

Política monetaria en centroamérica: Evolución reciente y perspectivas

Carlos J. Glower

Introducción

A raíz del grave deterioro económico que ha sufrido Centroamérica durante los últimos ocho años, la cobertura exigida a la política económica de cada país ha cobrado una mayor vigencia y amplitud. Las naciones de la región han utilizado una pléora de instrumentos que van desde las medidas más convencionales hasta las menos ortodoxas, como son los tipos de cambio múltiple mixtos, etc. Empero, la bondad de los resultados está aún por determinarse.

En aras de obtener un mejor entendimiento de la variedad de políticas económicas actualmente aplicadas por los gobiernos centroamericanos, el presente documento pretende abarcar las medidas más importantes que se han tomado recientemente en la región y de esta forma obtener una mejor percepción sobre el efecto que éstas han tenido en lo interno de cada país.

El tema de la política monetaria en Centroamérica es demasiado importante para dejarlo en situación confusa, de modo que este trabajo podría ser considerado como un esfuerzo más de aclaración sobre este amplio tema. Así, el enfoque que se utiliza conjuga los aspectos normativos con los analíticos.

Consecuentemente, en la siguiente sección se establece el marco analítico, del cual se derivan algunos criterios tradicionales para evaluar la efectividad de la política monetaria. En la segunda sección, se presentan, por país, las medidas e instrumentos que se han utilizado, como también los objetivos que se persiguen; dentro de ese marco, se hace un conjunto de apreciaciones relacionadas a las perspectivas que se vislumbran. En la última sección se hace una breve comparación para así

poder obtener un conjunto de generalizaciones sólidas.

1. Marco analítico

Por lo general, la política monetaria pretende imprimir estabilidad a los vaivenes de una economía; en particular, ésta trata de normalizar los movimientos abruptos en los niveles de empleo y de precios, como también alianzar la congruencia que requiere cualquier desequilibrio entre la cuenta corriente y la cuenta de capital de la balanza de pagos.

Empero, cabe señalar que en algunos casos la política monetaria no es tan efectiva para lograr los objetivos antes mencionados. Ello es así por razones que incluyen aspectos institucionales, en el campo social, y estructurales que emanan del mismo diseño de la política monetaria que se quiere poner en práctica.

Así, un obstáculo institucional lo impone el hecho que en un país donde no exista, o es incipiente un mercado financiero, los efectos previstos de una política monetaria dinámica y abrupta a la vez, pueden contribuir a que se obtengan resultados contrarios a los esperados. No se debe olvidar que el mercado financiero es el mecanismo de transmisión más importante de la política monetaria. De esta forma, es teóricamente correcto aseverar que cuando un país no posee un mercado financiero que incluya la transacción de recursos a largo plazo, la distinción académica-formal entre la política monetaria y la política fiscal carece de sentido. En otras palabras, solamente se puede hablar de política económica en general.

Por su parte, los aspectos estructurales del diseño de la política económica también puede imponer otro tipo de obstáculos. Es un postulado de la teoría económica que la política monetaria es más eficiente en la medida en que el sistema cambiario sea más flexible. En particular, en el caso de un país con un sistema cambiario flexible, se tiene casi una completa libertad para establecer el nivel de inflación que se desee. En el caso contrario —tipo de cambio fijo—, el componente más importante de la inflación se origina en el exterior, por lo que se puede decir que existe una cierta validez cuando se habla de "inflación importada".

A pesar de lo anterior, el papel que puede jugar la política monetaria en países como los centroamericanos no es tan árido.* En las décadas de los sesenta y principio de los setenta, la política monetaria en la región centroamericana se caracterizó por su eficiencia en el campo de la estabilización de precios. Los niveles de inflación anual promedio de

* Para una mayor explicación véase Carlos J. Glower, "Política y control monetarios en Centroamérica", *Monetaria*, (Enero 1986): 1-54. C.E.M.L.A., México.

Centroamérica en su conjunto se situaron por debajo del mismo indicador de Estados Unidos. Considerando que este país fue el más importante consocio comercial y que los países de la región centroamericana mantuvieron un régimen cambiario fijo, era de esperar que la tasa inflacionaria centroamericana fuera levemente superior a la de este país.

Asimismo, las medidas tomadas por las autoridades monetarias durante el período 1960-1977, fueron inequívocamente exitosas en el campo de las acciones compensatorias; particularmente, sobresalieron las medidas relacionadas a los embates de liquidez provenientes de sus respectivos sectores externos. En este campo, se destacaron Costa Rica y Nicaragua, ya que lograron neutralizar, como mínimo, un 70.% de las variaciones originadas por la liquidez externa en la base monetaria. En menor grado, se descolla Honduras, con un 50.0%. Por su parte, Guatemala optó por una política que exigía que la base monetaria fuera determinada primordialmente por la liquidez externa, ya que en contadas ocasiones se utilizó el crédito interno como medida compensatoria. Sobre este aspecto, El Salvador no se colocó a la par de los demás países; ya que la evidencia empírica no arroja resultados estadísticamente confiables.

En lo tocante al objetivo final de la política monetaria de cada país durante el mismo período, se puede afirmar que la prioridad de Guatemala, El Salvador y Nicaragua fue la estabilidad económica, como se definió anteriormente; en forma un tanto ambigua se puede argumentar lo mismo para el caso de Honduras. En este campo, el caso de Costa Rica es el excepcional, ya que la prioridad de su autoridad monetaria fue proveer suficiente apoyo al gasto público. Es interesante también el hecho que de los cinco países, solamente El Salvador tomó medidas explícitas dirigidas exclusivamente a imprimir una cierta estabilidad al sistema financiero y que en cierta medida alcanzaron resultados fructíferos.

Como se puede apreciar, a pesar de las dificultades que imponen los aspectos institucionales y estructurales al proceso monetario en países como los centroamericanos, la dirección de los asuntos monetarios de la región durante los años 1960-1977 merece un alto calificativo. Sin embargo, cabe subrayar que en la mayoría de los casos, el manejo de la política monetaria es mucho más fácil en períodos de expansión que en períodos de recesión.

Así, en el período de 1960-1977, las economías centroamericanas gozaron de un auge continuo y creciente, alentado principalmente por los beneficios derivados del esquema del mercado común. Por medio de dicho marco, se logró disminuir considerablemente la presión económica regional, producto de las barreras al comercio, y así el área centroamericana alcanzó un peldaño superior en el proceso de ensanchar su mercado.

Por último, se debe señalar que, pese a los obstáculos institucionales y estructurales que se han apuntado, no es necesario abarcar todas las medidas y políticas específicas que ha adoptado un país para poder llevar a cabo un análisis que presente un panorama completo del desenvolvimiento económico. En otras palabras, al seleccionar los aspectos monetarios como instrumento de análisis, se está analizando en forma indirecta pero completa, los aspectos fiscales y cambiarios. Sin embargo, no se pueden cubrir los aspectos arancelarios, subsidios, etc. Aun así, dichos aspectos son reflejados y se pueden deducir del panorama monetario, una vez se analice un conjunto de series de tiempo.

2. Dirección y características de la política económica

Ahora que Centroamérica padece una de las peores disyuntivas económicas de su historia, es pertinente examinar las medidas que se han tomado para aminorar los efectos adversos de la crisis que se vive. Con miras a obtener una mejor visión del panorama monetario que prevalece en la región, a continuación se presentan, por país, las acciones más importantes que se han efectuado recientemente.

2.1. Guatemala

En 1987 la economía guatemalteca registró un crecimiento real del 2.5% en el Producto Interno Bruto (PIB). Considerando que dicho indicador había registrado un pleno estancamiento en 1986 con una cifra del 0.%, se puede aseverar que Guatemala ha logrado encauzar su economía hacia una trayectoria saludable. Por su parte, la inflación, que había alcanzado la cifra record del 40.0% en 1986, fue reducida al 12.0%. Así la política deflacionaria aplicada para afrontar la crisis, tuvo el efecto de abalir en forma satisfactoria algunas presiones económicas que se habían gestado durante los últimos años.

En base a estas dos cifras, se puede argumentar, con las reservas del caso, que 1987 constituyó un año menos pesimista de lo que se creía al principio del mismo. Por lo tanto, el "Plan de Reactivación Económica" puesto en vigencia por el Gobierno, se vió coronado por un indiscutible éxito relativo. En particular, el Plan logró suavizar las expectativas de los agentes económicos, ya que, por ejemplo, la inversión privada aumentó un 115.0% y la fuga de capital fue revertida, al ingresar unos US\$200.0 millones de capitales fugados. Asimismo, las autoridades económicas desplegaron serenos esfuerzos con el objeto de esclarecer las reglas del juego en relación con el sector privado.

