

060267

UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS

EL MERCADO DE CAPITALES DE EL SALVADOR

TRABAJO PRESENTADO POR

SARBELIO ARMANDO GIRON

PARA OPTAR AL GRADO DE

LICENCIADO EN ECONOMIA

OCTUBRE DE 1973

SAN SALVADOR,

EL SALVADOR,

CENTRO AMERICA

Handwritten notes and signatures in the top left corner.



UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR

RECTOR:

DOCTOR JUAN ALLWOOD PAREDES

SECRETARIO GENERAL:

DOCTOR MANUEL ATILIO HASBUN

FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS

DECANO.

DOCTOR CARLOS ALBERTO RODRIGUEZ

SECRETARIO.

LICENCIADO MARIO EDGAR LARIN

JURADO EXAMINADOR

Presidente.	Lic. Rafael Rodríguez Loucel
Primer Vocal.	Lic. Jorge Alberto Escobar
Segundo Vocal.	Lic. Manuel A. Chavarría

DEDICATORIA

AL SUPREMO HACEDOR

A MI ESPOSA E HIJOS

A MI MADRE Y HERMANOS

A MIS ABUELOS

FAMILIARES

MAESTROS

Y AMIGOS

INDICE GENERAL

	<u>Página</u>	
INTRODUCCION		
Capítulo I	LA PLANIFICACION DEL DESARROLLO ECONOMICO Y SOCIAL DE EL SALVADOR	1
	A. LA NECESIDAD DE PLANIFICAR EL DESARROLLO ECONOMICO Y SOCIAL	1
	I La Producción Primaria	2
	II La Presión Demográfica	7
	III La Utilización Deficiente de los Recursos Naturales	7
	IV Escasez de Recursos Financieros	8
	V La Orientación hacia el Comercio Exterior	9
	B. LA NECESIDAD DE PLANIFICAR EL FINANCIAMIENTO DE LOS PLANES DE DESARROLLO ECONOMICO Y SOCIAL	9
	C. LA PARTICIPACION DEL SECTOR PRIVADO EN LA EJECUCION DE LOS PLANES DE DESARROLLO ECONOMICO	13
Capítulo II	LA RELACION ENTRE EL MERCADO DE CAPITALES Y EL MERCADO DE VALORES	16
	A. CONCEPTOS BASICOS	16
	I Mercado Financiero	17
	II Mercado Monetario	17
	III Mercado de Capitales	18
	IV Mercado de Valores	19
	B. LAS FUNCIONES DEL MERCADO DE CAPITALES	19
	I Estimular el Ahorro Interno	20
	II Canalizar los Recursos hacia Inversiones Productivas	20
	III Facilitar la Transferencia de Recursos Financieros	21
	IV Promover la Democratización de las Inversiones	22
	V Sustituir los Valores Inatractivos	23
	VI Formar especialistas en la Administración de Inversiones y Valores	24
	VII Facilitar la Ejecución de la Política Monetaria	24

	<u>Página</u>
C. LAS FUNCIONES DEL MERCADO DE VALORES	26
I Crear Instrumentos Financieros Aceptables	27
II Proporcionar Mecanismos que den Liquidez a los Valores	28
III Asesorar a las Empresas e Inversionistas	29
IV Administrar Inversiones por Cuenta Ajena	29
D. LA RELACION ENTRE EL MERCADO DE CAPITA LES Y EL MERCADO DE VALORES	30
Capítulo III LA PLANIFICACION DEL FINANCIAMIENTO DEL DE- SARROLLO EN EL SALVADOR	32
A. EL PLAN DE LA NACION PARA EL DESARROLLO ECONOMICO Y SOCIAL - 1965-1969	33
I Resumen del Plan	33
II El Financiamiento del Plan	36
B. EL PLAN DE DESARROLLO ECONOMICO Y SOCIAL 1968-1972	46
I Resumen del Plan	46
II La Participación del Sector Privado	49
III La Participación del Sector Público	52
Capítulo IV PROBLEMAS QUE OBSTACULIZAN EL DESARROLLO DEL MERCADO DE CAPITALES DE EL SALVADOR	60
A. LA FALTA DE UNA POLITICA DE DESARROLLO ACEPTABLE	62
B. LA FALTA DE UNA POLITICA FINANCIERA ADE- CUADA	63
I La Política de Autofinanciamiento de las Em- presas	63
II La Política de Financiamiento Externo	64
III La Política de Financiamiento del Sector Pú- blico	64
IV La Política Monetaria y Crediticia	65
V La Política de Desarrollo del Mercado de Ca- pitales	65
C. EL DESARROLLO DEL MERCADO MONETARIO	66
D. LA INEXISTENCIA DE INSTITUCIONES PROPIAS DEL MERCADO DE CAPITALES	67

	<u>Página</u>
E. LA ESCASEZ DE INSTRUMENTOS DE CREDITO E INVERSION ADECUADOS	69
F. EL CARACTER EXCLUSIVO DE LAS EMPRESAS NACIONALES	73
Capítulo V SITUACION ACTUAL DEL MERCADO DE CAPITALES DE EL SALVADOR	75
A. LOS INSTRUMENTOS DEL MERCADO DE CAPITA- LES	75
I Valores del Sector Público	75
a) Bonos Emitidos por el Gobierno Central	75
b) Bonos Garantizados por el Gobierno Central	77
II Valores del Sector Privado	78
a) Cédulas Hipotecarias	79
b) Acciones de Empresas	80
c) Títulos o Pólizas de Capitalización	83
d) Otros Valores del Sector Privado	87
B. LAS INSTITUCIONES DEL MERCADO DE CAPITA- LES	91
I Banco Central de Reserva	91
II Bancos Comerciales e Hipotecario	95
III Instituciones del Sector Público	101
a) Instituciones Financieras Oficiales	102
1. Instituto Salvadoreño de Fomento In- dustrial (INSAFI)	102
2. Financiera Nacional de la Vivienda (FNV)	104
3. Administración de Bienestar Campesi- no (ABC)	108
4. Federación de Cajas de Crédito (FCC)	109
5. Compañía Salvadoreña del Café	112
b) Instituciones Emisoras de Bonos	114
1. Comisión Ejecutiva Hidroeléctrica del Río Lempa (CEL)	115
2. Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma (CEPA)	115
3. Administración Nacional de Telecomuni- caciones (ANTEL)	115
4. Instituto de Vivienda Urbana (IVU)	115
5. Instituto de Colonización Rural (ICR)	115
c) Instituciones de Supervisión y Fiscalización	115
1. Corte de Cuentas de la República	115
2. Superintendencia de Bancos y Otras Ins- tituciones Financieras	116
3. Inspección de Sociedades Mercantiles y Sindicatos	116

	<u>Página</u>
d) Otras Instituciones Oficiales	117
1. Instituto Salvadoreño del Seguro Social (ISSS)	117
2. Fondo de Garantía de la Pequeña Industria (FOGAPI)	115
IV Instituciones del Sector Privado	119
1. Financiera de Desarrollo e Inversión, S. A.	119
2. Compañías de Seguros y Capitalización	122
3. La Bolsa de El Salvador, S. A.	123
C. LOS RECURSOS DEL MERCADO DE CAPITAL ES	124
I Fuentes de Fondos	128
a) El Ahorro Bruto del Sector Privado	128
b) Los Préstamos Netos del Sector Financiero	130
c) El Crédito Neto del Sector Público	131
d) Entradas Netas de Capital Privado Extranjero	132
II Usos de Fondos	132
a) Activos Fijos y Variación de Inventarios	132
b) Activos Financieros	133
c) Bonos del Sector Público	133
d) Discrepancia Estadística	133
CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	134
APENDICE MATEMATICO	140
BIBLIOGRAFIA	146

INTRODUCCION

En este trabajo damos por aceptado que la promoción del desarrollo económico y social del país no debe dejarse a merced del libre juego de las fuerzas del mercado, sino que debe buscarse a través de la acción deliberada de las autoridades del Estado. Para ello, es necesario que el Gobierno plantee una política económica agresiva y la concrete en planes de desarrollo que identifiquen las necesidades primordiales de la economía y, además, que asignen los recursos disponibles a la satisfacción de las mismas, ahora bien, por perfectos que sean dichos planes, tendrán una efectividad limitada si al ejecutarse no cuentan con el financiamiento oportuno y suficiente.

Para ejecutar los planes de desarrollo, es decir, para realizar sus programas de inversión, se necesitan grandes recursos de capital cuya obtención debe preverse cuidadosamente en los planes de desarrollo, para evitar la inclusión de proyectos irrealizables o su abandono por falta de financiamiento. Dicho de otro modo, dentro de la planificación global debe incluirse una programación financiera que alimente con eficiencia las necesidades de capital de las unidades que tienen a su cargo el cumplimiento de las metas de inversión mencionadas arriba.

Hasta la fecha, la política financiera del país ha estado orientada al autofinanciamiento de las empresas privadas, a la contratación de deuda pública externa e interna, al fortalecimiento de la banca comercial y al mantenimiento de la estabilidad monetaria, pero ha desatendido la posibilidad de promover ahorros internos a través del desarrollo de instituciones

II

e instrumentos especializados en obtenerlos a largo plazo (como se necesitan para fines de inversión), es decir, del Mercado de Capitales.

La incapacidad de la economía para generar los recursos financieros que se necesitan para acelerar el desarrollo económico y social del país, es uno de los problemas más serios con que se enfrentan nuestras autoridades. No se puede recurrir ilimitadamente a la tributación y al crédito interno sin elevar el costo de vida, ni correr el peligro de una inflación aguda, tampoco es posible la utilización de recursos foráneos sin aumentar la presión sobre la balanza de pagos. Es necesario, pues, estimular la acumulación interna de ahorros y canalizarlos hacia el sistema financiero, para que éste promueva su utilización por los sectores inversionistas, mediante plazos y tipos de interés preferenciales, a fin de lograr un desarrollo armónico de todos los sectores de la economía nacional.

El medio más idóneo para proporcionar a la economía ese tipo de financiamiento y, sobre todo, para crear un ambiente que estimule a los inversionistas a utilizarlo en proyectos que coadyuven al desarrollo del país, es un Mercado de Capitales organizado de acuerdo a los intereses y necesidades de la realidad nacional, tomando en cuenta no solo la situación actual de la economía, sino que también las necesidades futuras de la misma.

La importancia del papel que puede desempeñar el Mercado de Capitales en la planificación financiera para el desarrollo económico y social de El Salvador, así como la falta de estudios específicos para el país,

III

fueron suficientes para decidirnos el escoger el tema para investigarlo en nuestro Seminario de Graduación.

Pensando en la posibilidad que este documento sea utilizado por los estudiantes de la Facultad de Ciencias Económicas de nuestra querida Universidad de El Salvador, hemos redactado el informe de manera sencilla, siguiendo el método de explicar primero la teoría y después aplicarla a la realidad.

En el Capítulo I presentamos un análisis teórico de la necesidad de planificar el desarrollo económico y social de El Salvador, señalamos la forma en que debe planificarse el financiamiento del mismo e indicamos el papel que debe jugar el sector privado en el proceso de desarrollo. En el Capítulo II completamos la parte doctrinaria, estableciendo las funciones del Mercado de Capitales, del Mercado de Valores, y, la relación que existe entre ambos mercados.

En el Capítulo III analizamos la política financiera de los planes de desarrollo económico que se formularon hasta 1972, haciendo énfasis en las medidas relacionadas con la promoción del Mercado de Capitales. En el Capítulo IV, señalamos las causas que han dificultado el desarrollo del Mercado de Capitales de El Salvador, como han sido la falta de una política de desarrollo aceptable, la ausencia de una política financiera adecuada, la competencia de la banca comercial, la carencia de instituciones especializadas en el financiamiento a largo plazo, la escasez de instrumentos de crédito e inversión adecuados y el carácter exclusivo de las empresas nacionales.

IV

El Capítulo V es un diagnóstico de la situación actual del Mercado de Capitales de El Salvador, en el cual analizamos exhaustivamente los instrumentos con que cuenta, las instituciones que en él participan y los recursos financieros que moviliza. Fue en esta sección donde enfrentamos las mayores dificultades, ya que muchas informaciones valiosas nos fueron negadas o no nos permitieron publicarlas, sin embargo, de acuerdo con las circunstancias nos sentimos satisfechos de nuestra labor, especialmente en lo que se refiere a la cuantificación de los recursos, que es la parte en la que pretendemos haber contribuido en algo al conocimiento de la realidad financiera del país.

Por último, en las Conclusiones y Recomendaciones nos permitimos presentar algunas ideas que pueden servir, por lo menos, como una base para discutir la forma en que debe organizarse nuestro Mercado de Capitales. Siguiendo los propósitos didácticos de este trabajo, hemos incluido un Apéndice Matemático para explicar mejor la forma en que creemos que el Banco Central de Reserva puede realizar operaciones de mercado abierto.

Al presentar este trabajo, hacemos propicia la ocasión para expresar nuestro profundo agradecimiento a todos los profesores y compañeros de trabajo que en una u otra forma nos ayudaron en nuestra labor, permitiendo así que el autor pudiera salvar algunas de sus muchas deficiencias.

CAPITULO I

LA PLANIFICACION DEL DESARROLLO ECONOMICO Y SOCIAL DE EL SALVADOR

A. LA NECESIDAD DE PLANIFICAR EL DESARROLLO ECONOMICO Y SOCIAL

La Gran Depresión de los años treinta puso a prueba los postulados del capitalismo del "laissez faire". Las enormes pérdidas materiales y espirituales que causó el paro masivo son comparables a los de las guerras y catástrofes naturales, para colmo, no se debieron a falta de recursos productivos, de capacidad técnica o de voluntad de trabajo, sino que fueron el efecto de la errada política económica que prevalecía entonces. La "mano invisible", que debía mantener el equilibrio del mercado a través del sistema de precios, fue incapaz de salvar la crisis y el desempleo se extendió por el mundo con todas sus nefastas consecuencias.

Fue John Maynard Keynes quien demostró los errores de la economía clásica en su célebre "Teoría General del Empleo, el Interés y el Dinero", publicada en 1936. Pero Keynes no se limitó a formular una teoría económica pura, sino que trazó una política económica práctica que contempla la intervención estatal en la regulación del sistema económico, es decir, que limita el libre ejercicio de las fuerzas del mercado y las condiciona al interés nacional; el instrumento principal de esta política es la inversión pública que cubre las brechas que la empresa privada no quiere o no puede financiar, en esta forma se logra mantener un ritmo de inversiones que permita el crecimiento continuo de la producción y, a la vez, un nivel de empleo aceptable. Doce años bastaron para que las ideas de Keynes se difundieran por el mundo y se convirtieran en la base de los planes económicos de los principales países occidentales; la reconstrucción de Europa después de la Segunda Guerra Mundial, la creación del Fondo Monetario Internacional y del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento, el pensamiento más reciente en el campo de la política fiscal, etc. son ejemplos de la aceptación de sus teorías.

En un régimen de economía mixta, la intervención del Estado en la economía nacional depende del grado de desarrollo económico, así tenemos que en los países desarrollados, la preocupación de las autoridades es mantener la tasa de crecimiento del producto real per cápita, es decir, de controlar los ciclos económicos, para los países en vías de desarrollo, dicha intervención tiene una finalidad diferente: persigue promover su desarrollo económico y social. Entendemos este desarrollo como un proceso dinámico durante el cual se incrementa la productividad del trabajo como resultado de la acumulación de capital físico, del mejoramiento tecnológico y de los cambios en la estructura socio-cultural; pero estos cambios no se verifican espontáneamente sino que son producto de una acción deliberada, son el resultado de la política económica concretada en los planes de desarrollo. La planificación económica persigue, pues, asegurar un monto de inversiones productivas que haga crecer el ingreso nacional real a una tasa superior que el incremento de la población, o sea que aspira a lograr un aumento sustancial del ingreso

real per cápita, pero no basta el simple crecimiento económico para que haya desarrollo, es necesario, además, que se tomen las medidas adecuadas para asegurar una mejor distribución del ingreso nacional, de manera que todos los estratos de la población gocen de un nivel de vida aceptable.

En el caso de El Salvador, la necesidad de planificar el desarrollo económico y social surge con carácter urgente de los serios problemas que afectan su economía, estas dificultades, que en conjunto tipifican una situación de subdesarrollo económico y social, representan los eslabones del círculo vicioso de su atraso, es decir, que unas veces actúan como causas del subdesarrollo y otras como consecuencias del mismo. Entre las características de la economía salvadoreña, las que más retrasan su desarrollo son las siguientes:

I - La Producción Primaria

A pesar de que la participación del Sector Agropecuario en el Producto Territorial Bruto ha perdido importancia relativa en los últimos años, todavía es su renglón principal, los productos tradicionales: café, algodón, cereales y caña de azúcar, representaron el 17.4% del PTB en 1971, con una producción de ₡ 468.6 millones (1). El predominio de la agricultura en la estructura de la producción nacional se puede observar mejor en el Cuadro I - 1, en el que se muestra la contribución absoluta y relativa de los diferentes sectores que integran el PTB, el Sector Minería y Canteras que en otros países subdesarrollados constituye la actividad económica principal, como es el caso de Bolivia y Chile, es insignificante en El Salvador, debido a la pobreza de los yacimientos minerales que se han descubierto hasta la fecha.

