 8 % para obligaciones a plazo	Elevación de plazos en créditos para exportaciones de 90 a 180 días.	

S U A D R O    N<sup>o</sup> 1

PARTICIPACION DEL BANCO CENTRAL DE CHILE EN LOS PROGRAMAS DE ESTABILIZACION

Fecha del programa	Naturaleza del programa	Redescuento	Limitacion del crédito	Requisitos de encaje	Varias	Otras medidas
1965 y 1966	Idem	<p>Eliminación de operaciones directas con el público.</p> <p>Nuevos redescuentos del 50 % del valor de letras agrícolas y de documentos referentes a la construcción. Tasa: 10 %.</p> <p>Redescuento entre el 20 % y 30 % de "líneas de crédito a base de presupuesto de caja" a la tasa del 10 %</p>		<p>Encaje básico sobre obligaciones y depósitos a menos de 30 días: 20 %, y a más de 30 días: 8%.</p> <p>Encajes adicionales sobre depósitos a la vista 75 % y sobre depósitos a plazo 35 % o 30 %.</p>	<p>Fueron sustituidos los depósitos previos en bonos-dólares por depósitos en moneda corriente.</p>	<p>Perduran las dos áreas cambiarias, con cotizaciones en depreciación.</p>

CUADRO Nº 2

EVOLUCION DEL MEDIO CIRCULANTE Y COSTO DE VIDA

<u>Años</u>	<u>Medio circulante</u>		<u>Incrementos anuales</u>	<u>Incrementos anuales del costo de vida</u>
	<u>En cifras absolutas (millones de escudos)</u>	<u>Indice sobre base 1958 = 100</u>		
1951				22,9
1952				27,9
1953				18,2
1954				76,9
1955	93	42		74
1956	130	59	40	57,5
1957	165	74	27	25,4
1958	222	100	35	26,6
1959	294	132	32	39
1960	384	173	31	11,5
1961	432	195	12,5	7,7
1962	556	250	29	13,8
1963	747	336	34	44,2
1964	1129	509	53	46
1965	1867	841	65	28
1966	2594	1168	38	24
1967 (marzo)	2739	1234	6	11

Fuente: Fondo Monetario Internacional, International Financial Statistics, Suplemento 1964-65 y 1967.-

C U A D R O    N° 3

VARIABLES DEL MEDIO CIRCULANTE  
(millones de escudos)

<u>Cuentas</u>	<u>1958</u>	<u>1959</u>	<u>1960</u>	<u>1961</u>	<u>1962</u>	<u>1963</u>	<u>1964</u>	<u>1965</u>	<u>1966</u>
Activos externos (neto)	5	6	(42)	(174)	(375)	(527)	(641)	(629)	(284)
Crédito interno	285	576	708	984	1422	1904	2790	4043	5279
Gobierno (neto)	37	125	183	320	568	826	1265	1966	2595
Sector privado	248	452	525	664	854	1079	1125	2077	2684
Quasi-dinero	54	162	211	265	389	459	720	997	1524
Otras cuentas (neto)	15	126	72	114	101	172	300	551	878
Medio circulante	<u>222</u>	<u>294</u>	<u>384</u>	<u>432</u>	<u>556</u>	<u>747</u>	<u>1129</u>	<u>1867</u>	<u>2594</u>

Fuente: Fondo Monetario Internacional, International Financial Statistics, 1965 y 1967.

C U A D R O N° 4

RESERVAS MONETARIAS  
(millones de U\$S)

<u>Años</u>	<u>Oro</u>	<u>Fracción oro</u> <u>F.M.I.</u>	<u>Divisas</u>	<u>Total</u>
1950	40,3	-	13,7	54
1951	45,2	3,4	7,8	56,4
1952	41,7	7,1	24,6	73,4
1953	41,9	-	25,1	67
1954	42,5	-	12,6	55,1
1955	44,4	-	30,2	74,6
1956	42,7	0,2	16,6	59,5
1957	40,2	-	2,1	42,3
1958	40,1	-	9,9	50
1959	41,5	-	86,3	127,8
1960	45,1	-	66	111,1
1961	47,3	-	26,1	73,9
1962	42,8	-	36	78,8
1963	43,1	-	33,9	77
1964	43,2	-	45,5	88,7
1965	43,9	-	93,6	137,5
1966	45,2	-	125,9	171,1
1967 (mayo)	46,6	-	92,1	138,7

Fuente: Fondo Monetario Internacional, International Financial Statistics, Suplemento 1964-65 y 1967.-

C U A D R O   N º   5

EVOLUCION DE LOS TIPOS DE CAMBIO RESPECTO  
AL DOLAR NORTEAMERICANO

<u>A ñ o s</u>	<u>Tipo oficial</u>	<u>Tipo Libre</u>
1958	0,993	1,120
1959		1,053
1960		1,053
1961		1,053
1962	1,645	2,42
1963	2,146	3,04
1964	2,70	3,26
1965	3,47	4,22
1966	4,37	5,00
1967 (mayo)	4,85	5,47

Fuente: Fondo Monetario Internacional, International Financial Statistics, 1965 y 1967.-

V) BRASIL

A) Antecedentes financieros

(a) En los últimos años de la década del cuarenta, en la situación económica y financiera se reflejaban especialmente las fluctuaciones de los principales productos de exportación (café y algodón), pero las presiones inflacionarias tomaron ímpetu en la década de los cincuenta debido a los programas de expansión económica.

Entre 1946 y 1951 el circulante se duplicó, hubo un incremento del crédito bancario equivalente, que el sector privado absorbió en su mayor parte, y se produjeron aumentos del 100 % en los precios mayoristas y en el costo de vida.

Entre 1952 y 1958 el medio circulante aumentó más aceleradamente, llegando a un nivel de 353.000 millones de cruzeiros, o sea un incremento de más del 120 % para todo el período. La expansión del crédito fue aún mayor, siendo absorbida en su mayor parte por el sector privado y luego por el gobierno. El índice del costo de vida subió en dichos años a un promedio de casi el 20 % anual. Asimismo la reserva de divisas decreció de u\$s 721 millones en 1948 a u\$s 363 millones en 1958 y el tipo de cambio, que en 1952 se había fijado a razón de 18 cruzeiros por dólar tuvo // considerables aumentos, llegando a 138,5 cruzeiros por dólar, para la exportación del café y mercado libre, respectivamente. Pero es dable mencionar que ni las bajas de reservas ni la depreciación del tipo de cambio, reflejaban la verdadera situación inflacionaria ni la real posición internacional del cruzeiro, ya que los efectos se encontraban atenuados por empréstitos externos, diferimiento en el pago de importaciones y controles cambiarios.

Este ritmo acelerado de la inflación denotaba la existencia de / presiones tanto internas como externas. Por un lado fueron importantes factores la / construcción de Brasilia y las financiaciones del desarrollo económico del interior del país. Asimismo tuvo significación el deterioro de los términos de intercambio que influyeron en el desequilibrio de la balanza de pagos y, a su vez, cabe mencionar que

la Superintendencia de la Moneda y del Crédito tuvo muchas dificultades para coordinar y aplicar las políticas monetarias por no contar con un adecuado reconocimiento de su autoridad.

En 1958, la aceleración en el crecimiento de los gastos autónomos y las diferentes presiones en los costos, encontraron un sistema bancario dispuesto a expandir los medios de pago. No obstante, el incremento de los medios de pago se vio en parte neutralizado por el uso de excedentes de encajes que venían / del año anterior, por el posterior aumento de las tasas de los encajes y por la reversión de la tendencia del público en la preferencia de los depósitos a la vista. Los grandes factores de expansión fueron los préstamos al sector privado y al Tesoro Nacional.

Por su parte, el índice general de precios tomó especial impulso en los últimos meses del año. Hubo un recrudecimiento en el proceso de elevación de los salarios y asimismo se aumentó la sobretasa mínima para venta de cambio en operaciones protegidas y se elevaron las primas en las licitaciones de divisas.

Durante 1958, se aumentó la tasa de redescuento del 6 % al 8 %, se dispusieron restricciones a los anticipos a la Tesorería y se trató de limitar el crédito adicional otorgado por el Banco del Brasil a otros bancos y gobiernos estatales y locales.

La capacidad de importación se redujo en virtud de los continuos descensos en los precios del café, con relación a los altos niveles de 1956. Además incidieron las grandes amortizaciones de empréstitos a corto y mediano plazo debido a que la entrada autónoma de capitales se mantuvo a los niveles de 1957. Ante las bajas reservas internacionales con que contaba el país, se trató de reducir las importaciones a un nivel compatible con la capacidad de pagos y se procuró contratar empréstitos compensatorios con bancos del exterior. Las importaciones se redujeron mediante la limitación de ofertas en las licitaciones de divisas, y por otra parte se contrataron empréstitos externos por u\$s 250 millones.

Los déficits gubernamentales, ocasionados en gran parte por la financiación de gastos de desarrollo, y en parte por las compras de café con fines de almacenamiento, obligaron a contraer en junio de 1958 un compromiso con el Fondo Monetario Internacional por u\$s 37,5 millones, que fueron totalmente utilizados. / Seguidamente se efectuó una reforma cambiaria y se intentó una restricción fiscal y crediticia que tuvieron pobres resultados.

(b) En 1959 se mantuvo la alta velocidad de circulación de la moneda que se había alcanzado en el último trimestre de 1958. La expansión monetaria resultó prácticamente del aumento del papel moneda puesto en circulación por las autoridades monetarias y por el comportamiento del público. Los principales factores de expansión / continuaron siendo los préstamos al sector privado y las financiaciones de los déficits del gobierno. Asimismo las operaciones ligadas con las reservas internacionales que habían actuado en forma neutra en años anteriores, comenzaron a transformarse en factores expansivos por las mayores entregas de recursos al Instituto Brasileño del Café, por los gastos en cruceiros que demandaba la financiación del déficit de balanza de pagos, a través de "swaps", y por los mayores pagos en cruceiros de las exportaciones por mejores bonificaciones o por la elevación de la cotización en el mercado libre, manteniéndose estable el tipo de cambio de las importaciones subsidiadas.

El índice general de precios se elevó entre diciembre de 1958 y diciembre de 1959 en un 40 % y el incremento del índice del costo de vida, que alcanzó al 37 %, fue apreciablemente mayor al de años anteriores. Un factor que tuvo gran incidencia fue la promulgación de nuevos niveles de salarios mínimos, a fines de // 1958, que tendieron a elevar toda la escala de salarios. Los incrementos de salarios fueron mucho mayores que los aumentos en el costo de vida, por lo que aparentemente se trató de redistribuir el ingreso. Pero, como era de prever, los empresarios trataron de mantener sus márgenes de ganancias elevando consiguientemente los precios. Así se inició la conocida espiral precios-salarios.

En el sector de las finanzas públicas entró en vigor la reforma

del impuesto al consumo, mediante elevación de tasas y estableciéndose como base imponible el sistema "ad-valorem". Sin embargo, a pesar del apreciable aumento de la renta tributaria (40 %), el déficit se mantuvo en los niveles del período 1956-1958 (32.000 millones de cruzeiros).

En las erogaciones influyó notablemente la expansión del ritmo de las obras gubernamentales y para-estatales, sobre todo en lo que se refiere a la energía y el transporte. El déficit fue cubierto fundamentalmente con los recursos otorgados por el Banco de Brasil y también mediante la colocación de letras de Tesorería en el sistema bancario.

Aunque los precios de los principales productos de exportación / continuaron declinantes, la capacidad de importación tuvo alguna mejora por la mayor entrada de capitales extranjeros. Sin embargo, la balanza de pagos arrojó un déficit de u\$s 156 millones, que resultó menor al de años anteriores. La financiación del / mismo se hizo principalmente mediante operaciones "swaps" y utilizando financiaciones externas a corto plazo.

Para fomentar las ventas al exterior se aumentaron algunas bonificaciones y se transfirieron al mercado libre el algodón y el azúcar. En cuanto a las importaciones se pasaron al mercado libre los pagos por fletes y seguros.

(c) La economía brasilera presentó en 1960 el mismo contraste notado en años anteriores: al acentuado progreso en la industria básica y de consumo y en los sectores de transporte y energía se contrapuso una violenta y constante reducción en el poder adquisitivo de la moneda y en las reservas internacionales.

Efectivamente, en el aspecto monetario hubo emisiones masivas de papel moneda que multiplicaron los medios de pago y contribuyeron a debilitar el // cruzeiro. Por su parte, debido a dichas presiones inflacionarias y a la baja de los precios de los principales productos de exportación, las dificultades cambiarias aumentaron significativamente.

Los medios de pago aumentaron en un 38 %, siendo el principal fac-

tor de expansión la financiación de los déficits gubernamentales. Asimismo el costo de vida tuvo un incremento del 35 %. Las finanzas públicas siguieron siendo deficitarias, a pesar de la mayor recaudación tributaria por el aumento de las tasas y de las medidas tomadas para contener los gastos públicos. El déficit, como ya dijimos, siguió ocasionando presiones inflacionarias, al ser financiado por el Banco del // Brasil y mediante la colocación de letras de Tesorería.

El intercambio comercial arrojó un déficit de u\$s 193 millones, en 1960, siendo el resultado negativo más importante de los últimos años. Este déficit se produjo por la reducción de las exportaciones en u\$s 13 millones y por el aumento de las importaciones en cerca de u\$s 88 millones. Por su parte, la balanza de pagos tuvo un déficit de u\$s 412 millones, en el que influyó no solamente el estancamiento de las exportaciones, sino también la disminución de la entrada de capitales en u\$s 123 millones con respecto a 1959.

La financiación del déficit se efectuó mediante la utilización de "swaps", reducción de la posición de divisas con banqueros del exterior, compra de u\$s 48 millones al Fondo Monetario Internacional, utilización de varias líneas de / créditos y variación de las reservas internacionales en u\$s 18 millones.

Con el fin de incrementar las exportaciones, mediante la Instrucción Nº 192 de la SUMOC se transfirieron al mercado libre las ventas de todos los // productos, excepto café y cacao, con el objeto de que las mayores remuneraciones en cruzeiros fomentara los embarques. Pero en la práctica tal incentivo no dio mayores resultados, por otros problemas de orden externo o interno.

La política monetaria no tuvo mayor implicancia. Solamente se emittieron ciertas disposiciones en cuanto a la selectividad del crédito. Por un lado se dispusieron límites máximos para la expansión de los créditos referentes a la Cartera Agrícola e Industrial del Banco de Brasil. Por otra parte, se estableció una escala para la aplicación de las operaciones bancarias con categorías "A" a "C" y con cupos del 40 %, 20 % y 10 % y un excedente del 30 %. Cada una de estas categorías dis-

ponía el tipo de operaciones activas que se permitían.

(d) Durante 1961 perduraron los serios desequilibrios del presupuesto fiscal y del sector externo, hasta el punto que el 24 de enero, las divisas para importaciones rematadas en la bolsa de San Pablo alcanzaron apenas al 60 % de las solicitudes, lo que provocó la suspensión de la subasta el 31 de dicho mes. Asimismo la tasa de cambio libre continuó elevándose hasta 230,10 cruzeiros por dólar, a fines de enero. Las causas básicas del desequilibrio de la balanza de pagos radicaron en la dificultad de ampliar la oferta de divisas provenientes de las exportaciones y en los grandes requerimientos de divisas necesarias para cubrir las amortizaciones de compromisos acumulados resultantes de la acentuada demanda de importaciones exigidas por el desarrollo económico del país.

En materia fiscal, a pesar del Decreto Nº 50.761 del 9 de junio que dispuso economías en los gastos públicos, se produjo un déficit de apreciable magnitud, que fue cubierto fundamentalmente por el Banco de Brasil y por la colocación de letras de Tesorería.

Ante esta situación, las autoridades monetarias, mediante Resolución Nº 204 del 13 de marzo de 1961, iniciaron una reforma cambiaria con el fin de simplificar el sistema y llevar los tipos de cambio a niveles más realistas. Antes de la reforma, el sistema estaba compuesto por un tipo de cambio fijo para exportaciones de café y cacao a 90 cruzeiros por dólar y para semillas de ricino, productos de cacao y petróleo crudo a 100 cruzeiros por dólar. El resto de las exportaciones se negociaba a través del mercado libre a una cotización promedio de 214 cruzeiros. Con respecto a las importaciones existían tres mercados de cambio:

- 1) un mercado a tasa fluctuante para las ventas de divisas en bolsa por las importaciones de mercaderías que estaban agrupadas de acuerdo a su esencialidad en "generales" o "especiales".
- 2) Un mercado a tasa fija que estaba reservado para las importaciones de petróleo, trigo, papel, equipamiento básico y fertilizantes. Esta tasa se calculaba por la media ponderada de las bonificaciones pagadas a los exportadores más la tasa resultante de la paridad declarada al Fondo Monetario Internacional, y

- 3) un mercado de cambio libre reservado para el movimiento de capitales privados, remesas de utilidades, dividendos y turismo.

La resolución de marzo de 1961 mantuvo el precio de 90 cruzeiros por dólar para las exportaciones de café, pero se estipuló que las diferencias entre dicha cotización y la que rigiera para la venta de divisas por el Banco de Brasil se depositaría en la SUMOC a fin de constituir un fondo de defensa de precios externos del café y para ampliar su consumo. Todas las exportaciones restantes pasaron a regirse por el mercado libre pero con la siguiente liquidación de divisas: 100 cruzeiros por dólar serían pagados en letras del Banco de Brasil a 120 días de plazo y al 6 % de interés, y el resto en efectivo. La cantidad pagadora en letras posteriormente fue reducida paulatinamente. Más tarde, asimismo, las exportaciones de café se pasaron al mercado libre con una retención de 22 dólares (o su equivalente en otras monedas) por saco de 60 kilos destinada al fondo de defensa cafetero y también se transfirieron a dicho mercado las exportaciones de cacao sujetas a una retención del 15 %.

En cuanto a las importaciones, las de "categoría general" se transfirieron al mercado libre significando virtualmente la supresión del sistema de licitación de divisas, pero para evitar un incremento excesivo de la demanda de divisas se establecieron limitaciones cuantitativas y se crearon depósitos previos en el Banco de Brasil, por sumas equivalentes a los contratos de cambio y contra entrega al importador de letras emitidas por dicho Banco a 150 días de plazo y 6 % de interés.

Mediante la emisión de las mencionadas letras por el Banco de Brasil, se pudieron efectuar mayores financiaciones al gobierno con efectos considerables en la expansión primaria y por otra parte, el mantenimiento de significativas / importaciones a cambio preferencial obligaron al gobierno a hacer fuertes erogaciones, agravando el déficit. Por lo tanto, en el segundo semestre del año se eliminó / el tipo de cambio preferencial y se autorizó a la SUMOC para intervenir en el mercado de títulos comprando o vendiendo las letras emitidas por el Banco de Brasil a fin de regular las disponibilidades de medios de pago, siendo un sistema parecido al de "operaciones de mercado abierto".

En materia de política crediticia, durante el año hubo un aflojamiento de las restricciones, ya que en junio se disminuyeron los encajes básicos al 12 % para depósitos a la vista y a menos de 90 días y al 6 % para los depósitos a plazo y a más de 90 días. Luego se rebajaron nuevamente al 10 % y 5 %, respectivamente. Asimismo se ampliaron las facilidades de redescuento a fin de aliviar la escasez de crédito y fomentar las actividades productivas. No obstante, en setiembre volvieron los encajes a sus antiguos niveles de 14 % y 7 % y se reforzaron // los controles monetarios.

A fin de año se agravó el proceso inflacionario a raíz del aumento del 40 % en el salario mínimo que produjo un mayor crecimiento de los precios. El costo de vida tuvo un incremento respecto a 1960 del 38 %. Pero a pesar de continuar la delicada situación monetaria y financiera, la reforma cambiaria repercutió en el exterior creando una mayor confianza y permitiendo refinanciar un apreciable volumen de la deuda externa así como abriendo la posibilidad de un nuevo aflujo de capitales.

(e) En 1962 continuó aceleradamente el proceso inflacionario y el producto bruto denotó un menor crecimiento que en años anteriores. Esta baja en el crecimiento del producto bruto se debió principalmente a la reducción en los niveles de producción del café.

