

Panorama Monetario en 1978

RESUMEN

El artículo de Luis de Sebastián, que nos presenta el panorama monetario en 1978, tiene una primera parte, en la que el autor, utilizando las estadísticas de que se dispone, hace un análisis de la oferta y la demanda monetaria y del nivel de precios en el país. En una segunda parte se pone a revisar las políticas monetarias adoptadas por las instituciones correspondientes, bajo la política dictada por la Junta Monetaria, en el año de 1978, que denotan un optimismo en la concepción de que las medidas tomadas pueden mejorar sustancialmente la situación, y están basadas principalmente en la permisión, o en el "no impedir". Finalmente, y tras discutir el valor de tales medidas, hace algunas sugerencias para una adecuada política monetaria.

El año de 1978 fue un año de sobresaltos y de reformas en el sector monetario. La constante pérdida de divisas y la consiguiente reducción de liquidez fueron los causantes de los sobresaltos: cambios en la política del encaje legal, y de los tipos de interés fueron las medidas más importantes que se tomaron para salir de la situación. En este trabajo voy a examinar críticamente el problema y las soluciones, tratando de dar pistas para una política monetaria en el presente año.

Así pues en la primera parte analizaré la oferta y la demanda en el mercado monetario y el nivel de precios; la segunda parte estará dedicada a las medidas monetarias tomadas durante 1978 y terminaré con algunas sugerencias para una política monetaria adecuada.

I. El mercado monetario en 1978.

En el cuadro 1 aparecen la evolución de las variables básicas de la oferta de dinero. En él aparecen

los activos y pasivos más importantes del Banco Central. La primera columna contiene los activos internacionales o reservas internacionales netas, que junto con los activos nacionales constituyen el lado activo de la base monetaria: en la segunda columna aparecen, pues, una parte de los activos nacionales obtenidos con recursos propios: son los adelantos a bancos, instituciones financieras, instituciones oficiales autónomas y Gobierno Central y los valores, fundamentalmente, de las instituciones oficiales autónomas. En la tercera columna aparecen el medio circulante, constituido por el numerario y los depósitos a la vista. La suma de las dos primeras columnas es mayor que la tercera porque no todas las reservas internacionales aquí contadas entran en la determinación de la base monetaria.

De la inspección del cuadro 1 y mucho mejor del análisis del gráfico 1 aparece claramente la evolución de los diversos componentes de la oferta monetaria.

Cuadro 1
**EVOLUCION DE LAS VARIABLES BASICAS DE LA
 OFERTA DE DINERO**
 En millones de colones.

	(1) Reservas Inter- nacion. Netas	(2) Adelantos y Valores	(3) Medio Circulante	(4) Oblig. Mon. con Gob. Cent.
Enero	552.89	780.16	1,046.41	160.80
Febrero	595.89	738.35	1,064.24	143.24
Marzo	616.59	702.83	1,041.73	119.15
Abril	475.44	789.48	1,030.17	83.76
Mayo	424.39	812.79	1,010.33	80.36
Junio	379.87	907.81	1,056.72	80.57
Julio	381.83	842.76	992.43	85.37
Agosto	348.36	840.24	937.98	145.94
Septiembre	440.89	810.59	939.82	198.91
Octubre	563.45	759.34	963.72	190.59
Noviembre	615.08	747.82	992.96	182.26
Diciembre	664.53	781.45	1,190.18	135.59

Fuente: Revista mensual del Banco Central de Reserva, Dic. 1978, pág. 1070-1071.

El descenso de las reservas internacionales es el factor exógeno al mercado monetario que determina el comportamiento de la oferta de dinero en esta coyuntura. Este descenso es el resultado de una interrupción del flujo normal de ingreso de moneda extranjera proveniente de la exportación del café, junto a un gasto, de hecho excesivo, en importaciones e inversiones en el exterior.

La exportación del café se detuvo prácticamente el mes de abril de 1978, en que se exportaron solamente 1,500 sacos (69 kilogramos) a Japón. Al final de ese mes se habían exportado 131,542 sacos contra 1,409,415 sacos en la misma fecha del año anterior.¹ La cantidad de dinero que el país dejó de percibir lo hemos calculado en cerca de 800 millones de colones.²

A la vez que se detenía la exportación de café, la salida legal de divisas por comercio exterior siguió siendo importante. No hablo aquí, claro está, de la salida ilegal de capitales, que algunas fuentes han estimado en 300 millones de dólares,³ sino de transacciones legales. Así, en agosto de 1978, el déficit de la balanza comercial era de 627.4 millones de colones que contrasta con el superávit de 621.1 en agosto de 1977 y el superávit de 75.8 millones con que se cerró el año 1977.⁴

De marzo a agosto las reservas habían descendido en un 43.5 o/o y llegaron a cubrir solamente

un mes y medio del valor FOB de las exportaciones de 1977. En el mes de agosto se empezó a hablar de la devaluación del colón, como una medida más política (para contentar al Fondo Monetario Internacional principalmente) que técnica. El cambio en la política de comercialización del café alivió la presión sobre el colón y se alejó el fantasma de la devaluación.