La importancia de la agricultura en la economía salvadoreña ha generado la concentración de la tierra en manos de unos pocos terratenientes, principalmente debido a la relativa facilidad para explotarla, al nivel de utilidades que produce, y sobre todo, al prestigio social que conlleva su tenencia. Según el Tercer Censo Agropecuario, la mayoría (96%) de las 272.432 explotaciones agrícolas que habían en 1971 medían menos de 20 hectáreas, pero solamente representaban el 36% de la superficie trabajada, en el otro extremo, las fincas de 100 hectáreas o más representaban apenas en 0.7% de las explotaciones pero cubrían el 38.9% de la superficie laborable. La tremenda concentración de la tierra que reflejan estas cifras es mayor en la realidad, pues como es bien sabido los grandes terratenientes poseen más de una explotación.

 (1) Banco Central de Reserva. Revista Mensual
 Enero 1973. Págs. 68-71.

CUADRO I - 1

PRODUCTO TERRITORIAL BRUTO DE EL SALVADOR
(Millones de Colones - Precios Corrientes)

	1962		1966		1970		1971(1)	
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%
Agropecuario	537.0	33.51	573.9	27.20	724.8	28.26	726.0	27.08
Minería y Canteras	2.3	0.14	3.0	0.14	4.2	0.17	4.5	0.17
Industria Manufacturera	241.4	15.06	396.6	18.80	484.6	18.90	515.6	19.23
Construcción Pública y Privada	39.7	2.48	74.7	3.54	72.4	2.82	78.3	2.92
Electricidad, Agua y Servicios Sanitarios	18.4	1.15	29.9	1.42	38.8	1.51	42.1	1.57
Transporte, Almacenaje y Telecomunicaciones	75.1	4.69	91.2	4.32	128.3	5.00	133.4	4.98
Comercio	349.2	21.79	511.3	24.24	543.3	21.18	581.3	21.68
Financiero	26.3	1.64	38.2	1.81	57.5	2.24	62.8	2.34
Propiedad de Viviendas	69.7	4.35	81.4	3.86	94.9	3.70	96.9	3.61
Administración Pública	131.8	8.23	155.2	7.35	200.2	7.81	213.7	7.97
Servicios Personales	111.7	6.96	154.4	7.32	215.6	8.41	226.7	8.45
PRODUCTO TERRITORIAL BRUTO	1.602.0	100.00	2.109.7	100.00	2.564.6	100.00	2.681.3	100.00

(1) Cifras Provisionales

FUENTE: Banco Central de Reserva
Revista Mensual

La otra forma en que se manifiesta la importancia del Sector Agropecuario es en la localización y ocupación de la población. En lo que se refiere a su distribución geográfica, más del 60% vive en las zonas rurales, según las cifras censales (Cuadro I - 2), en el lapso comprendido entre 1930 y 1971, la población no se ha trasladado en forma significativa hacia las áreas urbanas. Entre las razones que impiden que la población rural emigre a las ciudades, donde obviamente existen mejores condiciones de vida, está el predominio de la agricultura como fuente de empleo, ésto no significa que ignoremos que el bajo nivel educativo de los campesinos (1) no les permite aprovechar las oportunidades de empleo que

(1) Según el Tercer Censo de Población, en 1961, el 64.2% de la población rural era analfabeta, porcentaje que es muy superior que el 26.8% que correspondía a la población urbana.

CUADRO I - 2

POBLACION DE EL SALVADOR POR AREAS, URBANA Y RURAL

(Miles de habitantes)

Censo de Población	TOTAL	AREA URBANA		AREA RURAL	
		Población	Porcentaje	Población	Porcentaje
1930	1.434	549	38.3	885	61.7
1950	1.856	677	36.5	1.179	63.5
1961	2.511	967	38.5	1.544	61.5
1971(*)	3.541	1.396	39.4	2.145	60.6

(1) Cifras Preliminares

FUENTE: Dirección General de Estadística y Censos

genera la expansión de la producción industrial y de los servicios, pero sí que encontramos una estrecha relación entre la ocupación y la localización de la población.

Como fuente de empleo, las actividades primarias (agricultura y pesca) absorben la mitad de la fuerza de trabajo ocupada. Comparando las cifras del Censo de Población de 1961 con las estimadas para el período 1962-1971, se encuentra una disminución relativa del empleo en el Sector Agropecuario, aunque en términos absolutos hubo un incremento de 48.6 miles de personas. Si consideramos que la economía generó un total de 204.3 miles de nuevos empleos en el período comentado, podemos apreciar el menor dinamismo del sector, especialmente si lo comparamos con la industria y el comercio. (Cuadro I - 3)

Sin embargo, las perspectivas de promover el desarrollo mediante una expansión a corto plazo de la producción industrial no son muchas; si bien es cierto que ésta se duplicó en los últimos diez años, su actividad principal es todavía la transformación de materias primas de origen agropecuario. (Cuadro I - 4)

Más adelante veremos (Cuadro I - 5) que se depende de abastecedores extranjeros para instalar nuevas plantas industriales y ampliar el equipo de transporte. Pero, además, la producción misma está supe-
ditada a la importación de insumos, por ejemplo, en 1971, el sector industrial importó \$226.3 millones de bienes intermedios, cantidad que representa el 21.3% de la producción bruta del sector en el mismo año, la cual ascendió a \$1.062.3 millones. (1)

(1) Datos del Banco Central de Reserva.

CUADRO I - 3

EL SALVADOR: POBLACION OCUPADA POR SECTORES ECONOMICOS

(Promedios Anuales - Miles de Personas)

Sectores Económicos	1961 (1)		1964 (2)		1968 (2)		1970 (2)		1971 (3)	
	Empleos	%	Empleos	%	Empleos	%	Empleos	%	Empleos	%
Agricultura y Pesca	464.2	60.60	478.3	55.64	497.7	50.60	507.7	50.31	512.8	52.85
Industria Manufacturera	98.4	12.84	143.9	16.74	189.2	19.24	194.1	20.93	183.0	18.86
Manufactura Mayor	55.4	7.23	82.6	9.61	106.4	10.82	109.2	11.77	102.9	10.60
Artesanías	43.0	5.61	61.3	7.13	82.8	8.42	84.9	9.16	80.1	8.26
Construcción	30.3	3.96	38.7	4.50	43.5	4.42	35.1	3.48	36.2	3.73
Electricidad, Agua y Servicios Sanitarios	1.6	0.21	1.8	0.21	2.0	0.20	2.1	0.21	2.2	0.23
Transporte, Almacenaje y Comunicaciones	16.3	2.13	17.5	2.04	30.6	3.11	27.9	2.76	27.0	2.78
Comercio	50.2	6.55	56.9	6.62	71.5	7.27	73.5	7.28	77.5	7.99
Servicios (4)	102.1	13.33	119.5	13.90	146.0	14.84	148.6	14.72	128.4	13.23
Otras Actividades	2.9	0.38	3.0	0.35	3.1	0.32	3.1	0.31	3.2	0.33
T O T A L E S	766.0	100.00	859.6	100.00	983.6	100.00	992.1	100.00	970.3	100.00

(1) Cifras Censales

(2) Cifras Estimadas

(3) Cifras Preliminares

(4) Incluye el Sector Administrativo Gubernamental

FUENTE: CONAPLAN. Indicadores Económicos y Sociales

Enero-Junio. 1972. Págs. 214.215

9703

7660

173

CUADRO I - 4PRODUCCION INDUSTRIAL DE EL SALVADOR

(Millones de Colones - Precios Corrientes)

	1962	1966	1970	1971(1)
Alimentos	92.8	116.4	139.0	142.8
Bebidas	30.3	43.8	50.3	52.1
Tabaco	14.0	16.5	16.7	16.5
Textiles	20.8	39.2	63.6	72.2
Calzado y Vestuario	33.3	54.4	51.3	50.0
Madera	1.4	1.5	2.0	2.1
Muebles	2.7	5.2	10.5	11.3
Papel y Cartón	1.8	2.3	7.5	7.7
Imprentas	4.8	7.9	8.0	8.2
Cueros	2.6	2.9	3.8	4.1
Caucho	2.3	2.9	3.3	3.6
Químicos	10.8	27.9	37.2	43.3
Petróleo	- . -	18.5	20.2	26.3
Minerales no Metálicos	6.5	18.8	16.6	17.0
Metálicos no básicos	0.3	2.7	4.5	5.2
Productos Metálicos	3.1	5.9	6.9	7.2
Maquinaria, excepto eléctrica	1.3	3.3	4.9	5.2
Maquinaria Eléctrica	1.3	11.0	14.1	15.0
Equipo de Transporte	55.3	6.0	7.2	7.2
Diversos	6.0	9.5	17.1	18.6
T O T A L	241.4	396.6	484.6	515.6

(1) Cifras Provisionales

FUENTE: Banco Central de Reserva. Revista Mensual

Si consideramos en forma conjunta las características de la producción industrial y la especialización de la agricultura hacia los productos de exportación, surge la falta de integración entre los dos sectores. Como resultado de la misma, el sector agropecuario pierde la oportunidad de liberalizarse de las contingencias del mercado internacional y los trabajadores agrícolas no obtienen un ingreso que les permita consumir productos manufacturados, lo cual constituye un freno para la expansión industrial. Para la economía en general, el escaso desarrollo de las agroindustrias no sólo significa un obstáculo para el crecimiento de la producción nacional, sino que la hace peligrosamente vulnerable a las presiones externas, además, la cantidad del componente importado de los productos industriales origina una fuga de reservas internacionales que afecta la estabilidad externa de la moneda.

II - La Presión Demográfica

En el Cuadro I-2 se puede apreciar que la población de El Salvador casi se duplicó entre 1950 y 1971, como efecto conjunto de una alta tasa de natalidad y de una reducción de la mortalidad. El crecimiento demográfico en forma acelerada plantea una serie de problemas de difícil solución: hay que crear empleos para la nueva población y, a la vez, proporcionarle servicios de educación, salud, diversiones, transporte, etc., el aumento de la población dependiente deteriora la situación económica de las familias, especialmente de las de bajos ingresos; el crecimiento de la producción no absorbe la oferta adicional de fuerza de trabajo y, en consecuencia, aumento el desempleo o la ocupación en actividades de escasa productividad (subempleo), la escasez de viviendas genera la promiscuidad de los mesones y la formación de zonas marginales en las proximidades de las ciudades, etc.

Como efecto de los problemas mencionados arriba, el nivel cultural de la población es bajo (el 49.2% del total es analfabeta) y su productividad es reducida, la poca especialización en el comercio y las profesiones, la ignorancia económica y una escala de valores que minimiza los incentivos al cambio económico, son otras manifestaciones del atraso de la población. Además, hay otros factores que determinan la baja productividad del trabajo como la nutrición, la salud, la falta de enseñanza técnica, los salarios, etc.

III - La Utilización Deficiente de los Recursos Naturales

Los recursos naturales de El Salvador no son abundantes, en su estrecho territorio no existen reservas forestales, ni yacimientos minerales de importancia, para colmo, con sus 175 habitantes por kilómetro cuadrado es una de las zonas de más alta densidad demográfica del mundo.

A pesar de la escasez de recursos, los pocos que existen no se utilizan eficientemente por falta de conocimiento técnico, de recursos financieros o por la estrechez del mercado. En lo que respecta al uso de la tierra, aparte del café, el algodón y la caña de azúcar, en los demás cultivos no está generalizado el uso de semillas mejoradas, de fertilizantes químicos y del control de plagas con insecticidas y fungicidas; pero aún en las actividades más tecnificadas no se mantienen programas de conservación de suelos, ni de reforestación, como lo prueban las quemadas y talas indiscriminadas de bosques que se hicieron en la zona costera para cultivar algodón. Tampoco se respeta la vocación de los suelos: se cultiva café en las zonas de baja altura, se convierten los bosques de la zona norte en pastizales naturales, se hacen siembras anuales en laderas, etc.

La explotación del mar como fuente de alimentos es incipiente; además no se ha investigado si existen yacimientos minerales en la plataforma submarina. Pero lo más lamentable es que la falta de control en la pesca y caza marítimas está causando la extinción de algunas especies.

Las bellezas naturales del país constituyen atractivos turísticos que se están desaprovechando, principalmente por falta de servicios, de instalaciones y de vías de comunicación.

Por último mencionamos que la escasez de tierras laborables se podría atenuar utilizando los recursos hidráulicos en la creación de distritos de riego en todo el país, como se sabe, mediante el riego es posible obtener varias cosechas al año, lo cual equivale a ampliar la superficie sembrada con las técnicas actuales.

IV - Escasez de Recursos Financieros

Es muy difícil cuantificar la escasez de recursos de capital con las estadísticas disponibles, pero se puede estimar con ciertos datos que la reflejan

a) Entre 1960 y 1972, la deuda pública externa, directa y garantizada, pasó de \$59.0 millones a \$276.1 millones (1), si suponemos que el Estado recurre al crédito externo sólo en casos en que no encuentra financiamiento interno para sus presupuestos, estas cifras indican una escasez creciente de capital financiero.

b) Es bien conocido que la falta de producción interna de bienes de capital nos obliga a importarlos de países altamente industrializados, es decir, que no están diseñados para nuestro nivel tecnológico; el alto costo de estos bienes afecta el nivel de las reservas internacionales, lo cual constituye una presión adicional sobre el endeudamiento externo.

c) El bajo nivel del ingreso per cápita no permite que el salvadoreño promedio genere ahorros cuantiosos que puedan canalizarse al financiamiento de las inversiones. Además, la distribución del ingreso es inequitativa como puede deducirse de la concentración de la tierra que mencionamos arriba y el escaso número de personas que declaran renta (2). El reducido poder adquisitivo de la población restringe el mercado para los productos manufacturados y no permite que las fábricas trabajen a su plena capacidad; ésto origina la subutilización del capital físico, eleva los costos de producción y reduce las oportunidades de empleo.

(1) Datos del Banco Central de Reserva

(2) Según la Dirección General de Contribuciones Directas, solamente 15.554 personas naturales declararon renta en 1971, lo que da una relación de 144 contribuyentes por cada 10.000 habitantes económicamente productivos.

V - La Orientación hacia el Comercio Exterior

La orientación de la economía hacia el comercio internacional se manifiesta tanto por el lado de las exportaciones como de las importaciones de bienes.

En 1972, las exportaciones de El Salvador ascendieron a \$764.8 millones, que equivalen al 26.5% del Producto Territorial Bruto de ese año, de esas exportaciones, el 62.3% lo constituían los productos tradicionales (café, algodón y azúcar) (1). La alta participación de las exportaciones en la generación del PTB y la inestabilidad de los precios de los productos principales, hace que la economía sea muy susceptible a los ciclos económicos de los países compradores, una depresión en el extranjero reduce la demanda de nuestras exportaciones y provoca la caída de los precios, por el contrario, las épocas de prosperidad estimulan tanto el volumen como el valor de las ventas de nuestros productos, de un modo u otro, la dificultad de predecir los ingresos por exportaciones dificulta la formulación de planes de desarrollo y afecta la estabilidad externa de la moneda.

Por el lado de las importaciones, la producción nacional depende de los bienes de capital de origen extranjero para instalar nuevas plantas industriales o ampliar las existentes, pero también existe una fuerte dependencia de bienes intermedios, especialmente para la industria. De una importación total de \$692.7 millones en 1972, los bienes de capital representaron el 23.3% y los bienes intermedios el 47.4%, de éstos últimos, las compras para el Sector Industrial fueron por \$226.3 millones, o sea el 32.7% de todas las importaciones. (Cuadro I - 5)

La otra forma en que puede apreciarse la importancia del comercio exterior en la economía del país, es a través de los ingresos tributarios que percibe el Estado por ese concepto, por ejemplo, de los \$302.4 millones que captó el Gobierno en calidad de impuestos en 1971(1), recibió \$70.9 millones por derechos de importación y \$47.5 millones por derechos de exportación, cifras que representan el 36% del total de ingresos tributarios de ese año.