Las finanzas públicas continuaron con sus serios problemas vinculados en gran parte con el sector externo. Ante las reformas cambiarias, disminuyeron los recursos originados en las diferencias entre los tipos de importación y los de exportación y, por otra parte, como siguió la política de reajustes de sueldos y de subsidios a empresas del estado, el déficit de caja llegó a 280 mil millones de cruzeiros frente a 137 mil millones en 1961. Este déficit se financió en su mayor / parte con recursos del Banco de Brasil.

También influyeron en el proceso inflacionario la ampliación / del redescuento a los bancos comerciales, las mayores facilidades crediticias y la

liberalidad en la política salarial. El índice promedio de alzas de precios alcanzó al 52 % y la expansión del circulante al 63 %. El aumento de los activos internos / del sistema bancario se debió a la fuerte expansión del crédito al sector privado y al sector público. El primero se explica por el elevado monto de la emisión monetaria y por el mayor volumen del redescuento. El segundo se debió a los problemas fiscales ya mencionados.

Movido por todos estos problemas, el gobierno expidió el Plan // Trienal de Desarrollo Económico y Social de Brasil con el fin de detener el proceso inflacionario sin sacrificar el crecimiento de la producción. Las metas establecidas fueron para 1963 un alza de precios igual a la mitad de la de 1962, para 1964 menor aún y para 1965 un alza de aproximadamente el 10 %. Los salarios se ajustarían a estos índices de desvalorización y de acuerdo al incremento de la productividad.

Los medios de acción se basarían en:

- 1) restricciones a las expansiones monetarias;
- 2) obtención de préstamos internos y externos;
- 3) aumento de la recaudación impositiva;
- 4) reducción de los gastos públicos;
- 5) refinanciación de la deuda externa;
- 6) mantenimiento de tipos de cambio realistas, manteniendo ciertas restricciones y transfiriendo a la "categoría especial" (con licencias de importación) determinados productos (sustituibles en el mercado interno) de la "categoría general";
- 7) financiación del déficit gubernamental con recursos no inflacionarios, especialmente a través de la colocación de letras del Tesoro con un interés del 8 % y a un año de plazo. Los depósitos previos, a partir de agosto de 1962, pueden ser convertidos en dichas letras.

Una medida de importancia en materia de política monetaria, fue la autorización otorgada a la Superintendencia de Moneda y Crédito (SUMOC) para elevar las tasas de encaje hasta el doble de los niveles vigentes (o sea hasta el 28 % para depósitos a la vista y 14 % para los a plazo), con lo cual la política monetaria tuvo un medio de acción más eficaz en la lucha contra la inflación.

(f) En 1963 continuó el panorama difícil de años anteriores, con una aceleración del proceso inflacionario, depreciación de los tipos de cambio y una acentuada tendencia al estancamiento del producto bruto nacional.

El producto bruto en términos reales tuvo un incremento apenas del 1,6 % y una disminución del 1,6 % en el nivel "per cápita". La declinación del ritmo de crecimiento del producto se debió a las modestas tasas de crecimiento de los tres grandes sectores de la economía. El sector agropecuario creció apenas en 1 %, sobre todo por la reducción de la zafra cafetera y por las desfavorables condiciones climáticas. El sector industrial tuvo un aumento del 0,7 % debido principalmente a la crisis de energía eléctrica producida en los importantes centros industriales de Rio de Janeiro y San Pablo. Asimismo, la crisis cambiaria perjudicó la actividad manufacturera debido a las dificultades en la importación de maquinaria y equipo para las industrias automovilísticas, petroleras, química, etc. El sector terciario fue el que menos se perjudicó, ya que tuvo un incremento del 3,7 %.

El déficit fiscal continuó siendo el foco inflacionario dominante. El mismo fue un 80 % superior al nivel de 1962, siendo los principales factores del desequilibrio los subsidios otorgados a las empresas estatales de ferrocarriles y de navegación y a sociedades de economía mixta y debido a los reajustes de salarios concedidos al personal civil y militar.

A pesar de las modificaciones introducidas en los impuestos a la renta, consumo y sellos, elevándose la mayor parte de las alícuotas, los ingresos corrientes fueron insuficientes para cubrir los rápidos aumentos de los gastos públicos. Por lo tanto, más del 95 % del déficit fue financiado por las autoridades monetarias.

La circulación monetaria llegó en 1963 a 2.792 mil millones de cruzeiros, registrándose un aumento del 64 % respecto al año anterior. El principal factor expansionista fue la monetización del déficit fiscal.

La expansión primaria fue del 58,2 % en 1963, debido igualmente que en años anteriores, al incremento de los créditos al gobierno y al sector / privado. Los factores contraccionistas fueron los aumentos de depósitos extranjeros, las utilidades cambiarias y otros pasivos.

La expansión secundaria tuvo un incremento del 41 %, menor que en 1962, debido a la aplicación de políticas crediticias más restrictivas.

El índice general de precios tuvo un aumento del 70 % contra 53 % el año anterior, y el índice del costo de vida se incrementó en un 75,4 % contra / 52,3 % en 1962. Las principales causas de este agravamiento inflacionario fueron:

- 1) los impactos en los costos debido a los nuevos niveles de salarios mínimos, decretados a fines de 1962;
- 2) el estancamiento de la oferta de productos industriales debido a racionamiento de la energía eléctrica, movimientos gremiales y crisis política;
- 3) el estancamiento de la oferta de productos agropecuarios a causa de malas condiciones climáticas, y
- 4) el desequilibrio de las finanzas internas con el consecuente aumento del circulante a causa de la cobertura de los déficits del Tesoro.

Entre las medidas de política monetaria se pueden mencionar:

- 1) se establecieron límites a la expansión del crédito del Banco de Brasil y para las operaciones de refinanciación a los bancos comerciales, de acuerdo a los niveles previstos por el "Plan Trienal".
- 2) Por resolución N° 235 de la SUMOC se dispuso que los bancos comerciales sujetaran sus operaciones a los planes de prioridades establecidos por el Banco de Brasil.
- 3) Asimismo, por la misma Resolución, se elevaron los encajes a la vista al 28 % y a plazo al 14 %.
- 4) Los porcentajes de prioridades para las operaciones de los bancos comerciales, se fijaron así:
  - 40 % para títulos de operaciones agropecuarias e industriales.
  - 20 % para títulos de operaciones de venta de bienes de consumo durable.
  - 10 % otras operaciones.
- 5) En vista del grave proceso inflacionario se recomendó al Banco de Brasil a operar en el mercado con las letras emitidas contra los depósitos previos de importaciones.

- 6) Los plazos de retención de los depósitos previos fueron reducidos de 240 días a 210 días, y los porcentajes se bajaron primero del 80 % al 60 % y luego se elevaron al 100 %.

Por su parte, la situación del sector externo continuó siendo delicada. El déficit del balance de pagos alcanzó a u\$s 279 millones debido principalmente al menor ingreso de capitales autónomos. El balance comercial arrojó un superávit de u\$s 112 millones, mientras que los servicios tuvieron un saldo desfavorable de u\$s 333 millones. Las exportaciones se incrementaron en un 13 % respecto a / 1962 a causa de los mayores volúmenes de embarques de café, cacao y azúcar y a los mejores precios internacionales. Las importaciones se mantuvieron a los mismos niveles del año anterior, a pesar de los controles comerciales y cambiarios, a causa de la política de crédito francamente expansionista. Las reservas internacionales bajaron de u\$s 291 millones a fines de 1962 a u\$s 216 millones en diciembre de 1963.

La situación cambiaria se agudizó y el tipo de cambio libre sufrió una depreciación del 31 %, cotizándose a fines de año a 620 cruzeiros por dólar.

En materia cambiaria continuaron aplicándose controles diversos para regular las adquisiciones en el exterior. La SUMOC dictó instrucciones limitativas de importaciones de maquinarias y equipos, debiendo:

- 1) ser maquinarias y equipos destinados a proyectos de interés nacional, y
- 2) las importaciones con financiamiento externo deberían amortizarse en un plazo no menor de 7 años.

Además se aumentaron las contribuciones del cacao, café, almendras, algodón, etc., se establecieron cuotas de cambio para empresas que exporten // productos manufacturados, destinadas a importaciones para uso propio, materias primas o partes y se fijó un depósito del 200 % para importaciones y transferencias financieras de la categoría "especial".

#### B) Plan de estabilización y evolución posterior

(a) En 1964 continuaron considerables presiones inflacionarias, como consecuencia del comportamiento de la balanza de pagos, de los cuantiosos déficits presupuestarios y de la manifiesta inelasticidad de ciertos sectores productivos. Todo esto desencar-

denó la conocida espiral salarios-precios. Asimismo, las actividades productivas siguieron en contracción, disminuyeron las inversiones externas e internas, creció el número de desocupados y hubo un estado de inquietud e inestabilidad política que dificultó la aplicación de medidas correctivas.

El índice del costo de vida tuvo un incremento del 86 % respecto a 1963 y se debió principalmente a las voluminosas emisiones, a la crisis política-social que causó retracciones en la actividad económica, a la disminución de la producción agropecuaria por razones climáticas, a los impactos producidos por los reajustes dispuestos en las tarifas de los servicios públicos y a los aumentos de salarios.

La política de salarios debió ajustarse a la realidad, decretándose en febrero de 1964 un aumento del 100 % en los niveles de los salarios mínimos vigentes en todo el país.

En 1964 los medios de pago crecieron en un 86 %. La monetización interna, tanto en lo que se refiere a los créditos al sector público como al sector privado, fue el principal factor expansionista que no logró contrarrestarse con los incrementos del quasi-dinero u otros pasivos. La monetización externa, a pesar de haber sido mayor que en años anteriores, no tuvo todavía mayor efecto en las variaciones del medio circulante.

La situación del sector externo tuvo alguna mejoría, dado que / las exportaciones se mantuvieron a los mismos niveles de años anteriores, pero las importaciones bajaron en un 18 %. El rubro "servicios" se mantuvo desfavorable, con su rigidez característica pero, sin embargo, las transacciones corrientes arrojaron un superávit de u\$s 80 millones y el saldo de la balanza de pagos resultó apenas favorable. Las reservas monetarias se incrementaron, pero continuaron todavía en muy bajos niveles, por lo que se produjo inestabilidad del tipo de cambio que se fue depreciando, hasta llegar a 1850 cruzeiros por dólar, a fines de año.

El déficit presupuestario continuó su acentuada tendencia ascon-

dente, debido a las medidas compensatorias aplicadas para reducir la desocupación, por el incremento demográfico y por las deficiencias administrativas de los organismos descentralizados. El déficit alcanzó a 700 mil millones contra 480 mil millones de cruzeiros en 1963, el que fue financiado fundamentalmente por créditos del Banco de Brasil y en menor proporción por cambios en las disponibilidades del Tesoro.

El nuevo gobierno, que inició su gestión a principios de año, / una vez restablecida parcialmente la estabilidad política, formuló un programa de estabilidad monetaria y desarrollo económico, cuyos principales objetivos eran:

- 1) acelerar el ritmo de crecimiento económico del país, interrumpido en el bienio 1962/1963;
- 2) contener paulatinamente el proceso inflacionario a fin de llegar a un razonable equilibrio de precios a partir de 1966;
- 3) corregir los desniveles económicos sectoriales y regionales y las tensiones originadas por los desequilibrios sociales, mediante la mejora de las condiciones de vida;
- 4) corregir la tendencia deficitaria del balance de pagos para que el proceso de desarrollo no se vea amenazado por el periódico estrangulamiento de la capacidad de importación, y
- 5) restablecer la confianza de los inversionistas extranjeros mediante la modificación de las disposiciones desalentadoras dictadas en períodos precedentes.

En materia fiscal las principales medidas adoptadas fueron las siguientes:

- 1) A fines de año se aprobó una reforma impositiva de emergencia modificando principalmente los impuestos sobre la renta, consumos, sellos e importación. Las tasas se hicieron más progresivas y el mecanismo tributario se simplificó al eliminarse el impuesto cedular. Los fines de estas reformas fueron obtener recursos adicionales no inflacionarios para cubrir el déficit del Tesoro y recuperar el prestigio de la deuda pública, abriendo nuevas perspectivas de suscripción voluntaria de títulos.
- 2) Asimismo, se eliminaron ciertos servicios públicos ineficientes, se aumentaron las tarifas de otros y se solicitó autorización al Congreso para elevar el nivel de emisión de letras de Tesorería de 130.000 a 700.000 millones de cruzeiros a fin de cubrir el déficit presupuestario.

Una de las medidas más importantes fue la que se concretó mediante Ley Nº 4595 por la cual la SUMOC se convirtió en el Banco Central de la República de Brasil y se creó el Consejo Monetario Nacional. Al Banco Central se trasladó la

función de omisión monetaria, que antes desempeñaba la Caja de Amortización del Ministerio de Hacienda, y las funciones de redescuento y de guardián de las reservas internacionales, funciones que hasta ese momento detentaba el Banco de Brasil.

Las principales normas de política crediticia se orientaron a facilitar recursos reales para los dos sectores más perjudicados por la inflación. En este sentido, se concentró las operaciones del Banco en lo que se refiere a las carteras de crédito agrícola e industrial, a fin de normalizar las actividades en las zonas rurales y propiciar la obtención de importantes zafras en 1965. Asimismo, como medida de control selectivo, se permitió deducir de los encajes bancarios los / empréstitos que se concederían a los sectores agrícolas y pequeños productores.

Por su parte, las tasas de depósitos previos fueron reducidas // del 100 % al 50 %.

En materia cambiaria, se derogaron los subsidios aplicados a las importaciones de petróleo, trigo y papel y asimismo se permitió que las divisas provenientes de las exportaciones de café fueran vendidas en el mercado libre a una tasa de 1200 cruzeiros por dólar, en lugar de los 600 cruzeiros anteriores. Además se elevó la contribución del café de 19 dólares por saco a 22,50 dólares.

Por otra parte, se hizo necesario liberar las tasas de cambio a / fin de contener importaciones, eliminar las excesivas ganancias del sector importador y estimular las rentas del sector exportador. Además se adoptaron medidas de racionalización administrativa, simplificando el "draw-bac" y se trató de fomentar / los embarques mediante el financiamiento de exportaciones y la creación de un sistema de seguro de crédito para las mismas.

Por último, la política de salarios se orientó hacia el manteni- / miento de la participación de los asalariados en el producto bruto, evitando reajustes desordenados y tratando de limitar los mismos a una proporción del nivel medio / alcanzado en los dos últimos años.

(b) Las medidas adoptadas en el año anterior, aunque no resolvieron las dificultades económicas y financieras del país, sin embargo posibilitaron ciertas mejoras, como se verá seguidamente.

El producto bruto nacional se elevó en términos reales en un // 4,7 % existiendo un incremento "per cápita" del 1,5 %. En estos incrementos influyó principalmente el sector agrícola, que tuvo una expansión del 17 % como resultado / de las buenas condiciones climáticas, de la política de precios mínimos y de la ampliación del crédito rural.

En 1965, las autoridades monetarias con la creación del Banco / Central, adoptaron un conjunto de medidas con fines de disciplina monetaria:

- 1) El redescuento, que era un medio normal de obtención de recursos, vio su plazo reducido de 120 a 15 días y se otorgó únicamente para fines de liquidez;
- 2) los encajes bancarios se elevaron de 22 % a 25 % sobre los depósitos a la vista y a plazo;
- 3) Las operaciones del Banco de Brasil siguieron sujetas a controles rígidos de cartera;
- 4) a fin de simplificar el sistema cambiario, fueron eliminados los depósitos previos de importaciones.

Con las medidas de estabilización, se logró reducir el creci- / miento del medio circulante al 43 %, contra 86 % en el año anterior. El impacto monetario de los déficits del Tesoro fue menor debido a la reducción de su magnitud, pero en cambio fue algo más importante la influencia del sector externo por la re- / constitución de las reservas internacionales. Por su parte el índice del costo de / vida tuvo un incremento del 61 %, el que resultó menor a los aumentos producidos en 1964 y 1963.

En el sector público también se notaron los primeros resultados favorables de las reformas introducidas en 1964. El déficit fiscal se redujo en un 20 % respecto a 1964, reducción que resulta más significativa si se tiene en cuenta que en 1965 los precios se elevaron en un 57 %. La financiación del déficit se hizo mediante la colocación de letras del Tesoro, recurriendo en menor proporción al fi-

nanciamiento bancario.

Por segundo año consecutivo fue favorable el resultado de la balanza de pagos. El principal factor del superávit fue el saldo positivo de la balanza comercial. Las exportaciones se incrementaron a u\$s 1560 millones, mientras que las importaciones bajaron a u\$s 970 millones. Estos resultados se debieron a mejoras en los precios internacionales de los grandes ítems de exportación y al estímulo de una política cambiaria más realista.

El superávit de la balanza de pagos y los arreglos efectuados / con entidades financieras internacionales y con acreedores privados, permitieron a las autoridades Monetarias reducir las obligaciones cambiarias a corto plazo y elevar significativamente las reservas internacionales, recuperando así un adecuado nivel de liquidez externa lo que permitió una mayor flexibilidad en la solución de los problemas transitorios de balanza de pagos.

(c) Las medidas aplicadas permitieron reducir la tasa de inflación en 1966, // aproximadamente al 41 %, comparada con el 86 % en 1964. Particularmente, las reformas del sistema impositivo incrementaron los ingresos reales y por otro lado los / gastos reales fueron moderadamente más bajos. Como resultado, el déficit presupuestario de 1966 alcanzó sólo al 1 % del producto bruto interno, contra más de un 5 % en 1963. La mayor parte del déficit fue financiado mediante la colocación en el público de letras y obligaciones de Tesorería y recursos de contrapartida de préstamos externos (A.I.D.) De manera que no fueron fuentes inflacionarias.

Dada la recuperación obtenida en los dos últimos años, prosiguió en 1966 la política de liberalización y simplificación del sistema cambiario. El / mercado de cambios operó con cierta tranquilidad, manteniéndose las cotizaciones en 2200 para la compra y 2220 cruzeiros por dólar para la venta.

Con vistas a continuar simplificando el sistema de cambios, el Banco Central mediante Resolución N° 41 del 22 de noviembre de 1966 determinó que las importaciones de productos de la "categoría especial" pasaran a partir del 1°

de marzo de 1967 a formar parte de la "categoría general".

En 1966 continuó la política de fomento a las exportaciones mediante la creación del Consejo Nacional de Comercio Exterior en el que se unificó el comando y la formulación de la política de comercio exterior, estableciéndose / nuevos beneficios y estímulos a las exportaciones. Las mismas llegaron a u\$s 1749 millones, superando en u\$s 150 millones a la cifra de 1965, y siendo el nivel más alto alcanzado desde 1951. Sin embargo el superávit de la balanza comercial bajó de u\$s 500 millones en 1965 a u\$s 265 millones en 1966, debido a que las importaciones, que se habían reducido mucho en 1965 a causa de la declinación de la actividad interna, volvieron a niveles más normales al mejorarse la situación industrial y al liberalizarse las restricciones cambiarias.

En 1966 se observa una baja de reservas internacionales debido a la cancelación de Certificados de depósitos, Bonos del B.I.D. y letras del Tesoro Americano. Además parte de las reservas cambiarias fueron utilizadas para la liquidación de obligaciones a medio y largo plazo. No obstante, ante la adecuada situación cambiaria, no se hizo necesario utilizar el crédito stand-by de u\$s 125 millones concedidos por el Fondo Monetario Internacional en febrero de 1966.

Como ya dijimos, con la creación del Banco Central y del Consejo Monetario Nacional se posibilitó un mejor y más fuerte control sobre la expansión monetaria. Según las cifras disponibles, el medio circulante tuvo un pequeño incremento en los primeros nueve meses de 1966, que contrasta con las acentuadas expansiones de años anteriores. Uno de los factores fue la menor presión ejercida por el // sector público.

Entre las medidas de política monetaria, adoptadas por el Banco Central, podemos mencionar:

- 1) Reajuste de los encajes adicionales sobre el crecimiento de los depósitos ocurridos entre el 5 de agosto y el 5 de setiembre de 1966.
- 2) ampliación del límite de las operaciones de financiamiento rural mediante deducciones de los encajes aumentando el límite de 3,3 millones de cruzeiros a 7 millones de cruzeiros.

