

La oferta de dinero en El Salvador 1962-1982

Violeta Rosenthal

1. Introducción.

El presente trabajo consiste en la aplicación de un modelo sencillo de oferta de dinero a la realidad monetaria de El Salvador. Mediante la aplicación de un instrumento teórico se pretende determinar cuál ha sido el comportamiento de la oferta de dinero en el país, y lo que es más importante, cuál ha sido la participación del Banco Central, del sector público, del sector privado y del sector externo en las variaciones de la oferta.

El trabajo se inicia con la introducción de los conceptos monetarios básicos, posteriormente se describe el comportamiento de los principales agregados monetarios durante el período. Luego se analizan las variaciones de la oferta monetaria en términos de base y multiplicador. A continuación se entra en la parte medular del trabajo que consiste en identificar y tratar de explicar el origen de las variaciones en la base monetaria. Por último se pasa revista a las medidas de política monetaria más sobresalientes del período y se presentan las conclusiones generales.

2. Marco Conceptual

Para fines teóricos, el dinero generalmente se define como cualquier activo que desempeña simultáneamente las funciones de medio de pago, unidad de cuenta y acumulador de valor. Pero resulta que en la práctica, en las economías modernas existen muchos activos financieros que desempeñan estas funciones en mayor o menor grado¹. Normalmente se aceptan tres definiciones de dinero: M1, que es la definición más estrecha, que comprende los billetes y monedas en circulación más los depósitos a la vista en los bancos comerciales. M2 que es una definición más amplia, incluye a M1 más los depósitos de ahorro y a plazo en los bancos comerciales. La tercera definición, M3, comprende M2 más otros activos cuasi monetarios (activos que pueden convertirse con bastante facilidad en activos líquidos)².

Algunos economistas, como Milton Friedman, afirman que la definición de dinero debe basarse en la relación empírica entre el agregado monetario con otras variables económicas tales como el PTB³. Al escoger la definición de di-

nero que ha de emplearse en un estudio de teoría y política monetaria se ueberá considerar que los diferentes agregados monetarios no observan siempre el mismo comportamiento y que el análisis económico busca identificar relaciones entre el dinero y otros fenómenos económicos.

3. Elección del Agregado Monetario.

El análisis de la serie histórica desde 1962 hasta 1982 de las tres definiciones de oferta monetaria⁴ para el caso salvadoreño, encontramos que los tres agregados monetarios experimentaron tendencias crecientes muy semejantes durante el período de análisis. El incremento anual promedio difiere en únicamente 1.1% entre M1 y M2, y en 1.0% entre M2 y M3.

Durante el período comprendido entre 1963 y 1975, se presentaron tasas de crecimiento casi idénticas entre los tres agregados monetarios con excepción de 1964, en que M2 y M3 se expandieron en mayor proporción que M1. En 1976, se produce un abrupto incremento en la oferta monetaria, pero es M1 el que experimenta un incremento comparativamente mayor; el mismo fenómeno se repite en 1979, año en que M1 se incrementa en 20% mientras que M2 y M3 presentan moderados incrementos del 9% y 6% respectivamente. La expansión del medio circulante en 1979, obedece principalmente a la incertidumbre generada por la situación política y social, reflejada fundamentalmente por la caída en los depósitos en los bancos y asociaciones de ahorro y préstamo, ocasionado por las fugas de capital y por la extraordinaria preferencia por el numerario (relación numerario en público/depósitos), que en ese año se incrementó en 48.5%.

Durante 1981 y 1982 se observó la tendencia contraria, mientras M2 y M3 crecieron en aproximadamente 10% anual, M1 no registró crecimiento alguno en 1981 y apenas una modesta expansión del 4% en 1982. Esto reflejó en parte, la disminución de la preferencia del público por numerario que declinó en 20% en 1980 y se mantuvo en ese nivel en los dos años siguientes.

Con el objeto de escoger el agregado monetario en el cual basaríamos el presente estudio, se efectuaron regresiones entre el PTB y los tres agregados monetarios durante el período 1962-1980. Los resultados se muestran a continuación:

CUADRO No. 1

CORRELACION ENTRE OFERTA MONETARIA Y PTB (1962 - 1980)

Variable Dependiente	Término Constante	Variable Explicativa	Coefficiente de Determinación
M ₁	-124.561	0.185Y (7.33)	R ² = 0.986
M ₂	-199.615	0.338Y (7.60)	R ² = 0.993
M ₃	-343.890	0.409Y (8.08)	R ² = 0.994

NOTA: Entre paréntesis valores "t" observados.

Como se desprende del cuadro anterior, cualquier definición de dinero guarda una alta y positiva correlación con el PTB. Sin embargo, esta correlación se incrementa a medida que el concepto de dinero se amplía. De manera que nuestro análisis se basará en M3, que es el agregado monetario que refleja una mayor correlación con el producto.