B. LA NECESIDAD DE PLANIFICAR EL FINANCIAMIENTO DE LOS PLANES DE DESARROLLO ECONOMICO Y SOCIAL

Cuando un país tiene problemas tan grandes como los nuestros y quiere resolverlos en forma integral, debe buscar la asignación óptima

(1) Datos del Banco Central de Reserva

CUADRO I - 5

CLASIFICACION ECONOMICA DE LAS IMPORTACIONES

Cifras CIF en Millones de Colones)

	1962	1966	1970	1971	1972(1)
<u>BIENES DE CONSUMO</u>	<u>122.8</u>	<u>178.2</u>	<u>177.8</u>	<u>185.6</u>	<u>200.5</u>
No Duraderos	98.4	138.9	133.7	140.9	149.8
Duraderos	24.4	39.3	44.1	44.6	50.7
<u>BIENES DE CAPITAL</u>	<u>58.7</u>	<u>115.0</u>	<u>94.4</u>	<u>115.3</u>	<u>161.1</u>
Sector:					
Agropecuario	9.4	10.1	9.7	11.7	14.9
Industria	23.6	40.0	38.1	40.9	60.0
Construcción	2.7	7.1	9.5	8.8	12.6
Electricidad	2.1	3.6	2.4	3.3	4.5
Transporte	16.6	47.5	27.2	37.2	58.8
Comercio	2.6	3.8	3.2	3.6	3.9
Financiero	0.3	0.1	0.1	0.2	0.1
Servicios	1.4	2.8	4.2	9.7	6.2
<u>BIENES INTERMEDIOS</u>	<u>130.5</u>	<u>256.6</u>	<u>260.8</u>	<u>316.6</u>	<u>328.6</u>
Sector:					
Agropecuario	23.4	41.8	39.9	42.5	46.0
Industria	82.6	166.9	179.0	226.3	226.3
Construcción	20.2	41.1	35.6	38.4	47.6
Comercio	2.2	3.4	1.9	2.1	2.6
Financiero	1.8	2.8	3.9	6.1	4.2
Servicios	0.3	0.7	0.6	1.2	1.8
<u>NO CLASIFICADOS</u>	<u>-. -</u>	<u>0.1</u>	<u>0.8</u>	<u>1.1</u>	<u>2.5</u>
<u>T O T A L E S</u>	<u>312.0</u>	<u>550.0</u>	<u>533.9</u>	<u>618.6</u>	<u>692.7</u>

(1) Cifras Provisionales.

FUENTE: Banco Central de Reserva

de los recursos productivos de que dispone, ya sean de origen nacional o extranjero, dicha asignación debe hacerse en base al orden de prioridades contemplado en los planes de desarrollo económico y social. Pero no basta la formulación de esos planes, es necesario, además, que se contemple el financiamiento de los programas y proyectos de inversión que se han considerado de importancia estratégica para la promoción del desarrollo económico y social de la nación.

Según el Lic. Jorge Alberto Escobar, no puede, ni debe hacerse "una separación entre la política económica y la política financiera, porque son dos aspectos de un mismo fenómeno. La política financiera proporciona a la política económica un conjunto de medios para la realización de sus fines y la segunda da a la primera el criterio valorativo, ordenador y rector. Los objetivos que se pretenden alcanzar son de suyo objetivos económicos, por consiguiente, la política financiera puede decirse que es la técnica de medios que permite la realización de la política económica, en tal sentido, una parte integrante de la misma. Los fundamentos de la política financiera implican en sí mismos los objetivos y los límites de la acción del Estado." (1)

Para realizar los planes de desarrollo económico se necesitan grandes recursos de capital que no pueden obtenerse totalmente de fuentes internas, el ahorro del gobierno, las empresas y las familias es insuficiente y debe complementarse con recursos provenientes del exterior, ya sea en forma de préstamos o de inversiones directas.

Hasta donde sea posible, el financiamiento del desarrollo debe cubrirse con recursos de origen interno, de manera que la participación del capital extranjero sea en forma complementaria. La generación de ahorros por el Sector Público está limitada por las recaudaciones fiscales, al Estado le es difícil impedir la evasión de los impuestos vigentes por un lado, y crear nuevos gravámenes por el otro, el ahorro de las empresas tampoco es abundante, pues está constituido por las utilidades no distribuidas y las reservas para depreciación del capital; tanto el Gobierno como las empresas utilizan los ahorros que generan para financiar sus propias inversiones, es decir, que esos recursos no incrementan la corriente que captan y canalizan los intermediarios financieros, es más, ambos sectores son demandantes netos de recursos de capital. Es el ahorro de las familias el que tiene la cualidad de transferirse a los otros sectores, ya sea a través del sistema financiero, participando directamente en la formación del capital de las empresas o adquiriendo valores emitidos por el Estado, las Instituciones Autónomas o las empresas privadas.

Cuando la política financiera para el desarrollo económico se basa principalmente en la captación de recursos extranjeros, la ejecución de los planes de desarrollo queda supeditada al criterio de las instituciones internacionales de crédito o de los inversionistas foráneos, en otras palabras, si un proyecto de inversión no es aprobado por la entidad crediticia

(1) JORGE ALBERTO ESCOBAR. Elementos Análíticos de Política Financiera para el Desarrollo Económico. Trabajo de Graduación. Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de El Salvador. San Salvador. 1968. Edición Mimeografiada. Página IV.

crediticia o por el inversionista extranjero no será financiado aunque tenga alta prioridad en los planes mencionados. Es bien conocido que el capital extranjero crea una relación de dependencia hacia los acreedores, razón por la que debe utilizarse en forma mesurada, en el caso de los empréstitos, se considera que deben limitarse al punto en que el servicio de la deuda(1) sea igual a las nuevas entradas de capital, las inversiones extranjeras no tienen un límite preciso, pero si podemos señalar que no deben alcanzar un volumen o una localización que les permita controlar la producción nacional. Además de la dependencia económica y política que pueden originar los créditos y las inversiones extranjeras en la economía del país, el servicio de la deuda y la remisión de las utilidades incrementan las obligaciones en el extranjero, lo cual constituye una presión adicional sobre la estabilidad internacional de la moneda; cuando esa inestabilidad desemboca en una devaluación monetaria se daña el prestigio del país, se dificulta la adquisición de nuevos créditos y se desestimula el ingreso de nuevas inversiones.

Al exponer las razones de seguridad nacional y de estabilidad monetaria que hacen inconveniente el uso exagerado de recursos externos para promover el desarrollo, no estamos negando los beneficios que las inversiones y créditos extranjeros pueden traer al país, ni estamos insinuando que la deuda externa de El Salvador haya alcanzado niveles que afecten la convertibilidad de la moneda. Nuestra intención es hacer resaltar la necesidad de que esos recursos sean debidamente orientados hacia actividades que estimulen la expansión de la producción, que generen empleo y fortalezcan nuestra balanza de pagos, ya sea incrementando las exportaciones o produciendo bienes y servicios que adquirimos del exterior, con la correspondiente fuga de divisas internacionales.

El financiamiento con recursos internos también debe ser planeado cuidadosamente. Cuando se utiliza indebidamente el crédito del Banco Central se puede caer en procesos inflacionarios, por otro lado, cuando la recaudación fiscal descansa principalmente en los impuestos indirectos, como es el caso salvadoreño, se reduce el ingreso de las familias, lo cual restringe el consumo y, consecuentemente, frena la expansión de la producción.

La solución que nosotros encontramos a la escasez de capitales internos para financiar los planes de desarrollo económico y social, es adoptar una política financiera que estimule la formación de esos recursos, especialmente entre las familias, y que facilite su canalización hacia sectores inversionistas. La contribución actual de los intermediarios

 (1) El servicio de la deuda es igual a la amortización del capital más el pago de los intereses respectivos.

financieros en la promoción de recursos a largo plazo para el desarrollo es bastante limitada, la banca privada se dedica principalmente a financiar actividades comerciales o agrícolas de corto plazo, la banca de inversión y las compañías de seguros no disponen de recursos suficientes, la bolsa de valores es inoperante, etc., en suma, la economía nacional no cuenta con las instituciones e instrumentos financieros que le proporcionen una fuente segura y suficiente de recursos que puedan transferirse fácilmente hacia los sectores inversionistas.

En resumen, para que los planes de desarrollo alcancen sus objetivos es necesario que se cubran sus metas de inversión, lo que implica contar con el financiamiento adecuado, para lograrlo, es necesario que el Gobierno adopte una política financiera que persiga los fines siguientes.

- 1.- Disminuir la participación relativa de capitales extranjeros en el financiamiento de los planes de desarrollo económico y social.
- 2.- Promover la acumulación masiva de ahorros internos, tanto de las familias como de las empresas.
- 3.- Crear los mecanismos e instituciones que faciliten la congregación de estos fondos.
- 4.- Promover el uso de esos recursos en las actividades productivas que se consideren más urgentes en el país.
5. Estimular la democratización de las inversiones mediante la colocación de títulos valores entre el público.

C. LA PARTICIPACION DEL SECTOR PRIVADO EN LA EJECUCION DE LOS PLANES DE DESARROLLO ECONOMICO

Como puede notarse fácilmente, el éxito de la política financiera que hemos sugerido depende en gran medida de la colaboración del Sector Privado, tanto en la formación de los recursos como en la utilización de los mismos.

Aunque sea inconveniente por sus repercusiones en la estabilidad externa e interna de la moneda, el Sector Público, goza de una relativa facilidad para financiar sus programas y proyectos de inversión, ya sea con sus ingresos corrientes, el crédito del Banco Central de Reserva, los empréstitos extranjeros o la colocación de valores entre el sector privado.

Las fuentes de financiamiento para las empresas son relativamente más restringidas e inseguras, pues dependen en su mayor parte de los

ahorros que pueden proporcionar las familias, ya sea a través de las instituciones financieras o mediante la participación directa en la formación de capital de las empresas.

Para que las familias proporcionen los recursos mencionados y los empresarios los utilicen en inversiones productivas, es necesario crear un ambiente que ofrezca las garantías que necesitan los ahorrantes e inversores por un lado, y los mecanismos que faciliten la labor de los intermediarios financieros por el otro. En una economía como la nuestra, esas garantías consisten en la seguridad, rentabilidad y liquidez de las inversiones.

Como veremos más adelante, el medio idóneo para promover la formación de ahorros entre las familias y para crear un ambiente que estimule su canalización hacia inversiones productivas, es un Mercado de Capitales que funcione de acuerdo a las necesidades del país; pero este mercado no debe considerar exclusivamente la situación actual de la economía, sino que debe estar organizado en tal forma que pueda crecer al ritmo del progreso nacional.

No bastan las leyes de fomento industrial para que la empresa privada realice las inversiones que le asigna el plan de desarrollo económico, es necesario, además, que el mecanismo financiero proporcione los recursos de capital que necesitan los empresarios para emprender los proyectos que consideran rentables. Los plazos y las condiciones en que se proporcionen dichos recursos, deben estimular el establecimiento de nuevas empresas o la ampliación de las existentes, pero deben concederse de acuerdo al orden de prioridades considerado en los planes mencionados. El control selectivo del crédito permite encauzar las inversiones del sector privado hacia la consecución de las metas de desarrollo, esta función del mecanismo financiero lo convierte en uno de los instrumentos más importantes de la política económica, razón por la que debe estar debidamente controlado por los organismos del Estado.

Se ha discutido mucho la posibilidad de promover la formación de ahorros entre los sectores mayoritarios de la población, lo cual para algunos es difícil e injusto, en primer lugar, argumentan que el bajo nivel de ingresos de la mayoría de salvadoreños no les permite satisfacer las necesidades elementales de sus respectivas familias, y en segundo, que no es justo que los pobres se sacrifiquen para financiar las inversiones del sector empresarial. Sobre esta cuestión, nosotros creemos que debidamente motivada u organizada la población de bajos ingresos es capaz de generar pequeños ahorros personales que se pueden reunir y canalizar a través del sistema financiero, constituyendo en esa forma una fuente importante de recursos transferibles; más adelante veremos que ese es el caso de las reservas matemáticas del Instituto Salvadoreño del Seguro Social y de ciertas pólizas de ahorro que en buena parte provienen del sector laboral.

Tampoco creemos que sea injusto que las familias generen ahorros de acuerdo a sus respectivos niveles de ingresos, ya que hasta los ahorros compulsivos se vuelven disponibles en determinadas circunstancias, como es el caso del Seguro Social que otorga pensiones y servicios médico-hospitalarios a sus afiliados, si comparamos esta forma de financiar el desarrollo económico del país, con la captación de recursos a través de la tributación indirecta o el financiamiento inflacionario del déficit fiscal, podemos apreciar con facilidad que afecta menos los intereses particulares de los sectores mayoritarios de la población.

En el caso de la clase media, el nivel de ingresos y la cultura financiera de sus miembros estimula su participación en el financiamiento del desarrollo económico; su mayor capacidad para generar recursos transferibles les permite colocar ahorros a plazo fijo en el sistema bancario, adquirir pólizas de ahorros y seguros de vida, e invertir cantidades moderadas en títulos valores, tanto oficiales como privados.

En contra de la creencia popular, los inversionistas no constituyen la fuente principal de recursos transferibles, si bien es cierto que gozan, de una gran capacidad de ahorro, los recursos que acumulan están generalmente destinados de antemano a las necesidades del mismo ahorrante. Este comportamiento no tiene nada de extraño, ellos encuentran muchas oportunidades para utilizar sus recursos en forma más rentable que los depósitos bancarios o los títulos valores de renta fija; sus mismas empresas o las de sus parientes o amigos les ofrecen oportunidades que no puede cubrir con su patrimonio y los convierten en demandantes netos de recursos financieros.

CAPITULO II

LA RELACION ENTRE EL MERCADO DE CAPITALES Y EL MERCADO DE VALORES

A. CONCEPTOS BASICOS

Al insistir en la necesidad de planificar el financiamiento de los planes de desarrollo económico y social, tenemos en mente que la falta de capitalización adecuada es una de las principales causas del subdesarrollo, problema que será resuelto en la medida que se incremente la capacidad de ahorro de la economía y, en consecuencia, que aumente la dotación de capital por habitante, siempre que éste se utilice en la forma más eficiente posible. Esto no significa que atribuyamos la problemática del subdesarrollo a la escasez de recursos financieros (1), pero sí que consideremos que el capital es el factor productivo sobre el que más directamente se puede actuar para acelerar el crecimiento de la producción.

La oferta de mano de obra generalmente está dada a corto y aún a mediano plazo, cualitativamente se puede modificar a través de programas masivos de educación formal y adiestramiento práctico, en tanto que en términos cuantitativos sólo es posible modificarla mediante campañas que estimulen o desalienten los nacimientos. Sea de una u otra forma que se intente adecuar la oferta de mano de obra a las necesidades de la economía de un país determinado, será muy difícil obtener resultados positivos en menos de 5 años, es decir, que los planes de desarrollo deben adaptarse a la oferta de ese recurso productivo.

Tanto la capacitación de la población como la explotación de los recursos naturales dependen de las disponibilidades de capital, tan es así que muchas veces sólo constituyen "factores potenciales" por falta de financiamiento adecuado. El grado de desarrollo tecnológico del sistema productivo también está condicionado a la dotación de capitales, relación tan estrecha que resulta difícil imaginar un proceso de mejoramiento tecnológico sin el consiguiente aumento de las necesidades de capital.

De esta interdependencia entre los factores productivos y el capital es que surge la relación entre la capitalización y el desarrollo económico. Sin olvidar que el trabajo humano es el que genera toda toda la producción, es necesario señalar que es el capital el que permite la división del trabajo y la conversión de los recursos naturales en factores productivos, razón por la que los países se esfuerzan por incrementar sus coeficientes de inversión y por mejorar su productividad. (2)

(1) En el Capítulo I hicimos un breve análisis de las causas del subdesarrollo en El Salvador.

(2) JOSE ANDRES DE OTEYZA, Políticas de Fomento de los Mercados Capitales. CEMLA. México, 1971. Págs. 15-16

El capital real se refiere a los medios de producción tangibles, como las fábricas, maquinaria, equipo de transporte, etc., en tanto que el capital financiero está representado por activos como las acciones, los bonos, el crédito bancario, los contratos, etc. Así como los bienes y servicios se transan a través de las instituciones especializadas del comercio exportadores, importadores, mayoristas, agentes, etc., el intercambio de los activos financieros se realiza con la participación de intermediarios que también se han especializado en determinadas actividades como los bancos, las compañías de seguros, las bolsas de valores, las financieras, etc.

La efectividad de los intermediarios financieros se puede medir por la diversidad de sus actividades, por la clase de instrumentos que emplean y por el volumen de recursos que canalizan, dicha efectividad es a la vez un estímulo y un resultado del desarrollo general de la economía. Al aumentar el grado de monetización de la misma, se promueve la especialización de los intermediarios financieros y se incrementa la productividad y eficiencia del sistema financiero.

Para evitar posibles confusiones, pasaremos enseguida a definir los siguientes conceptos: mercado financiero, mercado monetario, mercado de capitales y mercado de valores.

I. El Mercado Financiero

En el Diccionario de Ciencias Económicas de Jean Romeuf se cita a H. Ardant que lo define como "el conjunto de los que, dentro de un determinado marco, tratan de satisfacer sus necesidades de pagos, movimiento de fondos, crédito y financiamiento, de una parte, y de reversión de otra, se dediquen o no profesionalmente al comercio del dinero" (1). Es decir, que comprende tanto la oferta como la demanda de fondos y valores de toda clase, sin importar el plazo ni el uso a que se destinen, además, incluye las operaciones que se realizan al margen del sistema financiero, entre las cuales podemos mencionar los créditos comerciales, la usura, etc.