Ante una tendencia descendente de los activos internacionales, los activos nacionales son manejados de manera que neutralicen los movimientos autónomos de aquéllos. Observamos, así, en el gráfico 1 que tanto las líneas B como D se mueven, mes a mes, en dirección contraria a las reservas (línea A). De marzo a agosto aumentan los adelantos e inversiones del Banco Central, pero en una proporción menor que el descenso de las divisas, y disminuyen cuando se recupera el ingreso de divisas.

El efecto global sobre la oferta monetaria es una tendencia a la baja, con la sola excepción del mes de junio, tendencia que continúa a pesar de la recuperación del flujo de reservas en septiembre y octubre y se recupera a fin de año. Esto no se traduce en una reducción mayor del medio circulante, como parecería lógico esperar, porque a partir de agosto aumenta el multiplicador monetario, al reducirse el encaje legal. Así aumenta la liquidez real, sin necesidad de aumentar la base monetaria.

Cuadro 2
EVOLUCION DE LOS COEFICIENTES DE LIQUIDEZ EN 1978

En millones de colones.

	(1) Depósitos*	(2) Existencias	(3) Préstamos al Bco. Central	(4) Coefic. Liq. Bruto	(5) Coefic. Líqui- do Neto.
1er. Trim.	1,654.06	555.41	198.83	33.57 o/o	21.55 o/o
2o. Trim.	1,747.81	570.15	170.95	32.62 o/o	22.84 o/o
Julio	1,736.16	537.25	182.92	30.95 o/o	20.41 o/o
Agosto	1,636.68	444.63	183.914	27.17 o/o	15.93 o/o
Septiembre	1,669.58	420.83	199.96	25.21 o/o	13.23 o/o
Octubre	1,680.66	389.77	184.64	23.19 o/o	12.21 o/o
Noviembre	1,682.63	406.53	202.72	24.16 o/o	12.11 o/o
Diciembre	1,784.27	419.35	225.76	23.50 o/o	10.85 o/o

Fuente: Revista mensual del Banco Central de Reserva de El Salvador, Enero 1979, p. 27.

* Los datos trimestrales son promedios del período.

En este cuadro se puede ver por una parte cómo la escasez de liquidez general hace que los depósitos disminuyan a partir de junio y cómo, por la otra, se intenta resolverla liberando reservas, que para un valor parecido de los depósitos (1.736.16 millones en julio y 1,784.27 en diciembre) representan 117.9 millones de colones. El año se terminó con una sensación de alivio, en cuanto a la liquidez monetaria.

La crisis de liquidez hubiera sido más aguda y duradera si la demanda de dinero se hubiera portado de manera diferente. La demanda de dinero no se puede observar directamente, claro está, pero su comportamiento se puede inferir de una función de demanda. En funciones estimadas para El Salvador⁵ aparece la influencia crucial del ingreso per cápita, el crecimiento del producto nacional y la demanda de activos extranjeros en la determinación de la demanda de saldos monetarios nominales y reales. No contamos con los datos necesarios para una estimación de la función de demanda en el curso de 1978, pero, si aceptamos que la demanda es estable, de manera que en este año las influencias sobre las demandas son las mismas y en igual medida que en los años anteriores, que sirvieron de base a la estimación, entonces podemos inducir el comportamiento de la demanda de la observación y análisis de los argumentos de la función.

No disponemos, a la hora de escribir este trabajo, de las estadísticas del ingreso per capita y del crecimiento del producto nacional. Mi intuición es que estas dos variables no han crecido mucho en términos monetarios y en términos reales pueden haber descendido.

Se puede afirmar, mínimamente, que en cuanto al efecto parcial de estas dos variables la demanda de dinero no creció mucho durante 1978. Por parte del efecto de la demanda de activos extranjeros, la demanda de dinero nacional tuvo que haber sido baja, dada la creciente preferencia por la de los activos reales y monetarios de otros países. En resumen, la falta de liquidez provocada por un descenso exógeno de la oferta, en circunstancias en que la demanda era tímida y, probablemente, decreciente no tuvo serias repercusiones en la actividad económica general, a la sazón poco animada. Para el período de Navidad el problema de la liquidez a corto plazo había sido olvidado, aunque siempre quedaban problemas de falta discriminatoria de créditos. Es posible que a final de 1978 la oferta monetaria fuera adecuada para llevar a cabo los planes de consumo y de inversión sin ejercer presión sobre los precios; el problema no era de equilibrio monetario sino de escasez de gasto total ex ante.

Los precios al consumidor continuaron aumentando hasta el mes de agosto y se mantuvieron estables el resto del año.⁶ Como es lógico, el defecto de oferta no pudo menos de ejercer un efecto anti-inflacionario aun en el corto plazo. Por su parte las actividades especulativas, principalmente, con terrenos urbanos y viviendas cesaron en gran medida. Mientras no se abra una veta especulativa, como pudiera hacer la COFINTA con las tierras agrícolas, y no se calmen un poco los conflictos sociales, que hacen el futuro sumamente inseguro e impredecible, no es probable que se avive la llama de la especulación de activos reales.