4. Determinantes de la Oferta Monetaria

En todo momento la cantidad de dinero es el resultado de las decisiones del Banco Central, de los bancos comerciales y del público. Tradicionalmente se considera que el Banco Central determina la cantidad de dinero primario o base monetaria; los bancos comerciales determinan el volumen de préstamos y de otros activos y la cantidad de reservas excedentes que mantienen; y el público determina la forma en que distribuye su riqueza monetaria entre numerario, depósitos a la vista y a plazos, y otros activos financieros⁵. La cantidad de dinero resultante es un reflejo de todas estas decisiones.

A partir de la década del sesenta han surgido importantes esfuerzos por representar con más precisión los mecanismos de oferta y demanda de dinero. El profesor Adolfo Diz⁶ ha adaptado a las características institucionales de América Latina modelos de oferta de dinero desarrollados por economistas, tales como Brenner, Friedman, Cagan, Schwartz, Meltzer, etc. El trabajo de Diz parte de la noción de que la oferta monetaria es el producto de la base monetaria (o dinero primario) y el multiplicador de la base. Los componentes de la oferta están influenciados por sus "determinantes" que en el caso del multiplicador, son cocientes que reflejan el comportamiento de la autoridad monetaria, del sistema bancario y del público en general. Una adaptación a la realidad institucional salvadoreña del modelo de oferta M3, desarrollado por el profesor Diz, se presenta a continuación:

La oferta de dinero viene definida por:

$$(1) M^3 = C + D + A + F$$

donde: C = Numerario en público

D = Depósitos a la Vista en los bancos.

A = Depósitos de ahorro y a plazos en los bancos.

F = Depósitos de ahorro en las Asociaciones de Ahorro y Préstamo.

La base monetaria es igual a:

$$(2) B = C + R_b + C_f$$

donde: R_b = Reservas de los bancos.

C_f = Billetes y monedas en Caja de las Asociaciones de Ahorro y Préstamo.

El multiplicador de la Base, resulta de la relación entre la oferta y la base monetaria:

$$(3) \frac{M^3}{B} = m_3 = \frac{C + D + A + F}{C + R_b + C_f}$$

En general⁷, las tendencias de mediano y largo plazo de la oferta monetaria — sean ellas de rápido o lento crecimiento — se explican preponderantemente por la tendencia de la base monetaria. Las variaciones del multiplicador, a su vez, explican la mayor parte de las variaciones de la oferta alrededor de esa tendencia de mediano a largo plazo. Lo anterior no excluye, lógicamente, la posibilidad de que las variaciones de la base expliquen algunos movimientos de corto plazo de la oferta (por ejemplo, estacionales), o que el multiplicador no pueda, en algunos casos, mostrar algunas tendencias de mediano y largo plazo. No obstante lo anterior, es prácticamente imposible encontrar casos de sostenida estabilidad o de crecimiento explosivo de la oferta de dinero, que no vayan acompañados de una conducta similar de la base monetaria.

5. Participación de la Base Monetaria y el Multiplicador en las Variaciones de M3.

En el cuadro No. 2 se presentan los valores registrados por la oferta (definida como M3), la base y el multiplicador durante el período 1962-1982.

CUADRO No. 2

LOS DETERMINANTES DE LA OFERTA MONETARIA 1962 - 1980 (Cifras de fin de año en millones de Colones)

Años	M ₃ (1)	B (2)	m ₃ (3) = (1 ÷ 2)
1962	315.9	143.2	2.2060
1963	385.3	166.3	2.3169
1964	433.2	180.3	2.4027
1965	454.3	199.1	2.2818
1966	500.3	207.1	2.4157
1967	507.3	249.9	2.0300
1968	539.8	260.2	2.0746
1969	597.2	287.2	2.0794
1970	640.8	299.4	2.1403
1971	718.2	322.1	2.2297
1972	879.0	388.1	2.2649
1973	1,059.2	457.0	2.3177
1974	1,268.0	536.0	2.3657
1975	1,570.3	630.9	2.4890
1976	2,090.8	864.0	2.4199
1977	2,469.7	861.3	2.5691
1978	2,816.2	919.9	3.0614
1979	2,968.3	1,135.9	2.6132
1980	3,156.9	1,226.8	2.5733
1981	3,479.6	1,270.5	2.7388
1982	3,877.3	1,356.3	2.8587

FUENTE: Revista Mensual del Banco Central de Reserva de El Salvador. Varios Números.

Con el objeto de analizar la participación de cada uno de los determinantes en las variaciones de la oferta de dinero, calculamos las variaciones porcentuales y subdividimos el período en cuatro sub-períodos. El primer sub-período comprende entre 1962 y 1965, se caracteriza por la ausencia de datos estadísticos sobre los depósitos de ahorro en las asociaciones de ahorro y préstamo. El segundo, de 1966 y 1971, se distingue por la similitud en la conducta de la base y oferta, en los cuales éstos se incrementan en un promedio anual de 7.99% y 8.05% respectivamente. El tercer período, que se inicia en 1972 y finaliza en 1979, por las altas tasas de crecimiento anual de la oferta y la base, las cuales son de 19.6% y 17.6% respectivamente (se exceptúan de este comportamiento el año 1978 en cuanto a la base y el año 1979 en cuanto a la oferta). Finalmente, los últimos tres años del período analizado, 1980-1982, se analizan en forma separada el comportamiento de cada año porque las condiciones económicas del país cambian radicalmente.