II. El Mercado Monetario

También conocido como Mercado de Dinero, es la parte del Mercado Financiero que comprende "los pagos, los movimientos y las transferencias de fondos, en el que el dinero contante se cambia por dinero a plazos o los instrumentos de pago por los instrumentos de crédito, ya que

 (1) H. ARDANT. Cours D'organization et de Fonctionnement des Marchés Financiers. Pág. 31. Citado en JEAN ROMEUF. Diccionario de Ciencias Económicas. Editorial Labor. Barcelona. 1966. Pág. 604

éstos se aproximan en el límite de aquellos. Es también el mercado del que se alimentan y al que vierten las tesorerías de los bancos y en el que abreva la tesorería del Estado." (1)

El Mercado Monetario, pues comprende la oferta y demanda de fondos a corto plazo, es decir, de recursos altamente líquidos. Siendo una función esencial de la banca comercial, provee los fondos que la comunidad necesita para movilizar los bienes y servicios, así como para cubrir los gastos corrientes de las empresas que operan en la misma. La movilización de estos recursos se realiza a través de las especies monetarias, de los depósitos girables por cheque, de las letras de cambio y de otros documentos representativos de obligaciones o deudas a corto plazo.

III. El Mercado de Capitales

Es el sector de instituciones e instrumentos del Mercado Financiero que se han especializado en atender la oferta y demanda de recursos de mediano y largo plazo, especialmente para fines productivos, además de proporcionar capital de inversión, está generalmente aceptado que debe satisfacer la demanda de capital de operación o de trabajo de las empresas. De un modo u otro, la característica principal del Mercado de Capitales es que solamente proporciona financiamiento para actividades productivas, dándole especial atención a la demanda de recursos para nuevas inversiones (2) y que sus instrumentos tienen una liquidez menor que las del Mercado Monetario.

Los intermediarios financieros conocidos como "Banca de Inversión" se encargan de poner en contacto a los ahorrantes con los inversionistas, extendiendo muchas veces sus funciones a la promoción de nuevos proyectos de inversión, a dar asistencia técnico-administrativa a los usuarios y a coordinar la acción de otros bancos e instituciones de diferente naturaleza, con el objeto de lograr la promoción, captación y transferencia de los fondos que demandan las actividades productivas de la economía.

Entre las instituciones del Mercado de Capitales que funcionan en el país podemos mencionar el Instituto Salvadoreño de Fomento Industrial, la Financiera de Desarrollo e Inversión, el Banco Hipotecario, la

(1) Ibid. Pág. 605

(2) En casos extraordinarios, sin embargo, el mecanismo financiero puede servir para colocar bonos de la deuda pública que no corresponden a programas de inversión productiva, pero que son necesarios para cubrir gastos extraordinarios como los causados por las guerras, catástrofes naturales, epidemias, etc.

Financiera Nacional de la Vivienda con su sistema de asociaciones de ahorro y préstamo, el Instituto Salvadoreño del Seguro Social, las compañías de seguros de vida y capitalización, los bancos comerciales, etc.

IV. El Mercado de Valores

Es la parte del Mercado Financiero que se ha especializado en la creación de mecanismos que faciliten la oferta y demanda de títulos representativos de capitales, deudas o inversiones financieras. En ese sentido, constituye un valioso auxiliar tanto del Mercado Monetario como del Mercado de Capitales, ya que la característica de sus operaciones es que se realizan a través de títulos valores, sin limitaciones con respecto al plazo o destino de los recursos que por él se canalizan.

Lo que diferencia las operaciones del Mercado de Valores es, pues, que sus instituciones no captan recursos del público, ni financian las operaciones de las empresas en forma directa, su papel se reduce a poner en contacto a los sectores ahorrantes con los demandantes de recursos financieros, sin adquirir compromisos con ningún sector.

El mercado primario de valores es el que facilita la emisión y colocación de valores nuevos. Entre las instituciones especializadas en el lanzamiento de nuevas emisiones están los grandes bancos y sociedades financieras, los grupos promotores de inversiones y los corredores profesionales que suscriben o garantizan la suscripción de una emisión, ya sea total o parcialmente, y la colocan posteriormente entre el público y los inversionistas institucionales.

El mercado secundario de valores es en el que se transfieren los valores en circulación, pero no se limita a las negociaciones que se realizan a través de los corredores, agentes, comisionistas y vendedores de la bolsa de valores, sino que incluye las compra-ventas que realizan en forma directa las empresas financieras y las que se efectúan entre el público. Esta es la parte del mercado que contribuye más a darle movilidad y liquidez a los valores, pues proporciona a sus tenedores el mecanismo que les permite recuperar con seguridad y rapidez sus inversiones.

B. LAS FUNCIONES DEL MERCADO DE CAPITALS

La finalidad principal del Mercado de Capitales es promover la formación de nuevos ahorros, agruparlos en las instituciones financieras y canalizarlos hacia las inversiones consideradas de importancia estratégica para el desarrollo económico y social del país. Para que pueda constituir la principal fuente de recursos de mediano y largo plazo para fines de inversión, el Mercado de Capitales debe desempeñar las funciones siguientes:

I. Estimular el Ahorro Interno

La forma más sana de financiar el desarrollo económico y social es con ahorros internos, complementados con recursos del exterior. En la medida que la economía sea capaz de generar y canalizar sus propios recursos, se liberará de la influencia extranjera y mantendrá la estabilidad externa e interna de la moneda.

La promoción de ahorros privados de origen interno adquiere mayor importancia si se consideran otras alternativas de financiamiento, como son la imposición fiscal, el crédito inflacionario y el endeudamiento externo. Dado el predominio de los impuestos indirectos en nuestro sistema tributario, la imposición fiscal afecta en mayor medida a los sectores de la población que tienen menores ingresos, igual efecto tiene el incremento de los precios que produce el uso de recursos inflacionarios, con el agravante de la inestabilidad económica y social que generalmente trae consigo, situación que por sí misma constituye un problema que es preferible evitar.

Por otro lado, la promoción de ahorros internos, tanto del sector público como del sector privado, alivia la presión sobre la deuda externa. Si excluimos los empréstitos extranjeros que se contratan con la finalidad (expresa o velada) de fortalecer las reservas internacionales, la demanda de recursos externos disminuirá en la medida que se promuevan recursos internos, con lo cual se logrará reducir la dependencia extranjera de la economía, a la vez que se mejora la convertibilidad internacional de la moneda.

Para promover y captar nuevos ahorros, las instituciones del Mercado de Capitales deben adoptar una política activa que incluya campañas educativas, creación de estímulos a los ahorrantes (premios, sorteos, tasas atractivas de interés, etc.), medidas que faciliten la colocación de los depósitos (redes de oficinas, ventanillas ambulantes, horarios extraordinarios, etc.), exención de impuestos sobre los depósitos bancarios seguros, contra quiebras o robos, emisiones de valores que sean atractivos para los ahorrantes e inversionistas financieros, etc.

II. Canalizar los Recursos hacia Inversiones Productivas

No basta que las instituciones financieras capturen un volumen considerable de recursos, sino que, además, deben canalizarlos hacia actividades productivas que generen nuevas posibilidades de empleo e incrementen la producción nacional, la satisfacción de las necesidades de recursos de inversión es precisamente la función principal del Mercado de Capitales, actividad con la que contribuye eficazmente a la formación del capital físico que implica la expansión de la economía.

Los estímulos a la inversión actúan en forma conjunta con las medidas que favorecen la formación de ahorros. Al respecto, Milic Kybal dice que "una gama amplia y variada de instrumentos de inversión estimulará el proceso de ahorro y, a su vez, un amplio volumen de ahorros buscará los instrumentos de inversión apropiados. Es en el Mercado de Capitales donde se encontrarán las dos partes y su función principal consiste en reconciliar los intereses de los que ahorran con los de los que invierten." (1)

El mejor instrumento que tiene el Mercado de Capitales para promover el progreso económico y social de un país, es el control selectivo del crédito. Para ello, sus instituciones deben adecuar los plazos y condiciones de los préstamos a la importancia específica de cada proyecto, de manera que las mejores facilidades sean para aquellas actividades consideradas de mayor prioridad dentro de los planes de desarrollo.

III. Facilitar la Transferencia de Recursos Financieros

Como mencionamos arriba, el Mercado de Capitales es el medio a través del cual se armonizan los intereses de los ahorrantes con los de los usuarios de fondos ajenos, para lograrlo, sus instituciones deben proporcionar los mecanismos e instrumentos que faciliten la transferencia de recursos financieros de los sectores ahorrantes a los inversionistas.

El funcionamiento del Mercado de Capitales, pues, exige la creación de instituciones financieras que se especialicen en poner a disposición de los inversionistas los recursos que necesitan para adquirir bienes de capital. Dentro de esta función juega un papel importantísimo la banca de inversión, ya sea facilitado la emisión de valores, otorgando créditos a mediano y largo plazo o participando directamente en la formación del capital de las empresas.

En la parte relativa a las funciones del Mercado de Valores veremos que la transferencia de los recursos se realiza mediante la colocación de títulos representativos de deudas o inversiones. Pero esta colocación no se hace entre los empresarios que ejecutan las inversiones iniciales, sino que entre aquellas personas que no quieren o no pueden afrontar los riesgos de emprender nuevas actividades económicas. En ese sentido, las funciones de la banca de inversión incluyen la asesoría

(1) MILIC KYBAL. Política de Mercados de Capitales. Ponencia presentada en la X Reunión de Técnicos de Bancos Centrales del Continente Americano celebrada en Caracas, Venezuela, del 17 al 26 de noviembre de 1971. Edición mimeografiada. Pág. 15.

tanto para los ahorrantes como para los inversionistas, a efecto de que los recursos se utilicen en actividades que produzcan un margen de ganancias que estimule la participación posterior de ambos sectores. Además de la rentabilidad de los títulos valores, el mecanismo de transferencia debe garantizar su liquidez, de manera que los inversionistas financieros que los adquieran tengan la confianza de poder venderlos con facilidad y a un precio justo.

IV. Promover la Democratización de las Inversiones

Corresponde a las instituciones del Mercado de Capitales la creación y mantención de un clima que propicie la participación del público en el financiamiento del desarrollo económico, ya sea proporcionando ahorros a través del sistema financiero o invirtiendo a través del Mercado de Valores.

Cuando una institución financiera adquiere acciones de una empresa nueva estimula la participación del público, pues con ello da prestigio a la entidad emisora y, en consecuencia, a las acciones mismas, posteriormente, cuando la empresa goce de reputación propia, puede poner a la venta las acciones para adquirir las de otras compañías que necesiten respaldo, y así sucesivamente, de manera que siempre exista una oferta atractiva de acciones.

Además, los intermediarios financieros pueden aprovechar su relación con los empresarios para convencerlos que pueden permitir la adquisición de acciones por el público, sin perder el control de sus empresas. Esta campaña es particularmente necesaria en nuestro país, dado el carácter exclusivo con que tradicionalmente se ha formado el capital de las empresas.

Las instituciones de fomento oficiales pueden colaborar organizando empresas mixtas en forma de sociedades anónimas, pero conservando la mayoría de las acciones. Estas se pueden colocar entre el público desde el momento que se emitan, pero la ocasión más propicia será cuando la empresa haya alcanzado un nivel aceptable de rentabilidad. Lamentablemente, lo que ha ocurrido es lo contrario: los intermediarios financieros conservan las mejores acciones y tratan de deshacerse de las que no producen buenos dividendos.

Por último, las instituciones del Mercado de Capitales pueden poner a la venta sus propias emisiones de acciones y bonos, con lo cual no sólo estarán creando oportunidades de inversión para el público, sino que también conseguirán incrementar sus recursos financieros.

V. Sustituir los Valores Inatractivos

Una de las principales funciones del Mercado de Capitales es retirar los valores que carecen de atractivos para el público y sustituirlos por emisiones que posean las condiciones de rentabilidad y liquidez que exigen los inversionistas financieros.

Esta función es particularmente importante en mercados poco desarrollados como el nuestro, que no han logrado promover la participación masiva del público en la adquisición de valores, tanto oficiales como privados. Para que una persona decida mantener sus ahorros en forma de bonos o acciones, es necesario que encuentre en ello más atractivos que la seguridad y rentabilidad que le ofrecen los depósitos bancarios. Es bien conocido que las emisiones de bonos del sector público y las acciones de empresas nuevas o desconocidas no gozan de prestigio en el Mercado de Valores, razón que dificulta su colocación entre el público, este problema se puede resolver mediante la emisión de bonos y acciones por las principales instituciones financieras que operan en el país y dedicando los fondos así recaudados a la adquisición de aquellos valores. Al respecto citamos a Antonio Palacios, quien nos dice lo siguiente "Mucha gente no querrá invertir en bonos del Gobierno porque no ha habido la adecuada estabilidad política (o porque no tienen condiciones de rentabilidad y liquidez que los hagan atractivos, agregaríamos nosotros) pero en cambio sí desearían que determinada institución financiera emitiera valores propios con la adecuada garantía, aún cuando el producto de la venta de esos bonos sirviera para comprar los bonos del Gobierno y formar así una cartera de títulos oficiales." (1)

En el caso de El Salvador, la mayor parte de las emisiones de bonos del Gobierno Central y de las empresas públicas se han acumulado progresivamente en el Banco Central de Reserva, debido al escaso atractivo que tienen para los inversionistas privados. Este problema se podría aliviar captando ahorros privados mediante la emisión de bonos del Banco Central y utilizando esos recursos para financiar la deuda del sector oficial, es indudable que si al prestigio del Banco Central se unen otros atractivos, como serían un plazo más corto y una tasa de rentabilidad aceptable, esos bonos serían fácilmente colocados entre el público y las instituciones financieras privadas que operan en el país.

(1) ANTONIO PALACIOS. Mercado de Capitales. Material de clase correspondiente al Programa de Enseñanza Técnica sobre Financiamiento del Desarrollo Económico. Curso Mayo-Septiembre de 1969. Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA). Edición mimeografiada. México. Cap. II. Pág. 14.

La sustitución de valores también se puede utilizar como una forma de refinanciar las emisiones que están por vencer o para consolidar otros tipos de deudas, permitiendo en esa forma que la institución emisora puede mantener el ritmo de sus operaciones.

La "masificación del mercado de valores" o sea la emisión de valores de distinta denominación, se puede lograr sustituyendo los títulos de alto valor nominal por otros que sean accesibles a la mayoría de la población. La oferta de acciones y bonos de ahorro de \$5.00 y \$10.00, es una forma de agilizar el mercado y, a la vez, de promover la democratización de las inversiones, ya que permite la participación de personas de escasos recursos, iguales resultados se pueden obtener permitiendo la adquisición por partes de los títulos de mayor valor nominal o mediante contratos de venta a plazos de los mismos.

VI. Formar Especialistas en la Administración de Inversiones y Valores

Para que una empresa pueda incrementar constantemente sus operaciones, debe prestar atención especial a la capacitación y especialización de su personal, de manera que cada uno de sus miembros rinda al máximo de sus capacidades; en esa forma, siempre que emprenda nuevas actividades o amplíe las existentes, contará con empleados aptos para atenderlas. Esta función, que es común a todas las actividades económicas, tiene mayor importancia para los intermediarios financieros.

De las funciones que hemos descrito se desprende que las instituciones del Mercado de Capitales deben asesorar al público sobre la manera más productiva de invertir sus ahorros, de acuerdo a la cuantía de los mismos y al tiempo que piensen utilizarlos, por otro lado, también deben ayudar a las empresas en la formulación de los proyectos de inversión, en el planeamiento de las emisiones de valores y en la forma de tramitar los créditos. Dada la naturaleza de dicha asesoría, en la que no hay lugar a errores ni experimentos, el personal debe ser lo más idóneo que se pueda, de manera que infunda respeto y confianza entre los clientes que soliciten sus consejos.

La función de asesoría contribuye a incrementar la participación de los ahorrantes e inversionistas pequeños, así como de algunas empresas de poca magnitud, que no conocen las alternativas que ofrece el mercado y no pueden pagar un técnico que las aconseje.

VII. Facilitar la Ejecución de la Política Monetaria

El desarrollo del Mercado Financiero permite que el Estado pueda utilizar los instrumentos de control monetario, como son el crédito selectivo, la política de redescuento y las operaciones de mercado abierto.

Dado el escaso desarrollo del sistema financiero del país, los instrumentos de control que ha utilizado el Banco Central de Reserva han sido el encaje legal, el crédito selectivo y la política de redescuento. El primero obliga a los bancos privados a conservar el 30% de los depósitos del público (1) en calidad de reserva que deben depositar obligatoriamente en el Banco Central; es decir, que se trata de una medida que está orientada principalmente al Mercado Monetario. El control selectivo del crédito, en combinación con la política de redescuento, permite que las autoridades monetarias puedan orientar los recursos financieros captados por el sistema bancario, hacia actividades consideradas necesarias para la economía nacional. Hablamos de uso combinado de ambas medidas porque guardan una estrecha relación entre sí, por un lado, el Banco Central señala topes de crédito a los bancos comerciales e Hipotecario, dentro de las líneas orientadas a estimular determinadas actividades como la siembra de cereales, la promoción de exportaciones, la industria azucarera, el cultivo de algodón, etc. Por el otro, obliga a los bancos privados a destinar el 70% de los créditos otorgados con recursos propios al financiamiento de actividades productivas y les limita al 30% los destinados a usos considerados de menor importancia económica, o sean los créditos Clase "A" y Clase "B", respectivamente, sin embargo, la efectividad de esta medida se pierde en la práctica porque no hay un control estricto de la cartera (de préstamos) de los bancos y, además, porque no se supervisa la forma en que el usuario utiliza los créditos.