A pesar de lo anterior, el éxito logrado no pudo ser completo pues el desbalance del sector externo se ensanchó y el Gobierno enfrentó serias dificultades para financiar sus gastos. El desequilibrio en estas dos cuentas apunta hacia serios problemas que están aún por resolverse.

Sin embargo, la diversidad de reacciones ante los desequilibrios internos y externos que enfrentó Guatemala cubrió una amplia gama de comportamientos. Dentro de ellos, sobresalen las medidas para proceder a una mayor integración de los presupuestos monetarios y fiscales, con objeto de cuantificar el verdadero costo fiscal y financiero oculto en la constelación de precios relativos existentes, la cual ha sido distorsionada, entre otras, por la falta de congruencia entre la estructura de subsidios y la estructura impositiva.

Por su parte, las autoridades del Banco de Guatemala (Banco Central) han reiterado que el desequilibrio en las cuentas externas es el resultado directo del vertiginoso e inesperado aumento del PIB, ya que éste ejerció un efecto-locomotora sobre las importaciones, las cuales se incrementaron en casi un 30.0% frente a un leve 6.0% en el valor de las exportaciones; empero, estas últimas acusaron una ampliación mayor en términos **quantum**. Así, la cuenta corriente arrojó un déficit de aproximadamente US\$365.0 millones, el cual no pudo ser completamente financiado, ya que el país perdió US\$80.0 millones de sus reservas internacionales netas. Debe señalarse que las políticas correctivas, particularmente las cambiarias, fueron un tanto insuficientes para neutralizar los efectos adversos que desembocaron en la pérdida de reservas.

Por otro lado, durante los últimos siete años, el sector fiscal ha mostrado un mejoramiento que debe ser calificado como significativo. Por ejemplo, en el período 1980-84, la relación déficit fiscal/PIB se situó en un 7.0%. En 1987 el valor del indicador acusó un 1.1%, cifra levemente menor que en 1986. A pesar de este indiscutible avance, la economía no absorbió en su totalidad una emisión de bonos del tesoro que pagan una tasa de interés del 14.0%, tres puntos más que la tasa más alta pagada por el sistema bancario. Este singular hecho implica que el Gobierno tiene que esforzarse aun más para establecer la confianza del público y para asegurar un flujo de ingresos coherente con sus gastos.

La preocupación por lo anterior, suscitó que el Gobierno impusiera una reforma tributaria casi completa. Dicha reforma, aprobada a finales del año, surgió a pesar de un difícil proceso de consulta y negociación entre los diferentes sectores de la economía. El gobierno espera que los ingresos públicos aumenten Q290.0 millones en 1988 en base a esta reforma.

Parte de las dificultades fiscales se pueden atribuir a un decreto emitido en 1986, el cual obliga al Gobierno Central a repartir a los Gobiernos municipales el 8.0% de los ingresos públicos. Para 1987, dicha cifra podría equivaler a Q150.0 millones. Además otro factor explicativo del desbalance fiscal es que en 1987, el gasto público aumentó más que el ingreso público.

El panorama presentado debe ser visto a la luz del "Programa de Reordenamiento Económico y Social", puesto en vigencia en junio de 1986. Este Programa perseguía dos objetivos fundamentales:

- Aminorar la creciente ola inflacionaria; y
- Estabilizar la depreciación de la moneda

En base a estos dos objetivos, quedó claro que la política económica era de corte recesivo. En esa oportunidad, el Gobierno aclaró que el Programa abarcaba dos etapas: una de ajuste y estabilización y otra de reactivación. Sin olvidar que la inflación se ha contenido, el tipo de cambio se ha estabilizado y la economía se ha recuperado, se podría afirmar que los objetivos del Programa han sido alcanzados.

Por su parte, el Programa contenía un conjunto de disposiciones de índole monetaria, crediticia y cambiaria. En términos generales, éstas apuntaban a una reducción de la liquidez bancaria, la estabilización del tipo de cambio y los precios, así como el apropiado financiamiento a la actividad productiva del país. En términos específicos, para coadyuvar al logro de los objetivos del Programa, las autoridades monetarias adoptaron una política más activa en materia de operaciones de mercado abierto y retiro global de los depósitos del Instituto Guatemalteco de Seguridad Social.

Además, para reforzar la política de estabilización, las autoridades aumentaron el encaje legal de un 35.0% al 41.0% sobre los depósitos monetarios y los certificados de depósito a plazo menores de 30 días y del 10.0% al 13.0% para los depósitos de ahorro y los certificados de depósitos a plazo mayores de un mes. Asimismo, con el propósito de alianzar la política económica y fomentar el ahorro financiero, las autoridades elevaron la tasa de interés pasiva a un nivel máximo del 11.0%. Para las sociedades financieras las tasas de interés quedaron sujetas a las fuerzas del mercado.

Dentro de los resultados de las medidas de mercado abierto se destaca el hecho que el crédito neto al sector público se redujo en un 38.0% en 1986 y en un 21.0% en 1987. Este decremento es indicativo del carácter restrictivo de la política monetaria.

Sin embargo, el crédito al sector privado aumentó 9.6% en 1986 y, sorprendentemente, se disparó 26.0% en 1987. Estos aumentos ocurrieron a pesar de las fuertes medidas restrictivas en vigencia. De hecho, estos resultados dejaron a las autoridades un tanto asombradas. Sin embargo, el Banco Central sostiene que ello fue el resultado de las acciones anticipatorias de los agentes económicos ante la inminente reforma tributaria.

En resumen, la política monetaria en 1986 fue estrictamente dirigida a la estabilización mientras que en 1987 se trató de conjugar el aspecto de

estabilización con el de reactivación. En particular, la reactivación se basó en la política cambiaria y en el gasto público. Así, en 1987 el Banco de Guatemala sufrió pérdidas cambiarias por cerca de Q200.0 millones. Además, el Gobierno Central otorgó un aumento en los salarios nominales, inclusive de una bonificación de Q100 por funcionario público. Esta última medida fue apoyada por el sector privado, ya que las cotizaciones al Seguro Social aumentaron en forma casi proporcional, lo que indica un aumento en el nivel de empleo y/o nivel de sueldos.

En lo que respecta al año 1988, las autoridades monetarias esperan que se mantenga el ritmo de 1987. A ese efecto, la Junta Monetaria aprobó una resolución (JM-243-87), en la cual se mantienen en vigencia para 1988 casi todas las normas monetarias que prevalecieron en 1987. Empero, la resolución establece una meta crediticia al sector privado que es sumamente restrictiva. De hecho, el saldo de dicho crédito al 31 de marzo de 1988, no deberá exceder en 1.24% del saldo de diciembre/87. Por su parte, la resolución también establece un cupo de Q5.4 millones durante los primeros tres meses de 1988 para el redescuento del Banco de Guatemala a los bancos y entidades financieras del sistema. El cupo para el primer trimestre de 1987 fue de Q8.75 millones, por lo que se puede deducir el carácter recesivo de esta medida. Es importante señalar también que estas medidas están encaminadas a aminorar las presiones fiscales ya que en 1988 vence una serie de emisiones de bonos denominados en divisas y es posible que el Ministerio de Finanzas encuentre serias dificultades para cumplir con dicha obligación.

En lo relacionado a las medidas cambiarias, el 21 de agosto de 1987 se estableció la tasa oficial única de Q2.5 por US\$1.0 para todas las operaciones del Gobierno con el exterior, quedando siempre en vigencia el mecanismo de tasas libres para las operaciones de compra-venta realizados a través de los bancos. Cabe apuntar que el diferencial entre la tasa libre y la tasa oficial disminuyó persistentemente durante los últimos dos años y actualmente se sitúa alrededor del 6.0%. De esta forma, se puede aseverar que el sector externo no se encuentra acosado. Sin embargo, si se mantiene la presión sobre las importaciones, producto del resurgimiento de la actividad económica, se podrá esperar un leve deterioro del diferencial. Se recalca que el deterioro sería débil pues el conjunto de medidas monetarias y crediticias en vigencia, ejercerían un efecto en el sentido opuesto.

En términos generales, el programa monetario de Guatemala es satisfactoriamente coherente en su conjunto y en forma no ambigua apunta hacia un fuerte control de parte de las autoridades monetarias. Lo anterior se puntualiza, entre otros, en el hecho que las acciones tomadas para controlar la masa monetaria son congruentes entre las fuentes y los usos de la base monetaria.