- 3) Autorización a los bancos a recibir depósitos a plazo fijo de personas físicas y a efectuar préstamos con cláusula de reajuste monetario.

El equipo económico del nuevo gobierno del Presidente Costa e Silva se encuentra estructurando su programa económico. Las primeras medidas tomadas incluyeron cierta liberalidad en el crédito y en la política de salarios, previéndose asimismo incrementar los gastos gubernamentales en vivienda y educación. Por otra parte, se desea expandir la participación del sector privado, tanto interno como externo, en la economía.

Se puede decir, que todavía se requirieron muchos esfuerzos y la aplicación de adecuadas medidas para lograr la estabilidad monetaria, dado que, como se aprecia en los cuadros anexos, el incremento del costo de vida en los primeros cinco meses de 1967, fue del 27 %, las reservas internacionales continuaron decreciendo y el tipo de cambio libre se devaluó a 2715 cruzeiros por dólar.-

C U A D R O    N<sup>o</sup> 1

PARTICIPACION DE LA SUPERINTENDENCIA DE MONEDA Y CREDITO Y DEL  
BANCO DE BRASIL EN LOS PROGRAMAS DE ESTABILIZACION

Fecha del programa	Naturaleza del programa	Redescuento	Limitación del crédito	Requisitos de encaje	Varias	Otras medidas
Junio de 1958	Simplificación del sistema cambiario	Aumento del 6% al 8%	Restricciones de anticipos a la Tesorería y límites de créditos adicionales a bancos, gobiernos estatales y locales			
Junio de 1960	Idem		Limitación a la expansión de créditos a la cartera Agrícola e Industrial del Banco de Brasil. Escala para operaciones activas de los bancos comerciales			

CUADRO Nº 1

PARTICIPACION DE LA SUPERINTENDENCIA DE MONEDA Y CREDITO Y DEL  
BANCO DE BRASIL EN LOS PROGRAMAS DE ESTABILIZACION

Fecha del programa	Naturaleza del programa	Redescuento	Limitación del crédito	Requisitos de encaje	Varias	Otras medidas
Mayo de 1961	Idem		Cupos de préstamos del Banco de Brasil (excepto para café) financiamiento del gobierno limitado a fuentes no inflacionarias.		Depósitos previos de importación (hasta 100 % por 120 días) El Banco de Brasil interviene en el mercado de cambios y certificados de divisas.	Devaluación del tipo de cambio controlado del cruceiro (de 100 a 200 por dólar) y expansión del mercado libre.
1963			Límites a la expansión del crédito del Banco de Brasil y para operaciones de redescuento.	Elevación de los encajes a la vista al 28 % y a plazo al 14 %.	Reducción de plazos de retención de depósitos previos de 240 a 210 días.	
1964	Estabilización económica (cambiaria, crediticia y fiscal)	Operaciones de préstamos y redescuentos del Banco de Brasil con preferencia para el sector rural.			Reducción de las tasas de depósitos previos del 100 % al 60 %.	Amplia reforma fiscal con aumento de tasas y simplificación del sistema.  SIGUE

201

C U A D R O    N° 1

PARTICIPACION DE LA SUPERINTENDENCIA DE MONEDA Y CREDITO Y DEL  
BANCO DE BRASIL EN LOS PROGRAMAAS DE ESTABILIZACION

Fecha del programa	Naturaleza del programa	Redescuento	Limitacion del crédito	Requisitos de encaje	Varias	Otras medidas
1964 Continuación						Creación del Banco Central y del Consejo Monetario Nacional.  Eliminación de subsidios a importaciones, ampliación del mercado libre y devaluación cambiaria.
1965	Idem	Reducción del plazo de redescuento y limitado a problemáticas de liquidez.		Encajes bancarios se elevaron a 25 % sobre pasivos a la vista y a plazos.	Eliminación de los depósitos previos de importaciones.	
1966	Idem		Ampliación del límite de crédito rural deducibles de los encajes.	Reajuste de encajes marginales sobre aumentos de depósitos.		Continuó la política de liberalización del sistema cambiario.

C U A D R O    N<sup>o</sup> 2

EVOLUCION DEL MEDIO CIRCULANTE Y COSTO DE VIDA

A ñ o s	Medio circulante			Incrementos anuales del costo de vida
	En cifras absolutas (miles de millones de cruzeiros)	Indice sobre base 1958 = 100	Incrementos anuales	
1950	78	22	-	-
1951	91	26	17	7,7
1952	104	29	14	25
1953	124	35	19	20
1954	151	43	22	19
1955	178	50	18	20
1956	217	61	22	21,7
1957	291	82	34	19,2
1958	353	100	21	14,9
1959	501	142	42	37
1960	692	196	38	35
1961	1042	295	51	38,4
1962	1702	482	63	52,3
1963	2792	771	64	75,4
1964	5191	1471	86	86
1965	9104	2579	43	61
1966 (setiembre)	9925	2812	8	46
1967 (mayo)	...	...	...	27

Fuente: Fondo Monetario Internacional, International Financial Statistics, Suplemento 1964-65 y 1967.

C U A D R O    N º    3

VARIABLES DEL MEDIO CIRCULANTE  
(Miles de millones de cruzeiros)

<u>Cuentas</u>	<u>1958</u>	<u>1959</u>	<u>1960</u>	<u>1961</u>	<u>1962</u>	<u>1963</u>	<u>1964</u>	<u>1965</u>	<u>1966</u> <u>(sept.)</u>
Activos externos (neto)	11	11	12	27	47	75	173	216	307
Crédito interno	496	646	923	1397	2162	3460	6523	10601	12700
Gobierno (neto)	142	196	295	538	810	1352	2726	4430	5205
Entidades oficiales	24	27	35	43	49	88	166	483	458
Sector privado	330	423	593	816	1303	2020	3631	5688	7038
Quasi-dinero	33	39	57	67	71	106	172	265	587
Otras cuentas (neto)	120	117	186	316	435	637	1334	1448	2495
Medio circulante	<u>353</u>	<u>501</u>	<u>692</u>	<u>1042</u>	<u>1702</u>	<u>2792</u>	<u>5191</u>	<u>9104</u>	<u>9925</u>

Fuente: Fondo Monetario Internacional, International Financial Statistics, 1965 y 1967.

C U A D R O    N<sup>o</sup> 4  
R E S E R V A S    M O N E T A R I A S  
(millones de u\$s)

<u>Años</u>	<u>O r o</u>	<u>Fracción oro F.M.I.</u>	<u>Divisas</u>	<u>Total</u>
1960	318	-	348	666
1951	319	-	198	517
1952	320	-	209	529
1953	321	-	284	605
1954	322	-	161	483
1955	323	-	52	375
1956	324	-	130	454
1957	324	-	42	366
1958	325	-	38	363
1959	327	-	40	367
1960	287	-	58	345
1961	285	-	185	470
1962	231	-	60	291
1963	150	-	66	216
1964	91	-	161	252
1965	63	-	442	505
1966	45	13	352	410
1967 (mayo)	45	13	276	334

Fuente: Fondo Monetario Internacional, International Financial Statistics, Suplemento 1964-65, 1965 y 1967.

C U A D R O    N<sup>o</sup> 5

EVOLUCION DE LOS TIPOS DE CAMBIO RESPECTO AL DOLAR NORTEAMERICANO

<u>A ñ o s</u>	<u>Tipo de exportacion del café</u>	<u>Tipo de cambio libre</u>
1958	37,1	138,5
1959	76,0	203,8
1960	90,0	205,1
1961	134,6	318,5
1962	181,6	475,0
1963	314,0	620,0
1964	742,4	1850,0
1965	886,9	2220,0
1966	944,5	2220,0
1967 (junio)	995 (1)	2715,0 (1)

(1) El 13 de febrero de 1967 se estableció una nueva unidad monetaria denominada "nuevo cruzeiro" equivalente a 1000 cruzeiros anteriores, por lo que los tipos de cambio de esta nueva moneda deben leerse: 0,995 y 2,715

Fuente: Fondo Monetario Internacional, International Financial Statistics, 1965 y 1967.

VI) ARGENTINA

A) Antecedentes y programas de estabilización

(a) Antes y durante la existencia del Banco Central Mixto se siguió una política monetaria ortodoxa dentro de una gran estabilidad monetaria, pero cuando en // 1946 se modificó la estructura del sistema bancario a fin de llevar adelante la // nueva política económica de "expansión ordenada de la economía", procurando utilizar al máximo los recursos humanos y materiales, se produjo un gran intervencio- / nismo estatal que condujo a una creciente inflación.

La causa original del fenómeno inflatorio puede decirse que fue la ejecución del Primer Plan Quinquenal, con sus tres grandes postulados de: /// a) independencia económica, b) industrialización y c) fomento de la vivienda. La realización de los mismos condujo a pérdida de reservas monetarias, endeudamiento de la Tesorería, enorme desvalorización del peso moneda nacional y encarecimiento progresivo de los bienes y servicios.

En el manejo de la emisión monetaria se pueden distinguir las siguientes etapas:

- 1) El Banco Central Mixto, desde 1935 hasta 1946, con una función emisora dentro de amplios márgenes de garantía y con el criterio clásico de mantener el valor externo de la moneda y consecuentemente alcanzar la estabilidad interna. A pesar de la cuidadosa emisión monetaria, en este período se produjo una inflación larvada a causa de los fuertes superávits del sector externo y de la financiación del agro.
- 2) El Banco Central nacionalizado, desde 1946, con la implantación del régimen de garantía integral de los depósitos, se apartó de las reglas clásicas de liquidez, facilitando créditos a más largos plazos y cuantiosos préstamos a organismos estatales. Asimismo el redescuento se volvió una operación automática con prescindencia de las condiciones de liquidez y de la naturaleza de los prestatarios. Todo esto originó un fuerte incremento de las emisiones.
- 3) A partir de 1957 la inflación se acelera por el gran deterioro del poder adquisitivo de la moneda que originó un aumento de la velocidad de circulación.

La emisión primaria del Banco Central pasó de 990 millones en 1937 a 36.685 millones en 1957 y el porcentaje de reserva sobre la emisión bajó de

123,62 a 3,45, en esos mismos años.

En cuanto a la evolución del medio circulante, tomando como base 100 para 1938, el mismo llegó a 2.888 en 1957. Del análisis de las cifras año a / año, se observa que hasta 1943 existe una inflación latente que luego se acelera hasta 1951. Desde 1951 hasta 1953 la aceleración se detiene en parte, tal vez por la aplicación del Plan Económico de 1952. Pero en 1953 vuelve a notarse una marcha incontrolada.

Como ya se ha dicho, a pesar de encontrarse factores latentes de inflación durante la etapa del Banco Central Mixto, el verdadero proceso inflacionario toma impulso a partir de 1946, a raíz de la política expansionista e intervencionista de la economía.

En base al trabajo del Dr. Marcelo G. Cañellas titulado "Análisis de la inflación en la Argentina" (1), se pueden enunciar los siguientes factores / causales de la inflación:

1) Factores circunstanciales de una inflación latente:

Debido a reducciones de importaciones y aumentos de exportaciones por la segunda guerra mundial, que ocasionaron incrementos de los activos externos los que actuaron como factores de expansión. Asimismo se hizo necesario la financiación bancaria de las cosechas y de los déficits fiscales.

2) Factores económicos, políticos y sociales que constituyen el núcleo de la futura propagación inflatoria:

En 1944 comienza una halagadora política social con vistas a las consultas electorales. Los déficits fiscales se siguen cubriendo con préstamos bancarios, existe escasez de bienes de consumo y de capital por la limitación de las importaciones, la demanda, por lo tanto, ejerció gran presión y se produjeron alzas masivas de salarios.

3) Factores de propagación activa:

El Banco Central nacionalizado trató de asegurar la rápida realización de los postulados del Primer Plan Quinquenal creando una gran expansión primaria. Las políticas de crédito fueron amplias. Al rescatarse las cédulas hí-

---

(1) Revista de Ciencias Económicas, Año XLVII, Serie IV, Nº 6. Abril, mayo, junio de 1959, página 123.

potecarias en 1946 se inyectó en el mercado 1440 millones de pesos. Además se hicieron grandes créditos al I.A.P.I. e importantes acuerdos de redescuento para el Banco Industrial e Hipotecario para inversiones de capital a mediano y largo plazo, que por lo tanto se financiaron con creación monetaria pura.

#### 4) Factores de contención:

Dado el descontrol que se venía notando en el proceso inflacionario, en 1948 se dictó el decreto N° 33,425 imponiendo las siguientes medidas de restricción:

- supresión del redescuento para todo crédito especulativo;
- reducción del 2 % mensual en el redescuento a los bancos comerciales;
- aumento de la tasa de redescuento;
- desautorización de nuevas solicitudes en el Banco Industrial, y
- limitación de los acuerdos del Banco Hipotecario.

Estas medidas contuvieron los préstamos al sector privado, pero en cambio los préstamos al sector público (especialmente I.A.P.I.) aumentaron apreciablemente. Por otra parte, a partir de 1949 se aflojaron las restricciones, comenzando con la política de crédito selectiva.

#### 5) Factores de incidencia acumulativa:

Como ya dijimos, desde 1946, al suprimirse las cédulas hipotecarias, las operaciones del Banco Hipotecario se realizaron con los recursos provenientes del redescuento del Banco Central. Además el Banco Central otorgaba adelantos sobre las carteras hipotecarias de otros bancos del sistema. Estos recursos fueron grandes factores de perturbación monetaria.

#### 6) Factores fiscales:

Los lineamientos de la política económica con el acentuado intervencionismo estatal y los déficits gubernamentales, acrecieron constantemente la deuda pública y fueron importantes factores inflacionarios.

#### 7) Factores de inercia:

Entre los que pueden mencionarse, el mantenimiento de los límites de acuerdos de crédito, el déficit fiscal que perduró en forma crónica, ya que no puede cortarse de raíz, etc.

Los préstamos y las inversiones fueron causas muy importantes de la inflación. En 1943 los préstamos de los bancos se mantenían a los mismos niveles de 1939, pero a partir de 1944 crecen constantemente, sobre todo los acuerdos al sector oficial. Para tener una idea de la evolución de los mismos, presenta-

mos a continuación una comparación entre las inversiones bancarias al inicio del Régimen de Garantía Integral de los depósitos y el 30 de noviembre de 1957, fecha en que se produce el reordenamiento del Sistema Bancario Argentino:

C U A D R O    N° 1

INVERSIONES EN LOS BANCOS

(millones de pesos)

	<u>30-4-1946</u>	<u>30-11-1957</u>	<u>Aumentos</u>
Valores mobiliarios: nacionales, provinciales y municipales	2.621,4	6.815,7	4.194,3
Préstamos: Gobierno Nacional	-	1.109,0	1.109,0
Adelantos	927,3	7.787,0	6.859,7
Descuentos	2.078,7	35.956,1	33.877,4
Otros	473,1	7.878,5	7.405,4
Otros gobiernos y reparticiones autárquicas	<u>445,5</u>	<u>26.036,4</u>	<u>25.590,9</u>
	<u>6.546,0</u>	<u>85.582,7</u>	<u>79.036,7</u>
Aumento en el sector oficial		30.894,2	
Aumento en el sector privado		<u>48.142,5</u>	
T o t a l		<u>79.036,7</u>	

Fuente: M.G.Cañellas, Análisis de la inflación en La Argentina, Revista de Ciencias Económicas, 1959, pag. 140.

Como se ve, el mayor responsable como causante de la inflación fue el Estado, y además cabe decir que en 1957, al efectuarse el reordenamiento bancario, 52 de los 90 establecimientos bancarios tenían activos redescontados en el Banco Central en exceso de sus respectivos depósitos, por \$ 1.581 millones, lo que da una idea de la expansión originada por los mismos.

Por otra parte, entre 1938 y 1957 el índice del volumen físico de la producción presentó un crecimiento mucho menor que los índices de actividad financiera y de liquidez; la economía denotó estrangulamiento debido a mayor consumo interno y más importantes requerimientos de inversiones, reducción de importa-

ciones por carencia de divisas y trabas al comercio y disminución de los recursos provenientes de la exportación por menores saldos disponibles, inversión de los / términos del intercambio y difícil situación de los mercados externos para los productos tradicionales argentinos. Finalmente la productividad bajó a partir de 1948 y las políticas sociales originaron presiones sobre los costos.

Las etapas del proceso inflacionario argentino pueden resumirse así:

- 1) inflación latente, hasta 1945 y 1946;
- 2) período de concentración de los poderosos factores propagadores: 1947 y 1948;
- 3) propagación franca de la inflación: entre 1948 y 1950;
- 4) detención parcial del proceso, de 1951 hasta 1953;
- 5) de 1953 en adelante nuevo ritmo inflacionario incontrolado, con mayores brechas en 1958 y 1959.

En 1955 el doctor Raúl Prebisch decía en su "Informe preliminar acerca de la situación económica" (2) que "La inflación argentina es también en // realidad la consecuencia de la intervención desacertada del Estado en la vida económica. En efecto, los dos factores que la han provocado provienen de las formas / de intervención del Estado. Uno de estos factores es de carácter monetario y el // otro atañe a la política de sueldos y salarios".

En el aspecto monetario, los principales factores de creación de medios de pago, como ya se dijo, han sido la financiación del déficit de las / operaciones de granos, del déficit de transportes y la financiación de operaciones hipotecarias. El déficit de operaciones de granos provenía de los mayores precios que reconocía el Estado a los productores, con respecto al tipo de cambio promedio de las exportaciones que oscilaba en \$ 7,45 por dólar, cuando la cotización del mer-

---

(2) Banco Central de la República Argentina, Memoria Anual de 1955, Apéndice I.

cado clandestino llegaba a \$ 30 por dólar. El ascenso de precios que se trató de evitar mediante el mantenimiento de tipos sobrevaluados, igualmente se originó a través de las emisiones que hizo el Banco Central para cubrir el déficit de estas operaciones.

Tuvieron los mismos efectos monetarios la financiación de los / déficits de transportes y de las operaciones hipotecarias, sobre todo al haberse / terminado con el benéfico sistema de la cédula hipotecaria.

Otro factor de inflación fueron los aumentos masivos de sueldos y salarios que no fueron acompañados por incremento de la productividad ni por reducción de los beneficios de los empresarios.

En aquella época, Prebisch recomendó que el ataque contra la inflación debía hacerse en dos frentes: en el de los sueldos y salarios y en el del financiamiento de las necesidades del Estado y la actividad privada. Las medidas que sugería, entre otras, eran:

- 1) aumentos de sueldos y salarios de acuerdo a los incrementos de la productividad y debiendo ser absorbidos por los beneficios de los empresarios;
- 2) aumento en la recaudación impositiva mediante la reducción de la evasión / fiscal, aumentos de tasas y creación de nuevos impuestos;
- 3) restablecimiento del crédito público interno, reincorporando la cédula hipotecaria y mediante la colocación en el público de empréstitos para la financiación de inversiones del Estado.

(b) Argentina salió de la Segunda Guerra Mundial con una apreciable acumulación de reservas de oro y divisas. A inicios del conflicto tenía u\$s 840 millones en // concepto de reservas internacionales, las que ascendían a fines de 1946 a u\$s /// 1.660 millones. Durante el período de la guerra la favorable situación de la balanza de pagos se debió a una importante mejora en los términos del intercambio y a un bajo nivel de importaciones debido a las dificultades en los abastecimientos. Sin embargo, a pesar de la fuerte acumulación de activos internacionales no se // produjo una inflación seria ya que el costo de vida sólo aumentó un 13 % entre // 1937 y 1944. En la década comprendida entre 1937 y 1947 se presentaba la caracte-

rística de una economía en franco crecimiento bajo condiciones de estabilidad. El ingreso real aumentó en dicho período un 65 %, o sea a una tasa media anual del / 5,1 %.

Terminada la Segunda Guerra Mundial, se inició un persistente retroceso. La década 1948-1958 se caracterizó por condiciones inflacionarias y estancamiento económico. Los precios aumentaron siete veces, mientras que el ingreso nacional se incrementó sólo en un 8 %. El ingreso "per cápita" de la población bajó, ya que el crecimiento de la misma alcanzó al 25 %. A efectos de mantener los niveles de consumo se establecieron controles de precios y tipos de cambio sobrevaluados que desalentaron la producción agropecuaria.