En el cuadro No. 3 se presenta la participación de los determinantes en las variaciones de oferta de dinero, por sub-períodos.

CUADRO No. 3

PARTICIPACION DE LOS DETERMINANTES EN LOS CAMBIOS DE LA OFERTA MONETARIA¹

Período	M ₃	B	M ₃	Interacción ²
1962/65	13.09 (100.00)	11.66 (89.08)	1.23 (9.40)	0.20 (1.53)
1966/71	7.99 (100.00)	8.50 (106.58)	-0.09 (-1.13)	-0.42 (-5.26)
1972/79	19.64 (100.00)	17.58 (89.51)	2.39 (12.17)	-0.32 (-1.63)
1980	6.35 (100.00)	8.00 (125.98)	-1.53 (-24.09)	-0.12 (-1.89)
1981	10.22 (100.00)	3.56 (34.83)	6.43 (62.92)	0.23 (2.25)
1982	11.43 (100.00)	6.75 (59.06)	4.38 (38.32)	0.30 (2.62)
1962/82	13.62 (100.00)	12.25 (89.94)	1.58 (11.60)	-0.20 (-1.47)

1 Promedios por período de las variaciones porcentuales anuales.

2 Interacción: $\frac{\Delta B}{B} - \frac{\Delta m_3}{m_3}$

Los resultados anteriores indican que en promedio, durante los 20 años analizados, aproximadamente el 90% de las variaciones en la oferta monetaria han sido propiciadas por variaciones en la base monetaria y únicamente el 11.6% de las variaciones pueden atribuirse a cambios en el multiplicador. Podemos pues, afirmar que en el mediano y largo plazo, la base es el determinante más importante de la oferta de dinero.

5.1 Participación del Multiplicador

A pesar de la relativamente modesta participación del multiplicador en las variaciones de la oferta al analizar períodos largos, el multiplicador ha ejercido importantes efectos contraccionistas o expansivos en períodos cortos. Así, en 1965, el multiplicador fue un factor de contracción al disminuir de 2.40 a 2.28, como resultado del aumento del encaje bancario, que en ese año fue incrementado del 15% al 20%. Además se impuso la restricción de mantener depositado ese porcentaje obligatorio en el Banco Central de Reserva. El multiplicador vuelve a participar como un elemento de contracción en 1967, cuando disminuye de 2.41 a 2.03, nuevamente, a raíz de la manipulación del encaje legal por parte de las autoridades monetarias, incrementándose del 20% al 30%.

De 1972 a 1975 el multiplicador muestra una constante tendencia creciente, que se explica por el incremento en los depósitos de ahorro. El incremento en el multiplicador obedece a la decisión del público de mantener más depósitos de ahorro, en relación a activos más líquidos como el numerario y los depósitos a la vista. En 1976, en cambio, el público revierte sus preferencias, y se orienta a mantener activos más líquidos, principalmente numerario, provocando una pequeña disminución en el multiplicador. Sin embargo, la participación más importante del multiplicador en las variaciones de la oferta se produce en 1978, cuando el multiplicador aumentó de 2.51 a 3.06, como resultado de la disminución del encaje legal del 30% y 20%. En 1979, la preferencia del público por numerario, hace bajar al multiplicador a 2.61, un valor muy semejante al observado antes de efectuar la disminución en el encaje legal:

En 1980 el público mantiene una elevada preferencia por la liquidez, pero al mismo tiempo se observa el inicio de la recuperación de los depósitos de ahorro, tendencia que continúa durante 1981 y 1982, resultando en incrementos sostenidos en el valor del multiplicador.

6. Determinantes de la Base Monetaria.

La Base Monetaria presentó una participación de aproximadamente el 90% en los cambios que experimentó la oferta durante el período 1962-1982. Siendo la base, el determinante más importante de la oferta, el control de todos los determinantes o de los determinantes más importantes de la base permitirían a las autoridades monetarias controlar la oferta de dinero. Por lo tanto nuestra siguiente tarea es tratar de identificar el origen de las variaciones en la base monetaria.

En primer término, ampliaremos el concepto de base monetaria. La base monetaria se refiere al monto de obligaciones monetarias netas del Banco Central en poder del público y de los bancos en un momento dado.

La base monetaria puede definirse tanto por fuentes como por usos, obteniendo en cada caso resultados numéricamente idénticos, debido al principio contable de partida doble. Partiendo del Balance simplificado del Banco Central tenemos:

Balance Simplificado del Banco Central

Activos	Pasivos
A. Activos Internacionales	E. Pasivos Internacionales
B. Préstamos al Gobierno.	F. Billetes y monedas emitidos.
C. Adelantos y Redescuentos a Bancos Comerciales	G. Depósitos de los Bancos Comerciales.
D. Otros Activos.	H. Depósitos del Gobierno.
	I. Otros Pasivos.