Por último, a manera de apreciación se podría señalar que en base a las cifras que arroja el resurgimiento de la actividad económica, las medidas monetarias son sumamente restrictivas y éstas podrían conducir a que se aborte la recuperación. Por lo tanto, sería razonable esperar un "aflojamiento" en el control monetario dentro de los próximos nueve meses. Lo anterior no implica necesariamente que el "Programa Económico" será abandonado. Más bien, la coincidencia de ciertos elementos, tales como la redención de bonos emitidos en moneda extranjera y el servicio de la deuda externa, ejercerán fuertes presiones, que en última instancia reducirán el radio de acción de la política económica.

Cuadro No. 1		
Guatemala: Indicadores seleccionados		
	1986	1987
PIB (%)	0.0	2.5
Inflación (%)	40.0	12.0
Exportaciones (%)	2.0	6.0
Importaciones (%)	-14.0	30.0
(Déficit) Cuenta Corriente (Millones)	US\$ 17.6	US\$ 356.0
Variación Reservas Netas (Millones)	US\$ 101.8	-US\$ 80.0
Relación Déficit/Fiscal/PIB (%)	1.6	1.1
Encaje Legal (%)	35.0	41.0
Tasa Interés Máxima (%)	---	11.0
Crédito Neto Público (%)	-38.0	- 21.0
Crédito Neto Privado (%)	9.6	26.0
Pérdida Cambiaria (Millones)	---	Q 200.0
Tipo de Cambio Oficial	Q 1.0xUS\$ 1.0	Q 2.5xUS\$ 1.0

Fuente. Banco de Guatemala

2.2. El Salvador

La política monetaria de El Salvador no ha podido eludir ni contrarrestar los efectos desfavorables que se derivan de la inestabilidad política que viene agobiando al país desde 1979. Aun cuando se logró revertir la tendencia de la actividad económica, de -0.1% en 1986 a + 0.6% en 1987, la política monetaria ha perdido su poderosa capacidad estabilizadora para convertirse en un instrumento económico acomodaticio, al igual que muchos más.

Cabe indicar que la función más importante de la política monetaria se ha desvanecido no por el mal manejo, sino por razones mayores que incluyen la dimensión socio-política, la falta de disciplina en el sistema financiero y en los sectores reformados. La situación ha sido complicada aun más por el laxo manejo de los aspectos fiscales y por los inquietantes desequilibrios en las cuentas externas. Con todo ello, el año 1987 arrojó ciertas cifras que parecieran indicar un cierto contenimiento del persistente deterioro.

El ritmo inflacionario, que parecía imparable en 1986 con una tasa del 32.0%, fue reducido a 20.0% en 1987. El mejoramiento fue un resultado alentador de lo que pareciera una profundización en la instrumentación de las herramientas de control monetario. Así, por ejemplo, al finalizar el año 1987, todos los bancos se encontraban cumpliendo las metas de encaje legal, lo que no sucedió en 1986. Asimismo, los medios de pago crecieron solamente en 7.5% en contraste con 1986, cuyo incremento fue de 29%. Sin embargo, no se puede descartar la posibilidad que el desbalance monetario de 1986 fue producto parcial de la modificación cambiaria, la cual sufrió una devaluación nominal del 100.0% en enero de ese año. Como se sabe, el tipo de cambio aumentó de C2.5 a C5.0 por US\$1 0.

A pesar de la devaluación cambiaria, el déficit de la balanza comercial aumentó de US\$180.0 millones en 1986 a US\$402.0 millones en 1987 (120.0%). Las exportaciones decrecieron 24.0%, mientras que las importaciones se ampliaron en 4.0%. El deterioro es parcialmente atribuible al entorno internacional adverso, en particular por la drástica reducción de los precios del café y el alza en los precios de petróleo.

No obstante que las transferencias unilaterales privadas repuntaron en un 22.0% y los pagos por servicios netos se redujeron en 85.0% la cuenta corriente arrojó un déficit de US\$186.0 millones en 1987, el cual es sustancialmente mayor al de 1986 que fue de US\$74.0 millones. Sin duda alguna, el comportamiento de la cuenta corriente refleja un fuerte debilitamiento de la capacidad exportadora del país, cuyo saneamiento va más allá de las medidas de índole cambiario.

Por su parte, el comportamiento global de la balanza de pagos no deja de ser un elemento de perturbación. Por ejemplo, las reservas internacionales netas aumentaron US\$75.0 millones en 1986; empero, por resolución de la Junta Monetaria, se revalorizó la proporción correspondiente al oro en las reservas brutas, lo que significó un aumento contable de US\$90.7 millones. A su vez, las reservas internacionales netas se incrementaron en US\$50.7 millones en 1987, apoyadas por un alza en las transferencias unilaterales privadas (US\$40.0 millones) y las oficiales (US\$115.0).

Es igualmente preocupante el hecho que las necesidades para el servicio de la deuda externa han aumentado desmesuradamente y no se ve en el horizonte ningún tipo de programa de renegociación de la misma de parte del gobierno. Así, no sería sorprendente una nueva modificación cambiaría en el transcurso del año o a principios de 1989.

Es de subrayarse, también los indicios que se desprenden de las cuentas del sector público. La brecha en dichas cuentas se amplió de US\$55.6 millones en 1986 a US\$71.0 millones en 1987. Empero, más ominosa es la estructura de financiamiento del mismo. En 1986, el financiamiento del déficit fue del 100.0% vía fuentes externas, mientras que en 1987 el financiamiento externo solamente cubrió el 42.0%. Lo anterior implica una fuerte monetización, ya que tendría que ser financiado por el Banco Central y el sistema financiero. Estimaciones para 1988 indican que el déficit puede aumentar 100.0% y se contempla financiar un 50.0% vía fuentes internas.

En base al desenvolvimiento económico y financiero presentado, se puede aseverar que la política económica del país se inscribió en un marco de fatiga interna e inestabilidad, afectada por una enraizada incertidumbre. Aun cuando se logró un moderado crecimiento económico y también atemperar la inflación en 1987, es dudoso que los alcances en el tiempo de estos logros marquen un punto de inflexión en el devenir del país. A esta reflexión la apoya el vaivén que ha reflejado la política monetaria en los últimos dos años.

En enero de 1986, las autoridades monetarias anunciaron que se hacía efectiva la devaluación de la moneda en un 100.0%. Conjuntamente, se anunciaron acciones adicionales, orientadas a apoyar la primera. La tasa de redescuento fue elevada dos puntos, al igual que las tasas pasivas del sistema financiero. Asimismo, se incrementó del 25.0% al 40.0% a las compañías de seguros el porcentaje de inversiones obligatorias en títulos valores emitidos o garantizados por el Estado. Por su parte, el encaje legal se mantuvo al 20.0%, con el pre-aviso que éste subiría a 25.0% en abril, pero sería nuevamente reducido a 20.0% en agosto; también, se le autorizó al Banco Hipotecario emitir valores por US\$12.4 millones al 13.0% anual, cuyo nivel compite con las tasas del sistema financiero.

En términos generales el conjunto de medidas apuntaba directamente a reducir el desequilibrio del sector externo, vía la modificación cambiaría y el retraimiento en la liquidez interna. Como se debe señalar, la necesidad de contrarrestar factores críticos externos, así como el imperativo de introducir procesos de corrección para estabilizar el mercado montario, tendió a reflejarse en la variación cambiaría como instrumento básico del ajuste.

debe señalar, la necesidad de contrarrestar factores críticos externos, así como el imperativo de introducir procesos de corrección para estabilizar el mercado monetario, tendió a reflejarse en la variación cambiaria como instrumento básico del ajuste.

Bajo un enfoque tradicional, el programa se podría considerar perfectamente normal y convencional. Empero, a lo largo de 1986, los sucesos financieros parecían indicar que se había perdido el control del programa.

Como se señaló anteriormente, en 1986 los medios de pago se aceleraron a una tasa del 29.0%, producto parcial del aumento vertiginoso del multiplicador monetario. Como se sabe, la autoridad monetaria no puede ejercer control directo sobre el multiplicador; este último depende, al corto plazo, exclusivamente del comportamiento del público no bancario y del sistema financiero no consolidado. Así, la incertidumbre que arroja la situación socio-política del país, puede explicar las acciones del público no bancario. Por su parte, partiendo del hecho que los bancos no cumplieron con el encaje legal en 1986, se puede concluir que la falta de control monetario obedeció a la escasez de disciplina por parte del sistema bancario.