La inflación interna produjo un serio desequilibrio de la balanza de pagos, y las reservas internacionales que, como expresamos, alcanzaban a // u\$s 1.660 millones a fines de 1946, se redujeron a u\$s 129 millones en diciembre de 1958. Por otra parte, las deudas externas, prácticamente inexistentes en 1948, llegaron en 1958 a u\$s 2.000 millones, lo que significó la creación de una gran // carga sobre la balanza de pagos en concepto de servicios.

En el deterioro de la balanza de pagos y de las reservas internacionales, también influyeron:

- 1) el movimiento adverso de los términos del intercambio, debido a la baja más acelerada de los precios de las exportaciones que los de las importaciones, y
- 2) la nacionalización de capitales extranjeros y los reembolsos de la deuda extranjera contraída antes de la guerra.

Repetiendo lo ya dicho, el estancamiento y la inflación pueden atribuirse directamente a la política seguida a partir de 1943, consistente en:

- 1) rápida industrialización y a cualquier costo;
- 2) sistema de tipos de cambio múltiples a fin de abaratar los costos internos, desalentando las exportaciones agropecuarias mediante gravámenes a fin de / subsidiar el proceso de industrialización;
- 3) propiedad y explotación por el Estado de los servicios públicos e industrias básicas.

A fines de 1958 la inflación adquirió proporciones inusitadas y sin precedentes en la historia económica del país. Las tasas mensuales llegaron al 4 y 5 % con tendencia ascendente. La causa de la agravación del proceso se debió a la financiación bancaria del gran déficit fiscal que produjo aumentos de liquidez, haciendo más intensa la demanda global contra una oferta estructuralmente inelástica. Por otra parte, la expansión monetaria se enriqueció por los aumentos generales de salarios, que fueron trasladados a los precios y financiados con crédito bancario.

Al perderse la confianza en la moneda, el ahorro monetario se concentró en los activos externos y en la acumulación de existencias y a fin de corregir el desequilibrio de la balanza de pagos se intensificaron los controles de cambio y se hizo aún más complejo el sistema cambiario. El sistema incluía cinco tipos efectivos de exportación que oscilaban entre 14 y 31 pesos por dólar y los tipos efectivos de importación variaban entre 18 y 115 pesos por dólar. A pesar de la frondosidad de todo el sistema de controles y de cambios, las tenencias de oro y divisas, continuaron decreciendo hasta fines de 1958, como se ve en el cuadro Nº 5.

(c) A fines de 1958, ante la magnitud del desequilibrio de la balanza de pagos, del déficit fiscal y del rápido incremento de los precios, el gobierno decidió encarar un drástico programa de medidas monetarias, fiscales y cambiarias, que constituyó el Plan de Estabilización y que contó con el apoyo del Fondo Monetario Internacional.

Al respecto es interesante transcribir algunas de las consideraciones expuestas por el señor Presidente, Dr. Arturo Frondizi, en el mensaje radiofónico del 29 de diciembre de 1958, referentes al programa de estabilización:

" A partir del 1º de enero de 1959, el país iniciará una nueva etapa, bajo  
" el signo de un programa de estabilización económico-financiero, que per-  
" mitirá afirmar, en un plazo de dos años, el programa de expansión nacio-  
" nal que ya hemos puesto en marcha...

" El gobierno pudo ordenar que se duplicaran los salarios. Pero en poco //  
" tiempo la suspensión de importaciones por falta de recursos financieros  
" hubiera llevado a la industria a la quiebra y cientos de miles de traba-  
" jadores hubieran quedado sin percibir salario alguno. Nadie hubiera faci-  
" litado esos recursos financieros a un país que, al borde de la crisis, in-  
" siste en disimular su empobrecimiento con una mayor inflación. Mayor can-  
" tidad de dinero no significa mayor cantidad de bienes y servicios. Basta-  
" rá recordar que en los últimos diez años la circulación monetaria pasó de  
" 7.600 millones de pesos en 1948, a casi 70.000 millones en 1958, mientras  
" la producción por habitante se mantuvo, en ese lapso, casi estacionaria...  
" En los últimos 15 años, la Argentina ha gastado mucho más de lo que pro-  
" ducía, omitiendo reponer las inversiones básicas de capital y endeudándo-  
" se fuertemente en el exterior. A fines de la última guerra, las reservas  
" de oro y divisas acumuladas por el Banco Central superaban en 1.300 millo-  
" nes de dólares a la deuda externa. En cambio, a fines de abril del presente  
" año, era la deuda externa la que superaba en 1.100 millones de dólares /  
" las reservas de oro y divisas con que contaba la Nación... Desde el 1º de  
" enero de 1955 hasta fines de 1958, el país ha acumulado un déficit de más  
" de 1.000 millones de dólares en su comercio exterior. Las empresas del  
" Estado pierden muchos millones de pesos por año... De 1946 a la fecha la  
" Tesorería de la Nación ha retirado de las Cajas de Jubilaciones más de  
" 55.000 millones de pesos... Y esto prueba en qué medida el país ha estado  
" viviendo a costa del consumo de sus propios ahorros... Solamente el Esta-  
" do Nacional cuesta más de 100.000 millones de pesos al país. Apenas la mi-  
" tad de ese monto se cubre con recursos provenientes de tasas, impuestos y  
" otras contribuciones. El resto debe ser cubierto con créditos o emisión...  
" La Argentina ha estado viviendo una ficción económica, cuyas consecuen-  
" cias están claramente a la vista. Ha llegado la hora de terminar con esa  
" ficción, y de lograr una economía de costos verdaderos. Por lo tanto, va-  
" mos a suprimir todos los factores que producen precios irrealistas, encare-  
" con los costos y crean proteccionismos inmorales. A su vez para alcanzar  
" la estabilidad financiera y sanear la moneda, vamos a combatir la infla-  
" ción en su factor fundamental: el déficit fiscal ocasionado por los exce-  
" sivos gastos públicos y las cuantiosas pérdidas de las empresas del Esta-  
" do."

El programa de estabilización incluyó, como veremos, una gran /  
cantidad de medidas de gobierno. Parte de las reformas tuvieron como objetivo re-  
constituir el sistema de precios. En este sentido se efectuó la reforma cambiaria,  
que eliminó el tipo oficial y los permisos de cambio. Asimismo se abolicieron una /  
buena cantidad de controles de precios, se suprimieron subsidios y se reajustaron  
las tarifas de los servicios públicos. Por otra parte, se contempló la progresiva  
reducción del déficit fiscal, la aplicación de una política crediticia antiinfla-  
cionista y la atenuación de los factores de inflación de costos mediante una ade-  
cuada política económica. Además, la política estabilizadora estuvo estrechamente  
vinculada con el equilibrio de la balanza de pagos, mediante la combinación de un

realista sistema cambiario y una sana situación financiera interna.

Finalmente se tuvo en cuenta los desfavorables resultados y las distorsiones económicas que se habían producido en la última década a causa de la financiación inflacionaria de las inversiones, con toda la secuela de crecimiento desequilibrado y alteración de relaciones patrimoniales entre distintos sectores sociales.

En materia crediticia, debió hacerse frente a la considerable liquidez del sistema bancario que provenía del período de apogeo inflacionario y además debió tratarse de contener la expansión primaria del banco central. El Secretario de Finanzas, al respecto expresó el 14 de enero de 1959 que: "El crédito bancario durante el año 1959 deberá adecuarse a las necesidades de expansión real de la economía... Las regulaciones cuantitativas del crédito deben compensarse con una mejor utilización del mismo..."

La Circular B.236 del Banco Central del 12 de enero de 1959 resumió las directivas básicas de carácter general en lo que concierne a la política / crediticia, que en forma resumida consistieron en:

- 1) Puede atenderse la demanda de crédito siempre que: promueva en forma orgánica y racional el aprovechamiento de la mano de obra y la producción de bienes necesarios; facilite la producción agropecuaria, asegure el desarrollo industrial y coadyuve a solucionar el problema de la vivienda.
- 2) Consecuentemente no deben apoyarse los negocios de índole especulativa de artículos suntuarios y los créditos para el consumo.
- 3) Respecto a los créditos comunes, los bancos deben seleccionar las clientelas, denegando apoyo crediticio a empresas que distribuyan utilidades o retiren fondos en lugar de reinvertirlos; los créditos deben graduarse de acuerdo a los capitales efectivamente aplicados a la explotación, etc.
- 4) Respecto a los créditos vinculados con el comercio exterior, son de aplicación las mismas directivas anteriores. Deben excluirse la financiación de bienes superfluos o prescindibles y los créditos no deben servir para facilitar la postergación de la liquidación de las divisas por parte de los exportadores.
- 5) Respecto de los préstamos a mediano plazo para ampliar la capacidad productiva de la industria, los bancos podrán acordarlos hasta por cinco años pero la cartera de estos activos no podrá exceder del 25 % del total de los depósitos de ahorro recibidos por cada banco.

Con el objeto de evitar un excesivo crecimiento de los medios de pago se elevaron a partir del 1<sup>o</sup> de enero de 1959 las proporciones de efectivo mínimo sobre los depósitos y demás obligaciones a la vista, del 20 al 30 % para las entidades en general y del 15 al 25 % para los bancos privados con casa matriz en el interior. Por su parte se mantuvo el efectivo mínimo adicional del 30 % o 20 % según fueran bancos con casa principal en la Capital Federal o en el interior.

Para controlar la expansión primaria, se estableció un límite general a los activos internos brutos (activos totales menos activos externos del Banco Central.) a un nivel que no superara en más de 2 mil millones de pesos la suma de dichos activos a fines de 1958. No obstante, el Banco Central quedó autorizado para anticipar al gobierno la contrapartida en pesos de los préstamos extranjeros. Se cortó el acceso del Banco Hipotecario y del Banco Industrial al crédito // del Banco Central, con lo que dichas instituciones debían acudir en el futuro a // los mercados de capitales nacionales y extranjeros.

Asimismo se estabilizaron los límites fijados a los bancos para la realización de operaciones hipotecarias en los márgenes fijados al 31 de diciembre de 1958.

La política selectiva, que se había venido aplicando desde tiempo atrás, se refirmó especialmente mediante las directivas de carácter general antes transcritas.

La política cambiaria se cumplió en tres etapas: en la primera se suspendió el otorgamiento de licencias de importación y se cancelaron muchos / permisos ya otorgados que se hallaban pendientes de utilización; en la segunda // etapa se inició un proceso de liberación gradual del comercio externo mediante la reducción de los valores que se debían negociar en el mercado oficial de cambios y su progresiva traslación al mercado libre. En la tercera etapa, ante la necesidad de evitar mayores deterioros en el sector externo y teniendo como objetivo corregir el desajuste entre la demanda efectiva y la capacidad de importación, se /

produjo una drástica reforma con vigencia a partir del 30 de diciembre de 1958, incluyendo las siguientes medidas principales:

- 1) Se estableció un mercado único de cambios, transitoriamente a tipo flexible.
- 2) Se eliminaron todas las limitaciones cualitativas o cuantitativas para las importaciones, terminando con las exigencias de permisos de cambio o autorizaciones similares.
- 3) Se estableció por Decreto 11.917/59 un sistema de recargos transitorios a las importaciones, de acuerdo a la esencialidad de las mismas. Existían tres listas de importación. La primera para pocas mercaderías de vital importancia que estaban exentas de recargos. La segunda para ciertas materias primas con 20 % de recargo y la tercera para otras materias primas, productos semi-elaborados y elaborados y bienes de capital con 40 % de recargo. Los artículos que no figuraban en estas listas estaban sujetos a un recargo del 300 %.
- 4) Se mantuvieron los depósitos previos implantados en el año anterior. No estaban sujetas a depósitos previos las listas Nº 1 y Nº 2 y aproximadamente el 20 % de los artículos de la lista Nº 3. Los restantes artículos de la lista Nº 3 debían constituir depósitos previos por el término de 180 días y en porcentajes que variaban del 50 % al 300 % sobre el valor CIF. Los artículos no incluidos en ninguna de las listas quedaban sujetos a un depósito previo del 500 % sobre el valor CIF más los recargos.
- 5) Por el mismo decreto 11.917/59 se establecieron retenciones sobre las exportaciones agropecuarias del 10 % y 20 %.
- 6) Los fondos recaudados en concepto de retenciones y recargos debían ser depositados por las instituciones bancarias en el Banco Central en una cuenta a favor del gobierno nacional, denominada "programa de estabilización".
- 7) Además se establecieron gravámenes transitorios para evitar ganancias especulativas sobre la negociación de divisas. Para las importaciones, por Decreto 11918 se estableció un gravamen de dos veces y media el valor CIF, / calculado al tipo de \$ 18 por dólar. Para las exportaciones se dispuso un impuesto del 15 % a aplicarse sobre el valor determinado para el pago de // las retenciones.

Esta reforma cambiaria resultó difícil emprenderla ya que exigió árdidas negociaciones para abandonar los arreglos del "Club de París" en lo que se refiere a las obligaciones concertadas que exigían la inversión en Europa de las divisas provenientes de exportaciones al área multilateral.

Luego se pudo solucionar este problema y se continuó con la política de anulación gradual de todos los acuerdos bilaterales de comercio y de pagos a fin de llegar a una total multilateralidad en el comercio y pagos externos.

Durante 1959, se trató de flexibilizar el sistema de recargos y

depósitos previos, hasta que en mayo se dejaron sin efecto los depósitos previos y se redujeron del 300 % al 100 % los recargos para muchos bienes.

A fines de 1959 comienzan a materializarse los efectos de las medidas cambiarias y crediticias. Las cuentas internacionales se equilibraron y las transacciones corrientes arrojaron superávit debido a una significativa reducción de las importaciones (25 %). Asimismo, en el segundo semestre del año las expectativas inflacionarias fueron disminuyendo, las cotizaciones del tipo de cambio se estabilizaron y hubo una amplia entrada de capitales a corto plazo.

Para realizar el plan, Argentina estuvo respaldada por un conjunto de créditos exteriores que totalizaron u\$s 329 millones, de acuerdo al siguiente detalle:

Fondo Monetario Internacional (stand-by)	U\$S 75.000.000
Banco de Exportación e Importación y Fondo de Préstamos para Fomento	" 24.700.000
Tesorería de los Estados Unidos	" 50.000.000
Bancos privados	" 54.000.000
Eximbank	" 100.000.000
Shell Petroleum	" 14.900.000
	<u>U\$S 329.600.000</u>

De estos créditos se utilizaron durante el año u\$s 108,5 millones. En diciembre de 1959 se concertaron nuevas operaciones por un valor aproximado de u\$s 300 millones distribuidos así

Fondo Monetario Internacional	U\$S 100.000.000
Bancos Comerciales de EE.UU.	" 75.000.000
Bancos Comerciales europeos	" 75.000.000
Tesorería de EE.UU. (extensión para 1960 del acuerdo de estabilización para 1959)	" 50.000.000
	<u>U\$S 300.000.000</u>

Estos créditos fueron para fines de estabilización propiamente dichos, no teniendo el producto de los mismos ninguna afectación especial.

En el campo fiscal era necesario eliminar y/o financiar el déficit presupuestario para el ejercicio fiscal 1958-1959, que se estimó en 58 mil millones de pesos, sin recurrir al Banco Central. Se dispusieron una serie de medidas para reducir el déficit en 51 mil millones y para obtener créditos extranjeros para financiar el remanente de 7 mil millones (aproximadamente u\$s 112 millones).

Las medidas adoptadas fueron las siguientes:

- 1) Reducción del déficit de explotación de las empresas del Estado, mediante ajustes de tarifas y precios de bienes y servicios y postergación del pago del aumento retroactivo de los salarios de obreros ferroviarios;
- 2) reducción de los aportes gubernamentales a los programas de inversión de las empresas del Estado;
- 3) nuevos ingresos tributarios, especialmente a través de los gravámenes sobre el comercio exterior provenientes de la reforma cambiaria, un nuevo impuesto sobre los combustibles y una más efectiva recaudación debido a reformas administrativas;
- 4) financiación del déficit remanente mediante la contrapartida en pesos de los créditos de estabilización.

#### B) Evolución económica y de las medidas de estabilización

(a) Luego de dos años de aplicación del plan de estabilización monetaria, se logró detener el fuerte proceso inflacionario, aunque subsistían todavía ciertos desequilibrios, tales como el déficit presupuestario. El costo de vida, que se había elevado en 31,6 % en 1958 y que en 1959 tuvo el mayor incremento de la historia del país (113,8 %), debido al efecto del restablecimiento del mecanismo de precios internos y externos sin interferencias estatales, presentó en 1960 un alza mucho menor (27 %).

Para 1960 el programa contuvo como objetivos básicos el mantenimiento y consolidación de la estabilidad monetaria y la promoción del desarrollo económico. En cuanto a la estabilización monetaria, se trató de lograr un equilibrio entre las inversiones y los ahorros, fomentando la formación de estos últimos para que pudieran cubrir las necesidades de inversión públicas y privadas.

Los pagos internacionales continuaron realizándose bajo total libertad y las cotizaciones se mantuvieron estables durante todo el año. Al mismo

tiempo siguió el proceso de multilateralización de las relaciones internacionales. Las retenciones y recargos se fueron liberalizando, por lo que las importaciones / fueron u\$s 250 millones más elevadas que en 1959. Sin embargo, cabe mencionar que a pesar del incremento en el valor, el volumen importado fue inferior en un 19 %, lo que denota un significativo cambio en la estructura de las mismas, participando en mayor proporción las compras de equipos y bienes de producción en lugar de los combustibles y lubricantes.

Las exportaciones aumentaron en un 7 % respecto a 1959, aumentando la participación de la agricultura a causa de los mejores precios internacionales. Se siguió aplicando la política de diversificación de exportaciones iniciada en 1959, estableciendo el Banco Central un régimen de compra de las letas en moneda extranjera provenientes de dichas ventas y además se creó la Secretaría de Coordinación a fin de resolver los problemas emergentes del régimen de "draw-back".

En 1960 las reservas de oro y divisas aumentaron considerablemente, pero el motivo de esta expansión no fue el superávit de la balanza comercial, como en 1959, sino la afluencia neta de capital. El ingreso de capital a corto plazo se intensificó en 1960 debido a las altas tasas de interés del mercado del dinero y a la confianza en la estabilidad monetaria y la libertad de transferencias. / Los activos externos a fin de 1960 llegaron a exceder los pasivos externos totales a corto y largo plazo, mientras que en 1958 los mismos sólo alcanzaban al 57 % de los pasivos.

A pesar de esta mejora en la posición de las reservas internacionales, fundamentalmente a causa de la asimetría en la distribución anual de los // servicios de la deuda externa entre 1960 y 1964, se realizaron varias negociaciones que dieron los siguientes resultados:

- 1) reordenamiento de los plazos de los créditos de estabilización (bancos europeos y estadounidenses);
- 2) refinanciación de las cuotas correspondientes a la deuda consolidada con el "Club de París";

- 3) renovación del acuerdo stand-by con el Fondo Monetario Internacional por / un año (diciembre de 1960 a diciembre de 1961) sin establecer fechas de giros y por la suma de u\$s 100 millones. Al mismo tiempo se prorrogó el plazo de reembolso de los giros efectuados en 1959 y 1960.

La característica principal de 1960 fue la estabilidad de las cotizaciones del tipo de cambio, ya que se mantuvo estacionario alrededor del nivel de \$ 83 por dólar.

Como ya dijimos, el déficit fiscal constituía todavía el punto más vulnerable. El déficit para el ejercicio 1959-1960 alcanzó a 27.200 millones de pesos, el que sin embargo fue bastante más reducido que el del período anterior (38.000 millones). Las mayores dificultades continuaron provenientes de los desequilibrios de las empresas estatales, a causa de explotaciones inefficientes y bajas / tarifas.

La recaudación fiscal trató de mejorarse mediante la reforma impositiva que entró en vigor en febrero de 1960. Además se ha tratado de disminuir el número de empleados de la administración central y de las empresas estatales y se comenzó una política de transferencia al sector privado de ciertas actividades estatales.

El Banco Central tuvo una menor participación en el financiamiento de los gastos públicos, debido a los mayores ingresos tributarios y asimismo al restablecimiento del mercado de valores públicos. En 1959 se volvió a las emisiones de Letras de Tesorería con buenos resultados y en agosto de 1960 se emitió una serie por 3.000 millones de títulos de "Crédito Argentino Interno 8 %" a diez años de plazo.