De acuerdo al balance simplificado podemos decir que la base monetaria se determina de la siguiente manera:

$$(A + B + C + D) - (E + H + I) = F + G$$

Es decir, activos totales menos pasivos no monetarios es igual a pasivo monetario o dinero primario o base monetaria. En la práctica algunas variables son tratadas en forma neta y la identidad anterior puede escribirse así:

Base monetaria:

$$(A - E) + (B - H) + C + (D - I) = BM = F + G$$

Esta expresión nos indica la Base Monetaria por:

Fuentes: activos internacionales netos + endeudamiento neto del gobierno + préstamos a la Bancos Comerciales + Otros Activos Netos.

Usos: Billetes y monedas emitidas + Depósitos de los Bancos Comerciales.

Los factores que determinan la oferta de la base están representados por las fuentes, de ahí que, al identificar y cuantificar la base monetaria por fuentes podemos determinar el origen de las variaciones en la base y por ende, en la oferta monetaria. Las variaciones relativas de la base corresponden a las variaciones relativas de sus determinantes (Sector Externo, Sector Gobierno, Sector Privado y otras cuentas netas), ponderadas por la importancia que cada uno de ellos tenga en la composición de la base.

La influencia que las variaciones en el sector externo puedan ejercer sobre la base monetaria, dependerá del tipo de cambio que se haya adoptado en la economía. En países como el nuestro que han adoptado un tipo de cambio fijo, la base monetaria está sujeta a las variaciones e influencias provenientes del sector externo, ya que el superávit o déficit en la compra y venta de divisas provocan aumentos o disminuciones de la base monetaria. Además, el sector externo puede actuar endógenamente⁸. Por ejemplo, si la autoridad monetaria expande excesivamente la base y la oferta a través del crédito interno, el exceso de oferta podría desaparecer a través de un aumento en las importaciones o en las salidas de capital, disminuyendo los activos internacionales netos del Banco Central.

El endeudamiento neto del sector público con el Banco Central, es un determinante sujeto en un principio a la decisión de la autoridad monetaria. En El Salvador, el Banco Central otorga préstamos al gobierno central, a las instituciones oficiales autónomas y a las instituciones oficiales de crédito. El crédito que el Banco Central conceda a las instituciones oficiales de crédito no puede considerarse propiamente como originado por el sector público sino más bien por el sector privado. Esto se debe a que las demandas de recursos de esas instituciones se originan en necesidades de crédito del sector privado y no del sector público.

Es necesario hacer notar que la mayoría de experiencias monetarias excesivamente expansivas y prolongadas han coincidido con una conducta semejante del endeudamiento del gobierno central con la banca central.

El crédito al sector privado, ejerce un efecto inmediato en la base monetaria. Una de las variables que explican las variaciones en este determinante es la tasa de redescuento que el Banco Central cobra sobre los préstamos a las entidades financieras. El ritmo con que el Banco Central esta inyectando base en el sistema, como resultado de variaciones en los demás determinantes también afectará la predisposición de los bancos a endeudarse con el Banco Central.

El siguiente cuadro muestra en forma simplificada la base monetaria por fuentes y por usos.

CUADRO No. 5

LA BASE MONETARIA POR FUENTES Y POR USOS
(MILLONES DE COLONES)

FUENTES	1962	1970	1975	1978	1979	1980	1981	1982
I. Sector Externo (1-2)	50.9	67.1	20.2	270.5	-92.7	-984.3	-1407.4	-1477.6
1. Reservas Internacionales Netas	68.71/	137.8	311.2	664.5	388.8	-267.8	-492.9	-245.5
2. A mediano y largo plazo	17.8	70.6	291.0	394.0	481.5	716.5	914.5	1,232.1
II. Crédito Doméstico Neto (1+2+3)	92.5	232.1	610.7	649.4	1,228.5	2,211.1	2,677.9	2,833.9
1. Sector Privado (a + b)	48.2	166.4	434.2	615.5	882.4	654.4	770.8	817.4
a. Bancos Comerciales	45.5	125.1	243.3	316.3	533.4	606.3	585.5	649.3
b. Instituciones Financieras, neto 2.7	41.3	190.9	190.9	299.2	349.0	48.13/	185.3	176.6
2. Sector Público (a + b)	36.4	80.9	215.3	192.2	495.5	1,720.1	2,143.0	2,413.4
a. Instituciones Oficiales	25.2	50.7	190.0	297.7	476.5	1,304.83/	1,137.3	989.2
b. Gobierno Central	11.2	30.2	25.3	-142.4	19.0	415.3	1,005.7	1,424.2
3. Otras Cuentas Netas	7.9	-15.2	-38.8	-158.32/	-149.42/	-163.4	-239.9	-386.9
BASE MONETARIA (I+II-III+IV)	143.4	299.2	630.9	919.9	1,135.8	1,226.8	1,270.5	1,365.3
USOS								
III. Especies Monetarias en Poder del Público. (a + b)	95.7	136.0	252.8	500.5	740.6	718.7	703.1	732.0
IV. Obligaciones Monetarias con Bancos	47.7	163.2	378.1	419.4	392.9	508.1	567.3	624.3
a. Billetes y Monedas en Caja	12.5	16.8	28.4	47.2	47.2	68.4	70.6	65.1
b. Depósitos	35.2	146.4	349.7	372.3	345.7	439.7	496.7	559.2

FUENTE: Revista Mensual del Banco Central de Reserva (Varios Números).