Los impulsos inflacionistas al final de 1978 no

correspondían ya exclusivamente a factores importados. En efecto, la tasa de inflación en agosto de 1978 era menor que la nuestra en los principales países proveedores, de manera que es insuficiente

una explicación de la inflación por simple transmisión del aumento de costos internacionales (cost-push). Algo se puede ver en el cuadro siguiente:

Cuadro 3
VARIACIONES DEL INDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR
(TASA DE INFLACION) EN EL SALVADOR Y SUS PRINCIPALES
PROVEEDORES: 1978 (PORCENTAJES)

Período	El Salvador	Guatemala	Est. Unidos	Alemania	Japón
1er. Trim.	0.80	1.96	1.65	1.28	0.42
2o. Trim.	4.51	2.15	2.65	0.90	2.00
3er. Trim.	5.98	2.71	2.33	0.00	0.73
4o. Trim.	2.28	1.47	1.95	0.00	0.24
Total	13.57	8.29	8.58	2.18	3.39

Fuente: IMF. International Financial Statistics, Mayo 1979.

Como se puede apreciar, la evolución de las tasas de inflación ha sido significativamente distinta en El Salvador y en los países de los que principalmente importamos. Por otra parte, una transmisión de inflación extranjera a través de la balanza de pagos está excluida, pues la balanza fue más bien deficitaria.

La inflación hay que explicarla también por factores internos que no parecen ser de carácter monetario, dada la creciente falta de liquidez, sino más bien de carácter estructural. Parece, en concreto, que las disparidades en los tiempos de ajuste entre sectores hace que algunos, más rezagados, estén todavía intentando recuperar su poder adquisitivo anterior, cuando los impulsos inflacionarios originarios ya se han extinguido. Esta diferencia en el poder de ajuste entre sectores hace que siempre haya alguien halando de los precios hacia arriba y los que menos poder de ajuste tienen se quedan siempre rezagados. En el nuevo año 1979 ya se están empezando a sentir nuevos impulsos inflacionarios de carácter internacional. La subida del precio del petróleo es el principal.

Con esto podemos caracterizar la situación del mercado monetario en 1978. Un mercado que después de una seria perturbación de la oferta y de repercusiones estructurales se equilibra provisionalmente a un nivel muy bajo de actividad económica. El problema del mercado monetario reside fuera de él: en el estancamiento económico de la inversión y del gasto ex ante. Es una de las clásicas trampas keynesianas en que la política monetaria es totalmente impotente para elevar a corto (y no digamos nada a largo) plazo el nivel del ingreso nacional.

10%

80%

40%

II. Medidas monetarias en 1978.

Sin embargo, la política monetaria en 1978 se empleó con gran optimismo, como si hubiera realmente soluciones monetarias a los graves problemas del país.

Estas medidas fueron fundamentalmente en dos direcciones: un aumento de los tipos de interés y un cambio en la política de endeudamiento externo.⁷

Hubo además decisiones que sin ser directamente monetarias afectaron directamente al mercado monetario, tal fue la decisión de liquidar al precio vigente en el mercado las existencias de café y la decisión de limitar el gasto público. Hubo también, cambios institucionales como las reformas a la Ley de Creación de la Junta Monetaria (Decreto No. 515 del 17 de mayo de 1978) y la reforma de la Ley Orgánica del Banco Central de Reserva en lo relativo a la emisión de títulos valores (Decreto No. 28 del 6 de septiembre de 1978).

En un memorándum sin firma que circuló ampliamente por círculos bancarios y de negocios y que se decía representar las recomendaciones hechas al Gobierno por la misión del Fondo Monetario Internacional, se añadía a las medidas antes citadas la limitación de la oferta de crédito, dependiendo de la captación de fondos internos y externos. No tenemos evidencia de que se haya aplicado a partir de septiembre una política definida de restricción de créditos. Parece ser que la Junta Monetaria optó por mantener las metas de crédito prescritas.

Sobre el aumento de las tasas de interés ya comenté en otro lugar⁸ la fundamentación teórica, a mi modo de ver equivocada, de esta medida. Hasta la fecha, el público no disponemos de estadísticas suficientes para comprobar si la elevación de las tasas de interés ha tenido un efecto positivo o negativo en la captación de ahorros nacionales y extranjeros, en la repatriación de fondos exportados ilegalmente, y en evitar que se exporten más. La limitada evidencia, de que disponemos, aparece en el cuadro siguiente:

Creo, de acuerdo a mi comentario anterior, que los depósitos pueden haber aumentado por la reanudación de las ventas de café, pero las condiciones de conflictividad social no son propicias para atraer capitales ni evitar que otros nuevos huyan. Como decía entonces, la tasa de interés es, en las condiciones políticas actuales, una variable irrelevante para controlar los depósitos. La diferencia del mercado financiero de El Salvador con la de otros mercados no reside en la tasa de interés sino en la garantía y seguridad de sus instituciones. Pero sobre este punto no quiero insistir más aquí.