En ese orden de ideas, la autoridad monetaria no consideró oportuno apegar al programa adoptado a comienzos de año. Como se había preanunciado, el encaje legal bajó al 20.0% en agosto (1986). Además, en septiembre se redujo de nuevo al 35.0% las inversiones obligatorias de las compañías de seguros en títulos públicos; la misma tasa se redujo al 25.0% en noviembre. Como si eso fuera poco, en noviembre también se redujo el encaje legal, para ciertos depósitos, al 15.0%. Por su parte, en marzo de 1987, la Junta Monetaria autorizó una reducción de dos puntos a las tasas pasivas y activas del sistema financiero.

Con esta última medida quedó claro que la autoridad monetaria había abandonado el programa de estabilización puesto en práctica al principio de 1986. En esa oportunidad, las autoridades alegaron que el programa no había sido acogido con beneplácito por los sectores populares. Además, la sequía y el movimiento telúrico de octubre, habían desvirtuado por completo el esfuerzo de estabilización.

De hecho, la disminución en las tasas de interés señalaba una reversión en la dirección de la política monetaria. Así, dicha decisión se justificó bajo el argumento que éste tenía como objetivo "estimular actividades productivas y atender necesidades de vivienda en estratos de bajos ingresos". En otras palabras, la reactivación económica había sustituido a la estabilización económica como objetivo de la política monetaria.

Afortunadamnte. cuando se dispuso como meta económica la reactivación, la autoridad monetaria ya se había percatado del tenue vínculo

efectivo entre el instituto emisor y el sistema bancario. A ese efecto, conjuntamente con las medidas de reactivación, se impusieron normas mucho más rígidas en cuanto al ordenamiento del sistema financiero, el cual correctamente había sido diagnosticado como el flanco más débil de la política monetaria y crediticia.

Dentro de las medidas implantadas se encuentra un plan de estabilización para cada banco, el cual incluye un fuerte seguimiento para que cada uno de ellos cumpla con las metas impuestas; entre las metas más importantes se encuentra el estricto cumplimiento al encaje legal y a los topes de cartera, inclusive de su estructura por actividad económica. Asimismo, tomando plena conciencia que el mejor y único mecanismo de transmisión de la política monetaria del país es el sistema financiero, se establecieron metas de rentabilidad del 15.0% para cada banco.

Sin embargo, solamente cuatro de ellos cumplieron con dicha meta. Al indagar el por qué los cinco bancos restantes no habían cumplido las metas de rentabilidad, se logró establecer que éstos estaban vinculados vía el crédito, a empresas ligadas a la reforma agraria. Así, se pudo identificar que la falta de eficacia de la política monetaria obedecía parcialmente a razones técnicas y no a la política propiamente dicha.

Para solventar el problema que ocasiona lo anterior, se está considerando hacer una consolidación del sistema bancario, el cual reduciría el número de bancos de nueve a seis y las asociaciones de ahorro y préstamo de siete a cinco. Sin embargo, más de un observador ha argumentado que el problema de la banca es que las autoridades mismas no se han definido en cuanto a su función: Son los bancos agentes de creación de rentabilidad o son canalizadores de crédito. Realmente, estas dos alternativas son muy pocas y extremas, dada la realidad nacional.

A pesar de las medidas que se han tomado para fortalecer el flanco débil que representa el sistema financiero, el desequilibrio monetario todavía persiste. Esto se evidencia en diferentes dimensiones.

No obstante el esfuerzo por imprimir estabilidad y control a la oferta monetaria (los medios de pago aumentaron solamente 7.5% en 1987), el lado de la demanda manifiesta una inquietante inestabilidad, que ha derivado en un poco controlable proceso de "dolarización". Por otro lado, tanto la brecha entre la estructura de la cartera por plazos y la estructura de la captación de recursos por plazos, como también el porcentaje del crédito orientado a refinanciamiento señalan que los desbalances financieros y monetarios están siendo propulsados por fuertes presiones, que se originan en los ámbitos económico y político.

En conclusión, se puede afirmar que el comportamiento de la política monetaria en 1987 tuvo un éxito relativo en comparación a 1986. A pesar de ello, ciertos indicadores, tales como el comportamiento del tipo de

cambio real y la tasa de interés real, señalan que todavía existen graves distorsiones de los precios relativos, que el costo social del proceso político que se vive es sumamente alto, y que el papel eficiente que se debe de esperar del sistema financiero está aún por realizarse. Aún más, una mayor congruencia entre los sectores reales y monetarios, con el objeto de imprimir estabilidad en las expectativas de los agentes económicos, deberá esperar para que la dirección del ajuste sea oportuna en cuanto a los parámetros políticos, dentro del cual se circunscribe.

Cuadro No. 2
El Salvador: Indicadores seleccionados

	1986	1987
PIB (%)	— 0.1	0.6
Inflación (%)	32.0	20.0
Medios de pago (%)	29.0	7.5
Balance Comercial (Millones)	— US\$ 180.0	— US\$ 402.0
Exportaciones FOB (Millones)	US\$ 755.0	US\$ 573.0
Importaciones CIF (Millones)	US\$ 935.0	US\$ 975.0
Transferencias Privada Netas (Millones)	US\$ 183.0	US\$ 223.0
Servicios Netos (Millones)	— US\$ 74.1	— US\$ 5.7
Cuenta Corriente (Millones)	— US\$ 71.4	— US\$ 186.0
Variación Reservas Netas (Millones)	US\$ 75.0	US\$ 51.0
Revalorización Oro (Millones)	US\$ 91.0	---
Déficit Fiscal (Millones)	US\$ 56.0	US\$ 71.0

Fuente: Banco Central de Reserva de El Salvador

2.3. Honduras

La recuperación económica de Honduras continuó afianzándose en 1987, al aumentar la tasa de crecimiento del PIB a 4.2%, lo cual se reflejó en variaciones significativas en los sectores agrícolas, industrial y construcción. Mientras tanto, la presión inflacionaria continuó cediendo al situarse al 2.5% la tasa más baja en la región centro y sudamericana. Sin embargo, esa cifra podría ser levemente mayor si se considera la sobrevaluación del lempira, la cual absorbe la inflación generada internamente.

Bajo estos alentadores indicios, repercutió nocivamente sin duda el factor empleo, que tiende a distorsionar las cifras obtenidas. Considerando que la tasa de desempleo se ha colocado alrededor de un recal-

citrante 30.0% se podría argumentar que la economía se enfrenta ahora con un debilitamiento de las fuentes internas de crecimiento, teniendo que apoyarse aun más en las fuentes externas. Debido a la connotación social del desempleo, este fenómeno constituye una de las características más preocupantes del panorama de la reactivación económica. Así las vinculaciones esperadas entre la producción y el empleo no se han verificado completamente en la experiencia reciente.

No obstante la persistencia del problema del desempleo, es importante destacar que el comportamiento del crecimiento y de la inflación tienden a demostrar que los instrumentos de la política económica han jugado un papel importante en los resultados logrados. En particular, los objetivos de la política monetaria en 1987 fueron identificados bajo los siguientes términos: Recuperación económica con estabilización; y, en ese sentido, se redujo la tasa máxima de interés en dos puntos y se disminuyó la tasa de redescuento a la producción agrícola y ganadera.

En contraste, el programa monetario para 1988 está orientado a reducir las presiones inflacionarias, consolidar el tipo de cambio oficial, moderar el crecimiento de la base monetaria y controlar el efecto inflacionario de la conversión de la deuda externa. Además de los esfuerzos directos de parte del Banco Central, el programa se apoyará en medidas fiscales y de comercio exterior.

En el campo fiscal, el programa de 1988 contempla incrementar el ahorro del sector público y de esa forma reducir el abultado déficit fiscal. De hecho, este último se ha situado a un 7.1% en relación al PIB, durante los dos últimos años. Se debe señalar que para que dicho indicador guarde congruencia con el sistema financiero, este no debería sobrepasar el 3.0%. Consecuentemente, no se puede descartar la afirmación que el problema fiscal ha sido considerable y difícil de superar.

Es también muestra de preocupación la fuente de financiamiento del déficit. Por ejemplo, la relación financiamiento interno/déficit fue de 24.0% en 1984, mientras que para 1987 la relación se incrementó a 54.0%. Aunque se podría argumentar que esta tendencia tiende a desacelerar el crecimiento de la deuda externa, no se puede hacer caso omiso de la presión que causa el financiamiento interno al sistema financiero nacional.