1/ Incluye ₡3.9 millones en concepto de Letras a futuro.

2/ Incluye ₡81.2 millones en bonos de estabilización monetaria.

3/ A partir de Mayo de 1983, las cifras fueron revisadas, trasladándose las Instituciones Nacionalizadas (INCAFE, INAZUCAR, etc.) a las estadísticas de las Instituciones Oficiales.

Al ponderar las variaciones relativas de cada uno de los determinantes de la base monetaria por la importancia de cada sector dentro de la composición de la base, podemos cuantificar la participación relativa de cada uno de los determinantes en las variaciones relativas de la base monetaria.

El cuadro siguiente muestra la participación relativa promedio de los determinantes por sub-períodos.

Cuadro No. 5

Participación Ponderada de los Determinantes Directos en las Variaciones de la Base Monetaria. 1962 - 1980

Sub-período	Base Monetaria	Sector Externo	Sector Gobierno	Sector Privado	Otras Cuentas Netas
1963-65	11.8	11.8	-2.6	3.4	-0.8
1966-71	8.4	-4.5	5.4	9.1	-1.8
1972-79	17.6	-0.5	6.7	6.7	-2.0
1980	8.0	-78.9	107.7	-20.0	-1.2
1981	3.6	-34.5	34.5	9.5	-5.9
1982	6.8	-5.5	21.3	3.6	-12.7
1962-1979	13.3	0.3	4.6	10.1	-1.7
1962-1982	12.3	-5.7	12.1	8.3	-2.3

Durante el sub-período 1963-65, la base monetaria creció a una tasa promedio del 11.8%, como resultado del crecimiento de las reservas internacionales, ya que el moderado crecimiento del crédito al sector privado fue parcialmente anulado por la participación negativa del crédito al sector público y otras cuentas netas. La actuación del sector gobierno como factor de contracción de la base indica que los depósitos del sector público en el Banco Central son mayores que el crédito bruto al sector. A lo largo de los 21 años (1962-1982) analizados en este trabajo, el sector gobierno ha actuado como factor de contracción en 6 oportunidades y ha sido factor de expansión el 15. A excepción de 1973, siempre que el gobierno ha actuado como factor de contracción, el sector externo ha contribuido a la expansión de la base monetaria. Podría inferirse que esta conducta se debe a la alta dependencia de los ingresos tributarios sobre la exportación del café, y que al incrementarse la liquidez del gobierno disminuye su necesidad del crédito del Banco Central.

En 1976, la base monetaria experimentó el alza más acentuada de todo el período analizado, 36.9%. Los altos precios internacionales del café, al aumentar el valor de nuestras exportaciones fueron responsables de los incrementos en la base monetaria por la monetización de las divisas. El año siguiente 1977, la autoridad monetaria implementó un esquema de medidas para esterilizar el exceso de liquidez. Con el objeto de desalentar el uso del crédito del Banco Central, se incrementaron las tasas de rescuentó y se disminuyeron los cupos de crédito a corto plazo, también se impusieron topes al endeuda-

miento externo de los bancos e instituciones financieras. Además el Banco Central, realizó con éxito operaciones de mercado abierto, al colocar en el público bonos de estabilización monetaria por valor de ₡ 81.2 millones. De esta manera, el crecimiento de la base se redujo a 11.6% en 1977.

El año de 1978, es el único año de todo el período en que la base monetaria se reduce en lugar de crecer. Esta es la única ocasión en que la autoridad monetaria disminuye la tasa de encaje legal del 30% al 20%, también con el objeto de aumentar la liquidez del sistema bancario la autoridad monetaria aumentó la tasa de interés y liberó la política de endeudamiento externo. En ese año, el Banco Central no recurrió a medidas de control directo de la liquidez como la compra de bonos de estabilización monetaria, la cual habría permitido un control más estricto de la liquidez en lugar de liberar aproximada ₡ 118 millones de colones, disminuyendo el encaje legal.⁹