La medida de aumentar el tipo de interés es acertada, en cuanto éste refleja el precio del dinero en nuestra economía, aunque la fragmentación de los mercados es tanta y las ganancias monopólicas tan importantes que es difícil hablar de un solo tipo de interés por una parte y es cuestionable, por otra, que el precio del crédito refleje adecuadamente los "costos de producción" o precio de oferta. De todas formas la elevación de las tasas de interés es una medida realista, que tendría que ser completada necesariamente con medidas para aumentar la competencia y evitar discriminación en la oferta de créditos.

La política de endeudamiento externo cambió en dos aspectos: En primer lugar, se elimina el cupo al endeudamiento externo, a cualquier plazo, del sector privado no bancario, cuando el crédito sea destinado a financiar actividades productivas. En segundo lugar, aunque se mantienen los cupos para el endeudamiento externo a corto plazo del sector financiero, se suprimen para las operaciones a mediano y largo plazo, siempre que los créditos sean para actividades productivas.

Es, en resumen, una liberalización de la deuda externa privada, para pasar a los empresarios interesados la carga de buscar y conseguir préstamos en el extranjero, no poniendo prácticamente ninguna traba al que los consiga. La medida tiene una dosis de buena intención y una dosis de ingenuidad, pues los empresarios que pueden ofrecer suficientes garantías para conseguir préstamos en mercados extranjeros

Cuadro 4
EVOLUCION DE LOS DEPOSITOS
En millones de colones.

	Depósitos a Plazo	Depósitos de Ahorro	Depósitos en Moneda Ext.	TOTAL
31-X-77	529.23	503.71	2.97	1.036.61
31-VIII-78	539.63	552.54	2.14	1.094.31
31-IX-78	578.96	561.63	4.15	1.144.74
31-X-78	562.70	558.56	3.17	1.124.43
31-XII-78	575.49	575.77	3.18	1.154.44

Del Resumen de Balances de los Bancos Comerciales e Hipotecario. Revista Mensual del B.C.R. de El Salvador.

son los que tienen el poder necesario para conseguir créditos en el mercado nacional.

La medida va en la línea, un tanto dogmática, o, si se prefiere, aplicada mecánicamente, de la liberalización como remedio universal indiscriminado para todos los problemas económicos. Sin embargo, como luego veremos más extensamente, la liberalización es o puede ser beneficiosa en ciertas circunstancias, pero no necesariamente en todas y siempre.

La última justificación teórica de esta medida pudiera estar en el moderno enfoque monetario de la balanza de pagos, tan en boga actualmente en el Fondo Monetario. Si hubiere en una economía abierta un exceso de demanda de dinero, el público y las empresas tienen que procurarse en el extranjero el dinero adicional para satisfacer su demanda, lo cual pueden hacer exportando más o consiguiendo préstamos. Se nota, pues, la teoría vigente en el Fondo, al aconsejar que no se pongan trabas a este logro de la liquidez adicional de los privados en el extranjero. La teoría supone la posibilidad objetiva y la propensión subjetiva de los empresarios a buscar financiamiento adicional en el exterior. En realidad si consideramos la diferente capacidad de obtener créditos de nuestros empresarios, dado el funcionamiento oligopólico y discriminatorio del sistema de otorgamiento de créditos comerciales, veremos que la mayoría no puede y los otros no necesitan acudir a mercados financieros extranjeros. El quitar los requisitos de cupo, es decir, el hacer institucionalmente accesible los créditos externos, no significa que se les hacen económicamente accesibles que es, en definitiva, lo importante. Como dicen refiriéndose a la política monetaria en general "se puede llevar el caballo al agua, pero no se le puede hacer que beba".

Hay un problema adicional que se deriva de la "picaresca" económica de nuestro medio, y que se centra en la enorme amplitud con que se suele entender burocráticamente "actividades productivas". Mucho es de temer que, estos préstamos externos, si se hacen, se emplean en financiar actividades especulativas que, aunque "producen" grandes utilidades, no crean ni el equivalente en valor de las divisas necesarias para pagar la deuda.

Las dos medidas estrictamente monetarias que comentamos, son, pues, de naturaleza permisiva; es decir, supuestas otras condiciones que incidan positivamente en la captación de fondos nacionales y extranjeros para el sector productivo y el financiero, las dos medidas: alza de las tasas de interés y liberalización del endeudamiento externo de los privados, no serán obstáculos para que se sigan los efectos que las otras causas pueden producir. Pero ellas no son causas capaces de producir esos efectos; no son condiciones suficientes y probablemente tampoco necesarias.