De hecho, el proceso de formación de capital se encuentra minado por los obstáculos que enfrenta el proceso de conversión de capital financiero a capital productivo. Uno de estos obstáculos radica en el financiamiento interno del déficit público. Así, los bonos estatales están rindiendo el 20.0%, libre de impuestos.* Ante esta rentabilidad, una buena

* Inforpress Centroamericana, 14 de enero de 1988, Pág. No.9

proporción de los fondos financieros privados disponibles son absorbidos por las necesidades del sector público, desplazando la actividad inversionista productiva del sector privado.

El efecto de desplazamiento también se origina por medio de la estructura y los niveles de tasas de interés que prevalezcan en un momento dado. Así, por ejemplo, el nivel de la tasa de interés real en Honduras, es la más elevada en la región, no obstante la reducción de dos puntos en 1987. Dicho nivel desincentiva la inversión productiva y ahoga al sistema financiero al obligarlo a mantener altos niveles de liquidez.

A la luz de los niveles de las tasas de interés, se pone en entredicho que tan saludable ha sido la recuperación económica del país. Como se señaló, la tasa de crecimiento real fue de 4.2%. Así, es dable afirmar que dicha recuperación se sustentó en el gasto corriente de los sectores público y privado y en el flujo de donaciones. Lo anterior se deriva del hecho que el nivel de exportaciones se mantuvo al mismo nivel que en 1986; por su parte, las altas tasas de interés real indican que la dinamización de la inversión privada no pudo ser tan acentuada como se puede haber creído. Aun más, el monto de donaciones oficiales fue levemente menor en 1987 que en el año anterior. Consecuentemente, la estructura del PIB, por el lado del gasto, no es sostenible al mediano plazo y es posible que la efectividad de los instrumentos de política económica haya alcanzado su punto crítico, por lo que no se puede descartar un viraje en la dirección de los mismos en los próximos meses.

El comportamiento de la balanza de pagos en 1987 también arroja indicios de presiones subyacentes. Aun cuando la balanza comercial se mantuvo relativamente estática, las exportaciones cayeron 3.2% y las importaciones crecieron 2.2%, el enorme peso del servicio de la deuda externa, un poco más de US\$100.0 millones, determinó un sensible deterioro del déficit de la cuenta corriente, el cual aumentó de -US\$105.0 millones en 1986 a -US\$183.0 en 1987.

Por su parte, las reservas internacionales netas mostraron un relativo mejoramiento en cuanto aumentaron en US\$42.0 millones. Sin embargo, cabe señalar que dicho aumento probablemente obedeció a un aumento en el nivel de endeudamiento externo, ya que las transferencias unilaterales oficiales mantuvieron casi el mismo nivel de 1986 y el flujo de inversiones directas y de cartera no mostró ningún repunte significativo. Pese a la mejoría de las reservas internacionales netas, el saldo de la misma se ha situado en niveles negativos desde 1982, por lo que se puede concluir que el panorama del sector externo es precario y lejos de una solución inmediata.

En lo que respecta a la dirección de la política económica, existen inequívocos indicios de que en 1987 se dió un viraje respecto a 1986.

Por un lado, el crédito interno del sistema financiero consolidado se incrementó en 1987 en un 15.3%, lo que contrasta con el moderado aumento de 7.7% en 1986. Cabe señalar que el incremento, en términos porcentuales, al sector privado fue similar a del sector público, 15.1% vs. 15.8%.

Como se sabe, en economías pequeñas y abiertas, como las centroamericanas, el instrumento monetario más eficaz está constituido por la disponibilidad del crédito. En tal sentido, se puede generalizar que la política económica de Honduras en 1987 se caracterizó por su marcada orientación hacia la reactivación económica. Existen varios rasgos que apoyan esta aseveración.

En primer lugar, la emisión monetaria del Banco Central acusó un aumento del 13.4% en 1987, frente a un 4.8% en 1986. Asimismo, el crédito interno del instituto emisor se aceleró a un ritmo del 9.9% en 1987, en contraste con un leve 4.1% en 1986. En segundo lugar, los dos factores anteriores se traducen en un cambio en la misma dirección de los medios de pago. Así, dicho rubro se elevó 18.3% en 1987, mientras que en 1986 solamente acusó un incremento del 9.7%.

Cabe señalar que los esfuerzos para lograr la reactivación económica se apoyaron en un cambio drástico en la estructura del crédito interno otorgado por el Banco Central. De esa forma, la variación del crédito neto al sector público fue negativa en 1986, reduciéndose en 11.0%, mientras que para el sector privado se aumentó en 18.0%, superando en 5.0% la meta establecida. En cambio, para 1987 el crédito neto al sector público se elevó en 20.0%, frente a un 2.7% para el sector privado (bancario). Del cambio en la estructura del crédito interno se puede colegir que en 1987, el programa monetario colocó al sector público como propulsor de la economía. Sin embargo, como se señaló anteriormente, este factor interno de crecimiento se encuentra al borde del agotamiento por su reducida capacidad de endeudamiento.

No es un secreto, por otra parte, que la reactivación económica solamente se apoyó en el desmesurado aumento (16.0%) de la base monetaria. El dinero secundario también jugó un papel importante. De hecho, el multiplicador monetario aumentó diez puntos, colocándose a un nivel histórico (reciente) relativamente alto. Dicho incremento obedeció fundamentalmente a la reducción de dos puntos en las tasas de interés, el cual de por sí es un aliciente más para la reactivación.

Por último, para 1988 se podría esperar un nuevo viraje en la dirección de la política económica. La reactivación de la economía en 1987 fue mucho más acelerada de lo previsto y, dado el marco en donde se circunscribe la economía, es imposible sustentar el mismo ritmo durante un año adicional. En ese sentido, es probable que en 1988 se tomen

medidas restrictivas. De hecho, el programa para 1988 contempla "aumentar el ahorro público y moderar el crecimiento de la base monetaria."

En resumen, es indiscutible que el programa económico de 1987 logró un rotundo éxito y es razonable considerarlo como uno de los más sólidos de la región. Empero, todavía existen algunos flancos débiles que deberán ser enfrentados. Entre ellos sobresalen la sobrevaluación de la moneda, el proteccionismo comercial, el desempleo y el nivel de ayuda externa. Es indiscutible, también, que estos cuatro elementos están entrelazados entre sí.

Cuadro No. 3
Honduras: Indicadores Seleccionados

	1986	1987
PIB (%)	3.0	4.2
Inflación (%)	4.4	2.5
Desempleo (%)	---	30.0
Variación Tasa de Interés	---	— 2.0
Déficit Fiscal/PIB (%)	7.1	7.1
Financiamiento Interno/Déficit Fiscal (%)	43.0	54.0
Importaciones (%)	— 0.6	2.2
Exportaciones (%)	12.8	— 3.2
Cuenta Corriente (Millones)	— US\$ 105.0	— US\$ 183.0
Variación Reservas Netas (millones)	US\$ 6.0	US\$ 42.0
Crédito Interno Sistema Consolidado (%)	7.7	15.3
Emisión Banco Central (%)	4.8	13.4
Crédito Interno Banco Central (%)	4.1	9.9
Medios de Pago (%)	9.7	18.3
Crédito Neto Sector Público (%)	— 11.0	20.0
Crédito Neto Sector Privado (%)	18.0	2.7
Base Monetaria (%)	3.6	16.0

Fuente: Banco Central de Honduras

2.4. Nicaragua

En 1987 la economía nicaraguense continuó arrojando cifras alarmantes que tienden a demostrar el persistente deterioro del nivel de actividad comercial. Como puede inferirse, el PIB real acusó un nivel negativo, conjuntamente con una tasa inflacionaria nunca antes registrada

en tiempos recientes en el área centroamericana. El debilitamiento económico y la poca probabilidad de una reactivación económica, son los rasgos que caracterizan el devenir de la producción en esta nación centroamericana.

Además de la poca capacidad de los instrumentos de política económica para aminorar los problemas subyacentes, se debe señalar que otros factores, tales como el impulso recesivo resultante de un bloqueo comercial de parte de los suplidores y la renovada depresión de los términos de intercambio, se han conjugado para hacer de la política económica tradicional un mero concepto sin ningún arraigo en el quehacer económico. Ante este marco, no resulta fácil analizar la política económica vigente. Sin embargo, la descripción de algunas variables puede permitir que se obtenga una noción de las posibles trayectorias por las cuales pueden atravesar la economía de este país. Dentro de estas variables se destacan: los estrangulamientos de la oferta de bienes y servicios, la reducción en el ritmo del comercio intrarregional, la progresiva reducción de divisas y la falla de congruencia entre las políticas de precios e ingresos.