Los resultados descriptos fueron posibles debido a la política monetaria y crediticia, que tuvo las siguientes características:

- 1) se redujo la financiación inflacionaria del déficit fiscal;
- 2) se fijó un límite al incremento de los activos internos del Banco Central (no debían exceder de 11,7 mil millones para el gobierno y 132 mil millones para los otros activos internos);

- 3) el incremento del medio circulante resultó la mitad del de 1959 y se debió fundamentalmente a los aumentos de activos externos;
- 4) El Banco Central se abstuvo de financiar operaciones a mediano y largo plazo;
- 5) en octubre de 1960 se aumentó el encaje básico para bancos del interior al mismo límite de los de Capital Federal (30 %) y se redujo el encaje adicional al 22 % para bancos de Capital y 12 % para bancos del interior.

El aumento de la monetización crediticia fue debida fundamentalmente, como ya expresamos, a la afluencia de créditos externos y a las transformaciones notas de capitales. La monetización crediticia interna se compensó con los aumentos de los pasivos no monetarios.

(b) Como se ha visto, desde la puesta en marcha del programa de estabilización a fines de 1958, se presentaron las siguientes etapas:

- 1) 1959, año de reajuste tratando de eliminar las presiones inflacionarias, que comenzó a dar resultados positivos en la segunda mitad del mismo;
- 2) en 1960, se acentuó el resultado favorable con una consolidación del crédito del país, impulso de la actividad económica, afianzamiento de la estabilidad y mantenimiento del nivel de precios mayoristas.

Si bien en 1961 se obtuvieron algunos resultados positivos, sobre todo en materia de confianza internacional, ya que se pudo colocar el primer empréstito a largo plazo en el exterior y se refinanciaron las deudas externas, en general se puede decir que hubo un aflojamiento de las medidas de estabilización, sobre todo a causa del déficit fiscal, del deterioro de las cuentas internacionales y de las presiones ocasionadas por las mayores demandas salariales, que produjeron una nueva aceleración del proceso inflacionario.

La balanza de pagos se deterioró fuertemente ocasionando gran pérdida de reservas internacionales. La caída de las exportaciones se debió a la disminución de los embarques de carne y a la reducción de los rendimientos trigueros a causa de la sequía. Debido a estas dificultades se tuvieron que utilizar durante el año u\$s 60 millones del convenio de stand-by suscripto con el Fondo Monetario Internacional en diciembre de 1960. En diciembre de 1961 se renovó por cuarto

año consecutivo, y por la suma de u\$s 100 millones.

En materia crediticia, ante la inquietud de los sectores económicos, se efectuaron reducciones de las tasas de encajes marginales. En marzo se desafectaron en cuatro puntos con propósitos selectivos, siendo la primera vez en la Argentina que se aplican estos instrumentos como controles selectivos del crédito. En agosto se exceptuaron del encaje adicional a los incrementos de depósitos y obligaciones a la vista con respecto a los saldos del día 15. Al mismo tiempo se rebajaron en seis puntos los encajes adicionales sobre crecimiento de depósitos anteriores.

Finalmente, a partir de diciembre y con el fin de ampliar la liquidez bancaria se redujo en cuatro puntos el encaje básico. Asimismo se siguió desarrollando el mercado de intermediarios financieros, con lo que se complicaba el manejo de la política monetaria y crediticia.

Los conflictos laborales fueron muy frecuentes en 1961 - sobre todo la huelga que paralizó los ferrocarriles - con lo que la Tesorería tropezó con serias dificultades financieras, viéndose obligada a recurrir a la financiación del Banco Central.

(c) Como ya vimos, en 1961 se desdibujaron las medidas estabilizadoras y se acentuaron las presiones inflacionarias. Los factores de deterioro que comenzaron a tomar impulso en dicho año, y que consistieron principalmente en la sobreexpansión de ciertas actividades con fuertes requerimientos de divisas (v.g. industria automovilística) que junto a una disminución de las exportaciones ocasionaron serios desequilibrios de balanza de pagos, fuerte endeudamiento externo y apreciable baja de reservas internacionales; además persistieron los fuertes déficits fiscales y las políticas liberales en materia de salarios; estos factores se fueron acentuando, agravándose aún más la situación cuando a fines de marzo de 1962 se produjeron los conocidos acontecimientos políticos-militares que terminaron con la estabilidad del gobierno y mellarón la confianza en el país.

Ante las expectativas de desvalorización cambiaria se produjo / una desconfianza en el valor de la moneda nacional que originó nuevas presiones sobre el mercado de cambios por las compras especulativas. A su vez, debido a la divergencia entre precios internos y externos, las importaciones mantuvieron altos niveles.

En estas condiciones, el Banco Central en abril de 1962 dejó libre el mercado de divisas a sus propias fuerzas, con la consecuente devaluación / del peso, que llegó a cotizarse en noviembre a 152 pesos por dólar, para luego bajar a 134 pesos por dólar a fines de año. Se produjo una notable salida de capitales y los préstamos a corto plazo que vencían no se renovaban, por lo que se asentó la / crisis cambiaria.

Durante 1962 los precios ascendieron a mayores tasas que en 1961. El promedio anual del índice de precios mayoristas subió un 30 %, el minorista en / 28 % y el índice del costo de vida en un 27,8 %.

El dinero creado por el Banco Central fue menor que en 1961. Los factores contraccionistas fueron la baja de las reservas internacionales y el aumento de los pasivos no monetarios y el principal factor expansionista fue el crédito al gobierno.

El redescuento se amplió respecto a 1961 actuando como fuerza expansionista, aumentando asimismo la expansión secundaria que compensó la contracción en la expansión primaria. No obstante, los medios de pago crecieron sólo en un 3 %.

Ante las demandas de crédito del sector privado y dadas las reducidas reservas prestables de los bancos comerciales, el Banco Central implantó un // régimen de redescuento de emergencia para aliviar la fuerte situación de iliquidez y teniendo como principal destino la cancelación de deudas internas, pago de sueldos y jornales y regularización de deudas impositivas.

Los requisitos de efectivo mínimo fueron reiteradamente reduci-

dos en 1961, con propósitos de regulación monetaria, siendo al 30 de setiembre de 1962 los siguientes:

	<u>Depósitos y obligaciones</u>		
	<u>A la vista</u>		<u>A plazos</u>
	<u>Básico</u>	<u>Adicional</u>	<u>Básico</u>
Para casas bancarias en la Capital Federal	30 %	12 %	10 %
Para casas bancarias y filiales en el interior del país	25 %	2 %	7,50 %

La tasa adicional se calculaba sobre los incrementos de los depósitos a la vista registrados entre el 1º de noviembre de 1958 y el 15 de agosto de 1961, no rigiendo este requisito para bancos que operaban en zonas subdesarrolladas.

Por Resolución del 17 de setiembre de 1962 se dispuso que a partir del 1º de octubre de 1962 los encajes básicos sobre depósitos y obligaciones a la vista y a plazos se incrementarían a razón de 1/4 de punto mensual, hasta alcanzar al 1º de mayo de 1963 un aumento de 2 puntos sobre las tasas del cuadro precedente.

Los fondos resultantes de esta medida podían afectarse a la realización de préstamos a mediano plazo para financiar nuevas inversiones o ventas de bienes de fabricación nacional con destino a la tecnificación agropecuaria, maquinarias para obras viales, etc. Asimismo podían tener el mismo destino las recuperaciones de créditos afectados al margen de efectivo mínimo liberalizado en marzo de // 1961.

Debido a la situación general de iliquidez y a la existencia de muchos bancos con déficits de efectivo mínimo, el Banco Central dispuso que para los casos de incumplimiento debido a declinaciones en los depósitos, se aplicarían sobre las deficiencias de efectivo tasas menores de interés punitorio.

El déficit gubernamental continuó siendo un factor desequilibrante.

te de gravedad. La financiación del Banco Central fue mayor que en 1961, pero se hicieron esfuerzos para financiarlo con medios no inflacionarios. En este sentido se destaca la emisión del Empréstito Nacional de Recuperación "9 de Julio" por un monto de 15,000 millones de pesos, que se colocó principalmente entre el personal del Estado y los jubilados. Pero como fue utilizado para todo tipo de pagos, constituyese en una moneda de curso forzoso y actuó como propagador inflacionario, contrarrestando las restricciones impuestas a la expansión de los medios de pago.

Los ingresos tributarios aumentaron por los nuevos recargos a la importación, por la creación de otros impuestos y por la nueva masa de contribuyentes producida por el "blanqueo" de capitales.

Las exportaciones alcanzaron a u\$s 1,210 millones o sea un 25 % más que en 1961, y las importaciones disminuyeron en un 7,4 %. El déficit de la balanza comercial ascendió a u\$s 140 millones, bastante menor que en 1961, pero aún / bastante inquietante dado el elevado servicio de la deuda externa y las bajas reservas internacionales. Las salidas netas de capitales a corto plazo superaron las entradas de capitales a largo plazo y los créditos de los proveedores, siendo la característica esencial del balance de pagos de 1962 la inversión en el movimiento de los capitales privados. Consecuentemente las reservas de oro y divisas del Banco / Central bajaron significativamente, como se ve en el cuadro Nº 5, y la deuda externa alcanzó a los 3,000 millones de dólares.

Las reservas internacionales fueron reforzadas mediante un nuevo acuerdo de stand-by de fecha 7 de junio, por u\$s 100 millones, que reemplazó al que debía vencer el 11 de diciembre por igual monto y que no llegó a ser utilizado. Del nuevo acuerdo, se utilizaron durante el año u\$s 50 millones.

(d) Por segundo año consecutivo se produjo una disminución en el producto bruto nacional (5,1 % respecto a 1962) debido fundamentalmente a la baja de la producción manufacturera, y por otro lado el grado de liquidez de muchas empresas se mantuvo / muy bajo durante todo el año. Para hacer frente a este problema de iliquidez, ya vi-

mes que en 1962 tuvo que implantarse un régimen de redescuento de emergencia, y en diciembre de 1963 con fines de reactivación de la economía se dispusieron liberaciones condicionadas de efectivo mínimo.

El coeficiente de liquidez se mantuvo al nivel del año anterior (0,225), que a su vez era aproximadamente la mitad del coeficiente del año 1955 /// (0,425), o inversamente la velocidad ingreso del dinero aumentó de  $2\frac{1}{2}$  a 5 veces en el mismo período, todo lo que demuestra una fuga de dinero en combinación con inflación de precios. En otras palabras, durante el período 1955-1963 el ingreso real se mantuvo estacionario, los precios ascendieron aceleradamente y el ingreso monetario aumentó en mayor proporción que el incremento de los medios de pago.

Los medios de pago, sin embargo, sufrieron un aumento bastante más importante que en los dos años anteriores, siendo los principales factores expansionistas el crédito al gobierno y al sector privado. Los activos internacionales no incidieron mayormente. En el aumento del medio circulante influyó en mayor medida la expansión secundaria.

Como ya dijimos, en materia de política crediticia, se estableció un régimen especial de adelantos para la reactivación económica de zonas subdesarrolladas, con un tope de 300 millones de pesos por entidad y sin exceder la relación de 10 veces el capital revaluado y las reservas de cada banco. El Banco Central aplicaría el 3 % anual de interés sobre las sumas adelantadas y los bancos comerciales podían aplicar hasta un 8 % anual.

Con respecto al efectivo mínimo, en el mes de mayo se dispuso la congelación de las disponibilidades que los bancos podían destinar al otorgamiento/ de préstamos con fines de equipamiento agropocuario e industrial y que no hubieran/ sido utilizadas al 15 de mayo de 1963. Al mismo tiempo se autorizó a los bancos a / depositar los fondos así congelados en el Banco de la Nación Argentina, a un interés del 8 % anual, a plazos no menores de 180 días y renovables a opción de aquél.

Por Resolución del 10 de mayo de 1963, el Banco Central dispuso el congelamiento de un tercio del exceso de disponibilidades sobre el efectivo mínimo que al 30 de abril tuvieran los bancos comerciales.

Asimismo se fijó hasta el 31 de diciembre (luego prorrogado hasta el 30 de junio de 1964) un encaje adicional del 30 % sobre depósitos y obligaciones a la vista y 20 % para los depósitos a plazo, sobre los aumentos registrados a partir del 1º de mayo.

Las sumas así esterilizadas podían invertirse en los "Bonos Nacionales para Inversiones Bancarias 1963", que fueran emitidos por el gobierno con fines de liquidación de deudas atrasadas con proveedores y contratistas, y con un / rendimiento del 10 % anual. A su vez, los incrementos de los encajes adicionales podían colocarse en valores a emitir por el Banco Central.

En diciembre de 1963, se produjo una reorientación de la política crediticia, tendiendo a la reactivación económica especialmente de aquellos sectores afectados por la contracción de la demanda. En este sentido se liberalizó en forma condicionada, 6 puntos del encaje adicional de entidades bancarias de la Zona I (3) y los dos puntos de las entidades de la zona II (4) y asimismo se dispuso que las sumas que se hubieran depositado en el Banco de la Nación Argentina serían devueltas quedando nuevamente como efectivo mínimo para los bancos de la Zona I y pudiendo ser aplicados a los fines de recuperación por las instituciones de la Zona II. Las sumas liberadas por estas medidas podían destinarse al otorgamiento de nuevos / préstamos de reactivación y con un interés máximo del 12 % anual.

La situación presupuestaria siguió siendo grave. En 1963 la diferencia entre ingresos corrientes y erogaciones de la Tesorería General de la Nación alcanzó a 77 mil millones de pesos y una de las principales fuentes del mismo

---

(3) Casas Bancarias en la Capital Federal.

(4) Casas bancarias y filiales en el interior del país.

fueron las pérdidas de los ferrocarriles. Los gastos se incrementaron en un 24 % sobre 1962, mientras que los ingresos corrientes sólo lo hicieron en un 15 %.

La Memoria del Banco Central de 1963, dice al respecto: "Hay conciencia formada en el sentido de que el déficit fiscal ha alcanzado proporciones que hacen imperioso procurar su reducción. También hay consenso general en cuanto a que el déficit procede, en parte, del bajo grado de eficacia observable en distintos // servicios y actividades estatales... la recaudación bruta del gobierno nacional - en términos reales - ha declinado en medida apreciable entre 1962 y 1963, y que la actual situación del mercado del trabajo dificulta considerablemente la transferencia de personal del sector público al sector privado." (5)

Como no se realizaron en la medida adecuada los ajustes fiscales que se habían propuesto y como la financiación bancaria de los años anteriores resultó insuficiente, se formó una gran masa de deudas a contratistas y proveedores y postergaciones en los pagos de sueldos, jubilaciones y pensiones, que agravaron la situación de recesión.

Ante estos hechos, por Decreto-Ley Nº 1142 del 12 de febrero de 1963, se elevó del 15 % al 30 %, por el término de un año, luego prorrogada, la relación máxima permitida entre el total de recursos obtenidos por el gobierno en los últimos 12 meses y los adelantos transitorios que el Banco Central podía hacerle.

A fines de año, mediante la Ley Nº 16.452 se modificaron los artículos 27 y 49 de la Carta Orgánica del Banco Central, disponiendo:

- 1) con respecto al artículo 27, se permitió adelantos de hasta el 30 % y con carácter permanente y con reembolso parcial dentro del término de 12 meses, y
- 2) en cuanto al artículo 49, se incrementó el margen de colocación de títulos en el Banco Central, del 10 % al 25 % del total de los depósitos existentes en el conjunto de los bancos.

Lógicamente, ante la falta de un mercado de valores públicos que pudiera proporcionar ahorros genuinos, y ante la reducción en términos reales de los

ingresos tributarios, mediante las modificaciones rescañadas se facilitó la financiación inflacionaria del Banco Central. Efectivamente, la financiación bancaria, que en 1962 era el 14 % del total de erogaciones, pasó en 1963 al 21 % de las mismas. El crédito neto al gobierno subió un 34,1 %, mientras que el correspondiente al sector privado sólo lo hizo en 8,6 %, respecto a 1962.

El sector externo presentó cierta mejoría en 1963, debido al aumento del valor de las exportaciones y a la disminución de las importaciones. El saldo de las transacciones corrientes fue positivo en u\$s 210 millones, luego de tres años de fuertes déficits. Como los movimientos de capitales a corto y largo plazo / representaron una salida neta, se puede decir que el aumento de reservas internacionales de u\$s 147 millones se debió exclusivamente al superávit de la cuenta de productos y servicios.

Entre las medidas de política cambiaria, a efectos de economizar divisas, que se adoptaron en 1963, podemos mencionar:

- 1) se prohibió en diciembre de 1963 la importación de artículos prescindibles;
- 2) se suspendió la importación de maquinaria para el sector privado;
- 3) se establecieron normas de verificación de la legitimidad de liquidaciones de divisas, para evitar evasiones, retenciones indebidas por especulación, etc.;
- 4) se limitaron los montos en moneda extranjera para gastos de viaje, estudios en el exterior, etc.

Por último el 27 de marzo de 1963 se convino con el Fondo Monetario Internacional el prorrogar hasta el 6 de octubre el crédito contingente de / u\$s 100 millones, del que ya se habían utilizado u\$s 50 millones. En 1963 se utilizaron los u\$s 50 millones restantes.

(e) Durante 1964 el producto nacional bruto creció en un 8,2 % respecto a 1963 y el producto "per cápita" se elevó en un 6,2 %. Tales aumentos se debieron al incremento de la demanda global por crecimiento de las exportaciones y fortalecimiento de la demanda interna.

No obstante, persistieron fuertes presiones inflacionarias. El índice del costo de vida aumentó en un 22 % y los índices de precios mayoristas y minoristas crecieron respectivamente en un 26,2 % y 22,1 %. Cabe mencionar que el proceso inflacionario se agravó en el último trimestre del año.

Los incrementos de la monetización fueron muy superiores a los de los años anteriores, siendo los principales factores expansionistas el crédito al gobierno y al sector privado. El medio circulante aumentó en un 42 %, participando en mayor proporción la expansión primaria.

El déficit del sector público siguió en aumento, llegando a // 158.000 millones de pesos, es decir un 109 % mayor que en 1963. La Tesorería, al / contrario de años anteriores, siguió la política de poner al día las deudas atrasadas, y el déficit fue cubierto fundamentalmente mediante la colocación de valores en el sistema bancario. En virtud del artículo 49 de la Carta Orgánica, el Banco / Central adquirió Letras de Tesorería por 73.000 millones de pesos y, por otra parte, el resto del sistema bancario absorbió Bonos Nacionales por 29 mil millones. El déficit fiscal, pues, continuó siendo un importante factor inflacionista.

El sector externo se debilitó nuevamente. La cuenta corriente / arrojó un saldo positivo de u\$s 36 millones, es decir, inferior en casi u\$s 200 millones al del año anterior. Esta reducción en el superávit se debió fundamentalmente al aumento de las salidas en concepto de "servicios". En 1964 fueron considerables las amortizaciones de créditos a largo plazo del sector público y privado, lo que produjo una disminución de las reservas internacionales de u\$s 112 millones. El valor del dólar tipo vendedor pasó de 133 pesos en enero a 144 pesos en agosto y a 151 pesos a fines de año.

En abril de 1964 se efectuó un reordenamiento cambiario, consistiendo principalmente en:

- 1) se mantuvo el mercado único de cambios;
- 2) se estableció la obligatoriedad de negociar las divisas provenientes de las exportaciones a más tardar a los 10 días de producido el embarque;
- 3) se dispuso un sistema de pagos diferidos para importaciones de bienes de capital durante los próximos dos años;
- 4) las transferencias al exterior en concepto de reembolsos de capitales, rentas, fletes, comisiones, seguros y reaseguros se sujetaron al cumplimiento de determinadas condiciones;
- 5) se prohibieron la salida de oro y billetes argentinos y la constitución de depósitos en moneda extranjera a nombre de residentes en el país;
- 6) a principios de 1965 se dispuso la obligatoriedad de efectuar depósitos previos en moneda nacional, por un plazo de 180 días, y por el equivalente del 100 % del costo y flete de las mercaderías importadas;
- 7) se limitaron las sumas en moneda extranjera que podían llevar los viajeros, de acuerdo al país de destino.