Por otra parte, las autoridades económicas y monetarias adoptaron la política de "penetrar con mayor amplitud, en medida razonable y para proyectos esenciales, en los mercados internacionales de capital". Ya para entonces, la Asamblea Legislativa autorizó al Ministerio de Hacienda (Decreto No. 37 del 6 de septiembre de 1978) a firmar tres contratos de préstamos por 250 millones de francos franceses (135.88 millones de colones) con el Banque de Paris Des Pays-Bas, el Banque Nationale de Paris y el Banque Francaise du Commerce Exterieur, para financiar las obras del Puerto Pesquero en Punta Gorda, Golfo de Fonseca. En la misma ocasión la Asamblea autorizó al Banco Central de Reserva a emitir bonos en moneda extranjera hasta la suma de 100 millones de colones (Decreto No. 39, 6 de septiembre de 1978), destinados a ser colocados en los mercados internacionales de capital.

Hasta diciembre de 1978 se habían autorizado por el Gobierno Central los siguientes préstamos con organismos internacionales o gobiernos:

Cuadro 5
**CONTRATOS DE PRESTAMOS CON GOBIERNOS
 Y AGENCIAS INTERNACIONALES 1978**

Del Gobierno Central

Gobierno o Agencia.	Monto en Millones de ¢	Proyecto	Autorizado (Diario Ofic.)	Celebrado
1 B. I. D.	113.50	Hidroeléctrico San Lorenzo	26 de Ene.	
2 B.C.I.E.	6.50	Interconector regional CA-12 y CA-1	22 Dic./77	18 de Enero
3 B.C.I.E.	28.75	Zona de Exportación San Bartolo.	22 Dic./77	30 de Enero
4 CANADA	3.00	Acueductos rurales.	10 Febrero	15 Febrero
5 A.I.D.	8.38	Habilitación de Mano de Obra.	8 Mayo	3 Junio
6 BIRF	22.50	Formación profesional.	9 Mayo	5 Junio
7 A.I.D.	5.75	Irrigación en pequeña escala.	22 Agosto	
8 FRANCIA	135.88	Fomento industria pesquera.	19 Sept.	14 Diciemb.
II. De Instituciones Autónomas.				
9 BIRF-ANTEL	57.50	Tercero de Comunicaciones.	12 de Abril	
10 Banco Exterior de España-CEL	18.86	Turbinas hidráulicas.	--	14 Septiemb.
11 Bank of América-CEL	15.00	Hidroeléctrico San Lorenzo.	9 Octubre	

Total autorizado y/o firmado: 415.62 millones de colones.
 FUENTE: Diario Oficial (varios números).

El cuadro reflejaría aproximadamente las actividades oficiales de endeudamiento externo. En el presupuesto para el ejercicio de 1979 se pretende gastar 114.56 millones⁹ de financiamiento externo. La política de endeudamiento externo ha dejado las cautelas del pasado, lo cual parece sensato. Aquí el único peligro es que la administración, acosada por problemas del corto plazo, se aficione a esta política, cuyas consecuencias negativas se pueden trasladar a gobiernos posteriores. El Salvador tiene todavía una buena capacidad de endeudamiento externo: el saldo de la deuda externa total al final de 1977 era de 700 millones de colones el 28 o/o de las exportaciones totales (2.432 millones) del mismo año. Por otra parte el servicio de la deuda pública externa fue en 1977 162.77 millones que representan 6,7 o/o de las exportaciones. Esta misma rela-

ción es más elevada para la mayor parte de los países latinoamericanos:

Cuadro 6
CARGA DE LA DEUDA EXTERNA

Nicaragua	12,3 o/o *
Brasil	15,2 o/o
Argentina	18,3 o/o
París	21,6 o/o
Uruguay	29,5 o/o
Chile	33 o/o
México	33,2 o/o

* Datos para 1976. El Salvador ese año tuvo un índice de 4,2 o/o.

FUENTE: BID, Progreso económico y social en América Latina. Informe 1977, Washington, p. 489.

Aunque la capacidad total de endeudamiento es todavía grande, sin embargo hay que vigilar el ritmo tan veloz a que está creciendo tanto los pagos por amotizaciones, de 20 millones en 1976 a 135 en 1977, como los de intereses 13.4 millones en 1975, y 28.04 en 1977. Mientras el anterior índice no pase nunca del 10 o/o la situación de la deuda externa no será preocupante. Pero esto supone una determinada estructura de la deuda, que hay que mantener inmutable, con decisiones presentes, aunque las necesidades inmediatas sean muy precisas.

Distinto es el problema que puede haber en colocar la emisión autorizada de los 100 millones de dólares en bonos, si el mercado internacional de capitales llegara a dudar de la solvencia política de este gobierno. Quizá para prevenir esta eventualidad se recurrió también al mercado cautivo de capital del país; así la Asamblea Legislativa autorizó en diciembre una emisión de bonos nominados en moneda nacional hasta un total de 200 millones dada "la necesidad inaplazable de recurrir al crédito público interno. . ."