En el año 1980, la base monetaria muestra un crecimiento moderado, 8%, a pesar de que sus determinantes experimentaron las variaciones más importantes del período analizado. El crédito doméstico neto se expandió en ₡ 983 millones, originándose esta expansión en el sector público habiendo variado en 247.1% con respecto al año anterior, año en el cual también creció en la escandalosa tasa de 157.8%. Por otra parte el crédito al sector privado disminuyó en 25.8% en 1980. El sector externo, en 1980, se contrajo en ₡ 861.6 millones o 961.8%, luego de haber sufrido un deterioro de ₡ 363.2 millones en 1979, o una variación negativa del 134.3%. Esta conducta del sector externo se explica por un deterioro de las reservas internacionales netas que pasan de un nivel positivo de ₡ 664.5 millones en 1978 a un nivel negativo de ₡ 267.8 millones en 1980. Reflejando el fuerte endeudamiento a corto plazo a que se vio obligado a recurrir el Banco Central para evitar una devaluación en el tipo de cambio o una tremenda inflación que podría haber sido generada de no haberse permitido la esterilización de circulante a través del sector externo. Las obligaciones extranjeras de corto plazo del Banco Central pasaron de ₡ 50 millones en 1978 a ₡ 463.7 millones en 1980¹⁰. El Banco Central también recurrió al endeudamiento de mediano y largo plazo que se incrementó en ₡ 322.5 millones durante esos 2 años. En teoría, podría argumentarse que en estos años, el sector externo actuó como un componente endógeno, compensando la excesiva creación de crédito interno. El exceso de oferta de dinero fue esterilizada a través de la balanza de pagos, en forma de egresos de capital privado y mediante operaciones no determinadas, que se agrupan bajo "Errores y Omisiones". Estas dos categorías representaron egresos por ₡ 579.7 millones en 1979 y por ₡ 1,022.4 millones en 1980.

En 1981 y 1982, la base monetaria crece a tasas bajas, 3.6% y 6.8%, respectivamente. En 1981, se observan nuevamente importantes variaciones de signo contrario en el sector externo y en el sector gobierno, pero de una magnitud muy inferior a las registradas en el período 1979-80. El sector privado mostró una participación expansiva en el crecimiento de la base.

En 1982, el efecto contraccionista del sector externo disminuye, pero es compensado por un incremento en la contracción ejercida por las otras cuentas netas. Estos dos determinantes compensan la expansión del crédito público y el pequeño incremento en el crédito al sector privado, presentando la base una variación neta de 6.6%.

Al analizar a todo el período en su conjunto (1962-1982) observamos que es el crédito al sector público el determinante que más ha participado en las variaciones de la base, el crédito al sector privado también ha tenido una participación importante en el crecimiento de la base, mientras que el sector externo ha actuado como un moderado factor de contracción al igual que las otras cuentas netas.

Sin embargo, si limitamos nuestro análisis al período 1962-1979, podríamos afirmar que el crédito al sector privado es el determinante más importante de las variaciones de la base monetaria; que sector público actúa como un moderado elemento de expansión, mientras que la participación del sector externo se anulan en el largo plazo.

A continuación haremos algunas consideraciones sobre las medidas de política monetaria más importantes adoptadas durante el período.

7. Medidas de Política Monetaria

Las autoridades monetarias cuentan con una serie de instrumentos de política para lograr los objetivos deseados. Los instrumentos tradicionales de la política monetaria son: el encaje legal, la relación reservas/depositos que los bancos deben mantener obligatoriamente; la tasa de redescuento, la tasa de interés que el Banco Central carga a los bancos por el redescuento de documentos o por el otorgamiento de anticipos, las operaciones de mercado abierto, que consisten en la compra o venta de valores que hace el Banco Central al público. En los países sub-desarrollados, es usual que las autoridades monetarias recurran también a emplear topes de cartera, cupos de redescuento y la manipulación directa de la tasa de interés. En economías de tipo de cambio fijo, la política cambiaria desempeña un papel importante en la consecución de los objetivos de la política monetaria.

Parece ser que la política monetaria en El Salvador se ha enfocado hacia la manipulación del crédito. Cada año el Banco Central establece en su Programa o Presupuesto Monetario, los niveles de crédito que se estiman necesarios para el sector público y sector privado. El programa contiene además las medidas que las autoridades monetarias han de emplear para alcanzar sus objetivos.

El Banco Central otorga crédito al gobierno central, a las instituciones oficiales autónomas, a las instituciones oficiales de crédito, a los bancos comerciales y a algunas instituciones financieras privadas.

Hasta 1979 el crédito al sector privado había sido muy superior al crédito al sector público. En 1980, con la nacionalización del comercio exterior y la implantación de la reforma agraria, un gran volumen de recursos financieros fueron canalizados hacia el sector público; cambiando radicalmente la composición del crédito del Banco Central.

En relación al crédito al sector público es necesario señalar que en el caso salvadoreño, hasta 1979, el manejo de las finanzas públicas fue muy conservador, dependiendo casi exclusivamente de los ingresos corrientes para cubrir el gasto total.