El efecto combinado de ambas medidas, es obligar a los bancos privados a darle prioridad a las actividades que el Banco Central quiere estimular por su contribución al desarrollo del país, en lo que a los usuarios de los créditos se refiere, la falta de redescuento no sólo significa la reducción de la oferta de préstamos Clase "B", sino que un encarecimiento de los recursos, ya que se conceden con altos tipos de interés. Por ejemplo, para que las instituciones intermediarias puedan redescantar los créditos del Fondo de Desarrollo Económico (calificados Clase "A") deben otorgarlos a un interés máximo que oscila entre el 6% y el 8% anual, estas tasas son considerablemente menores que las del 10% al 12% que son comunes en los créditos comerciales y personales que califican en la Clase "B".

Las instituciones del Mercado de Capitales constituyen un excelente medio a través del cual las autoridades monetarias, pueden orientar el crédito, ya que por definición sólo conceden financiamiento para

(1) Se exceptúan los depósitos a plazo mayores de 90 días que no tienen señalada ninguna reserva obligatoria.

actividades productivas, como mencionábamos anteriormente, los préstamos de dichas instituciones sirven para adquirir bienes de capital o para financiar las operaciones de las empresas, pero nunca para fines de consumo personal.

Las "operaciones de mercado abierto" consisten en la compra venta de valbres del Gobierno, de aceptaciones bancarias y de bonos o cédulas hipotecarias, que realizan generalmente los bancos centrales con la finalidad de controlar el crédito mediante la regulación de las reservas bancarias. Para que este instrumento de política monetaria sea efectivo necesita un marco institucional adecuado y cierto grado de desarrollo del sistema financiero, aspecto que Peter G. Fousek explica en la forma siguiente: "El obstáculo más importante y al mismo tiempo más frecuente, lo constituye la falta de mercados de dinero y capitales, amplios y activos, tales mercados permiten al Banco Central vender y comprar valores gubernamentales en cantidades apropiadas para tener el efecto deseado sobre las reservas de los bancos comerciales, y al mismo tiempo, absorber dichas transacciones sin provocar amplias fluctuaciones en los precios." (1) A su vez, las operaciones de mercado abierto estimulan el desarrollo del Mercado de Capitales y del Mercado de Valores, ya que esa participación del Banco Central contribuye grandemente al mantenimiento del precio de los valores oficiales y, especialmente, a darles cierto grado de liquidez.

En consecuencia, sin ignorar que las operaciones de mercado -abierto constituyen un fuerte estímulo para el desarrollo del mercado de valores oficiales, podemos decir que es el desarrollo del Mercado de Capitales el que condiciona la efectividad de dichas operaciones como instrumento de política monetaria, ya que su influencia sobre la corriente monetaria y la estructura de las tasas de interés, depende de la existencia misma de un volumen adecuado de compras y ventas de valores.

C. LAS FUNCIONES DEL MERCADO DE VALORES

La simple acumulación de recursos financieros, ya sea que se hayan canalizado hacia las instituciones bancarias, que estén en poder de las empresas o se hayan atesorado en el seno de las familias, no es suficiente para impulsar el desarrollo económico en forma acelerada. Para lograrlo, es necesario que esos fondos gocen de cierta flexibilidad y movilidad que los hagan fácilmente transferibles entre las personas, instituciones financieras y empresas que operan en el país.

 (1) PETER G. FOUSEK. Los Instrumentos de Política Monetaria.
 CEMLA. México, 1959. Pág. 50

El Mercado de Valores es la organización que facilita o promueve la circulación de dichos recursos entre los diversos sectores productivos de la economía nacional. Así como el Mercado Monetario surgió cuando ya no fue posible comerciar a base de trueque y se hizo necesario el uso de las especies monetarias para realizar las transacciones, el Mercado de Valores aparece cuando las transferencias de capitales se hacen en forma indirecta, mediante el intercambio de títulos valores que lo representan.

Para cumplir con su cometido, las instituciones del Mercado de Valores realizan diversas funciones, de las cuales las más importantes son:

I. Crear Instrumentos Financieros Aceptables

Para facilitar la transferencia de recursos financieros entre los distintos sectores de la economía, es necesario crear instrumentos representativos de capital y de crédito que sean aceptables para el público y para las instituciones financieras intermediarias.

Como vimos en el apartado anterior, es la banca de inversión la que hace o avala las emisiones de valores, pero son las instituciones del Mercado de Valores las que conocen los requisitos que deben reunir para que sean atractivos entre sus clientes, así como el fabricante de televisores debe oír la opinión de los vendedores de mostrador, ya que ellos conocen mejor los gustos y las reacciones de los compradores, las empresas que planean emitir acciones o bonos deben atender las observaciones de los que tienen experiencia en la negociación de valores.

En la medida que el Mercado de Valores coordine sus actividades con el Mercado de Capitales, se irán perfeccionando los instrumentos financieros y se facilitará la circulación de los recursos que representan. Por ejemplo, hemos mencionado que hay ciertas emisiones de valores que tienen por objeto sustituir o financiar otras que el público o las instituciones financieras no han querido adquirir, en esta tarea, es en el Mercado de Valores donde mejor se pueden determinar las características que deben tener las nuevas emisiones, para corregir las deficiencias de las anteriores. } Com. L.

Gran parte de la dificultad que tiene el Gobierno para colocar sus bonos en el sector privado se debe precisamente a que no reúnen características de rentabilidad y liquidez que los hagan atractivos, lo cual refleja un desconocimiento del funcionamiento del sistema financiero, de la estructura de los ahorros y de las actitudes de los tecedores de recursos transferibles. También la empresa privada ve frenada muchas veces su actividad por el desconocimiento de los mecanismos que le

ofrece el Mercado Financiero, para la búsqueda y captación de los recursos que necesita. En ambos casos, son las instituciones del Mercado de Valores las que pueden sugerir las medidas necesarias para promover los recursos financieros que demandan sus inversiones.

II. Proporcionar Mecanismos que den Liquidez a los Valores

Una de las tareas más importantes del Mercado de Valores es proporcionar los mecanismos que den liquidez a los títulos valores que circulan en la economía.

Se ha discutido mucho si es la liquidez o la rentabilidad de los títulos valores la que los hace más atractivos en el mercado. Al respecto, se han señalado dos clases de inversionistas financieros: los primeros son aquellos que se conforman con una tasa de rendimiento baja, en aras de la seguridad de sus inversiones, los segundos, en cambio, lo que buscan es obtener grandes utilidades, aunque tengan que arriesgar sus capitales. En ese sentido, los valores de renta fija (bonos oficiales, cédulas hipotecarias, bonos de ahorro, etc.) son más atractivos para el primer grupo, en tanto que los valores de renta variable (acciones, certificados de participación, certificados de co-propiedad, etc.) lo son para el segundo. Pero además de la agresividad y el dinamismo del inversionista, hay otro factor que determina su conducta: su propia liquidez, cuando sólo dispone de recursos a corto plazo, tiene que conformarse con el rendimiento que le ofrecen los valores fácilmente liquidables o los depósitos bancarios, pero si puede mantener sus inversiones por largo tiempo, lo lógico es que busque las oportunidades más rentables, aunque sean menos líquidas.

En base a las apreciaciones anteriores, lo que nosotros consideramos importante es que la oferta de valores sea variada, de manera que pueda satisfacer las necesidades de todos los inversionistas financieros, es decir, que tenga una gama de instrumentos de distinta denominación y diversos grados de rentabilidad y liquidez.

Ahora bien, la rentabilidad de los valores depende de la entidad que los emite, ya sea que les señale una renta fija, un rendimiento mínimo o la determine de acuerdo al nivel de sus propias utilidades. La liquidez, en cambio, no puede ser determinada por el emisor, sino que es producto de la actividad de las instituciones del Mercado de Valores.

Para compensar la deficiencia del mercado, en algunos países se ha pretendido proporcionar liquidez a los títulos valores, mediante el compromiso de recomprar a su valor nominal los que adquiriera el público, pero debido a lo artificial de esa medida, lo que se ha producido ha sido la distorsión o el estancamiento del Mercado de Valores. Como el compromiso de recompra se ha establecido para las emisiones de -

bonos del sector público y ha quedado encomendado por lo general al Banco Central, el resultado ha sido que los bonos circulan en forma bilateral entre esa institución y los tenedores o compradores de los mismos. Además de impedir la transferencia de los bonos oficiales entre los inversionistas financieros, dicho compromiso de recompra no permite que alcancen su valor de mercado y, en consecuencia, que se puedan negociar a través de la bolsa de valores, para colmo, al anular la participación de los intermediarios financieros en la colocación de los bonos del Gobierno, se entorpece, además, el desarrollo de los mecanismos que deben facilitar la colocación de los valores del sector privado. (1)

III. Asesorar a las Empresas e Inversionistas

Desde el punto de vista de su participación en la promoción del desarrollo económico y social, una de las principales funciones del mecanismo financiero es asesorar a los inversionistas nuevos y a las empresas que desean colocar instrumentos de crédito o de inversión, ya que los resultados que obtengan influirán en sus actividades futuras. Debidamente aconsejadas, algunas personas que ahorran se pueden convertir en inversionistas, ya que muchas veces no lo hacen porque desconocen las oportunidades que les ofrece el mercado, la identificación de estos inversionistas potenciales y su incorporación a las actividades productivas, es una de las tareas más delicadas del Mercado de Valores. Pero También las empresas y los viejos inversionistas necesitan consejo de los expertos, ya sea para reducir sus costos o para decidir entre distintas alternativas, cuando una empresa tiene que escoger si contrata un préstamo o emite acciones para financiar sus actividades, se puede beneficiar con la experiencia de los intermediarios financieros que operan en el mercado, quienes podrán asesorarla sobre la forma más conveniente y segura de obtener los recursos de capital que necesita.

Es evidente que para ofrecer este asesoramiento, las instituciones financieras deben contar con personal altamente capacitado, ya que tanto el pequeño inversionista como las grandes empresas, solamente atenderán las sugerencias de personas que gocen de gran prestigio en el mundo financiero.

IV. Administrar Inversiones por Cuenta Ajena

La asesoría financiera que prestan las instituciones del Mercado de Valores no se limita a las nuevas inversiones, sino que se extiende a la creación de mecanismos que permitan que las personas y empresas

(1) ANTONIO PALACIOS. Opus Cit. Cap. VI. Págs. 3-5.

sin experiencia financiera, puedan mantener sus inversiones dentro de márgenes aceptables de rentabilidad, seguridad y liquidez.

Esta labor se complementa con la que realizan los fondos mutuos o compañías de inversión y las instituciones de fideicomiso, que se especializan en invertir por cuenta de terceras personas.

Los Fondos Mutuos o Compañías de Inversión captan ahorros mediante la colocación de acciones o participaciones que ofrecen a través del Mercado de Valores; con los recursos así reunidos, forman un fondo común que invierten en una diversidad de valores que comprende bonos, acciones y otros títulos representativos de capital o de crédito, - tanto del sector público como de la empresa privada.

Las Instituciones de Fideicomiso funcionan generalmente como departamentos de los bancos comerciales o como subsidiarias de las financieras privadas y se dedican a administrar los bienes y recursos financieros que sus propietarios no quieren o no pueden atender. La actividad de estas instituciones es particularmente importante en los países que como el nuestro ven frenadas sus inversiones por la escasa cultura financiera de la población.

D. LA RELACION ENTRE EL MERCADO DE CAPITALES Y EL MERCADO DE VALORES

El Mercado de Capitales estimulará la oferta y demanda de títulos valores en la medida que cumpla con sus funciones. De lo que hemos expuesto en los apartados anteriores podemos deducir que el desarrollo del Mercado de Valores está relacionado íntimamente con el volumen de operaciones del Mercado de Capitales, si sus principales funciones son asegurar la colocación inicial de las nuevas emisiones, promover su distribución posterior entre los distintos sectores de la economía y mantener los mecanismos de circulación que le den liquidez a los valores, es obvio que necesita de instituciones especializadas en esas actividades como son los grupos promotores de inversión, las bolsas de valores, etc. Ahora bien, no es posible crear esas instituciones mientras no tengan asegurado un volumen de operaciones que las haga rentables, en este sentido, el mejor estímulo para el funcionamiento y especialización de las instituciones del Mercado de Valores será el desarrollo de las actividades del Mercado de Capitales.

Por otro lado, para que el Mercado de Capitales pueda satisfacer la demanda de recursos de inversión necesita captar los ahorros del público, función en la cual juegan un papel importantísimo las colocaciones de bonos y acciones; la demanda de estos valores dependerá de

sus condiciones de rentabilidad y liquidez, la primera es relativamente fácil de obtener (las entidades emisoras pueden asignarles una renta fija o señalar un mínimo de dividendos), en tanto que la segunda sólo puede adquirirse a través del Mercado de Valores.

Resumiendo, podemos decir que la relación que existe entre ambos mercados es tan estrecha que no se puede establecer un límite entre sus respectivos campos de acción. En la práctica, las instituciones de un mercado trabajan coordinadamente con las del otro, de manera que se complementan y estimulan mutuamente, algunas veces los intermediarios financieros se asocian en consorcios que operan en ambos mercados; en otras ocasiones es una misma institución la que se desenvuelve en los dos campos, como ciertas financieras que emiten valores y los venden en sus propias ventanillas.

CAPITULO III

LA PLANIFICACION DEL FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO ECONOMICO EN EL SALVADOR

La planificación del desarrollo económico y social en El Salvador surgió con la formulación del primer plan quinquenal (1965-1969); hasta la creación del Consejo Nacional de Planificación y Coordinación Económica (CONAPLAN), en mayo de 1962, no se había aceptado oficialmente la idea de promover el desarrollo de la economía nacional mediante una regulación u orientación de las fuerzas del mercado.

Desde su nacimiento, dicho organismo se dedicó a diagnosticar la situación económica y social del país, con el objeto de trazar la política económica sobre bases firmes. En forma simultánea, elaboró programas de inversión y políticas de corto plazo para estimular la expansión del sector público y del sector privado; en lo que respecta a la inversión pública, se desarrollaron proyectos de infraestructura económica, tales como transportes, comunicaciones, energía, etc., también se atendieron aspectos relacionados con salud, educación, vivienda, industria y agricultura; entre las medidas de política que se adoptaron en forma inmediata podemos mencionar el esfuerzo por mejorar las finanzas del gobierno y la adopción del sistema de presupuestos por programas, como un medio de establecer en forma ordenada las metas anuales de las distintas unidades del sector público.

La participación de CONAPLAN en la orientación de la economía se concretizó más con el Plan Bienal de Inversiones Públicas 1964-1965 que contemplaba más de cincuenta proyectos de inversión física y financiera dirigidos a ampliar la infraestructura económica, a estimular la producción y a reducir el desempleo. De los \$180.0 millones a que ascendía la inversión física, el 47% estaba destinado a las necesidades más apremiantes en el campo de la educación, la vivienda y la salud. El Plan contemplaba, además, una inversión financiera de \$57.0 millones en forma de líneas de crédito para actividades productivas del sector privado, especialmente agropecuarias, industriales y construcción de viviendas. (1)

El primer Plan de Desarrollo Económico y Social 1965-1969 surgió como una continuación del proceso de planificación iniciado con el Plan Bienal de Inversiones Públicas 1964-1965, al grado que comprende las inversiones contempladas para el segundo año del programa bienal. Esta misma continuidad se observa con relación al Plan de Desarrollo Económico y Social 1968-1972, cuya primera parte no es más que una reformulación de las últimas etapas del plan 1965-1969.

Dados los alcances de este trabajo, no nos corresponde criticar las técnicas de planificación utilizadas en la formulación de los planes de desarrollo, ni juzgar la adecuación de la política económica que subyace en los mismos. Nuestra labor se limita a considerar si la política financiera ha estimulado la participación de instituciones especializadas

(1) Datos CONAPLAN

en la promoción, captación y canalización de recursos a mediano y largo plazo para fines de inversión, es decir, si ha contribuido al desarrollo del Mercado de Capitales.

A. EL PLAN DE LA NACION PARA EL DESARROLLO ECONOMICO Y SOCIAL 1965-1969

I. Resumen del Plan

La meta principal del plan era que el Producto Territorial Bruto creciera a una tasa promedio anual de 6.5%, pasando de ₡2.045.0 millones en 1965 a ₡2.632.0 millones en 1969, con lo cual se lograría que el producto per cápita se elevara de ₡679.00 a ₡792.00 en el mismo período. De acuerdo con la estrategia adoptada, dicho crecimiento se promovería a través de un aumento de la demanda interna y de un mejor aprovechamiento del Mercado Común Centroamericano; la ampliación del mercado interno implicaba una mejor distribución del ingreso y una reducción del desempleo.