Las variables señaladas repercuten en forma magnificada sobre el sector externo. De hecho, es en este sector en donde más se ha acentuado la vulnerabilidad que circunscribe a toda la actividad productiva. El saldo en la cuenta corriente se situó en -US\$680.0 millones en 1985, el cual se incrementó a -US\$780.0 millones en 1986; las cifras preliminares para 1987, lo han estimado en -US\$720.0 millones. No obstante el alto déficit, las obligaciones por retribuciones a las inversiones alcanzaron casi US\$200.0 millones en 1987, de los cuales solamente se cancelaron US\$12.0 millones.

A raíz de lo anterior, la deuda externa ha superado la cifra de US\$6,000.0 millones, la más alta de Centroamérica. Asimismo, durante el período 1985-1987, el país perdió más de US\$275.0 millones en reservas internacionales. Estas penosas tendencias han conducido a fuertes presiones, las cuales se han hecho sentir principalmente en los sectores productivos que dependen de importaciones para realizar sus operaciones.

Por su parte, el agotamiento del sector externo se ha visto acompañado por el desquiciamiento de las finanzas públicas. Ello no es sorprendente, ya que si algo se puede aseverar sobre la política económica, es que ésta ha sido formulada en función de las actividades de defensa. No obstante el logro de reducir la relación déficit cuenta corriente-/ingresos corrientes de 48.0% en 1985 a 36.0% en 1987, el financiamiento externo fue menor del 3.0% para dichos años. Considerando la magnitud del déficit, lo anterior significa una "sobre-monetización" de la economía, con todo lo que ello implica, particularmente en el sector financiero.

En relación a este sector, la información preliminar para 1987 muestra una preocupante tendencia. Así, por ejemplo, los activos líquidos aumentaron 235.0% en 1986 y 550.0% en 1987, lo que indica un exorbitante exceso de liquidez. Igualmente inquietante, la relación medio circulante/activos líquidos se situó en 80.0% en 1985, de por sí elevada, y aumentó a 94.0% en 1987. Esta trayectoria evidencia una peligrosa desintermediación financiera, que a la postre significaría una bancarrota completa del sistema financiero.

A la luz de los números mencionados, es dable opinar que la función de la autoridad monetaria de Nicaragua no es commensurable con la que se podría esperar de una banca central tradicional. La base monetaria se elevó 600.0% en 1987, frente a un relativamente inocuo incremento de 230.0% en 1986. (Un aumento del 20.0% es de por sí potencialmente inflacionario). Por su parte, en 1987, el 81.0% de la base monetaria lo constituía la emisión, siendo el residuo de 19.0%, que corresponde al encaje legal, insuficiente para apoyar las necesidades de financiamiento del sector público.

Visto desde otro ángulo, en 1987 el crédito neto del banco central al sector público se situó en 50.0% del total, habiendo decrecido del 80.0% en 1985. Sin embargo, el crédito del banco central al Fondo Nicaraguense de Inversiones (entidad pública) fue de 5.0% del total en 1985, frente a un incremento al 27.0% del total en 1987.

Cuadro No. 4		
Nicaragua: Indicadores Seleccionados		
	1986	1987
Cuenta Corriente (BP) (US\$ Millones)	—780.00	—720.00
Pago Intereses y Dividendos (US\$ Millones)	16.00	12.00
Reservas Internacionales Netas (US\$ Millones)	—6.00	—152.00
Déficit Público/Ingresos Corrientes (%)	28.00	36.00
Financiamiento Externo/Déficit Público (%)	5.00	1.00
Activos Líquidos (%)	235.00	550.00
Medio Circulante/Activos Líquidos	0.85	0.94
Base Monetaria (%)	230.00	600.00
Banco Central:		
Crédito Neto S. Público/	0.65	0.50
Crédito Neto Total		

Fuente: Banco Central de Nicaragua

Como se podrá colegir, las medidas monetarias y crediticias realizadas tienen muy poco que ver con la función reguladora que normalmente se le asigna a una autoridad monetaria. Empero, frente a la avalancha de sucesos que han recaído sobre Nicaragua, el margen de maniobra de su autoridad monetaria es prácticamente exiguo, aunque existen algunas medidas que lo pueden ensanchar.

Una de ellas, es una reforma monetaria. De hecho, recientemente se efectuó un arreglo monetario de inmensas repercusiones (febrero 1988). Aún cuando los resultados están por determinarse, este instrumento, si se le puede denominar así, es el último del arsenal para restituir la estabilidad financiera.

2.5. Costa Rica

La consolidación económica que se venía evidenciando en Costa Rica desde 1983, tuvo un fuerte tropiezo en 1987. Las metas de crecimiento económico y de inflación quedó obviado, fueron establecidas bajo premisas optimistas. Así, en 1986 el PIB registró un asombroso crecimiento del 4.2%, mientras que en 1987 la cifra se redujo a 3.0%. Aun cuando la cifra lograda se sitúa satisfactoriamente por encima del promedio de la región, las proyecciones a principios de año la habían estimado entre el 3.5% y el 4.0%. Por su parte, el ritmo inflacionario se aceleró de 11.8%, en 1986, a 17.0% en 1987, no obstante que la meta era de 10.0%.

Es notorio el hecho también que a pesar que las autoridades monetarias caracterizaron la política monetaria en 1987 como restrictiva, las importaciones aumentaron US\$200.0 millones (18.0%), tomando por sorpresa tanto a las autoridades como a todos los sectores económicos. Consecuentemente, el déficit en cuenta corriente alcanzó la cifra imprevista de US\$220.0 millones (En 1986, el nivel del déficit fue de US\$70.0 millones, el cual fue un claro éxito de la política económica puesta en práctica). Así, Costa Rica perdió US\$60.0 millones de sus reservas netas en 1987, bajo el amparo de donaciones oficiales de US\$120.0 millones. Esta precaria situación impidió que se cumpliera a puntualidad el pago de intereses de la deuda externa por cerca de US\$100.0 millones.

Por otro lado, las cuentas del sector público continúan siendo un elemento de rigidez en el desenvolvimiento de la economía. No obstante la política restrictiva en vigencia, la inflexibilidad en la estructura del gasto público imprime una marcada estrechez en el radio de acción en donde opera. Tratando de ampliar el margen operativo, el gobierno impulsó la colocación de CCR7,000.0 millones en bonos fiscales. Sin embargo, las condiciones en el mercado financiero son tan inseguras, que solamente se colocó el 43.0% de la emisión.

Ante este fracaso y ante la falta de capacidad para reducir la relación déficit /PIB a niveles congruentes con la política económica global, el gobierno procuró solidificar su situación financiera por medio de una reforma tributaria que toca prácticamente todas las actividades que generan ingresos. Así, se ha estimado que dicho "paquete" contribuyó a aumentar la recaudación fiscal en CCR1,000.0 millones en 1987, y se espera recaudar CCR4,000.0 millones en 1988. Cabe señalar, que al igual que en Guatemala, las reformas tributarias han generado fuertes oposiciones políticas.

Los obstáculos estructurales que impiden que Costa Rica alcance su pleno potencial en la dimensión económica, como por ejemplo el alto nivel de la relación servicio deuda externa/exportaciones, han obligado a las autoridades económicas a poner en práctica novedosos esquemas de política económica. Dentro de estos esquemas resaltan a la vista las medidas monetarias y cambiarias.

La política cambiaria cubre varios campos y, básicamente, está orientada a apoyar las medidas de control de liquidez interna. Esto último se trata de lograr por medio de una serie cronológica de mini-devaluaciones, cuyo objetivo final es el de aminorar las presiones a la tasa de interés, y por ende al mercado monetario. Por otro lado, la política cambiaria persigue restituir, en forma casi automática, la competitividad externa por medio de un ajuste directo al tipo de cambio real. Asimismo, las regulaciones que sustentan a la política cambiaria facilitan la concreción de la política monetaria y crediticia. Así, se podría aseverar que el pivote de la política económica en general radica casi por completo en la política cambiaria.

Por su parte, la política monetaria propiamente dicha se ha configurado bajo una visión sumamente cautelosa. Durante los últimos tres años el crédito interno neto público ha sido prácticamente nulo, forzando al gobierno a emitir bonos en los mercados para su propio financiamiento. No obstante, estas medidas han presionado aun más a las tasas de interés.