Si analizamos el balance del Banco Central, observamos que el endeudamiento neto del Gobierno Central no ha seguido una tendencia uniforme, ha-

biendo participado como elemento de expansión o contracción de la base dependiendo principalmente del nivel de sus ingresos totales, los que están estrechamente vinculados con el comercio exterior. En 1979 el crédito neto al gobierno central era aproximadamente ₡ 19 millones, en 1980 aumentó a ₡ 415.3 millones, en 1981 sube a ₡ 1,005.7 millones y en 1982 a ₡ 1,42.2 millones. Debido a los problemas presupuestarios que enfrenta el gobierno central, es de esperarse que en 1983 y 1984 el Banco Central participe activamente en el financiamiento del déficit, incidiendo en la base y oferta de dinero. Si los incrementos en el financiamiento del gobierno resultan en un incremento en la oferta, el Banco Central deberá manipular los demás determinantes de la base: otras cuentas netas, sector privado o sector externo para que actúen como elementos de contracción. En el caso de manipular "otras cuentas netas", el Banco Central tendría que incrementar sus pasivos domésticos no monetarios. En lo que respecta al sector privado sería menester limitar la expansión de crédito a este sector. Para el caso del sector externo hay dos opciones: dejar que las reservas internacionales bajen o incrementar los pasivos externos de mediano y largo plazo considerámos que uno de los objetivos del Banco Central es mejorar su posición de reservas; aunque el nivel de los pasivos externos de mediano y largo plazo del Banco Central ya han alcanzado niveles elevados, sería factible seguir aumentándolos si la fuente de recursos fuera el Fondo Monetario, el Banco Mundial o el Banco Interamericano de Desarrollo.

El otro componente del crédito al sector público, está constituido por el crédito a las instituciones oficiales (tanto las autónomas como las oficiales de crédito). El crédito neto a las instituciones oficiales creció en forma constante hasta 1980. El ritmo de crecimiento durante el período 1962-1973 fue un moderado 10% anual. El ritmo de crecimiento se acelera durante los años comprendidos entre 1974 y 1979, creciendo en un promedio anual de 28.7%

En 1980, el crédito a las instituciones oficiales sufrió un incremento de ₡ 716.8 millones o de un 131% respecto al saldo de 1979. Este explosivo incremento se explica por el incremento en el crédito a las instituciones oficiales que jugaron un papel importante en la ejecución de la reforma agraria y de la nacionalización del comercio exterior. El 38.8% del crédito a estas instituciones fue dirigido al Instituto Nacional del Café (INCAFE), el 24% al Banco de Fomento Agropecuario, el 10% a Fedecrédito y el 3.7% al INAZUCAR. También fue menester asistir a la Administración Nacional de Acueductos y Alcantarillados (ANDA) se compran bonos de la Comisión Ejecutiva Hidroeléctrica del Río Lempa (CEL) y financiar al INSAFI¹¹.

En 1981 se reduce el crédito neto a las instituciones oficiales, pasando de ₡ 1,304.8 millones a ₡ 1,137.3, esta disminución se origina por la menor demanda de crédito de INCAFE, debido a que obtuvo mayor financiamiento externo que el año anterior. La misma tendencia se observa en 1982, año en que el crédito a estas instituciones disminuye nuevamente, alcanzando el nivel de ₡ 982.2 millones.

El crédito al sector privado constituyó hasta 1979 el determinante más importante en las variaciones relativas de la base. Como se señaló anteriormente, durante los últimos 3 años, el sector público ha tenido una participación predominante en las variaciones en la base monetaria. El crédito al sector privado está compuesto por el crédito que el Banco Central de Reserva concede al sector privado a través de los Bancos Comerciales y las otras instituciones finan-

cieras privadas. El Banco Central sujeta el crédito a limitaciones en cuanto a su volumen y destino. El programa monetario establece anualmente el monto de financiamiento y las disposiciones de ley obligan al Banco a canalizar sus préstamos hacia actividades productivas.

Durante el período 1962-65, el crédito al sector privado creció a un ritmo promedio anual de 20.4%. Se destaca en este período el financiamiento a corto plazo concedido en el año de 1965, el cual duplica el saldo del año anterior. Esta expansión está relacionada con el aumento en la tasa de encaje legal, la cual pasa del 15% al 20% en ese año.

Es necesario aclarar los efectos contrarios que producen en la oferta la utilización de estos dos instrumentos. Por un lado, el incremento en la tasa de encaje legal provoca un efecto de contracción, ya que se reduce el multiplicador; por otra parte, la expansión del crédito ocasiona un movimiento expansivo de la base. El resultado final de un año fue un moderado incremento de aproximadamente el 5% en la oferta de dinero.

Durante el período 1966-1971, el crédito al sector privado continúa expandiéndose a una tasa promedio del 20.1%. La mayor expansión de crédito ocurre en 1967, coincidiendo una vez más con el aumento de la tasa de encaje legal. Este fue el año en que se experimenta la mayor expansión de todo el período: 20.7%. Sin embargo, debido al efecto contraccionista del multiplicador, la oferta se expande en un moderado 2%.