Según el plan, para que se cumplan dichos objetivos se debe adoptar "una política general de desarrollo económico que se oriente a la mejor utilización de los recursos nacionales, a la incorporación y desenvolvimiento de mayores factores productivos y de consumo y al incremento en el ahorro interno y externo, dentro de una estabilidad monetaria satisfactoria". (1)

CUADRO III - 1 INVERSION FISICA PRIVADA Y PUBLICA (2)

PERIODO 1965 - 1969

(Millones de Colones de 1962)

Sector	PRIVADA		PUBLICA		TOTALES	
	Valor	%	Valor	%	Monto	%
Vivienda	180.7	52.8	161.4	47.2	342.1	100.0
Educación	7.5	10.9	61.0	89.1	68.5	100.0
Salud Pública	1.0	1.0	97.4	99.0	98.4	100.0
Transporte	55.4	30.1	128.6	69.9	184.0	100.0
Comunicaciones	--	--	23.1	100.0	23.1	100.0
Energía	10.0	13.4	64.5	86.6	74.5	100.0
Agricultura y Ganad.	334.6	83.0	68.5	17.0	403.1	100.0
Industria	520.0	98.3	9.2	1.7	529.2	100.0
Comercio y otros servicios	54.8	78.5	15.0	21.5	69.8	100.0
Obras Púb. Grales.	--	--	27.6	100.0	27.6	100.0
TOTALES	1.164.0	63.9	656.4	36.1	1.820.4	100.0

FUENTE: CONAPLAN, Plan de la Nación... 1965-1969. Pág. 200

(1) CONAPLAN. Plan de la Nación para el Desarrollo Económico y Social 1965-1969. Pág. 179

(2) Estos datos no coinciden con los tomados para calcular la inversión neta y la depreciación.

La inversión física bruta prevista para el quinquenio era de ₡1.819.0 millones, incluyendo ₡608.0 millones para cubrir la depreciación y la sustitución de capital, o sea que la inversión física neta ascendía a ₡1.211.0 millones. Aproximadamente, la inversión bruta equivalía al 15.6% del Producto Territorial Bruto considerado (1). La participación del sector público y del sector privado, tanto en cuanto al monto de sus inversiones como en lo que respecta al destino de las mismas, se puede apreciar detalladamente en el Cuadro III-1.

Además de la inversión física proyectada para el sector público, se consideró una inversión financiera indirecta por ₡468.6 millones, la cual debía ser canalizada por organismos gubernamentales de fomento hacia las inversiones que el plan de desarrollo asignaba al sector privado. Para transferir los fondos a los sectores inversionistas, se planearon líneas de crédito selectivo que estimularan actividades productivas relacionadas con la agricultura y la industria. (Cuadro III-2)

CUADRO III - 2

PRESTAMOS DEL GOBIERNO AL SECTOR PRIVADO

1965 - 1969

(Millones de Colones)

Crédito Rural Supervisado (ABC)	134.5
Riego y Conservación de Suelos (META)	10.0
Mejoramiento Ganadero (MEGA)	7.4
Financiamiento Industrial (INSAFI)	180.8
Financiera Nacional de la Vivienda (FNVI)	56.4
Compra de Tierras (ICR)	10.6
Federación de Cajas de Crédito (FCC)	68.9
TOTAL	<u>468.6</u>

FUENTE: CONAPLAN

Plan de la Nación ... 1965-1969 Pág. 198

Además de los ₡1.820.4 millones en inversiones físicas y los ₡468.6 millones en inversiones financieras, el plan contemplaba otros ₡786.5 millones para cubrir necesidades de capital circulante, amortización de la deuda externa, aumentos de liquidez e incremento de las

(1) Ibid. Pág. 191

CUADRO III - 3

FUENTES Y USOS DE FONDOS EN CUENTA CAPITAL

1965 - 1969

(Millones de Colones)

		Sector Público	Sector Privado	Total
A. FUENTES				
1. <u>Internas</u>				
Ahorro		415.61	1.159.52	1.575.1
Pagos de Créditos		238.1	-.-	238.1
Amortización de la deuda interna		-.-	38.4	38.4
Nuevos créditos		-.-	468.6	468.6
Deuda Pública		109.6	-.-	109.6
Otros		76.3	-.-	76.3
		<u>839.6</u>	<u>1.666.5</u>	<u>2.506.1</u>
2. <u>Externas</u>				
Inversión Directa		-.-	113.6	113.6
Crédito		390.0	61.0	451.0
Donaciones		4.8	-.-	4.8
		<u>394.8</u>	<u>174.6</u>	<u>569.4</u>
		<u>1.234.4</u>	<u>1.841.1</u>	<u>3.075.5</u>
B. USOS:				
Inversiones Reales		656.2	1.164.0	1.820.2
Inversiones Financieras		468.6	279.2	747.8
Monto Deuda Interna		38.4	-.-	38.4
Monto Deuda Externa		71.2	33.0	104.2
Pago de Créditos		-.-	238.1	238.1
Amortización de Inversiones		-.-	17.2	17.2
Concesión de Créditos		-.-	109.6	109.6
		<u>1.234.4</u>	<u>1.841.1</u>	<u>3.075.5</u>
<hr/>				
(1)	(2)			
Ahorro Bruto Gob. Central	440.2	Ahorro de empresas		192.8
Instituciones de Servicio	- 81.4	Ahorro Personal		665.8
Municipalidades	1.9	Depreciación		383.0
Empresas Autónomas	136.6			
	<u>497.3</u>	MENOS:		
MENOS:		Ingresos amortizac. deuda		
Intereses sobre la deuda	81.7	pública		38.4
		Preferencia de liquidez		43.7
	<u>415.6</u>			<u>1.159.5</u>

FUENTE: CONAPLAN . Plan de la Nación...1965-1969. Pág. 310

reservas internacionales; esto hacía que las necesidades de financiamiento subieran a \$3.075.5 millones, de los cuales \$1.234.4 millones correspondían al sector público y \$1.841.1 millones al sector privado.

Sin embargo, si se excluyen las transferencias de créditos entre el sector público y el sector privado, los requisitos financieros (netos) del plan se reducen a \$2.220.8 millones que comprenden \$727.4 millones del sector público y \$1.493.4 millones del sector privado (Cuadro III-3)

II. El Financiamiento del Plan

Para cubrir las metas del programa de inversiones se trazó un plan financiero que perseguía los objetivos siguientes:(1)

1. "Asegurar los fondos necesarios para todo el programa de inversiones que cubre a cada uno de los diversos sectores en la forma presentada en el Plan Quinquenal y, asimismo, proporcionar normas de política adecuadas que faciliten la disponibilidad de los fondos que necesita el sector privado;
2. Asegurar que las diversas instituciones y normas de política económica y financiera tengan la garantía de una flexibilidad máxima, con el objeto de prever la adaptación a las situaciones cambiantes de la economía en el proceso de ejecución del plan;
3. Diseñar un programa que garantice la liquidez indispensable dejando un margen para los saldos de las reservas internacionales necesarias y, al mismo tiempo, evitando reservas excesivamente abundantes que podrían tender hacia el desperdicio de recursos internacionales y hacia la inflación de los precios a través de una expansión excesiva del crédito;
4. Proporcionar normas de política monetarias y fiscales que, por medio de técnicas y métodos de persuasión, canalicen los fondos del sector privado hacia usos que permitan la movilización, más rápida y eficiente de los recursos económicos;
5. Proporcionar, en toda la extensión posible, el volumen de ahorros que satisfaga las necesidades de inversión a un costo compatible con los intereses de los inversionistas y de los ahorrantes. Diseñar la estructura adecuada de los tipos de interés que sea útil y tienda a estimular las inversiones que poseen la más alta prioridad, tanto en los campos social como económico;

(1) Ibid. Págs. 304-306

6. Promover el desarrollo y la expansión de los servicios esenciales del Gobierno, acorde con el logro de una economía mejor desarrollada, evitando desperdicios y observando cautela contra el aumento de los desembolsos del Gobierno;
7. Elevar al máximo el uso de los recursos actuales y reducir al mínimo, si fuere posible, el traslado de la carga financiera a períodos futuros;
8. Reducir al mínimo los cambios drásticos en la actual estructura del impuesto de renta y de la tasa tributaria, debido a que éstas han estado sujetas a cambios de importancia en los últimos años...
9. Distribuir la carga del programa de financiamiento en tal forma que aiente una distribución más equitativa de los beneficios del desarrollo económico que se persiguen, de manera que los resultados de una economía ampliada puedan ser aprovechados por todos los ciudadanos. Al mismo tiempo, se debe buscar una tendencia progresiva en la estructura tributaria, con el objeto de obtener ingresos relativamente más altos, a la par que se logren aumentos reales en el ingreso nacional. Como resultado, parte significativa de cada aumento del ingreso nacional será canalizado hacia la inversión, disminuyendo gradualmente la dependencia del país de los préstamos del extranjero".

Con todas esas medidas se pretendía ampliar progresivamente la formación de recursos internos y orientarlos hacia la concepción de las metas de inversión de los distintos sectores productivos; en esa forma se esperaba evitar procesos inflacionarios y mantener la estabilidad externa de la moneda, a la vez que se disminuía la vulnerabilidad de la economía a las contingencias de origen externo. (1)

a) El Financiamiento de las Inversiones Públicas

Pará cumplir con su parte del programa de inversiones, el sector público debía generar ahorros por ¢415.6 millones, contratar ¢390.0 millones de créditos en el exterior y colocar títulos de la deuda interna por ¢109.6 millones; además, esperaba recuperar ¢238.1 millones de los préstamos concedidos al sector privado, ingresos no especificados por ¢76.3 millones y ¢4.8 millones en concepto de donaciones del exterior.(Cuadro III-3)

El crecimiento de los ahorros del sector público sería el resultado de que los ingresos corrientes superaran a los gastos corrientes, como

(1) Ibid. Pág. 322

CUADRO III - 4

RESUMEN DEL AHORRO BRUTO DEL SECTOR PUBLICO

1965 - 1969

(Millones de Colones)

Años	GOBIERNO CENTRAL		Ahorro Bruto de		Costo Neto de Instituciones de Servicio (1)	Transferencias Personales de pensiones	Ahorro Bruto Sector Público
	Ingresos Corrientes	Ahorro Bruto	Municipalidades	Empresas Públicas			
1965	225.9	131.5	94.4	0.1	20.6	17.0	78.6
1966	242.2	142.5	99.7	0.2	21.1	22.2	79.6
1967	262.3	151.1	111.1	0.3	28.3	22.3	97.9
1968	284.1	161.0	123.1	0.5	31.4	22.4	110.5
1969	<u>307.7</u>	<u>168.8</u>	<u>138.9</u>	<u>0.8</u>	<u>35.1</u>	<u>22.6</u>	<u>130.7</u>
Totales	1.322.2	755.0	567.2	1.9	136.5	106.5	497.3

(1) Incluye transferencias de operaciones a instituciones por \$20.5 millones

FUENTE: CONAFLAN

Plan de la Nación ... 1965-1969. Pág. 360

efecto de una ampliación del área tributaria y de una mejor recaudación fiscal. Entre 1965 y 1969, los impuestos sobre la renta debían de pasar de ₡33.4 a ₡44.9 millones, los impuestos a las importaciones, de ₡67.6 a ₡84.5 millones, los impuestos a las exportaciones de ₡40.6 a ₡43.2 millones y los impuestos a las bebidas de ₡26.7 a ₡36.4 millones. En resumen, los impuestos directos crecerían de ₡41.1 a ₡54.0 millones; los indirectos de ₡160.2 a ₡198.3 millones y los impuestos sobre actos jurídicos de ₡11.9 a ₡16.6 millones, además, se esperaba que las mejoras en la administración fiscal produjeran un ingreso adicional de ₡31.2 millones y, a la vez, establecer nuevos impuestos que produjeran otros ₡30.0 millones.(1)

Las fuentes del ahorro del sector público se detallan en el Cuadro III-4. Las empresas públicas que generarían ahorros serían: CEL, ANTEL, CEPA y ANDA, las principales instituciones de servicio público que representarían costos netos serían la Universidad de El Salvador, el Instituto Salvadoreño del Seguro Social y los centros hospitalarios y de salud. Las transferencias personales se refieren a las que paga el Estado a los civiles y militares jubilados por tiempo de servicio.

Obviamente, tanto la promoción de los ahorros del sector, como su canalización hacia las inversiones públicas, serían realizadas principalmente por dependencias del Gobierno, por lo que esa parte del financiamiento del plan no permitía la participación de las instituciones e instrumentos del Mercado de Capitales.

CUADRO III - 5
FINANCIAMIENTO DE LA DEUDA INTERNA
1965 - 1969
(Millones de Colones)

FUENTES	1965-1969
Aumento de las reservas bancarias sobre el aumento de depósitos (*)	60.5
Aumento de la base de las reservas	15.6
Fondo del Seguro Social	8.2
Personas Privadas	5.4
Banco Centeal de Reserva	1.1
Bancos Comerciales	18.8
TOTAL	<u>109.6</u>

(*) Esta fuente puede consistir directamente en los Bancos Comerciales o el Banco Central de Reserva, o en una combinación de ambos

FUENTE: CONAPLAN, Plan de la Nación ... 1965-1969. Pág. 372

(1) Ibid. Pág. 322.

Como mencionamos arriba, el sector público planeaba colocar ₡109.6 millones de bonos y títulos oficiales entre el sector privado del país. Pero esta operación no se concibió como una forma de promover nuevos ahorros entre el sector privado, sino que se orientó principalmente a utilizar las reservas del sistema bancario y del Instituto Salvadoreño del Seguro Social.(Cuadro III-5)

El fracaso de esta operación no puede ser más evidente: las colocaciones de bonos oficiales en el Banco Central y en los bancos privados eran de ₡41.0 millones en diciembre de 1964 y de ₡54.0 millones en diciembre de 1969, es decir, que solamente se incrementaron en ₡13.0 millones en todo el quinquenio. Pero si excluimos los bonos que el Banco Central y los bancos privados adquirieron para financiar los gastos extraordinarios de la defensa nacional, que causó la guerra con Honduras, y que ascendieron a ₡24.4 millones y ₡2.4 millones respectivamente, encontramos que el sistema bancario no sólo no adquirió los ₡96.0 millones previstos para financiar el desarrollo económico, sino que se deshizo de ₡13.8 millones. (1)

La contratación de los ₡390.0 millones de créditos oficiales externos contemplados en el plan financiero no ofrecía ninguna oportunidad para las instituciones financieras privadas del país, ya que la negociación de los préstamos se hace en forma directa por el Gobierno Central o las entidades autónomas y, una vez concedido el crédito, es el Banco Central de Reserva el que, a veces, recibe en depósito los recursos y se encarga de hacer los pagos de intereses y las amortizaciones de capital correspondientes.

La otra actividad del sector público que ofrecía la posibilidad de estimular el desarrollo del Mercado de Capitales, eran las inversiones financieras que se canalizarían a través de las instituciones oficiales de crédito que mencionamos en el Cuadro III-2 y que estaban destinadas a estimular actividades productivas del sector privado, en el campo de la industria, la agricultura, la ganadería y la construcción de viviendas de tipo medio. De acuerdo con el detalle que presentamos en el Cuadro III-6, los recursos financieros se obtendrían en la forma siguiente: ₡25.7 millones del presupuesto general de la Nación, ₡275.0 millones de recursos propios y ₡40.9 millones de la deuda pública interna; además de las fuentes domésticas, se contaría con ₡126.9 millones provenientes de créditos externos. Tanto los empréstitos internos como los externos, están incluidos en las cifras de la deuda pública interna y externa que analizamos globalmente en los párrafos anteriores, es decir, que lo único nuevo que aquí encontramos son los recursos presupuestarios y los

(1) Datos del Banco Central de Reserva

CUADRO III - 6

FINANCIAMIENTO DE LA INVERSIÓN FINANCIERA (1)

1965-1969

(Millones de Colones)

	FINANCIAMIENTO INTERNO			Financiamien to Externo		Total
	Presu- puesto	Recursos Propios	Préstamos	Préstamos		
Crédito Rural Supervisado (ABC)	-.-	110.49	-.-	23.90	134.39	
Riego y Conservación de Suelos (META)	-.-	2.75	-.-	7.25	10.00	
Mejoramiento Ganadero (MEGA)	-.-	2.30	-.-	5.10	7.40	
Financiamiento Industrial (INSAFI)	19.71	67.47	23.00	70.62	180.80	
Financiera Nacional de la Vivienda	2.45	35.60	6.35	12.00	56.40	
Compra de Tierras (ICR)	3.53	3.30	3.77	-.-	10.60	
Federación de Cajas de Crédito	-.-	53.09	7.77	8.00	68.86	
TOTAL	25.69	275.00	40.89	126.87	468.45	

FUENTE: CONAPLAN, Plan de la Nación... 1965-1969

(1) Estas cifras representan el resumen de los Cuadros VIII-27, VIII-27 A, VIII-27 B y VIII-27 D del Plan. Págs. 381 - 385.

fondos propios de las instituciones. Es fácil advertir que la colocación de los créditos pudo haberse aprovechado para captar recursos adicionales entre los usuarios; lamentablemente, las instituciones financieras del Estado no fueron autorizadas para captar depósitos, ni se incluyó la adquisición de bonos de ahorro entre las condiciones para otorgar los créditos. La influencia de estas inversiones en el desarrollo del Mercado de Capitales, pues, se reducía a incrementar la oferta de recursos financieros para fines productivos, sin preocuparse por dotar a las instituciones de nuevas fuentes de recursos que les permitieran expandir sus operaciones y, en consecuencia, que ejercieran más influencia en la promoción del desarrollo nacional.