Es pertinente señalar que aun cuando el crédito al sector público estuvo constreñido, el crédito al sector privado creció en un 25.6% durante el año 1987, casi el doble de lo programado. El comportamiento de este rubro explica en buena parte el desequilibrio en el sector externo y, también, la devaluación mayor a la esperada.

Asimismo, el deterioro financiero experimentado en 1987 se manifestó en diversas formas. La herramienta monetaria que se ha utilizado con mayor intensidad, por constituir la más efectiva, es la emisión de bonos de estabilización monetaria. Así, por ejemplo, aun cuando el saldo de dichos bonos aumentó durante el año 1987, el incremento obedeció a las

ventas al sector público no financiero y a los títulos emitidos por la conversión de la deuda externa; en contraste, el sector privado exigió una redención de casi CCR1,500.0 millones, de un total de CCR11,764.0 millones emitidos. Este flujo evidencia una pérdida de confianza de parte del sector privado y, además, anticipa una inminente expansión monetaria que podría desvirtuar las medidas de control monetario en el futuro cercano.

En el mismo orden de ideas, el sistema bancario privado sufrió un descalabro que arrojó una significativa serie de quiebras. A la fecha, el sistema financiero nacional no ha recuperado su compostura. Así, la autoridad económica se vió forzada a intervenir abiertamente y llevar a cabo una completa revisión de la política y de las normas que regulan este sector bancario.

Por su parte, el gobierno ha anunciado que se continuará con la política de liberalización del sistema financiero. Sin embargo, cabe señalar que el conjunto de quiebras indica que el proceso financiero que se está llevando a cabo ha sido realizado en forma quizá precipitada y sin considerar las implicaciones que se obtendrían de un cuidadoso análisis de costo/beneficio.

Otra dimensión del problema financiero también se pone en evidencia al examinar el comportamiento de la relación entre la base monetaria y el multiplicador monetario. La trayectoria del primero mostró un decremento de casi un 2.5%; ello podría indicar una política monetaria relativamente exitosa. Sin embargo, el decremento resultó de los menores montos de depósitos que mantuvieron los bancos comerciales en el Banco Central; otro factor explicativo importante fue la pérdida de reservas internacionales netas. Por su parte se debe señalar que la reducción en el crédito neto al gobierno obedeció enteramente a un movimiento contable y no a un esfuerzo fiscal, por lo que no implicó una absorción efectiva de fondos por parte del Banco Central.

Considerando que los medios de pago aumentaron 17.2% en 1987, cifra igual a 1986, es dable afirmar que el aumento total de los medios de pago obedeció a un aumento en la expansión secundaria de dinero, particularmente porque los bancos estatales no cumplieron con sus obligaciones de encaje, lo que sí habían hecho en 1986.

En vista de lo anterior, se puede señalar que, al igual que El Salvador pero en un grado menor, el sistema bancario costarricense está padeciendo de una indisciplina, el cual redundará en un menor control monetario de parte de las autoridades. Esta situación imprime mayor inquietud al considerar que el diseño de política económica vigente en Costa Rica, es un tanto novedoso y por ende las autoridades se encuentran en una etapa relativamente temprana en la "curva de aprendizaje". Empero, la

respuesta de las autoridades ha sido lo más oportuna posible y, en particular, se le ha permitido una intervención mayor a la superintendencia de bancos para tratar de solventar los actuales problemas bancarios.

En términos generales, la política económica y sus normas en vigencia en 1987, posiblemente contribuyeron a atenuar lo que, en última instancia, bien hubiera sido un peligroso colapso financiero. Esto pudo haber ocurrido a pesar de varios años de penosos y dramáticos esfuerzos de estabilización. Consecuentemente, son estos magros resultados los que podrían llevar a cuestionar las políticas de liberalización (precipitada) financiera, que desde el punto de vista de un país pobre en capital, bien podría carecer de sentido.

Las perspectivas para 1988 parten del hecho que en este año entrará en vigencia un Convenio de Contingencia con el Fondo Monetario Internacional (FMI). Este convenio será la piedra angular para alcanzar las metas del programa económico y financiero, dentro de las cuales resalta a la vista la de reducir la tasa de inflación interna y mejorar la posición interna, con miras a crear las condiciones propicias para concretar un sólido proceso de reactivación económica.

Específicamente, las metas contemplan un crecimiento de la masa monetaria de 13.8%, igual que el PIB nominal. Para lograr este objetivo,

Cuadro No. 5		
Costa Rica: Indicadores Seleccionados		
	1986	1987
PIB (%)	4.2	3.0
Inflación (%)	11.8	17.0
Déficit Cuenta Corriente (Millones)	70.0	220.0
Reservas Internacionales Netas (Millones)	+	— 60.0
Crédito Sector Privado (%)	16.7	+ 25.6
Base Monetaria (%)	10.0	— 2.5
Medios de Pago (%)	17.9	16.8
Posición de Encaje (Millones CCR)	+ CCR 2.134	— CCR 640.0
Encaje Depósitos Monetarios (%)	28.6	24.8
Encaje Depósitos No Monetarios (%)	10.0	10.0
Numerario en Poder del Público/Medio Cícilante (%)	31.6	33.7

Fuente: Banco Central de Costa Rica

se espera reducir el crédito neto al sector público no financiero en un 9.0% y al sector privado solamente se le permitirá un crecimiento del 9.3% en el crédito neto de parte del Banco Central. Como se puede apreciar, las autoridades monetarias piensan poner en práctica un plan económico mucho más restrictivo que en años anteriores, lo que significa un gran esfuerzo y el aporte de una alta cuota de sacrificio por parte de todos los sectores económicos.

En resumen, los esfuerzos internos realizados no han logrado superar la etapa de estabilización y ajuste. Ello bien podría ser el resultado del nuevo modelo que se está tratando de instrumentar, para el cual se requiere un nuevo aparato y diversos mecanismos que operen en los planos comercial y financiero. No se requiere de un extenso análisis para comprender que lo anterior involucra riesgos potenciales en cuanto a la expectativas de reanudación del proceso de desarrollo. Así, la reciente precipitación de acontecimientos financieros incontrolables, parecería justificar un examen crítico de lo logrado. No hay razones para creer, en estos momentos, que un experimento económico como el que se está realizando, logre de inmediato reducir el nivel de incertidumbre que perciben los agentes económicos.

3. Conclusiones

En cuanto a los objetivos del programa de gobierno de un país, la política económica no se puede menoscabar como uno de los instrumentos más poderosos e imprescindibles para lograrlos. El uso de la política económica es un elemento fundamental para abrir nuevas fronteras y ampliar la cobertura de acción de un gobierno, como también para establecer el liderazgo que exige el arte de gobernar. Desafortunadamente, se puede generalizar que en Centroamérica, la política económica ha sido delegada a una función puramente pasiva y defensiva. Con todo ello, la crisis que afecta al área no justifica el poco o mal uso que se ha hecho de este instrumento.

Sin embargo, la acumulación de efectos derivados de la misma crisis, ha generado una "fatiga" muy evidente en la instrumentación de la política económica. Lo anterior se manifiesta en diversos niveles.

De hecho, la conjugación de los aspectos monetarios y fiscales se ha visto desequilibrada por el extenso uso que hicieron los países con sus respectivas variables fiscales a principios de la década actual. A pesar de los logros actuales, en particular de Guatemala, los cuantiosos déficit públicos han obstaculizado la consecución de los objetivos buscados por la política monetaria y han conducido a una creciente interdependencia entre la política monetaria y las estrategias de financiamiento de los déficit públicos, que es fuente de presiones no fáciles de resolver. Por ejemplo, cuando los desajustes fiscales son cuantiosos y dura-

deros, el control monetario se debilita y puede incluso, hasta perder su función primordial, como ha sucedido en Nicaragua.

Consecuentemente, en todos los países la corrección de la problemática fiscal ha sido uno de los pivotes de los programas puestos en práctica. Así, los esfuerzos para incrementar los ingresos se han concentrado principalmente en iniciativas de reformas tributarias (Guatemala, El Salvador, Costa Rica), cuyos resultados están aún por determinarse.

En lo que respecta a los egresos, se puede observar que la contracción se ha concentrado en la inversión pública; asimismo, la voluntad de cumplir con el servicio de la deuda interna y externa ha impedido que se compriman aun más los egresos públicos. Estas contracciones han incurrido en acentuar los grandes sacrificios de índole político y social.