Dado que en tiempo de inflación los deudores suelen salir beneficiados, el Gobierno ha asido la coyuntura para obtener un financiamiento ventajoso para él, si continúa la inflación. El Gobierno se apropiara en ese caso de poder adquisitivo del público, cuyos fondos son últimamente los que presta; la operación resultará en una redistribución de riqueza, si los fondos así prestados se emplean efectivamente en inversiones sociales. No sería conveniente, sin embargo, provocar la inflación con déficit presupuestarios, para conseguir el efecto anterior; está suficientemente demostrado que la capacidad de obtener financiamiento de este modo es muy limitada.¹⁰

El encaje legal, que estaba fijado desde el 16 de diciembre de 1967, se alteró en cuanto al concepto no en la cantidad en 1971, pero en diciembre de 1974 se restauró el concepto de la ortodoxia anterior. En 1978 se cambiaron las disposiciones sobre el encaje legal.

La reducción del encaje legal se resolvió en sesión de la Junta Monetaria del 28 de junio de 1978. La reducción se haría gradualmente del 30 o/o al 20 o/o, en reducciones del 2.5 o/o al principio de cada uno de los meses de julio, agosto, septiembre y octubre de 1978.

Las reservas monetarias liberadas se aplicarían "a la amortización gradual de los saldos de redescuento de los Bancos Comerciales e Hipotecario con el Banco Central". Con esto se podría ampliar las líneas de crédito especiales en el orden que determinaba el mismo Banco Central. Las prioridades fueron: financiar la industria azucarera, producción de ganado, créditos de avío, cosecha 1977/78, crédito prendario de café, cosecha 1977/78, líneas todas ellas con cupo y las líneas sin cupo para el crédito a

la exportación el de avío de café, cosecha 1978/79.

En diciembre de 1978, el coeficiente de liquidez bruto es el más bajo en los últimos 11 años (10.85). Se inaugura así una nueva etapa en la historia del control monetario por parte del Banco Central. La medida es lógica y acertada en una crisis de liquidez. En noviembre de 1969¹¹ proponía yo una reducción progresiva del encaje legal desde el 30 o/o al 20 o/o, como medio (entre muchos otros) para activar la economía. Sin embargo, en otro artículo posterior matizaba substancialmente mi confianza en el encaje legal como instrumento dinámico para controlar el volumen de depósitos.¹² Después de un sencillo análisis econométrico, el coeficiente de liquidez aparecía allá como un factor institucional que garantizaba la solidez (conservadora decía yo) de los balances de los bancos comerciales, pero no como un instrumento de control coyuntural de la masa monetaria.

Al reducir el encaje legal ha habido un efecto inmediato de liberar reservas, que comenzaron a circular inmediatamente en la sequía monetaria de agosto, como aparece en el cuadro 2. Este efecto puede fácilmente extinguirse en pocos meses y quedarse todo en unos balances bancarios menos conservadores. Una vez pasada la escasez de liquidez, ¿volverá el encaje legal a ser un parámetro institucional o tendrá la suficiente variabilidad para ser un verdadero instrumento de control coyuntural de la oferta monetaria?

Pero sin duda la medida —no monetaria— con mayores repercusiones monetarias fue la reanudación de ventas del café, que se llevó a cabo siguiendo al pie de la letra las recomendaciones del memorándum atribuido al Fondo Monetario Internacional. Las exportaciones de café aumentaron en un 100 o/o de mayo a octubre, una situación muy atípica en el proceso de exportación del café; pero al final de este último mes sólo se habían exportado 732.049 sacos de una cosecha que pasaba de los 2 millones de sacos. Durante los últimos meses del año se vendió café a ritmo creciente, y, aunque no se han publicado estadísticas, es bastante probable que al fin del año las exportaciones de café se hubieren aproximado a la meta mínima de 512 millones de dólares, que señalaban los asesores extranjeros. Esta meta supondría unos 100 millones de dólares menos que el valor de la exportación de café del año 1977.

La nueva política implicó, como es sabido, un cambio bastante significativo en la comercialización del café, con una cierta marginación de la Compañía Salvadoreña del Café y mayor intervención de las empresas exportadoras privadas.

Por último una medida que toca al sector monetario fue la reforma de la Ley de Creación de la Junta Monetaria.

Las reformas a la Ley de Creación de la Junta Monetaria afectan a la directiva de la Junta y a su

presidencia.¹³ La reforma cae formalmente sobre el artículo 2 de la Ley del 29 de agosto de 1973, que otorgaba la presidencia de la Junta Monetaria al Presidente de la República. Ahora la presidencia pasa al Ministerio de Planificación y Coordinación del Desarrollo Económico y Social, que en la Ley de Creación, ocupaba el quinto lugar de preminencia todavía como Secretario Ejecutivo.

¿Qué significa este cambio? No cabe duda que es un gesto administrativo para quitar importancia a la Junta Monetaria y desvestirla del papel político de controlar "desde el más alto nivel del Estado" las finanzas nacionales. En 1973, mostraba la significación política del establecimiento de la Ley;¹⁴ la misma lógica de mi argumento de entonces me lleva a afirmar que esta medida significa una devolución del poder de control que tenía el sector privado sobre las finanzas nacionales.

Los considerandos para la reforma de la Ley son de orden técnico-administrativo y contrastan claramente con los considerandos de orden político de la Ley, los cuales son en la práctica ignorados. ¿Por qué, si no, se ha hecho descender del más alto nivel el control de las finanzas nacionales?