Durante el año 1964 no se efectuaron nuevos acuerdos stand-by, y la deuda con el Fondo Monetario Internacional, que alcanzaba a u\$s 232 millones a fines de 1963, se redujo por las amortizaciones efectuadas, a u\$s 190 millones al 31 de diciembre de 1964.

La política crediticia fue más liberal que en años anteriores. Se intensificó el apoyo al sector privado mediante regímenes crediticios promocionales. El Banco Central fijó líneas de redescuento al sector agropecuario e industrial por 42,4 miles de millones de pesos, contra 11,4 miles de millones en 1963. También tuvieron especial importancia las asignaciones efectuadas por el Banco Industrial / con destino al plan de reactivación industrial, y asimismo, como veremos, se liberalizaron los efectivos mínimos.

La política de encajes legales se hizo más selectiva. Las medidas se aplicaron en tres etapas progresivas. En la primera, se dispuso un aumento en los encajes básicos de 1/2 punto en la Zona I y un punto adicional en cada uno de / los dos meses siguientes.

Con vigencia a partir del 1º de julio de 1964 se autorizó a las entidades bancarias de la Zona B (6) a desafectar fondos del encaje adicional corres-

- (6) Nueva clasificación de las instituciones bancarias, en zonas A. y B. La zona A. comprende Cap. Federal y 19 partidos circunvecinos y la B. el resto del país.

pendientes a los aumentos de depósitos a partir de dicha fecha, con destino a préstamos de reactivación económica.

En la segunda y tercera etapa se establecieron aumentos graduales de los encajes básicos sobre los depósitos a la vista y a plazos, y se permitió a las instituciones de la zona B desafectar también los fondos del encaje básico.

Por otra parte en el mes de marzo se admitió a los bancos de la Zona I la liberación de 3 de los 6 puntos de efectivo mínimo adicional, con fines de reactivación industrial.

Finalmente, al término de 1964, las obligaciones de encajes eran las siguientes:

<u>Depósitos y obligaciones</u>	<u>Zona A.</u>		<u>Zona B.</u>	
	<u>Básico</u>	<u>Adicional</u>	<u>Básico</u>	<u>Adicional</u>
A la vista	38	30 (1)	30½ (2)	30 (3)
A plazo	18	20 (1)	13 (2)	20 (3)

- (1) Invertibles en Bonos Nacionales para Inversiones Bancarias.
- (2) 5½ puntos invertibles en préstamos de reactivación económica.
- (3) Invertibles en Bonos Nacionales para Inversiones Bancarias y/o préstamos de reactivación económica.

En julio de 1964, el Banco Central dictó normas reguladoras de las actividades de las entidades financieras no bancarias que habían adquirido un auge acelerado. Entre otras disposiciones se estableció:

- 1) obligación de inscripción en un registro al efecto;
- 2) régimen de operaciones permitidas y operaciones prohibidas;
- 3) prohibición de utilizar terminología bancaria;
- 4) relación entre disponibilidades y recursos de terceros y entre capital y reservas y obligaciones;
- 5) normas sobre publicidad y contabilización;

6) fijación de tasas máximas de interés y constitución de reservas mínimas.

Por último en materia de política fiscal, con el fin de mejorar las recaudaciones, se presentó al Congreso un proyecto de reforma impositiva, que fue aprobado el 30 de diciembre. En virtud de esta reforma, hubo aumentos de tasas, se prorrogó el impuesto de emergencia, se derogó el régimen de deducciones por incremento de la capacidad productiva y se modificaron los impuestos sobre remuneración y salarios de los miembros de los consejos directivos que funcionen en el exterior.

(f) En 1965 nuevamente se produjo un incremento del producto bruto interno (7,8%). El sector que más influyó fue el manufacturero, con un alza de 11,6 % respecto a // 1964. La demanda global siguió en aumento debido a un incremento del consumo interno (5,1 %), al mantenimiento del coeficiente de inversión y al aumento de las exportaciones (5,5 %).

Sin embargo, en el aspecto monetario y financiero, no se cumplieron satisfactoriamente las previsiones del gobierno. El índice del costo de vida aumentó en un 28,5 % y los índices de precios mayoristas y minoristas sufrieron incrementos bastante superiores a los de 1964. Los medios de pago crecieron en un 29 % / comparado con el 42 % en 1964. La principal fuente de expansión fue el sector privado y luego el sector público. A su vez el sector externo, luego de varios años de / incidencia contraccionista, actuó también como factor expansivo, debido a la adquisición de activos externos.

Como vemos, el crecimiento de los precios internos fue superior a la tasa de aumento de los activos monetarios, pero no se presentaron problemas de iliquidez debido al aumento de la velocidad de rotación de los depósitos en cuenta corriente y al crecimiento de medios de pago extrabancarios. (7)

---

(7) V.g. Ordenes de pago de Cooperativas. Luego el Banco Central intervino en la regulación y limitación de estas operaciones.

El sector público tuvo un desequilibrio algo menor al del año / anterior. Mientras los gastos crecieron un 30 % respecto a 1964 - es decir, fueron prácticamente iguales en términos reales - los ingresos corrientes aumentaron en un 81 %. Consecuentemente el déficit fiscal se redujo y asimismo disminuyó el financiamiento bancario a la Tesorería.

El aumento en los ingresos corrientes se debió al incremento de la actividad económica por un lado y a las modificaciones tributarias puestas en vigencia en el año anterior.

Los aportes estatales a las empresas del Estado (especialmente / ferrocarriles) siguieron siendo muy elevados, ya que crecieron un 74 % sobre las // transferencias efectuadas en 1964.

Aunque la financiación bancaria del déficit fue inferior a la // del año anterior, siguió constituyendo una de las principales fuentes de recursos. En virtud del Artículo 49 de la Carta Orgánica del Banco Central, el gobierno colocó Letras de Tesorería por 26 mil millones de pesos, y en uso del Artículo 27 el / Banco Central efectuó anticipos transitorios por 25 mil millones.

Para aliviar al sector externo, se obtuvieron postergaciones de pagos y refinanciaciones de deudas exigibles en el período, con instituciones internacionales y bancos privados norteamericanos y europeos. A su vez se colocaron bonos externos por u\$s 84 millones para cancelar deudas por préstamos, regalías, dividendos, utilidades, etc.

Las transacciones corrientes, asimismo, mejoraron por el saldo / favorable del rubro "mercaderías" y por la significativa disminución de los rubros "invisibles". Debido a estos resultados y a las refinanciaciones aludidas, se pudieron incrementar las reservas internacionales a pesar de las fuertes amortizaciones de créditos.

Los tipos de cambio sufrieron varias devaluaciones durante el // año. A partir de abril se cotizó a 171 pesos por dólar, el 13 de setiembre pasó a /

178 pesos y el 6 de diciembre se fijó en 188 y 190 comprador y vendedor, respectivamente.

La política crediticia y bancaria siguió aplicándose con criterios selectivos, de acuerdo al propósito de consolidar la recuperación económica y reducir el desempleo.

El Banco Central aumentó su apoyo a los bancos mediante operaciones de redescuento o anticipos, de acuerdo a lo siguiente:

1) asignación de recursos para financiamiento de ciclos productivos;

2) apoyo de programas especiales de crédito:

- se reforzó la partida del Banco de la Nación Argentina para implantación de praderas perennes;
- se otorgaron nuevas líneas de crédito a dicho banco para financiar construcción de silos y elevadores;
- se aumentaron los fondos destinados al Banco Industrial para apoyo de la actividad pesquera, lechera, obras viales y energéticas;
- se siguió con las facilidades especiales de crédito previstas en el plan de reactivación de 1963 y que opera mediante la afectación de efectivos mínimos;

3) continuó la asignación de recursos para financiar la producción de mercaderías destinadas a la realización de exportaciones no tradicionales. Este régimen se amplió a fines de ejercicio mediante una nueva línea de créditos con desafectación de efectivos mínimos;

4) se inició una asignación de fondos para el Banco Hipotecario Nacional para financiar el plan de construcción de viviendas económicas.

Como vemos, la política fue bastante liberal en esta materia, lo que se prueba elocuentemente por el incremento de las carteras de redescuentos y // adelantos del Banco Central, de aproximadamente 45 mil millones de pesos respecto a 1964.

Durante 1965 se mantuvo la estructura general de los encajes legales y continuó su aplicación con criterio selectivo. Los efectos monetarios restrictivos de los mismos, fueron reforzados por las nuevas exigencias de depósitos // previos de importaciones. Los requisitos adicionales de efectivo mínimo (30 % y // 20 %) fueron prorrogados hasta el 31 de diciembre de 1966, y, como ya dijimos, a //

efectos de fomentar las exportaciones no tradicionales, se autorizó a incluir entre los destinos permitidos para afectar los encajes adicionales, los préstamos que se concedan para dichos fines.

Entre otras medidas de orden bancario, podemos mencionar:

- 1) se unificó en el 10 % la relación mínima que deben mantener los bancos entre capital y reservas y depósitos;
- 2) se establecieron nuevas normas reguladoras de las entidades financieras no bancarias. (fijación de capitales mínimos, tasas máximas de interés hasta 18 % anual para imposiciones a más de 18 meses, etc.)

En materia de comercio exterior se efectuaron variaciones al régimen de retenciones sobre la exportación para evitar distorsiones de precios, y se dispuso que las divisas provenientes de las ventas ya concertadas con el exterior, a efectos de evitar ganancias de cambio a causa de las devaluaciones, debían liquidarse a los tipos anteriormente vigentes.

En cuanto a las importaciones, se establecieron requisitos de control de precios por el Banco Central, antes de concertar las compras en firme. Asimismo, como ya expresamos, se pusieron en vigencia nuevamente los depósitos previos, que en un primer momento alcanzaban al 100 % del costo y flete, y luego fueron reducidos al 75 % y más tarde al 50 %.

(g) Luego de dos años de fuerte expansión, la actividad económica declinó en // 1966 ya que el producto bruto interno cayó casi un 1 % y el producto per cápita en un 2,7 % respecto a 1965. La disminución del sector agropecuario, de un 4,3 % explica el 75 % de la caída total del producto bruto interno.

Las importaciones descendieron un 4 % en términos reales, por lo que la oferta total se redujo en un 1 %.

Por su parte los componentes internos de la demanda global se mantuvieron en situación depresiva. El consumo interno se mantuvo a los mismos niveles de 1965 y la inversión bruta disminuyó en un 9,3 %. Las exportaciones aumentaron en un 5,1 %, es decir, a un menor ritmo que en 1965.

Los medios de pago aumentaron en un 35 % respecto a 1965. El // principal factor de expansión fue el sector oficial ya que el déficit de Tesorería fue cubierto principalmente con financiación bancaria, especialmente a través de la expansión de los activos internos del Banco Central. El sector privado también contribuyó en forma importante a la expansión del medio circulante a consecuencia de / la expansión primaria del Banco Central y a las liberaciones condicionadas de efectivos mínimos. El sector externo actuó también como factor autónomo de creación de medios de pago, pero con menor intensidad.

Por otra parte, los factores de absorción no incidieron mayormente, ya que se mantuvieron a los mismos niveles de 1965 y debido a la declinación de los depósitos previos de importación.

El índice del costo de vida ascendió en 32,5 %, es decir, en mayor proporción que los años anteriores. Los salarios nominales de la industria manufacturera aumentaron en un 35 % y los precios mayoristas en un 20 %.

El comportamiento del balance comercial fue favorable ya que // arrojó un superávit de u\$s 500,8 millones, debido a un aumento del 7 % en las exportaciones y una disminución del 6 % en las importaciones. En el incremento de las exportaciones influyó notoriamente la expansión de los embarques de carne ovina y vacuna congelada, aunque el efecto se vio en parte neutralizado por una baja de los precios internacionales. El descenso de las importaciones responde a los menores requerimientos por disminución de la actividad económica.

El saldo de la cuenta de "productos y servicios", sin embargo, se redujo a u\$s 256 millones, debido al notable incremento de las transferencias en concepto de servicios financieros. Además, como las amortizaciones de obligaciones a largo plazo fueron elevadas, se debió recurrir a financiaciones a corto plazo, entre las que pueden mencionarse: la colocación de bonos externos, la utilización de facilidades de giro del Fondo Monetario Internacional, etc.

Las reservas internacionales del Banco Central cayeron en u\$s 14 millones, mientras que la posición contada de otras instituciones aumentó en u\$s 11,5 millones.

Los tipos de cambio, siempre dentro del mercado único de cambios regulado por el Banco Central, sufrieron durante el año varias devaluaciones:

- 1) Decreto Nº 3972 del 28 de mayo: m\$n 202 y m\$n 205 por dólar para compra y venta.
- 2) Resolución del 9 de agosto: m\$n 215 y m\$n 218 por dólar, y
- 3) Resolución del 7 de noviembre: m\$n 245 y m\$n 255 por dólar.

El desequilibrio del sector público se agravó en 1966, ya que el déficit de la Tesorería fue un 41 % mayor que en 1965. En términos relativos las erogaciones aumentaron más que proporcionalmente respecto a los ingresos, debido a los aumentos salariales del sector público y a los mayores aportes efectuados a las empresas del Estado, especialmente ferrocarriles.

La falta de un mercado de títulos públicos hizo que más del 33 % del total de las erogaciones fuera cubierto con crédito bancario. Siguieron utilizándose activamente los expedientes de los artículos 49 y 27 de la Carta Orgánica del Banco Central, y sus efectos fueron más inflacionistas debido a la disminución de los depósitos oficiales a plazo fijo de las reparticiones públicas.

La política crediticia y monetaria durante 1966 siguió en general dentro de los mismos lineamientos de los últimos años. Siguieron aplicándose los // propósitos de orientación selectiva mediante las políticas de redescuentos y adelantos y las variaciones de las tasas de encaje.

En materia de redescuentos y adelantos continuaron vigentes las mismas líneas crediticias explicadas anteriormente, mereciendo un párrafo aparte el incremento apreciable que tuvieron los créditos para financiar exportaciones no tradicionales.

Durante 1966 no se impusieron nuevas exigencias de encaje con //

efectos monetarios, pero los efectivos mínimos adicionales, en la práctica, actuaron restrictivamente, desde el momento que no se utilizaron en la colocación de Bonos Nacionales.

En el mes de abril, el régimen de créditos de reactivación industrial se extendió a la industria en general mediante la rebaja en un punto de las exigencias básicas de efectivo. En mayo se rebajaron los encajes básicos en otro punto más para apoyar la acción que venía desarrollando el Banco Industrial en el financiamiento de inversiones industriales seleccionadas.

Por otra parte, ante la supresión de las actividades monetarias de los intermediarios financieros no bancarios, a efectos de suavizar los efectos que podría ocasionar esta medida, el Banco Central en el mes de julio dispuso la desafectación de los encajes básicos, de hasta dos puntos.

De acuerdo con todas estas modificaciones la estructura de los efectivos mínimos a fines de 1966, quedó en la siguiente forma:

<u>Depósitos y obligaciones</u>	<u>Z o n a    A</u>		<u>Z o n a    B</u>	
	<u>Básico</u>	<u>Adicional</u>	<u>Básico</u>	<u>Adicional</u>
A la vista	34	30 (1)	21	30 (1)
A plazo	18	20 (1)	7½	20 (1)

(1) Invertible en Bonos Nacionales para Inversiones Bancarias o en préstamos para promover exportaciones no tradicionales.

(h) A fines de 1966, de acuerdo con las enunciaciones del presidente de la República en su discurso del 7 de noviembre y en base a las declaraciones efectuadas por el Ministro de Economía el 15 de noviembre en el Club Americano, se establecieron nuevos lineamientos de la política económica, teniendo dos objetivos principales: terminar con la inflación, evitar toda recesión y alcanzar en 1967 un crecimiento del producto bruto nacional del 5 %.

Las medidas de estabilización fundamentalmente fueron las siguientes:

- 1) mayor recaudación fiscal;
- 2) nuevos gravámenes;
- 3) reajuste de tarifas de servicios públicos;
- 4) desprendimiento de ciertas empresas del Estado, control de costos, etc.

Junto a estas medidas, se dispusieron también una serie de arbitrios para fomentar el crecimiento de la producción, como ser desgravaciones impositivas, créditos extraordinarios para la industria, reorganización del trabajo en // puertos, reestructuración de los ferrocarriles, etc.

No obstante, en los primeros meses de 1967, el programa económico se ha reajustado y delineado en forma más definida y precisa. Las decisiones adoptadas cubrieron los campos fiscal, cambiario y de ingresos, tratando de alcanzar simultáneamente los objetivos de reducir el ritmo de aumento de precios, lograr a corto plazo mayores niveles de actividad y poner en marcha un proceso de desarrollo a largo plazo apoyado en la expansión de las inversiones, aumento de la productividad e incremento sostenido de las exportaciones.

Al respecto, el Ministro de Economía en su mensaje del 13 de marzo de 1967, entre otras cosas, dijo:

" El gobierno de la Revolución Argentina ha elegido, en cambio, el camino que considera más razonable, al adoptar un vasto conjunto de medidas interdependientes que, para ser eficaces, deben ser aplicadas en forma simultánea. No es un tratamiento de "shoc" indiscriminado, ni tampoco un intento débil. Se trata de la ejecución sistemática de medidas tributarias, fiscales, cambiarias, tarifarias y de racionalización que se inician simultáneamente, pero cuya ejecución será flexible, como lo aconseje la prudencia política y las circunstancias en que / se desenvuelva el proceso que ahora iniciamos... No sólo debe combatirse el déficit fiscal, sino, además, la ineficiencia de las empresas estatales, el despilfarro de recursos naturales, el insuficiente desarrollo de nuestra industria.. Se han efectuado reformas sustanciales al sistema impositivo para eliminar sus deformaciones... Estas reformas, además, tienen como objeto canalizar recursos adicionales para contribuir a la lucha inexorable contra la inflación eliminando la emisión monetaria como recurso fiscal... El ajuste del tipo de cambio y la liberación del mercado cambiario no constituyen un fin en sí mismos, sino / que son medios para hacer factible una más eficiente asignación de los recursos disponibles... La medida trascendental de fijar una nueva paridad del peso argentino igual a 350 pesos por dólar por su magnitud indica que no habrá más devoluciones..."

Concretamente, las principales medidas dispuestas fueron las siguientes:

En materia cambiaria:

- 1) Por Decreto 1407, a fin de eliminar las expectativas de nuevas devaluaciones y terminar con un régimen de cambios que no se ajustaba a la realidad económica, se devaluó el peso al nivel de 350 pesos por dólar.
- 2) Por el mismo Decreto, se derogaron numerosas disposiciones anteriores que imponían trabas a los giros al exterior, a las compras y ventas de divisas y a la recepción por parte de las instituciones bancarias de depósitos en moneda extranjera a la vista.
- 3) A los efectos de que la devaluación monetaria no tuviera mayores efectos sobre los precios internos y los ingresos de los sectores exportadores, se establecieron derechos a las exportaciones mediante Ley Nº 17.198, aplicables sobre precios índices, que fueron a su vez establecidos por el decreto 1408. De acuerdo a la lista anexa a la Ley, los derechos varían entre el 16 y el 25%. Quedaron derogadas las retenciones a la exportación que habían sido establecidas por el Decreto 11.917/58.
- 4) Al mismo tiempo se reformó la estructura de los gravámenes sobre las importaciones, a fin de absorber la incidencia de la devaluación en los costos de importación de las industrias locales y promover una mejor asignación de factores productivos en las industrias sustitutivas de importaciones. En este sentido, por Decreto 1410, se rebajan los recargos de importación, se crea una comisión especial para asesorar al Poder Ejecutivo sobre los pedidos de modificación de recargos y se derogan las disposiciones que suspendían la importación de una extensa nómina de mercaderías.
- 5) Por Ley Nº 17.999, se estableció un impuesto extraordinario a la tenencia de divisas de los bancos oficiales, mixtos o particulares y casas y agencias de cambio de \$ 80 por dólar. Entre los fundamentos se expresa que "es de toda equidad que los beneficios producidos por aquellas medidas de gobierno que comportan un sacrificio para la comunidad entera sean captados por un impuesto de carácter extraordinario, cuyo producido contribuya a la solución del problema de la vivienda económica".