En resumen, el financiamiento de las inversiones públicas, tanto físicas como financieras, no se planeó en forma que estimulara la participación de las instituciones e instrumentos especializados del Mercado de Capitales. Tanto la formación de ahorros del sector a través de la tributación, como el financiamiento previsto para las emisiones de bonos y títulos de la deuda interna, no constituían estímulos para el desarrollo del sistema financiero del país.

b) El Financiamiento de las Inversiones Privadas

El plan financiero contemplaba (Cuadro III-3) que el sector privado aportaría \$1.197.9 millones de ahorros (incluyendo los \$38.4 millones que recibiría en concepto de amortizaciones de la deuda pública); además de los recursos propios del sector, se había previsto \$113.6 millones de inversiones extranjeras directas, \$468.6 millones de créditos de las instituciones oficiales y \$61.0 millones de empréstitos externos directos.

La capacidad bruta del sector privado para generar ahorros internos se estimó en \$1.377.6 millones, de los cuales el 51% se originaría en el ahorro personal, 35% en las reservas para depreciación del capital fijo y el 14% restante en las utilidades no distribuidas de las sociedades. Dado que \$179.7 millones estaban destinados a otras actividades, quedaba un ahorro bruto, disponible para inversiones, de \$1.197.9 millones (Cuadro III-7).

1. El Ahorro de las Sociedades. Fue calculado suponiendo que el 50% del saldo neto, después de deducido el impuesto a las sociedades, sería retenido para nuevas inversiones; a la cifra resultante se dedujo el 10%, por considerar que esa parte pasaría a engrosar los depósitos de las empresas en los bancos privados que operan en el país.

2. El Ahorro Personal. Se proyectó en base a estimaciones y extrapolaciones de la tendencia de once fuentes de recursos, entre las cuales las más importantes eran los depósitos bancarios que se esperaba - - -

CUADRO III - 7AHORRO BRUTO DEL SECTOR PRIVADO

(Millones de Colones) -

	<u>Período</u> <u>1965 - 1969</u>
AHORRO PRIVADO BRUTO	<u>1.377.6</u>
Ahorro Neto de las Sociedades (reinversiones)	192.8
Ahorro Personal	705.8
Depreciación	479.0
MENOS:	
USOS DISTINTOS A INVERSIONES	<u>179.7</u>
Ventas al Crédito	40.0
Aumento de la liquidez	43.7
Depreciación no Comercial	96.0
AHORRO BRUTO DISPONIBLE PARA INVERSIONES	<u>1.197.9(1)</u>

(1) Incluye \$38.4 millones recibidos en concepto de amortizaciones de la deuda pública.

FUENTE: CONAPLAN. Plan de la Nación...1965-1969. Pág. 399

crecieran en \$323.1 millones, la nueva formación de capital que debía ascender a \$213.7 millones y la construcción de viviendas privadas por valor de \$88.8 millones. (Cuadro III-8).

3. La Depreciación. Para estimar esta cifra se calculó primero la existencia de bienes de capital, tomando como base los datos correspondientes a 1962; seguidamente se aplicó una tasa de depreciación promedio anual de 2.9%, la cual se aumentó a 3.09% para los bienes que estaban produciendo renta.

Al analizar en forma global la estimación de la formación bruta de ahorros del sector privado en el quinquenio 1964-1969, lo primero que llama la atención es que la mayoría de los cálculos eran extrapolaciones de las tendencias observadas en los años inmediatos anteriores

CUADRO III - 8ESTIMACION DEL AHORRO PERSONAL BRUTO

(Millones de Colones)

	<u>Período</u> <u>1965-1969</u>
Formación de capital nuevo	213.7
Construcción de viviendas privadas	88.8(1)
Reservas de Compañías de Seguros	2.2
Fondo del Seguro Social	8.1
Aumento del numerario en público	25.3
Aumento Depósitos a la Vista	45.5
Aumento Depósitos a Plazo	174.3
Aumento Depósitos de Ahorro	103.3
Títulos Hipotecarios	-.-
Ahorro Familiar	40.0(2)
Valores de la deuda pública en manos privadas	<u>5.4</u>
TOTAL	<u>705.8(3)</u>

(1) Excluye el financiamiento hipotecario

(2) Representa los pagos anuales por créditos a plazos sobre bienes de consumo duradero.

(3) No cuadra la suma.

FUENTE: CONAPLAN

Plan de la Nación... 1965-1969 Pág. 392.

a la vigencia del Plan (1), es decir, que no se consideró la posibilidad de acelerar la formación de ahorros en las fuentes existentes, ni se planearon nuevas instituciones o instrumentos que generaran o captaran ahorros adicionales. Pero no sólo se desatendió el crecimiento cuantitativo de los ahorros, sino que, además, ni siquiera se pensó en modificar su estructura o mejorar su canalización; así tenemos que los ahorros captados en forma de depósitos bancarios, reservas de compañías de seguros, fondo del Seguro Social y adquisiciones de bonos oficiales ascendían a ₡338.8 millones; si comparamos esta cifra con los ₡1.377.6 millones del ahorro bruto, encontramos que los ahorros institucionales representaban tan sólo el 25% del total. Tanto la promoción de nuevas fuentes de ahorros, como su canalización hacia inversiones productivas (a través de instituciones

(1) CONAPLAN. Plan de la Nación... Págs. 387-390

e instrumentos financieros especializados), representaban oportunidades valiosas para estimular el desarrollo del Mercado de Capitales.

Ahora bien, no fue por ignorancia u olvido que el plan financiero no contempló incentivos para el Mercado de Capitales; más parece que una especie de conformismo llevó a los planificadores a tratar de cubrir sus deficiencias, en vez de capacitarlo para proveer oportunamente los recursos financieros que se necesitaban para ejecutar los programas de inversiones. Al comparar los ahorros personales con las utilidades retenidas por las empresas, el Plan señala que "la relación entre ambos componentes expresa la debilidad del Mercado de Capitales y el bajo grado de institucionalización del ahorro, razón por la cual el programa concede especial atención a las operaciones de financiamiento de las instituciones especializadas de crédito y de promoción" (1); es decir, a los proyectos de inversión financiera del sector público, cuya influencia en el desarrollo del Mercado de Capitales analizamos en el literal anterior (Cuadro III-6).

Hay un pequeño detalle que confirma la escasa importancia que se asignó al Mercado de Capitales en el plan financiero: en el desglose del ahorro personal bruto que presentamos en el Cuadro III-8, podemos apreciar que la colocación de cédulas o títulos hipotecarios se consideró entre las posibles formas de captar ahorros, sin embargo, lo que se planeó fue no utilizarla durante el período del Plan.

Como mencionamos anteriormente, se esperaba que entre 1964 y 1969 el sector privado recibiría \$174.6 millones de financiamiento externo, de los cuales \$113.6 millones ingresarían en concepto de inversiones directas y \$61.0 millones en forma de créditos obtenidos directamente o a través de los bancos comerciales, como contrapartida se repatriarían \$17.2 millones de inversiones y se amortizarían \$33.0 millones de la deuda, de manera que el financiamiento neto de las fuentes foráneas sería de \$124.4 millones, compuesto por \$96.4 millones en inversiones directas y \$28.0 millones en empréstitos (Cuadro III-3).

Resulta difícil emitir juicios sobre el financiamiento externo del sector privado, debido a la inconsistencia de las cifras presentadas en el Plan. En la estimación de la capacidad de ahorro del sector, es decir, de la forma en que se obtendrían los recursos, se calculó que el sector recibiría \$131.7 millones del exterior, \$86.6 millones en inversiones directas -- y \$45.1 millones en forma de préstamos (2), cifras que son diferentes tanto del financiamiento bruto como del financiamiento neto que mencionamos arriba. Para colmo, las cifras que aparecen en el cálculo de las fuentes brutas de recursos corresponden al financiamiento neto, o sean los \$124.4 millones que mencionamos arriba (3).

 (1) Ibid. Pág. 314

(2) Ibid. Pág. 392

(3) Ibid. Pág. 395

Además de confusa, la planificación del financiamiento externo es vaga. Las inversiones directas se calcularon como una proporción de la formación de capital prevista para el período, tomando para ello la participación histórica del capital externo (28.84%); sin embargo, no se consideró la creación de ninguna institución o programa financiero para promover los recursos externos, sino que se confió en atraerlos a base de incentivos fiscales. La obtención de los préstamos del exterior se planeó siguiendo la tendencia de los mismos, dejándose los créditos a largo plazo bajo la responsabilidad del Banco Central de Reserva y los de corto plazo al sistema bancario privado; además, se consideró que las empresas obtendrían créditos adicionales en forma directa, sin especificar la forma de promoverlos ni identificar las fuentes respectivas. De la participación de la banca privada en la obtención de créditos externos a corto plazo, el Plan se limitó a asignarle un monto de \$31.6 millones, los cuales debían obtenerse a través del período comenzando con \$4.8 millones en 1965 y culminando con \$7.8 millones en 1969 (1).

En síntesis, la planificación del financiamiento del sector privado no contempló medidas que estimularan la formación de nuevas fuentes de ahorros, desatendió la institucionalización de los existentes y omitió la creación de instituciones especializadas en el financiamiento a largo plazo de las inversiones. Al conformarse el Estado con el volumen y la estructura del ahorro privado, y sobre todo al decidirse a cubrir sus deficiencias, restó estímulos al establecimiento de las instituciones e instrumentos del Mercado de Capitales.

B. EL PLAN DE DESARROLLO ECONOMICO Y SOCIAL 1968-1972

I. Resumen del Plan

En términos generales, el Plan de Desarrollo Económico y Social 1968-1972 es una continuación, o mejor dicho una reformulación, del Plan de la Nación para el Desarrollo Económico y Social 1965-1969. Como se sabe, ambos planes han sido formulados por gobiernos representativos del mismo partido político, por lo que no es extraño que concidan en las cuestiones fundamentales como son la participación del Sector Público, los estímulos al sector privado, la estructura de la tributación fiscal, etc. En lo que sí hay notables diferencias entre los dos planes es en las metas de crecimiento, general y sectoriales, y en el financiamiento de las inversiones.

De acuerdo con el criterio oficial, el Plan de Desarrollo 1968-1972 es más realista que el Plan de la Nación 1965-1969, es decir, que la reducción de las tasas de crecimiento de las principales variables macroeconómicas no significa una disminución de las aspiraciones de desarrollo

(1) *Ibid.* Pág. 403

económico y social del Gobierno, sino que un reconocimiento de las limitaciones de la economía nacional en lo que se refiere a su capacidad productiva a corto plazo, al nivel tecnológico y, especialmente, al financiamiento disponible.

El objetivo principal del Plan de Desarrollo era propiciar que el Producto Interno Bruto pasara de \$2.226.0 millones en 1967 a \$2.979.2 millones en 1972, o sea un crecimiento promedio del 6% anual (1), como la población crecería a una tasa promedio de 3.2% anual en el mismo período, el incremento del producto per cápita sería del 2.8% promedio anual, pasando de \$706.00 en 1967 a \$813.00 en 1972. Simultáneamente, la población mejoraría sus condiciones de vida, especialmente en lo que se refiere a la salud, la educación y la vivienda. Dada la coordinación que el Plan supone entre la política económica y fiscal del Gobierno, y las políticas monetarias, crediticias y cambiarias del Banco Central, se esperaba una perfecta estabilidad de los precios, por lo que las cifras "deben interpretarse como datos a precios constantes de 1967". (2)

La expansión de las exportaciones se previó a una tasa promedio anual de 7.3%, menor que el 8.7% observado en el quinquenio anterior, tomando como base la dificultad de obtener mayores cuotas para el café y el algodón, las escasas perspectivas de incrementar la producción algodonera y las posibilidades del Mercado Común Centroamericano. Con relación a las importaciones, se pretendía reducir su crecimiento del 11.9% que mantuvieron entre 1963 y 1967 a 6.7% en el período del plan, pero dicho esfuerzo no se limitaba a desalentar las adquisiciones de bienes extranjeros, sino que buscaba acelerar el proceso de sustitución de los mismos y, a la vez, asegurar el suministro de bienes esenciales para el mantenimiento del crecimiento económico del país. (3)

También el incremento del consumo y de la inversión se planearon a un ritmo menor que el observado en los años anteriores al período del plan. El consumo total debía crecer al 5.6%, en tanto que el consumo privado lo haría al 5.6% y el público al 5.5%, en el quinquenio anterior, las tasas respectivas habían sido 6.8%, 7.1% y 4.6%. El crecimiento de la inversión total se proyectó a 7.9%, quedando la inversión privada en 7.1% y subiendo la pública a 11.2%, estas tasas son significativamente menores que las de 13.3%, 13.3% y 13.6% que se observaron respectivamente entre 1963 y 1967. (4)

La inversión física bruta del quinquenio se programó por un total de \$2.305.9 millones, de los cuales \$1.840.4 millones correspondían al sector privado y \$465.5 al sector público. La tasa de capitalización para el período, o sea la proporción entre las inversiones y el Producto Territorial Bruto era de 17.3%, correspondiendo 13.8% a las inversiones privadas y 3.5% a las públicas. (Cuadro III-9)

-
- (1) El Plan de la Nación para el Desarrollo Económico y Social 1965-1969 contemplaba una tasa de crecimiento del 6.5% anual.
 - (2) CONAPLAN. Plan de Desarrollo Económico y Social 1968-72. Págs. 78-79
 - (3) Ibid. Págs. 34.35
 - (4) Ibid. Pág. 39

Además de los cambios en las tasas de crecimiento que hemos mencionado arriba, el Plan de Desarrollo 1968-1972 presenta un plan de financiamiento más realista. En lo que respecta al ahorro del Sector Público, se proyectó un total de $\text{¢}331.0$ millones (incluyendo los $\text{¢}139.2$ millones que se esperaba obtener a través de nuevos impuestos y mejoras en el sistema de recaudación fiscal), cantidad ostensiblemente menor que los $\text{¢}415.6$ millones contemplados en el Plan de la Nación 1965-1969; como veremos más adelante, esta reducción del ahorro público sería el resultado de un crecimiento mayor en los gastos que en los ingresos corrientes (6% y 4% anual, respectivamente).

CUADRO III-9

INVERSION FISICA BRUTA Y SU RELACION CON EL
PRODUCTO TERRITORIAL BRUTO

(Millones de Colones)

Años	INVERSION FISICA BRUTA			PTB	Porcentaje
	Privada	Pública	Total		
1967	291.0	72.3	363.3	2.226.0	16.3
1968	332.5	61.5	394.0	2.359.8	16.7
1969	344.2	81.0	425.2	2.501.4	17.0
1970	365.7	93.0	458.7	2.651.5	17.3
1971	387.7	107.0	494.7	2.810.6	17.6
1972	410.3	123.0	533.3	2.979.2	17.9
TOTAL	1.840.4	465.5	2.305.9	13.302.5	17.3

FUENTE: CONAPLAN

Plan de Desarrollo ... 1968-1972. Pág. 98

En el primer plan se calculó un financiamiento externoneto de $\text{¢}323.6$ millones, en tanto que en el segundo esa cantidad se redujo a $\text{¢}158.0$ millones; ésto se planeó así en atención a los problemas (internos y externos) que dificultan la tramitación de los créditos y al deseo de evitar el crecimiento exagerado de los compromisos con el exterior. A pesar de ello, la relación de la deuda pública externa con el PTB, pasaría de 9.2% en 1967 a 12.1% en 1972; en tanto que el peso del servicio de la misma (amortizaciones de capital más pago de intereses) con relación a las exportaciones, crecería de 2.3% en 1967 a 3.7% en 1972.

Uno de los aspectos más importantes del primer plan, era la creación o ampliación de líneas de crédito que estimularan las inversiones privadas hacia determinadas actividades productivas; en el período 1965-1969, las instituciones oficiales de crédito debían proporcionar \$468.6 millones al sector privado, de los cuales recuperarían \$238.1 millones, para un financiamiento neto de \$230.5 millones. En el Plan de Desarrollo 1968-72 en cambio, se proyectó un financiamiento de \$126.5 millones y una amortización de \$116.1 millones, lo cual reducía el financiamiento neto al sector privado a la cantidad de \$10.4 millones. A pesar que el Plan no indica expresamente las razones de este cambio, podemos señalar que en primer lugar está relacionado con la reducción del ahorro y de los préstamos externos del Sector Público; en segundo lugar, entre 1965 y 1967, el sector privado solamente utilizó \$64.4 millones, es decir, una cantidad menor que el promedio anual (\$93.7 millones) considerado en el primer Plan. Dicho de otro modo, el financiamiento al sector privado se proyectó en el segundo plan en consonancia con la previsión de ingresos del sector público y de acuerdo con la demanda de crédito que representaron los inversionistas privados en los tres años de vigencia del primer plan.