III. Significado de la política monetaria seguida en 1978.

1. Lo primero que muestran las medidas monetarias tomadas en 1978 es que todavía y a pesar de las circunstancias hay confianza en la política monetaria. Lo cual no deja de ser curioso.

Ante la futilidad genérica de medidas monetarias para solucionar problemas no monetarios con repercusiones monetarias, le asalta a uno la duda de si las medidas se tomaron para dar la impresión de que se hacía algo. Luego vamos a ver que ésta no es la interpretación correcta, pero la impresión no es infundada. En efecto, la variedad de medidas que se tomaron son, fundamentalmente como hemos mostrado arriba, de naturaleza permisiva es decir, que tienden a **no impedir** el funcionamiento de otras causas, pero que no pueden substituir de ninguna manera a esas otras causas. El tipo de interés es un precio que se ofrece a quien quiera depositar su dinero en un banco, es un incentivo que sólo funciona si no hay incentivos contrarios más poderosos. Lo mismo, evidentemente, podemos decir de las medidas de liberalización del endeudamiento privado: sólo ayudarán, si hay quien quiera servirse de ella. La nueva política del encaje legal también es facultativa. Sólo el endeudamiento oficial tendrá efectos necesarios en cuanto sirva para financiar proyectos de inversión pública, en ausencia conspicua de la privada.

2. La lógica de estas medidas se puede salvar en el largo plazo, cuando las condiciones políticas y económicas reales hayan evolucionado positivamente

con respecto a la inversión y al crecimiento económico. En esas circunstancias de crecimiento económico garantizado, las medidas monetarias parecen adecuadas para, en el sentido señalado anteriormente, apoyar el desarrollo continuado.

Por supuesto que en el corto plazo la única medida eficaz fue la de reanudar la venta de café: una medida no monetaria. El desmantelamiento del coeficiente de liquidez tuvo un efecto inmediato, pero pasajero, de liberar algo de liquidez; su acción más permanente ya está enjuiciada anteriormente.

En el corto plazo, el único instrumento activo que las autoridades monetarias están dispuestas a usar es el otorgamiento de crédito. Por toda la evidencia de que disponemos, parece que este instrumento no se utilizó. La política monetaria quedó, por lo tanto, reducida en su conjunto a una política de mediano y largo plazo, con las limitaciones antes señaladas.

3. Los análisis subyacentes a las medidas que comentamos dejan de lado las variables de naturaleza política, para concentrarse unilateralmente en variables estrictamente económicas, como si los problemas económicos tuvieran necesariamente causas económicas y no políticas. El caso de la fuga de capitales es el más preclaro ejemplo de un hecho con graves consecuencias económicas, pero que tiene sus raíces en la situación conflictiva e incierta del país, que, por lo tanto, no puede ser corregida con una elevación de las tasas de interés. Es realmente sorprendente la forma "técnica" como los funcionarios del Banco Central analizaban la falta de liquidez, con miedo de mencionar siquiera las variables políticas que todos tenemos en la mente, como si la situación política fuera un tabú inabordable.

4. Las medidas "técnicas" tienen una tendencia en común: la tendencia a des-intervenir en la economía por parte del Estado. Bajo los vagos conceptos de "flexibilizar", "liberalizar", etc., se encierra la tendencia generalizada de la actual conducción económica a favorecer la iniciativa de los privados —algunos privados— en la economía, con un repliegue táctico del Estado, lo cual, naturalmente, no impide que se ayude a ciertos gremios de empresarios cuando el "mercado" no arroja los resultados a que esos empresarios creen tener derecho.

No podemos, pues, hablar de un verdadero liberalismo económico, porque el liberalismo excluiría todas las formas que el Estado emplea para ayudar a los empresarios. En todo caso sería un liberalismo asimétrico y por lo tanto más oportunismo que otra cosa. La actual conducción económica no es neo-liberal, es una conducción "ad hoc", liberal unas veces, intervencionista otras, proteccionista las más. La filosofía última que inspiró las medidas monetarias del 1978 fue el simple dogma de que cuanto más se favorezca a los negocios privados mejor le irá a todo el país. Esto podría ser más o menos verdad

en una economía cerrada dotada de eficaces mecanismos de redistribución, pero en una economía que agudiza, al crecer, las diferencias de riqueza e ingresos y está abierta a otras economías, a las que se puede trasladar los activos y los ingresos, en una economía, en fin, radicalmente injusta e insolidaria la fórmula de los Tres Mosqueteros, no funciona: "Uno para todos y todos para uno"