En materia de política fiscal el propósito fundamental es lograr una reducción del déficit del sector público a través de la contención de los gastos, de la racionalización administrativa y de la reorientación del gasto público. La recaudación impositiva trató de elevarse mediante el producido de los nuevos derechos de exportación y de otros ingresos fiscales.

Por otra parte se adoptó una política de ingresos con el fin de eliminar las expectativas inflacionarias sin ocasionar transferencias inconvenientes de ingresos entre sectores. Se establecieron normas a las que deben ajustarse las //

convenciones colectivas de trabajo y se implantaron vigilancias de precios sobre / los productos manufacturados, para conseguir que los mismos sean un fiel reflejo de los factores de costo.

Al mismo tiempo, el gobierno se fijó un margen razonable de expansión de los factores internos de creación de medios de pago. La expansión del // sector gobierno fue decididamente negativa por la reducción del déficit de Tesorería. A su vez, se intentó dar un paso firme en el sentido de reconstituir el mercado de valores públicos a corto plazo mediante colocaciones de Letras de Tesorería.

Por último, a fin de contrarrestar los efectos recesivos de las medidas de estabilización y lograr una expansión de la actividad económica, las disposiciones adoptadas debían orientarse a:

1) para estimular la inversión privada interna:

- revalúo impositivo, desgravación de inversiones, etc.
- orientación de la acción empresarial y creación de expectativas de expansión.

2) Para atraer capitales extranjeros:

- fijación de un tipo de cambio de referencia, a nivel estable y reconstitución de las reservas internacionales;
- liberación del régimen cambiario;
- adopción de medidas que creen un clima adecuado para las inversiones extranjeras, la contratación de convenios de stand-by, etc.

3) Para fomentar el aumento de las exportaciones industriales, se modificó el tipo de cambio y se atenuó la devaluación sobre los insumos importados de dichas industrias, mediante la reducción de recargos.

Durante el transcurso de los primeros cinco meses del año 1967, el índice del costo de vida aumentó en 21 % y los precios mayoristas parecieran que continuaran creciendo a un ritmo anual del 20 - 25 %. Estos comportamientos se deben sin duda a los efectos de las medidas iniciales del programa de estabilización.

La situación monetaria ha sido muy afectada por el comportamiento de las reservas y oro y divisas del Banco Central, que aumentaron durante el primer

semestre, en u\$s 310 millones, debido al saldo positivo de la cuenta corriente externa y a las entradas de capital estimuladas por las medidas adoptadas en marzo de 1967. Es así que el sector externo generó el 86 % de la expansión de la base monetaria del primer semestre de 1967, la que fue un 23 % sobre el saldo al 31 de diciembre de 1966 y, por lo tanto, se perfila como una de las más altas de los últimos // años.

En 1967 se utilizó la "persuasión moral" ante los bancos, para que éstos constituyeran mayores reservas y destinaran parte de sus fondos a la compra de Letras de Tesorería. Consecuentemente se consiguió que el multiplicador bancario marginal se redujera considerablemente.

El crédito al sector gobierno fue un cuarto de la expansión de la base monetaria, pero como se produjo un gran aumento de los depósitos oficiales, el mismo resultó en definitiva, como ya dijimos, un factor de absorción.

De acuerdo a la "carta de intenciones" enviada al Fondo Monetario Internacional, se estableció una meta de expansión crediticia del Banco Central en concepto de financiación del déficit gubernamental, de 80 mil millones de pesos, del cual solamente se han utilizado 35 mil millones, dado el gran incremento de las recaudaciones impositivas.

Finalmente, al importante aumento de la posición neta de oro y divisas, se agregó un monto adicional de reservas por aproximadamente u\$s 400 millones, provenientes de acuerdos financieros recientes con el Fondo Monetario Internacional, con la Tesorería de los Estados Unidos y con grupos de bancos norteamericanos, europeos, canadienses y japoneses.

Esta segunda línea de reservas respalda la política de libertad de transferencias con el exterior y ayuda a mantener el sistema multilateral de pagos y la política comercial no discriminatoria.-

CUADRO Nº 2

PARTICIPACION DEL BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA  
EN LOS PROGRAMAS DE ESTABILIZACION

Fecha del programa	Naturaleza del programa	Redescuento	Limitación del crédito	Requisitos de encaje	Varias	Otras medidas
Diciembre de 1958	Estabilización económica (reformas crediticia, fiscal y / cambiaria; medidas económicas)	Anticipos y redescuentos mantenidos al nivel de 1958	Tope global a la expansión interna del B.C. excluyendo el / producto en moneda local de créditos exteriores (exceptuados los del F.M.I.)  Fin de anticipos al Bco. Hipotecario y al Bco. Industrial	Encaje de 30% sobre aumento de depósitos con base en noviembre de 1958  Aumento de requisitos de encaje básico contra depósitos a la vista de 20 a 30% desde enero de 1959.  Reducción del encaje básico para bancos locales del interior.  Congelación de los depósitos del Bco. Industrial en el B.C.	Eliminación de las garantías cambiarias por el B.C.  Mantenimiento temporal de depósitos de importación, que no excedan en conjunto del 50% del circulante.  Intervención del B. C. en el mercado con fines de estabilización cambiaria sin alterar tendencias básicas.	Medidas fiscales para estabilización presupuestaria.  Eliminación de controles de / depreciación y restricción de alzas de salarios.  Unificación de tipos de cambio.  Eliminación de controles sobre comercio y pagos con el exterior.  Aplicación de recargos a las importaciones y de retenciones a las exportaciones.

CUADRO Nº 2

PARTICIPACION DEL BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA  
EN LOS PROGRAMAS DE ESTABILIZACION

Fecha del programa	Naturaleza del programa	Redescuento	Limitación del crédito	Requisitos de encaje	Varias	Otras medidas
Diciembre 1959	Idem		Revisión trimestral del tope al crédito del B.C. conforme a las / tendencias económicas y a la estabilidad de precios Aumento del tope global; anticipos al gobierno continúan efectuándose contra créditos del exterior(exceptuando los del F.M.I.)		Restablecimiento del mercado de valores públicos	Adquisiciones en el exterior y contratación de créditos a corto y mediano plazo del exterior por parte de las dependencias del gobierno sujetas a aprobación del B.C. y del Ministerio de Economía
Diciembre 1960	Idem		Anticipos al gobierno mantenidos al nivel del monto de octubre de 1960. Expansión interna total del crédito del B.C. continúa limitada.	Reducción en 6 puntos el encaje marginal sobre depósitos / existentes.		Transferencias de ciertas empresas públicas, que no sean de interés nacional, a la actividad privada. Reforma impositiva.

C U A D R O N° 2

PARTICIPACION DEL BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA  
EN LOS PROGRAMAS DE ESTABILIZACION

Fecha del programa	Naturaleza del programa	Redescuento	Limitación del crédito	Requisitos del crédito	Varias	Otras medidas
Diciembre 1961	Idem		Anticipos al gobierno limitados a los niveles de 1960 / 1961  Expansión total continúa limitada	Reducciones de las tasas de encajes marginales y liberación de las mismas con fines selectivos.  Reducción estacional en 4 puntos del encaje básico		
Junio 1962	Idem	Implantación de régimen de redescuento de emergencia.		Encajes marginales reducidos al 12% y 2% para / bancos de Cap. Federal e interior resp.		Moroso de cambios librado a sus propias fuerzas. Devaluación del peso Emisión del Empréstito de Recuperación 9 de Julio
Junio 1963	Idem	Continuaron los regímenes de redescuentos y adelantos de fomento y reactivación		Autorización para depositar parte de los efectivos mínimos en el Bco. Nación al 8% y por 180 días		

CUADRO Nº 2

PARTICIPACION DEL BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA  
EN LOS PROGRAMAS DE ESTABILIZACION

Fecha del programa	Naturaleza del programa	Redescuento	Limitación del crédito	Requisitos del crédito	Varias	Otras medidas
				Encaje adicional del 30% sobre depósitos y obligaciones a la vista y 20% s/ depósitos a plazo  Liberalización de 6 y 2 puntos del encaje adicional, para préstamos de reactivación	Modificación de art. 27 y 49 de Carta Orgánica del B.C.	Prohibición de importación de artículos prescindibles.  Limitación de giros por viajes, etc.
Junio 1964	Idem	Nuevas líneas de redescuentos con fines promocionales  Asignaciones al Bco. Industrial mediante desafectación de efectivos mínimos.		Selectividad en la política de encajes, mediante aumentos de encajes básicos y afectación de los mismos con fines de reactivación económica Encajes básicos: 38% y 18% Zona A y 30½% y 13% Zona B	Amplia utilización del art.49  Depósitos previos en moneda nacional por 180 días y por 100% del valor CIF	Reordenamiento cambiario: verificación de remesas al exterior. Prohibición de salida de oro y billetes

CUADRO Nº 2

PARTICIPACION DEL BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA  
EN LOS PROGRAMAS DE ESTABILIZACION

Fecha del programa	Naturaleza del programa	Redescuento	Limitación del crédito	Requisitos del crédito	Varias	Otras medidas
Junio 1965	Idem	Operaciones de redescuento y anticipos para financiamiento de ciclos productivos o como apoyo de programas especiales				Postergaciones de pagos, refinanciación de deudas externas y colocación de "bonos externos"  Devaluaciones del peso.
Junio 1966	Idem	Aumento de créditos para financiación de exportaciones no tradicionales.		Reducción de encajes básicos al 34 y 21% sobre / pasivos a la vista y al 18% y 7½% sobre pasivos a plazo  Continuación de la política selectiva.	Activa utilización de los art. 27 y 49 de la Carta Orgánica del B.C.	Varias devaluaciones del signo monetario.
Marzo 1967	Estabilización económica (reformas fiscales, cambiarias, políticas de ingresos)		Tope de expansión crediticia del B.C. al / sector gobierno de 80 mil millones			Devaluación del peso a $n\text{on}$ 350: U\$S 1 Derogación de disposiciones que / trababan las transacciones con el exterior

C U A D R O N° 2

PARTICIPACION DEL BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA  
EN LOS PROGRAMAS DE ESTABILIZACION

Fecha del programa	Naturaleza del programa	Redescuento	Limitación del crédito	Requisitos del crédito	Varias	Otras medidas
					Reconstitución del mercado de valores públicos  Uso de la "per- suncción moral" por el B. C.	Establecimiento de derechos sobre exportaciones y gravámenes sobre importaciones.  Derogación de la suspensión de importaciones.  Reformas fiscales.

G U A D R O N º 3

EVOLUCION DEL MEDIO CIRCULANTE Y COSTO DE VIDA

Años	Medio circulante			Incrementos anuales del costo de / vida
	En cifras absolutas (miles de millones de pesos)	Indice sobre base 1958 = 100	Incrementos anuales	
1950	24,72	21	-	-
1951	30,38	26	23	33
1952	34,28	29	13	37,5
1953	43,13	36	26	4,5
1954	51,88	44	20	4,3
1955	61,19	51	18	12,5
1956	71,28	60	16	13
1957	82,81	70	16	24,6
1958	118,85	100	44	31,6
1959	170,13	143	43	114
1960	218,46	184	28	27,1
1961	243,15	205	11	13,6
1962	250,34	211	3	27,8
1963	322,35	271	29	24,3
1964	459,14	385	42	22
1965	592,02	497	29	28,5
1966	787,12	661	33	32,5
1967 (Mayo)	890,10	748	13	21,5

Fuente: Fondo Monetario Internacional, International Financial Statistics, Suplemento 1964-65 y 1967.-

C U A D R O N º 4

VARIABLES DEL MEDIO CIRCULANTE

(miles de millones de pesos)

<u>Cuentas</u>	<u>1958</u>	<u>1959</u>	<u>1960</u>	<u>1961</u>	<u>1962</u>	<u>1963</u>	<u>1964</u>	<u>1965</u>	<u>1966</u>
Activos externos (neto)	(1,35)	6,82	22,01	5,32	(24,66)	(1,97)	(5,94)	9,49	9,42
Crédito In- terno	177,15	225,83	288,56	356,15	406,10	501,70	709,04	905,78	1182,26
Gobierno (neto)	65,06	92,36	105,82	115,36	142,55	201,43	307,41	387,39	511,44
Sector Pri- vado	106,91	129,80	177,17	232,82	254,37	287,93	375,41	468,28	623,24
Quasi-dine- ro	41,10	45,11	60,19	74,85	85,57	123,53	178,92	241,04	294,55
Otras cuen- tas (neto)	15,85	17,41	31,92	43,48	45,53	53,87	65,05	82,20	110,02
Medio cir- culante	118,85	170,13	218,46	243,15	250,34	322,35	459,14	592,02	787,12

Fuente: Fondo Monetario Internacional, International Financial Statistics, 1965 y 1967.-

CUADRO Nº 5  
RESERVAS MONETARIAS

(millones de u\$s)

<u>Años</u>	<u>Oro</u>	<u>Divisas</u>	<u>Total</u>
1950	210	205	415
1951	267	128	395
1952	287	55	342
1953	372	48	420
1954	372	67	439
1955	372	29	401
1956	224	14	238
1957	126	36	162
1958	60	38	98
1959	56	220	276
1960	104	422	526
1961	190	196	386
1962	61	54	115
1963	78	192	270
1964	71	82	153
1965	66	170	236
1966	84	132	216
1967 (mayo)	84	357	441

Fuente: Fondo Monetario Internacional, International Financial Statistics, Suplemento 1964-65 y 1967.-

CUADRO Nº 6

EVOLUCION DE LOS TIPOS DE CAMBIO RESPECTO AL DOLAR NORTEAMERICANO

<u>Años</u>	<u>Tipo de cambio oficial</u>	<u>Tipo de cambio libre</u>
1958	18	70
1959	—	83,25
1960	—	82,70
1961	—	83,02
1962	—	134,10
1963	—	132,50
1964	150,90	—
1965	188,50	—
1966	247,30	—
1967 (junio)	—	350

Fuente: Fondo Monetario Internacional, International Financial Statistics,  
1965 y 1967.-

C A P I T U L O V

C O N C L U S I O N E S

(a) Como ya lo hemos indicado en el capítulo III, las principales causas de los procesos inflacionarios en América Latina han sido los déficit gubernamentales, la excesiva expansión crediticia y las pérdidas cambiarias producidas por los atenuados sistemas de cambios múltiples, que con tanta preponderancia se venían aplicando en la región. Pero asimismo cabe expresar, que la inflación de demanda degeneró en muchos casos en inflación de costos, debido a que ante las presiones de los precios se aplicaron liberales políticas de salarios que los situaban ampliamente por encima de los niveles de productividad. A su vez, como existe una relación de causalidad entre inflación de costos e inflación de demanda, la primera también degenera en la segunda porque obliga a una mayor expansión monetaria.

Por otra parte, es también cierto que en América Latina, existen problemas de orden estructural, sobre todo en lo referente al sector agrícola y al sector externo. Mientras el ingreso nacional aumenta, la oferta de bienes de consumo de origen agropecuario permanece inelástica, los precios suben en el mercado interno, pero no en lo internacional regido por monedas duras, y consecuentemente, se eleva el índice del costo de vida. Además, en los países muy dependientes del comercio exterior los influjos de los precios internacionales se dejan sentir en el mercado interno provocando desajustes monetarios.

(b) El proceso inflacionario en Bolivia que se había originado en la financiación de la guerra del Chaco, luego se agravó por los grandes déficits presupuestarios, la excesiva expansión monetaria originada fundamentalmente por los grandes créditos acordados al Banco Minero, a la Corporación Minera y por la ejecución de los planes sociales y las devaluaciones cambiarias. En 1956 se puso en vigencia el plan de estabilización, que sufrió reajustes en 1958, y que dio en los primeros // años resultados positivos.

Sin embargo, a partir de 1965 se observa una reanudación de la / expansión monetaria debido a las demandas del sector público con fines de promoción económica y asimismo el nivel del costo de vida reinició un franco proceso de ~~libre-~~mento.

No obstante, cabe indicar que el relativo éxito logrado en cuanto a la contención del proceso inflacionario se debe también al significativo apoyo recibido de Estados Unidos que a su vez se vio acompañado por un incremento de aflujo de capital privado extranjero.

(c) En Perú, a partir de 1945, se presentaron desequilibrios en la balanza de pagos, por la presión producida por los grandes requerimientos de insumos importados, que se habían visto postergados por la segunda guerra mundial, y asimismo por las / fluctuaciones de las demandas y precios de los productos de exportación. Además se produjo una depreciación del signo monetario y un aumento de los precios y costos / internos. A estos hechos se agregaron fuertes déficits fiscales y una política monetaria liberal y expansionista.

En 1954 se puso en marcha el plan de estabilización, el que estuvo sujeto a reajustes en 1958 y 1959. Hasta 1962 se puede decir que se logró mantener un índice de inflación razonablemente bajo; no obstante, en 1963 se observa un ~~re-~~crudecimiento de la inflación por los crecientes precios agrícolas, los aumentos de salarios por encima del nivel de productividad y por la difícil situación fiscal, / factores éstos que actualmente siguen incidiendo en el proceso inflacionario.

(d) La situación económica colombiana estuvo siempre ligada al comportamiento del sector externo, sobre todo en lo referente a su principal producto de exportación: / el café. En 1954 el sector externo fue el principal factor expansionista debido a // las alzas del precio internacional del café. Asimismo la alta liquidez interna originada por el diferimiento del pago de las deudas extranjeras, fue causa de nuevas presiones. Por otra parte, el Banco Central contribuyó al incremento de los medios de / pago al financiar los ambiciosos planes de inversiones gubernamentales y la compra y

retención de los excedentes de café.

Ante estos hechos, Colombia tuvo la necesidad de poner en vigor el programa de estabilización en 1957, el que fue reforzado con nuevas medidas en 1958. Estas medidas de estabilización dieron en sus primeros momentos buenos resultados, pero a partir de 1960 se produjo un aflojamiento de las restricciones monetarias con una reorientación de las políticas hacia los criterios de selectividad en el afán de apoyar los intentos de desarrollo. La demanda monetaria se amplió // por las razones precedentes y por las nuevas financiaciones al sector público y a la Federación Nacional de Cafeteros, el índice del costo de vida tomó nuevo impulso, el tipo de cambio volvió a deteriorarse y bajaron las reservas internacionales.

A partir de 1962 se volvió a una mayor rigidez en los controles, pero aún continúan los problemas derivados de la balanza de pagos y de la inflación interna.

(e) La inflación chilena tiene un carácter secular, que la distingue del resto de los países latinoamericanos, salvo el caso de Brasil que presenta la misma característica de durabilidad y persistencia. Entre los factores inflacionarios se / destaca el vulnerable sector externo, cuyas fluctuaciones se traducen en desajustes monetarios internos y crean fuertes desequilibrios fiscales al ser la estructura / tributaria altamente dependiente del comercio externo. Por otra parte, la demanda global se vio fuertemente incrementada por los aumentos masivos de salarios, por la política crediticia liberal y por los grandes déficits gubernamentales que se fi- / nanciaron con creación de dinero. El proceso, asimismo, se vio agravado por la rigi- / des de la oferta de bienes agropecuarios.

En 1955 y 1956 se encauzó el primer intento estabilizador pero no llegó a dar resultados positivos debido al empeoramiento de la situación del cobre en el mercado internacional y a la consecuente disminución de los ingresos fisca- / les, que agravaron el déficit y demandaron mayores expansiones del Banco Central. En 1959 y 1960 se redujo la tasa de inflación debido a nuevas medidas adoptadas, //

pero a partir de 1961 se reagravó nuevamente el proceso por los desequilibrios del sector externo y los grandes déficits fiscales.

En 1965 se inició un nuevo programa de estabilización que dio resultados aceptables en los primeros momentos, pero que se resintió, sobre todo a / partir de 1966 por la persistencia de los siguientes factores: inelasticidad de / la oferta agropecuaria, impacto financiero de los déficits fiscales, aumentos liberales de salarios sin atender a los incrementos de productividad y nueva caída del precio internacional del cobre.