De 1972 a 1979 el crédito al sector privado continuó expandiéndose a una tasa de aproximadamente 20% anual. Las cifras globales de crédito se amplían considerablemente en los años 1973 y 1974, debido a la crisis energética y sus consecuencias inflacionarias que comienzan a experimentarse en el último trimestre de 1973. En 1978 se baja la tasa de encaje legal del 30% al 20% sobre toda clase de depósitos, complementándose esta medida con la disminución de los topes de redescuento. En 1979, los problemas de liquidez que experimenta el sistema financiero debido a la agudización de la crisis política, obliga al Banco Central a crear "mecanismos para cubrir las deficiencias temporales de encaje legal y para estabilización financiera"¹². El crédito a los Bancos Comerciales se incrementó de ₡ 316.3 millones en 1978 a ₡ 533.4 millones en 1979. Por otra parte, el crédito de los Bancos Comerciales al público apenas se incrementó en 11.2%. El crédito del Banco Central en ese año fue básicamente para cubrir las deficiencias de encaje que sufrieron las instituciones bancarias como consecuencia del masivo retiro de depósitos que resultó de la desconfianza del público.

Las cifras para 1980 muestran un crecimiento negativo de 12.4% con respecto al año anterior. Sin embargo, al analizar el crédito a los bancos comerciales observamos que estos continuaron incrementando su utilización de recursos del Banco Central. La baja se observa en las otras instituciones financieras privadas, cuyo saldo de crédito neto baja de ₡ 349 millones en 1979 a ₡ 48.1 millones en 1980. Esto no es más que una reclasificación del crédito a la compañía salvadoreña de café, ahora Instituto Nacional del Café, de instituciones financieras privadas a instituciones oficiales.

En 1981 y 1982 del Banco Central el crédito al sector privado ha vuelto a mostrar tendencias crecientes moderadas. Sin embargo, pareciera ser que la Demanda de recursos financieros por parte del sector público no ha sido causa

de escasez de crédito para el sector privado. De acuerdo a los estudios sobre oferta y demanda de crédito, realizado en marzo este año¹³, los banqueros informaban que contaban con suficientes recursos en moneda local para atender las demandas de los clientes sujetos de crédito. Es más, el reporte indica, que 1982 el crédito al sector privado se incrementó en términos reales mientras que el producto territorial bruto se vio reducido. Esta conducta puede atribuirse a la demanda de crédito para reconstrucción y refinanciamiento.

Conclusiones

De la evidencia empírica presentada podemos deducir algunas conclusiones generales.

En primer lugar, podemos afirmar que la base monetaria es el determinante más importante de la oferta de dinero. El multiplicador tiene una modesta participación en las variaciones de la oferta. Las variaciones más significativas en el multiplicador son originadas por variaciones en el encaje mínimo obligatorio.

En el período 1962-1979 la base monetaria creció a una tasa promedio de 13.3%; el sector que más contribuyó a las variaciones en la base fue el sector privado que participó con un promedio de 8.8%. Al ampliar el período de análisis hasta 1982, observamos que la base monetaria presenta una tasa de crecimiento promedio de 12.3%. Sin embargo, la fuerte expansión del crédito del Banco Central al sector gobierno durante el período 1980-1982, hacen que sea el sector público el determinante más importante de las variaciones de la base.

Durante los últimos años, los efectos expansionistas del crédito al sector público en la base monetaria han sido anulados por la contracción del sector externo resultando en crecimientos moderados de la base y oferta monetaria. Esto ha sido posible por el endeudamiento externo del Banco Central y por la limitada expansión del crédito al sector privado.

NOTAS

- 1 Bain, A.D. "The Control of the Money Supply" Penguin Books, 2a. Ed. Londres 1976, p. 16.
- 2 García Soto, Ronald "Introducción a la Teoría Monetaria" Editorial Universidad Estatal a Distancia, San José, 1981, p. 25.
- 3 Board of Governors of the Federal Reserve System. "A Proposal for Redefining the Monetary Aggregates" en Havrilesky Thomas M. y Boorman, John T. "Current Issues in Monetary Theory and Policy", Segunda Edición. Ed. AHM Publishing Corporation, Arlington Heights, Illinois, 1972. p. 505.
- 4 M3 fue definido como numerario en poder del público más depósitos a la vista, de ahorro, a plazos y en divisas en el sistema bancario más los depósitos de ahorro en las Asociaciones de Ahorro y Préstamo.
- 5 Fand, David I. "Can the Federal Reserve Control the Nominal Money Stock", en Havrilesky, Thomas M y Boorman, John T. op. cit. pp. 228/289.
- 6 Diz, Adolfo. "Oferta Monetaria" CEMCA México, 1975.
- 7 Ibid. p. 69.
- 8 Ibid. p. 72/73.
- 9 Sebastián, Luis de "Panorama Monetario en 1978" en Estudios Centroamericanos, ECA. 365-370, 1979. p. 547.
- 10 Benitez Bonilla, Alberto "El Sector Externo de la Economía Salvadoreña", Banco Central de Reserva 1982.
- 11 Memoria 1980, Banco Central de Reserva de El Salvador p. 60 y 63.
- 12 Memoria 1979. Banco Central de Reserva de El Salvador.
- 13 El Salvador: Credit Supply and Demand, Chechi and Company, 1983.