5. Creo que una medida monetaria, tan necesaria desde el punto de vista del equilibrio de la balanza de pagos, como impopular en ciertos sectores agroexportadores, es la referente a la determinación y destino de la oferta créditos. Yo he demostrado en otro lugar⁵ que el crédito destinado a favorecer el comercio exterior ha sido, en ocasiones, contraproducente para la balanza de pagos, en vez de serla favorable. Todo depende de si se crea en cantidades que resultan excesivas desde el punto de vista de la demanda global de dinero. El argumento no es tan simple como para resumirlo aquí, pero la conclusión esencial es que el Banco Central debe evaluar más precisamente los montos de crédito que destina a los agroexportadores, por el efecto multiplicador que esos créditos del Banco Central tienen sobre la oferta de dinero. El Banco Central no debe aceptar, como un dato económico primario e inalterable, los hábitos de financiamiento de los productores de cultivos exportables y los agroexportadores. Habrá circunstancias en que, por más que éstos protesten, no convenga que el Banco proporcione todo el financiamiento que pidan, pues, aunque saca de un problema inmediato, mete en otro de más duración y extensión, como puede ser la inflación y el déficit en la balanza de pagos. Pieza importante de este mecanismo es la propensión a adquirir activos, bienes y servicios extranjeros a partir de los beneficios obtenidos por medio del financiamiento del Banco Central.

Sería verdaderamente de desear que el crédito se manejara autónomamente, con la mira puesta en el logro de objetivos bien definidos, y no pasivamente, reaccionando a las presiones políticas, más o menos fuertes, de los agroexportadores.

6. Para hacer una recomendación final, me parece que más flexibilidad, más competencia y más equidad son necesarias en el sector monetario para aumentar su eficacia económica y social. Estas cualidades, en contra de lo que dicen los pseudo-liberales, sólo pueden asegurarse con una intervención estatal que destierre las prácticas monopólicas y discriminatorias en el otorgamiento de préstamos. La tendencia contraria fomentaría las diferencias que hoy sienten los pequeños, medianos y grandes empresarios en cuanto a la facilidad para conseguir créditos. Lo cual apunta a que el mercado de créditos no es fluido, ni competitivo, sino que funciona por compartimentos estancos a los que no todos los empresarios tienen acceso. Intentar soluciones relativas a

precios —las políticas del tipo de interés— es inútil en mercados de este tipo, donde el precio no es el factor que, en definitiva, excluye o selecciona a los demandantes de crédito; sino otros factores, como la conexión estructural, vía propiedad, con los bancos y financieras.

Y ya para terminar quiero recordar que, de todos modos, la política monetaria, aun la más racional y realista, poco puede hacer para aumentar el nivel de actividad económica que va siendo cada día más alarmante; aunque siempre puede hacer algo para empeararla.

NOTAS

1. Revista mensual del Banco Central de Reserva, noviembre de 1978, p. 1002.
2. SEBASTIAN, Luis de, "La actual crisis de liquidez", *Boletín de Ciencias Económicas y Sociales*, 5, 1978, pp. 37 y 43.
3. *El Salvador News-Gazette*, "Capital Flight of Millions", 28 January- 3 Feb. 1979, p. 1.
4. Revista mensual del Banco Central de Reserva, noviembre de 1978, p. 995.
5. —MONTROYA, Carlos, SEGOVIA, Elmer R y SERRANO, Mauricio. *Demanda de dinero en El Salvador, Guatemala y Honduras*. Tesis de Licenciatura. Universidad Centroamericana José Simeón Cañas, 1974. —SJAASTAD, Larry A., *La demanda de dinero en El Salvador*. Ministerio de Planificación (número) San Salvador, 1976.
6. "Me gufo por los datos del índice de precios al consumidor reportados por *International Financial Statistics*, Nov. 1978.
7. Memorandum del Banco Central de Reserva: Medidas de política monetaria y crediticia adoptadas por la Junta Monetaria en sesión JM-16/78, en vigencia a partir del 18 de septiembre de 1978.
8. SEBASTIAN, Luis de, "Consideraciones sobre la función de ahorro en El Salvador", *Boletín de Ciencias Económicas y Sociales*, 4, 1978, pp. 32-33 y 36.
9. *Diario Oficial*, Tomo No. 261, 22 de diciembre de 1978.
10. ACKLEY, Sadner, "El costo de la inflación" *Perspectivas Económicas*, 25, 1979, pp. 46-49. Traducido de *American Economic Review*.
11. SEBASTIAN, Luis de, "Agenda para una reactivación de la economía", *Estudios Centroamericanos*, ECA, 254-255, 1969, pp. 465-466.
12. SEBASTIAN, Luis de, "El coeficiente bancario de liquidez como instrumento de control monetario". *Estudios Centroamericanos*, ECA, 262, 1970, pp. 376-380.
13. *Diario Oficial*, Tomo No. 260, 17 de Mayo de 1978, Decreto No. 515.
14. SEBASTIAN, Luis de, "¿Ha abolido la Junta Monetaria al Banco Central?", *Estudios Centroamericanos*, ECA, 299, 1973, pp. 563-571.
15. SEBASTIAN, Luis de, *Inflation, Money and the Balance of Payments in El Salvador* (Tesis doctoral), The Graduate Institute of International Studies Ginebra, 1978.
Dos capítulos de este estudio aparecerán próximamente en la Revista del Banco Hipotecario de El Salvador.