(f) Ya hemos mencionado que también en el caso de Brasil se presenta la característica de un proceso inflacionario de larga data. Sin embargo, las presiones inflacionarias tomaron ímpetu a partir de la década de los cincuenta debido al proceso / de expansión económica y a las concomitantes políticas de industrialización que no se escalonaron adecuadamente en el tiempo y se pretendieron imponer a corto plazo / y a cualquier costo. A su vez cabe mencionar la gran significación que tuvo el deterioro de los términos del intercambio que influyeron en el desequilibrio de la balanza de pagos, los grandes requerimientos de financiación debido a las compras de café con fines de almacenamiento y la poca autoridad con que gozaba la Superintendencia de la Moneda y el Crédito (SUMOC) para aplicar las debidas políticas monetarias. Por lo mismo, el sistema bancario estuvo siempre dispuesto a la expansión de los medios de pago.

En 1961 se implantó un programa de estabilización casi exclusivamente de orden cambiario, pero el proceso inflacionario siguió agravándose por los grandes déficits fiscales y la continuada aplicación de políticas liberales en materia monetaria y salarial. En 1963 se sumaron como nuevos factores de presión, el estancamiento de la oferta de productos industriales y agropecuarios.

En 1964 se puso en marcha un primer programa de estabilización integrado, que se retocó en 1965, y que hizo posible reducir las altas tasas inflacionarias, sobre todo por la reducción de los déficits fiscales. Asimismo con la crea-

ción del Banco Central y del Consejo Monetario Nacional se pudieron comenzar a aplicar en forma más organizada y enérgica los controles monetarios.

No obstante, todavía se requieren grandes esfuerzos y la adecuación de las medidas estabilizadoras para lograr el objetivo de estabilidad.

(g) En la Argentina, luego del período de inflación latente, se origina un vigoroso proceso inflacionista a partir de 1946 debido a: la política de industrialización a cualquier costo, la estatización de empresas deficitarias, los grandes déficits presupuestarios, las alzas masivas de salarios unidas a una productividad declinante, la política de tipos de cambios múltiples que originaron grandes pérdidas cambiarias y entre otras cosas el rescate de las acreditadas cédulas hipotecarias / mediante emisión monetaria. Por su parte, la política bancaria, a partir del reordenamiento bancario de 1946, fue totalmente dirigida y se puso al servicio de la política expansionista del gobierno, mediante el financiamiento inflacionario de los // abultados déficits públicos, y fundamentalmente de las operaciones a mediano y largo plazo de los Bancos Industrial e Hipotecario Nacional. A su vez el redescuento / se hizo automático permitiendo el desarrollo de créditos especulativos y no productivos.

El proceso hizo crisis en 1958, con un incremento de la brecha inflacionaria. Por tales motivos, a fines de dicho año y en 1959 se puso en vigencia el plan de estabilización, conteniendo un cambio radical en las orientaciones de la política económica. Luego de un primer impacto inflacionario durante el primer semestre de 1959, se produce una atenuación del proceso inflacionario hasta aproximadamente 1961. Sin embargo, a partir de 1961 la política crediticia se hace más amplia, continúan los serios desequilibrios del sector público y en 1962 se agregan / nuevas perturbaciones de orden político. Se observa así una reanudación de la inflación cuyos factores concurrentes o alternativos fueron los déficits presupuestarios, el aflojamiento de la política crediticia con una mayor dosis de selectividad y en ciertos momentos también el sector externo se constituyó en factor expansivo.

El 13 de marzo de 1967 se dieron a conocer las nuevas medidas estabilizadoras, sobre las cuales aún no se puede abrir juicio en lo que respecta a su efectividad, las que, no obstante, infunden una nueva esperanza en cuanto a la posibilidad de ver dominado el largo proceso inflacionario que nos aqueja.

(h) La política monetaria y bancaria es indudable que presenta una menor eficacia en los países financieramente menos desarrollados, como es el caso de la mayoría de las repúblicas latinoamericanas. Los factores que afectan la eficacia de los controles monetarios y crediticios son fundamentalmente la falta de un adecuado desarrollo de la producción, la inexistencia de mercados financieros muy amplios, la gran influencia del sector externo en la economía, el menor grado de independencia política e institucional de las autoridades monetarias y la falta de una línea constante en los criterios gubernamentales en el manejo de los problemas monetarios. / Ante estos hechos, como hemos visto, los instrumentos más utilizados han sido la regulación de los encajes, con fines cuantitativos y selectivos y la aplicación de / una serie de medios de acción directa. La política de redescuento también ha sido aplicada, volviendo a hacerse más flexible y de carácter cuantitativa con la implementación de los programas de estabilización. Por su parte, las operaciones de mercado abierto prácticamente no han tenido mayor vigencia en América Latina, en lo que se refiere a su uso como instrumento de regulación monetaria en sentido estricto. Sin embargo, como expediente para financiar el desarrollo económico o los cuantiosos / déficits fiscales, ha sido muy utilizado y se transformó en uno de los principales vehículos inflacionarios.

(i) Los programas de estabilización, para que tengan éxito, deben basarse en un adecuado diagnóstico de conjunto de la situación económica de cada país y deben contar con un comprensivo reconocimiento popular y un decidido apoyo político. Además, los organismos financieros internacionales, dentro de sus respectivas áreas de competencia, deben apoyar por un lado los requerimientos financieros de corto plazo, / derivados de los intentos estabilizadores, y por otra parte deben dar solución de /

fondo al desarrollo económico mediante préstamos de fomento.

La política monetaria y bancaria, a pesar de los problemas de // aplicación que encuentra en América Latina, no deja de ser muy importante debido a que no hay que olvidar que el núcleo fundamental del problema sigue siendo de naturaleza monetaria, y además porque las medidas monetarias son más flexibles, pueden ponerse en vigor rápidamente y dan resultados inmediatos.

No obstante, la aplicación de una adecuada política cambiaria / monetaria y bancaria debe acompañarse con una eficaz política fiscal que propenda no sólo a una más eficiente administración pública y a una más eficaz y razonable recaudación impositiva, sino también que se base en una reducción de los gastos presupuestarios improductivos sin llegar a eliminar las inversiones necesarias para / el crecimiento económico. De esta forma se podrían anular o reducir significativamente los déficits fiscales, que, como hemos visto, se constituyeron en uno de los principales factores inflacionarios en América Latina.

Por otra parte, debe fomentarse la industrialización en forma escalonada y a cada vez más altos niveles de productividad, a fin de que se puedan ir reduciendo en forma progresiva los incentivos proteccionistas, todo esto en conjunción con una política de integración regional que permita por vía de la ampliación de los mercados, una reducción de costos.

Pero tal política de industrialización y de desarrollo económico debe basarse en recursos genuinos de orden interno y externo. En este sentido, hemos visto que el sistema bancario no puede realizar ninguna aportación significativa al financiamiento del desarrollo económico. Sin embargo, le cabe a la banca central, mediante la aplicación de adecuadas políticas, reconstituir la confianza en / las monedas nacionales, conseguir la convertibilidad externa y mantener un tipo de cambio estable a fin de fomentar el proceso de ahorro e inversión interna y crear / confianza para la atracción de recursos financieros del exterior. Además, la tarea primordial de los bancos centrales en los países en proceso de desarrollo, es la no-

vilización del ahorro, la regulación y supervisión crediticia que sirvan para orientar adecuadamente la distribución de fondos, la promoción del establecimiento o ampliación de los mercados de dinero y de capital y la creación de organismos financieros que actúen como intermediarios entre los ahorros y las inversiones productivas.

Asimismo debe incrementarse la producción agrícola a fin de que la oferta de bienes de consumo se adecúe a las mayores demandas de dichos bienes, / debido al aumento del empleo industrial y de la urbanización, proporcionando además divisas complementarias con los excedentes que se produzcan.

Finalmente debe quedar bien sentado que no existe el tan divulgado dilema de la estabilidad monetaria por un lado y el desarrollo económico por el otro. Para alcanzar un sostenido y alto nivel de desarrollo es indispensable una razonable estabilidad monetaria. Los gobiernos de los países latinoamericanos han ido reconociendo que el crecimiento económico sostenido no puede ser logrado sin un alto grado de estabilización monetaria. Pero, por otra parte, también es cierto que / la estabilidad monetaria es sólo uno de los objetivos esenciales de la política económica. Según la Carta de Punta del Este, los otros grandes objetivos consisten en: lograr un crecimiento económico vigoroso; mejorar las condiciones sanitarias y educativas y atenuar las extremas desigualdades sociales.

La estrategia debe ser global. En el corto plazo debe lograrse / la estabilidad monetaria y en el largo plazo debe obtenerse un ritmo de crecimiento sostenido. No debe dejarse de lado el ingrediente de la disciplina social, la productividad y el trabajo ordenado con fe en el destino nacional.-

BIBLIOGRAFIA

- 1) CAÑELLAS, Marcelo G., Economía y Política Bancaria, Selección Contable, Buenos Aires.
- 2) CAÑELLAS, Marcelo G., Análisis de la inflación en la Argentina, Revista de Ciencias Económicas, Año XLVII, Serie IV, Nº 6, Abril - Mayo - Junio de 1959 - Página 123.
- 3) CEMILA, Aspectos monetarios de las economías latinoamericanas, 1958, 1959, 1960 y 1961.
- 4) CEMILA, Aspectos financieros de las economías latinoamericanas, 1962, 1963 y 1964.
- 5) COSTANZO, C.A., Programas de estabilización económica en América Latina, / CEMILA, 1961.
- 6) DE KOCK, M.H., Banca Central, Fondo de Cultura Económica, 1955.
- 7) DE FIGUEROA Y MARTINEZ, Emilio, La inflación y el desarrollo, Revista de Ciencias Económicas, Año LV, Serie IV, Nº 27. Enero a Marzo de 1967 - Página 51.
- 8) DE VRIES, M.G., Veinte años de paridades, 1946-1966 - Revis. Finanzas y desarrollo - F.M.I. - vol. III - Nº 4 - 1966.
- 9) DEL CANTO, Jorge, El papel del Fondo Monetario Internacional en los esfuerzos de los países latinoamericanos hacia la estabilización - Revista del Banco de la República - Colombia - Agosto de // 1959.
- 10) DEL CANTO, Jorge, El Fondo Monetario y América Latina - Técnicas Financieras CEMILA - Año III - Nº 1, setiembre - octubre, 1963.
- 11) DEL CANTO, Jorge, El Fondo Monetario Internacional y la estabilización económica, El Trimestre Económico, Vol. XXV - Nº 3, Julio - Agosto - Setiembre de 1958.
- 12) FOUSEK, Peter G., Los instrumentos de la Política Monetaria, CEMILA, 1959.
- 13) GROVE, David L., Política Monetaria en Países subdesarrollados, CEMILA, 1955.
- 14) GARCIA MARTINEZ, Carlos, Anverso y reverso de las relaciones entre la estabilidad y el desarrollo, Revista de Ciencias Económicas, Año LIV, Serie IV, Nº 25. Enero a Junio de 1966 - Página 3.

- 15) MICELE, Antonio, La reglamentación de la Ley de Bancos, Buenos Aires, 1963 Edición del Autor.
- 16) PREHISCH, R., El falso dilema entre desarrollo económico y estabilidad monetaria, VI Reunión de Técnicos de los Bancos Centrales del Continente Americano, Guatemala, 1960, Tomo III, página 765.
- 17) TAMAGNA, Frank, La banca central en América Latina, CEMIA, 1963.
- 18) SEDWITZ, W.J. y SCHOTT, F.H., Los controles monetarios y su utilidad relativa en diferentes ambientes económicos y financieros, V Reunión de Técnicos de los Bancos Centrales del Continente Americano, Bogotá, 1957, Tomo III, pág. 81.
- 19) SEDWITZ, W.J. y RONALL, J.O., Normas de estabilización económica, VI Reunión de Técnicos de los Bancos Centrales del Continente / Americano, Guatemala, 1960, Tomo II, página 313.
- 20) URI, Pierre, Una política monetaria para América Latina, CEMIA, 1966.
- 21) ZUNTZ, M., Monetary Stabilization some recent Latin American Experience, VIII Reunión de Técnicos de los Bancos Centrales del Continente Americano, Buenos Aires, 1966, Documento Nº 17/III.
- 22) ARTETA, Guillermo E., Experiencias Latinoamericanas conducentes a la progresiva liberalización de las restricciones cambiarias y del sistema bilateral de pagos, Tesis, 1962.
- 23) BANCO CENTRAL DE BOLIVIA, Memorias anuales, 1958 a 1965.
- 24) BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERU, Memorias anuales, 1958 a 1965.
- 25) SUPERINTENDENCIA BANCARIA DE COLOMBIA, Informes anuales, 1958 a 1965.
- 26) BANCO DE LA REPUBLICA DE COLOMBIA, La eficacia de los instrumentos de control monetario como método de influir en el volumen y selectividad del crédito, IX Reunión operativa del CEMIA, / Buenos Aires, Noviembre de 1966. Documento Nº 7.
- 27) BANCO CENTRAL DE CHILE, Memorias anuales, 1956 a 1965.
- 28) BANCO DE BRASIL S.A., Memorias anuales, 1955 a 1966.
- 29) BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA, Memorias Anuales, 1956 a 1965.
- 30) BOLSA DE COMERCIO DE BUENOS AIRES, La estabilización monetaria Argentina, Publicaciones Económicas, 1961.
- 31) CENTRO DE ESTUDIOS DE COYUNTURA - IDES, Situación actual y perspectivas de la economía Argentina, Informes cuatrimestrales.

- 32) CEPAL, Estudios sobre la economía de América Latina, 1965 y 1966.
- 33) FONDO MONETARIO INTERNACIONAL, International Financial Statistics, 1965 y 1966.
- 34) FONDO MONETARIO INTERNACIONAL, Annual Report, 1966,
- 35) IV REUNION DE TECNICOS DE LOS BANCOS CENTRALES DEL CONTINENTE AMERICANO, /  
Washington - EE.UU. 1955.
- 36) V REUNION DE TECNICOS DE LOS BANCOS CENTRALES DEL CONTINENTE AMERICANO, Bogo-  
tá, Colombia - 1957.
- 37) VI REUNION DE TECNICOS DE LOS BANCOS CENTRALES DEL CONTINENTE AMERICANO, Gua-  
temala - 1960.
- 38) VII REUNION DE TECNICOS DE LOS BANCOS CENTRALES DEL CONTINENTE AMERICANO, Río  
de Janeiro, Brasil - 1964.
- 39) VIII REUNION DE TECNICOS DE LOS BANCOS CENTRALES DEL CONTINENTE AMERICANO, Bue-  
nos Aires, Argentina 1966. (edición preliminar).
- 40) THE CHASE MANHATTAN BANK, N.A., World Business, revista trimestral, años 1966  
y 1967.

oooo00oooo

I N D I C E

pág.

CAPITULO I

EL PAPEL DEL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL EN RELACION CON LAS POLITICAS DE ESTABILIZACION EN AMERICA LATINA .....	3
--	---

- . -

CAPITULO II

LOS PROBLEMAS DE BALANZA DE PAGOS Y LOS PLANES DE ESTABILIZACION	14
A) Los problemas de balanza de pagos .....	14
B) Las causas de la inflación .....	15
C) Los programas de estabilización .....	21
(a) Medidas de política fiscal .....	24
(b) Medidas de política crediticia .....	26
(c) Reformas cambiarias .....	28

- . -

CAPITULO III

LOS INSTRUMENTOS DE LA POLITICA MONETARIA Y BANCARIA .....	34
A) Objetivos de la política monetaria .....	34
B) Los métodos de control y su evolución .....	36
(a) Política de la tasa de redescuento .....	36
(b) Operaciones de mercado abierto .....	40
(c) Fijación del encaje de los bancos comerciales .....	43
(d) Los controles directos y la regulación selectiva del crédito .....	47
C) La utilidad relativa de los instrumentos monetarios, de acuerdo a los diferentes ambientes económicos y financieros .....	54

- . -

CAPITULO IV

IAS EXPERIENCIAS LATINOAMERICANAS DE ESTABILIZACION MONETARIA Y BAN-	
GARIA .....	59
<u>I) BOLIVIA</u>	
A) Antecedentes y plan de estabilización .....	59
B) Evolución de las medidas de estabilización .....	64
<u>Cuadro Nº 1: Participación del Banco Central de Bolivia /</u> <u>(Departamento Monetario en el Programa de Estabilización .</u>	73
C) Evolución económica .....	78
<u>Cuadro Nº 2: Ayuda Económica Norteamericana .....</u>	78
<u>Cuadro Nº 3: Evolución del Fondo de Estabilización .....</u>	79
<u>Cuadro Nº 4: Evolución del medio circulante y costo de vida</u>	80
<u>Cuadro Nº 5: Factores de creación y absorción de medios de</u> <u>pago .....</u>	81
<u>Cuadro Nº 6: Ingresos y egresos de divisas del Banco Cen-</u> <u>tral de Bolivia - Dep. Monetario .....</u>	83
<u>Cuadro Nº 7: Reservas Monetarias del Banco Central de Boli-</u> <u>via - Dep. Monetario .....</u>	84
<u>Cuadro Nº 8: Reservas monetarias .....</u>	85
<u>Cuadro Nº 9: Evolución del tipo de cambio respecto al do-</u> <u>lar norteamericano .....</u>	86
<u>II) PERU</u>	
A) Antecedentes y planes de estabilización .....	87
B) Evolución económica y de las medidas de estabilización ...	95
<u>Cuadro Nº 1: Participación del Banco Central de Reserva /</u> <u>del Perú en los programas de estabilización.....</u>	108
<u>Cuadro Nº 2: Evolución del medio circulante y costo de vida</u>	113
<u>Cuadro Nº 3: Variables del medio circulante .....</u>	114
<u>Cuadro Nº 4: Reservas monetarias .....</u>	115
<u>Cuadro Nº 5: Evolución de los tipos de cambio respecto al</u> <u>dólar norteamericano .....</u>	116

III) COLOMBIA

A) Antecedentes y planes de estabilización .....	117
B) Evolución económica y de las medidas de estabilización .....	123
<u>Quadro N° 1</u> : Participación del Banco de la República de Colombia en los programas de estabilización .....	138
<u>Quadro N° 2</u> : Evolución del medio circulante y costo de vida .....	143
<u>Quadro N° 3</u> : Variables del medio circulante .....	144
<u>Quadro N° 4</u> : Reservas monetarias .....	145
<u>Quadro N° 5</u> : Evolución de los tipos de cambio respecto al dólar norteamericano .....	146

IV) CHILE

A) Antecedentes y planes de estabilización .....	147
B) Evolución económica y de las medidas de estabilización .....	157
<u>Quadro N° 1</u> : Participación del Banco Central de Chile en los programas de estabilización .....	171
<u>Quadro N° 2</u> : Evolución del medio circulante y costo de vida .....	177
<u>Quadro N° 3</u> : Variables del medio circulante .....	178
<u>Quadro N° 4</u> : Reservas monetarias .....	179
<u>Quadro N° 5</u> : Evolución de los tipos de cambio respecto al dólar norteamericano .....	180

V) BRASIL

A) Antecedentes financieros .....	181
B) Plan de estabilización y evolución posterior .....	192
<u>Quadro N° 1</u> : Participación de la Superintendencia de moneda y crédito y del Banco de Brasil en los programas de estabilización .....	200
<u>Quadro N° 2</u> : Evolución del medio circulante y costo de vida .....	203
<u>Quadro N° 3</u> : Variables del medio circulante .....	204
<u>Quadro N° 4</u> : Reservas monetarias .....	205
<u>Quadro N° 5</u> : Evolución de los tipos de cambio respecto al dólar norteamericano .....	206

VI) ARGENTINA

A) Antecedentes y programas de estabilización .....	207
B) Evolución económica y de las medidas de estabilización .....	220
<u>Cuadro Nº 2:</u> Participación del Banco Central de la República Argentina en los programas de estabilización .....	246
<u>Cuadro Nº 3:</u> Evolución del medio circulante y costo de vida .	252
<u>Cuadro Nº 4:</u> Variables del medio circulante .....	253
<u>Cuadro Nº 5:</u> Reservas monetarias .....	254
<u>Cuadro Nº 6:</u> Evolución de los tipos de cambio respecto al dólar norteamericano .....	255

- . -

CAPITULO V

CONCLUSIONES .....	256
--------------------	-----

- . -

BIBLIOGRAFIA .....	264
--------------------	-----

oooo0oooo