Por su parte, las presiones fiscales han incidido negativamente sobre la estructura de las tasas de Interés del mercado financiero interno. Dentro de los casos extremos, como el desquiciamiento financiero en Nicaragua, la poca disciplina financiera en El Salvador y el exceso de intermediación financiera en Costa Rica, la incidencia negativa del déficit fiscal ha redundado en una acelerada expansión crediticia, la cual se ha activado como consecuencia de la predisposición de las entidades financieras a absorber activos financieros de mayor riesgo.

De esta forma, existe una tendencia creciente en Centroamérica que debilita la congruencia, en términos de rentabilidad y riesgo, entre los activos y pasivos de los respectivos sistemas bancarios. Como se sabe, lo anterior aumenta la probabilidad de insolvencia y de retiros masivos de depósitos y contribuye a que los niveles de las tasas de interés guarden una relación incoherente con otros precios claves de la economía, como por ejemplo el tipo de cambio.

Los desbalances bancarios y los desequilibrios fiscales explican en buena parte las presiones que acosan a los sistemas cambiarios de la región. En el contexto actual centroamericano, dicha presión es indicativa de distorsiones graves de los precios relativos y de fallas de funcionamiento de los mercados, lo que se traduce en una pobre asignación de recursos que al mediano plazo desemboca en mayores distorsiones de los precios relativos y en un debilitamiento más agudo de la formación de capital. Pero aún, la paridad del tipo de cambio tiende a quedarse rezagada debido al ambiente inflacionario, la incertidumbre política y la lentitud institucional.

Aunque en algunos países se ha restituido al tipo de cambio su función de ajuste, puede apreciarse una falta de uniformidad en los regímenes cambiarios de la región. Así, por ejemplo, en un país, Costa Rica, el tipo de cambio se ha convertido en la principal variable de ajuste y en

la piedra angular de su programa económico. En otros países, las cuestiones cambiarias han sido colocadas en un pedestal, casi a la par de la mística.

Empero, el tipo de cambio es un precio como cualquier otro y, consecuentemente, está sujeto a las fuerzas económicas. Así, pareciera que la instrumentación de la política económica ha hecho caso omiso de este detalle sencillo y en el camino se ha convertido en agente activo de las presiones que azotan a los regímenes cambiarios.

3.1. Riesgo Cambiario

En vista de lo anterior, no se encuentran razones, salvo un ritmo mayor de donaciones en divisas, para no esperar, más temprano que tarde, una avalancha de modificaciones cambiarias a lo largo del Istmo. En otras palabras, el riesgo cambiario en la región ha alcanzado niveles muy elevados y es difícil que los mercados financieros mundiales intenten asumir cualesquier tipo de riesgos por medio de un apoyo directo a la balanza de pagos vía créditos u otros instrumentos.

La tendencia del riesgo cambiario puede ser evaluada por medio de diversos indicadores. En primer lugar, sobresale el indicador que se denomina "Diferencial inflacionario", el cual utiliza la relación entre la tasa de inflación interna y la tasa de inflación externa para obtener elementos de juicio al respecto. Así, para Centroamérica se tiene:

Cuadro No. 6 Centro América: Diferenciales de Inflación						
País	Inflación Interna		Inflación Externa		Diferencial	
	1986	1987	1986	1987	1986	1987
Guatemala	40.0	12.0	2.0	4.2	38.0	7.8
El Salvador	32.0	20.0	2.0	4.2	30.0	15.8
Honduras	4.4	2.5	2.0	4.2	2.4	— 1.7
Nicaragua	682.0	1000.0 +	2.0	4.2	680.0	1000.0
Costa Rica	11.8	17.0	2.0	4.2	9.8	12.8

Como se puede observar, tres países lograron reducir el diferencial en 1987 y, entre ellos, el caso de Honduras es insólito ya que dicho diferencial se sitúa a un nivel negativo. Dentro de los países en los cuales el diferencial aumentó, continúa siendo preocupante el caso de Nicaragua. Por su parte, el deterioro del diferencial en Costa Rica es debido prin-

principalmente a presiones financieras y cambiarias que alimentaron el proceso inflacionario. Sin embargo, la autoridad monetaria costarricense aprobó a principios de 1988 una devaluación del 6.0% para contrarrestar las mismas.

En cuanto al riesgo cambiario, es menester señalar que tres países (El Salvador, Honduras y Costa Rica) han logrado cuadrar sus balanzas de pagos en base a transferencias unilaterales oficiales, las cuales no responden a las fuerzas del mercado. De esta forma, no se debe hacer caso omiso del hecho que, en estos tres países, el factor estabilizante más importante del tipo de cambio es un factor exógeno que nada, o muy poco tiene que ver con la dirección y congruencia de la política económica. Asimismo, no se debe esperar que este factor continúe ejerciendo dicha función eternamente y, consecuentemente, cuando esto suceda, un elemento esencial de la política económica será la modificación cambiaria.

En resumen, el riesgo cambiario es un componente ineludible del panorama económico centroamericano. En primer lugar, con la excepción de Honduras y a pesar del mejoramiento del diferencial inflacionario en otros dos países, dicho indicador se sitúa actualmente a niveles superiores a los que prevalecieron en las dos décadas anteriores. En segundo término, los rubros extra-económicos de la balanza de pagos juegan en la actualidad un papel de válvula de escape ante los desequilibrios que aquejan al sector externo. Así pues, a pesar de los drásticos ajustes que han experimentado las balanzas de pagos de los países del área —una especie de sesgo anilirregional ya que el ajuste económico realizado por los países del área ha tenido un impacto desproporcional sobre el comercio intrarregional— el proceso correctivo que ejercen los precios relativos y el ingreso, está aún por completarse, lo que indica que el riesgo cambiario continúa latente y amenazante.

Como se habrá podido colegir, el riesgo cambiario se origina fundamentalmente en el uso indebido de los instrumentos de política económica. En un grado menor, figuran las variaciones inesperadas en los términos de intercambio y también, la política económica del país cuya moneda es utilizada como medio de reserva internacional. Sin embargo, el empleo de la política económica en forma oportuna puede neutralizar los efectos a largo plazo de estos dos factores. Consecuentemente, es en la instrumentación y en la congruencia de la política económica donde se debe comenzar a indagar todo lo tocante al riesgo cambiario.

Así, el desencaje entre el producto y el ingreso, resultante casi siempre de la mala aplicación de la política económica, se traduce en un exceso de demanda, la cual desemboca en un incremento en las importaciones; por su parte, la sobrevaluación de la moneda, situación

perenne en Centroamérica, también ejerce el mismo efecto sobre las importaciones. Estos efectos tienen un impacto adverso sobre la cuenta corriente de la balanza de pagos.

En ese orden de ideas, la falta de congruencia entre las cuentas fiscales y monetarias, también producto del uso incorrecto de los instrumentos de política económica, impacta negativamente a la cuenta de capital de la balanza de pagos. En primer lugar, agiliza lo que comúnmente se llama "fuga de capital" y, en segundo lugar, tiende a desincentivar la inversión directa externa ya que crea un diferencial mayor en la rentabilidad entre los activos internos y los activos externos.

En general, los impactos desfavorables de la política económica se manifiestan tanto en la cuenta corriente como también en la cuenta de capital, lo que redundará en una fuerte tendencia hacia la disminución del acervo de reservas internacionales. Esta tendencia es el otro lado de la moneda del riesgo cambiario.

En cuanto al riesgo cambiario y por ende al comportamiento de las reservas internacionales, no se puede omitir el efecto negativo que emana de la problemática de la deuda externa. Los países de la región han desplegado sendos esfuerzos para cumplirla y así mantener un saludable "status" crediticio. Sin embargo, el peso de la deuda abruma a los cinco países y, en particular, entorpece el manejo de sus respectivas políticas económicas. A la luz de ello, el servicio de la deuda externa ha llegado a convertirse en otro elemento clave en la determinación del riesgo cambiario.

Por su parte, con el propósito de hacer compatible el ajuste y la reactivación, los países del área han tratado de incrementar y diversificar sus exportaciones. Sin embargo, los resultados no han sido muy fructíferos. La experiencia de otros países ha demostrado que sin incrementos en las exportaciones, el servicio de la deuda, bajo las condiciones actuales, tiene una relación inversa con el crecimiento económico. Así, el servicio de la deuda aunado a los esfuerzos regionales de estabilización económica, redundarán en un elevado sacrificio de la inversión y del freno de la producción. He aquí un aspecto adicional para no esperar un decremento en el nivel de riesgo cambiario.