II. La Participación del Sector Privado

A pesar de que el plan asignaba al sector privado casi el 80% de la inversión física bruta, su participación se condicionaba a que el sector adquiriera "una mayor compenetración de los problemas económicos y sociales del país" que lo hiciera participar en la solución de los mismos. Esa colaboración, a su vez, estaría basada "en la convicción de que el mejoramiento de la sociedad es responsabilidad de todos sus miembros y que los frutos del crecimiento económico deberán ser compartidos por la colectividad en general". (1)

El plan no desglosa las inversiones privadas por sectores de producción, limitándose a señalar tres grandes rubros. construcción, adquisición de bienes de capital e incremento de inventarios, de los cuales el más importante era el segundo, tanto por su volumen como por su tasa de crecimiento. (Cuadro III-10).

Tampoco se identificaron las fuentes de recursos que debían financiar las inversiones de los particulares. Lo único que señala el plan (y esto que en la parte correspondiente al sector público) son los \$126.5 millones que las instituciones oficiales de crédito ofrecerían para estimular determinadas actividades productivas del sector privado. (Cuadro III-11).

Como mencionamos arriba, la decisión de invertir sería tomada por los empresarios en base a un deseo de colaborar en el desarrollo económico y social del país. Pero esa colaboración no sería espontánea sino que

(1) Ibid. Pág. 17

CUADRO III-10
FORMACION PRIVADA DE CAPITAL

(Millones de Colones)

	Construcción	Bienes de Capital	Inventarios	TOTAL
1968	111.9	185.2	35.4	332.5
1969	107.6	199.1	37.5	344.2
1970	111.2	214.7	39.8	365.7
1971	113.7	231.8	42.2	387.7
1972	115.1	250.5	44.7	410.3
Total	559.5	1.081.3	199.6	1.840.4
Tasa Pro medio				
Anual	6.3%	7.7%	6.0%	7.1%

FUENTE: CONAPLAN

Plan de Desarrollo...1968-1972. Pág. 141

surgiría como resultado de la política de fomento del gobierno. Para crear el clima que propiciara las inversiones privadas, el sector público debía tomar las siguientes providencias: (1)

- a) Otorgar rápida y racionalmente los beneficios de fomento industrial, de acuerdo al orden de prioridades contemplado para el desarrollo de las actividades manufactureras.
- b) Facilitar créditos al sector industrial, al sector agropecuario y para la vivienda, a través del Instituto Salvadoreño de Fomento Industrial, la Administración de Bienestar Campesino y la Financiera Nacional de la Vivienda. Además de los ₡126.5 millones que ofrecerían estas instituciones, se contaría con el crédito del Banco Central de Reserva, incluyendo los recursos del Fondo de Desarrollo Económico que conceden alta prioridad a los proyectos de carácter productivo.

(1) Ibid. Págs. 98-101

- c) Promover la participación de la inversión extranjera en el desarrollo económico, para lo cual se darían a conocer las posibilidades y condiciones que ofrece nuestro país.
- d) Colaborar en la formulación de los proyectos del sector privado, así como en la búsqueda de nuevas actividades económicas, tarea que correspondería al Instituto Salvadoreño de Fomento Industrial y a las otras instituciones de fomento.
- e) Estimular la modernización de las industrias más importantes, como la textil que tiene una gran influencia en la economía nacional debido a que las materias primas que utiliza son casi todas de origen nacional.
- f) Promover la explotación de nuevas actividades productivas e intensificar las que se aprovechan en forma parcial, como el turismo, la minería y canteras.
- g) Instalar parques industriales como una forma de estimular la regionalización del desarrollo industrial y de mejorar la eficiencia en la producción.
- h) Aprovechar la ejecución de los programas de inversión pública para estimular las inversiones privadas, para lo cual deberán utilizarse al máximo los productos y servicios de origen nacional.
- i) Desarrollar proyectos de mejoramiento de tierras, desarrollo de áreas de riego y mejoramiento de instalaciones agrícolas y ganaderas, con el objeto de coadyuvar al establecimiento de agroindustrias.
- j) Fomentar la diversificación de las exportaciones y la apertura de mercados fuera del área centroamericana.
- k) Revisar la legislación vigente para adecuarla a las condiciones actuales de la economía nacional, tarea en la que sobresale por su urgencia la revisión del Código de Comercio.

Dada la falta de información, tanto del destino de las inversiones privadas como de la forma en que se financiarían, no es posible apreciar si la actividad del sector estimularía o no el Mercado de Capitales. De la política de gobierno, exceptuando las líneas de crédito que hemos mencionado, lo único que podemos señalar es que sus medios principales consistían en estímulos indirectos, es decir, que no contemplaba medidas que capacitaran al sistema financiero para captar y ofrecer los recursos que necesitaba el sector privado.

III. La Participación del Sector Público

a) La Inversión y el Consumo Público

El programa de inversiones del sector público fue concebido como el instrumento dinámico a través del cual el Estado ejercería su influencia en la economía nacional, de acuerdo a la magnitud de los proyectos y a los sectores que recibieran sus beneficios. Tomando en cuenta la experiencia del quinquenio anterior al Plan de Desarrollo, para programar las inversiones se consideraron los problemas financieros que las retrasan y la capacidad física de ejecución de los organismos públicos.

En ese sentido se estableció un monto de \$591.9 millones de inversiones públicas "ejecutables", de las cuales \$465.5 millones (78.6%) se destinarían a inversiones físicas y \$126.4 millones (21.4%) a inversiones financieras, éstas últimas se refieren al aporte en forma de créditos que el sector público otorga al sector privado para las actividades de construcción de viviendas y para proyectos de desarrollo de los sectores agropecuario e industrial,

La orientación principal de las inversiones públicas era hacia los sectores sociales, especialmente la educación, la salud pública, el agua potable y la vivienda. Así tenemos que los proyectos de carácter social ascendían a \$219.8 millones (37.1%), los de actividades productivas a \$188.2 millones (31.8%) y los de infraestructura económica a \$183.9 millones (31.1%). El detalle del programa de inversiones se presenta en el Cuadro III-11).

El consumo público era el otro instrumento de que disponía el Estado para estimular el desarrollo de la economía nacional, ya sea por su orientación o por su magnitud. La política del gasto pretendía restringir a un 3.6% de promedio anual el crecimiento de los "Servicios Generales", o sean los gastos de funcionamiento del cuerpo administrativo del gobierno, los cuales se estimó que pasarían de \$67.4 millones en 1967 a \$80.5 millones en 1972.

Los "Servicios Sociales" o sea el costo de los organismos que atienden la educación, la salud y la previsión social eran los más importantes dentro del consumo del sector público, debiendo incrementarse de \$88.3 millones en 1967 a \$133.3 millones en 1972, o sea un crecimiento promedio de 8.5% anual.

Por último, se esperaba que los gastos de funcionamiento de las agencias encargadas de ejecutar la política económica del Estado y de promover el desarrollo de la infraestructura básica crecieran a un promedio anual de 4.2% entre 1967 y 1972, es decir, que aumentarían de \$23.5 millones en 1967 a \$28.8 millones en 1972. (Cuadro III-12).

CUADRO III-11
INVERSION PUBLICA EJECUTABLE

(Millones de Colones)

	<u>1968 - 1972</u>	
	Valor	Porcentaje
<u>SECTORES PRODUCTIVOS</u>	<u>188.2</u>	<u>31.8</u>
Agropecuario	105.1	17.7
Industria, Minería y Comercio	79.4	13.4
Turismo	3.7	0.7
<u>SECTORES DE INFRAESTRUCTURA</u>	<u>183.9</u>	<u>31.1</u>
Transporte	98.7	16.7
Telecomunicaciones	18.3	3.1
Correos	2.2	0.5
Energía Eléctrica	64.7	10.8
<u>SECTORES SOCIALES</u>	<u>219.8</u>	<u>37.1</u>
Educación	58.8	9.9
Salud Pública	41.0	6.9
Seguridad Social	8.1	1.4
Agua Potable y Alcantarillados	20.6	3.5
Vivienda	75.9	12.8
Administración Pública	15.3	2.6
<u>TOTAL</u>	<u>591.9</u>	<u>100.0</u>
Inversión Física	465.5	78.6
Inversión Financiera	126.4	21.4

FUENTE: CONAPLAN

Plan de Desarrollo...1968-1972 Pág. 105

b) El Financiamiento de los Gastos Corrientes

Los gastos corrientes del sector público son iguales a los gastos de funcionamiento de las dependencias oficiales (o sean los gastos del consumo que detallamos en el Cuadro III-12) más las "obligaciones generales" o sean las transferencias al sector privado, en concepto de pensiones, jubilaciones y contribuciones al Seguro Social.

CUADRO III-12
GASTOS DE CONSUMO DEL SECTOR PUBLICO

(Millones de Colones)

	1967	1972	Incremento 1967-1972
I. GOBIERNO CENTRAL	179.2	242.3	+63.1
1. Servicios Generales	67.4	80.5	+13.1
2. Servicios Sociales	88.3	133.0	+44.7
a) Educación	54.6	85.0	+30.4
b) Salud Pública y Asistencia Social	29.2	43.7	+14.5
c) Trabajo y Previsión Social	2.5	3.0	+ 0.5
d) Procuraduría Gral. de Pobres	2.0	1.3	- 0.7
3. Servicios Económicos	23.5	28.8	+ 5.3
a) Economía	6.0	7.3	+ 1.3
b) Agricultura y Ganadería	7.9	9.5	+ 1.6
c) Obras Públicas	9.6	12.0	+ 2.4
II. OTROS ORGANISMOS PUBLICOS	23.2	21.5	- 1.7
TOTAL	202.4	263.8	+61.4

FUENTE: CONAPLAN

Plan de Desarrollo 1968-1972. Pág. 106

Al igual que en el plan 1965-1969, el financiamiento de los gastos corrientes se cubriría con los ingresos corrientes del Estado, para ello, entre 1967 y 1972, los impuestos directos debían incrementarse de \$50.1 a \$70.8 millones, los impuestos indirectos de \$161.9 a \$183.9 millones, y los ingresos no tributarios de \$14.9 a \$20.1 millones. Como veremos en el siguiente apartado, la diferencia entre los ingresos y los gastos corrientes constituye el ahorro de funcionamiento que se destina a financiar las inversiones del Estado.

En el Cuadro III-13 se puede apreciar que el crecimiento proyectado para los ingresos corrientes (4% anual) era menor que el calculado para los gastos corrientes (6% anual), razón por la que el ahorro de funcionamiento desaparece en 1972; si comparamos el crecimiento de los ingresos tributarios con el 6% anual que se consideró para el Producto Territorial Bruto, advertimos la baja flexibilidad del sistema tributario, deficiencia que el Plan propone resolver con la creación de nuevos impuestos a las importaciones y con mejoras a la administración fiscal.

CUADRO III - 13

CUENTA CORRIENTE DEL GOBIERNO CENTRAL

(Millones de Colones)

	1968	1969	1970	1971	1972	Total
INGRESOS CORRIENTES						
a) Impuestos Directos	243.5	242.2	252.7	263.5	274.8	1.276.7
Impuestos sobre la Renta	64.4	60.4	63.7	67.1	70.8	326.3
Impuesto sobre el Patrimonio	44.2	38.3	40.6	43.0	45.6	211.7
Otros	15.5	16.9	17.8	18.7	19.7	88.6
	4.7	5.1	5.3	5.4	5.5	26.0
b) Impuestos Indirectos	162.5	165.7	171.6	177.7	183.9	861.4
Impuestos de Importación	60.0	61.8	63.7	65.6	67.5	318.6
Impuestos de Exportación	27.4	26.3	27.0	27.7	28.5	136.9
Impuestos de Consumo	59.2	59.8	61.6	64.5	65.4	309.5
Otros	15.9	17.8	19.3	20.9	22.5	96.4
c) Ingresos no Tributarios	16.6	16.2	17.4	18.7	20.1	89.0
GASTOS CORRIENTES						
a) Funcionamiento	212.6	225.8	243.0	255.3	275.2	1.211.9
Servicios Generales	192.6	201.4	214.1	227.6	242.3	1.078.0
Servicios Sociales	72.0	72.3	74.9	77.0	80.5	376.7
Servicios Económicos	95.2	103.1	112.2	122.8	133.0	566.3
	25.4	26.0	27.0	27.8	28.8	135.0
b) Obligaciones Generales	20.0	24.4	28.9	27.7	32.9	133.9
AHORRO DE FUNCIONAMIENTO						
	30.9	16.4	9.7	8.2	- 0.4	+ 64.8

FUENTE: CONAPLAN. Plan de Desarrollo... Pág. 108

c) El Financiamiento de las Inversiones Públicas

Además de los \$591.9 millones de las inversiones físicas y financieras, el sector público utilizaría \$103.0 millones para amortizar la deuda oficial y \$41.4 millones para cubrir necesidades de caja y otros usos financieros, lo que elevaba su demanda de capitales a \$736.4 millones. (1) Estos recursos se generarían en el ahorro del Gobierno Central y las empresas autónomas (\$191.8 millones), en la recuperación de créditos otorgados al sector privado (\$116.1 millones) y en nuevos créditos internos y externos (\$289.3 millones), para obtener el financiamiento adicional (neto) de \$139.2 millones, se establecerían nuevos impuestos a las importaciones que produjeran \$90.1 millones y se introducirían mejoras administrativas que incrementarían las recaudaciones fiscales en \$54.4 millones. (Cuadro III-14).

CUADRO III - 14
FUENTES Y USOS DE FONDOS DEL SECTOR PUBLICO
1968-1972
(Millones de Colones)

	<u>Total</u> <u>1968-1972</u>
FUENTES	
Ahorro del Gobierno Central	64.8
Ahorro de Instituciones Autónomas	127.0
Recuperación de Créditos	116.1
Préstamos Internos	74.3
Préstamos Externos	<u>215.0</u>
SUB-TOTAL	597.2
Recursos adicionales por obtener (Fondo General)	<u>139.2</u>
TOTAL	736.4
USOS	
Inversión Física	465.5
Inversión Financiera	126.5
Amortización Deuda Externa	57.0
Amortización Deuda Interna	46.0
Caja y Usos Varios	<u>41.4</u>
TOTAL	736.4

FUENTE: CONAPLAN. Plan de Desarrollo 1968-1972. Págs. 110-170

Hemos visto que la promoción del ahorro del Gobierno Central y del financiamiento adicional dependía casi totalmente de los ingresos fiscales, es decir, que su captación y canalización hacia las inversiones no ofrecía oportunidades para que participaran los intermediarios financieros.

La fuente principal de financiamiento eran los recursos propios de las instituciones autónomas que ascendían a \$243.1 millones y representaban el 41.4% del total. Esos fondos se originarían en los ahorros --

(1) Se excluyen \$10.0 millones utilizados en equipo para la Fuerza Armada, que se financiaron mediante una emisión de bonos que adquirió en su totalidad el Banco Central de Reserva.

de operación de dichas instituciones y en las recuperaciones de los créditos concedidos al sector privado por el INSAFI, ABC, IVU y la Financiera Nacional de la Vivienda. (Cuadro III-15).

El manejo del ahorro de las empresas autónomas es similar al del Gobierno Central, es decir, que la misma entidad que los genera los canaliza hacia las inversiones, sin que en ello intervengan las instituciones financieras del país.

CUADRO III-15

RECURSOS PROPIOS DE LOS ORGANISMOS AUTONOMOS

(Millones de Colones)

	Ahorros de Operación	Recuperación de Créditos	TOTAL 1968-1972
ABC	-.-	39.3	39.3
INSAFI	3.4	47.3	50.7
IVU	2.7	25.6	28.3
FNV	2.0	3.9	5.9
CEL	54.6	-.-	54.6
ISSS	41.8	-.-	41.8
ANTEL	15.4	-.-	15.4
ANDA	4.2	-.-	4.2
OTROS	2.9	-.-	2.9
TOTAL	127.0	116.1	243.1

FUENTE: CONAPLAN

Plan de Desarrollo... Pág. 111

La gestión del sector público que se estimulaba el Mercado de Capitales eran las inversiones financieras de las instituciones oficiales de crédito, que otorgarían al sector privado líneas de financiamiento por \$126.5 millones, para reunir estos recursos se contaba con \$11.0 millones del Fondo General de la Nación, \$58.0 millones de recursos propios, \$34.0 millones de préstamos internos y \$23.7 millones de créditos externos. (1) Ahora bien, excluyendo el financiamiento interno que analizaremos más adelante, dicho estímulo se reducía a incrementar la oferta de recursos financieros para fines de inversión, es decir, que la acción de las instituciones encargadas no incluía la captación de recursos ajenos, ya que los organismos del Estado se encargarían de proporcionarles el financiamiento adicional que necesitaran.

(1) CONAPLAN. Plan de Desarrollo 1968-1972. Pág. 184

La otra parte del plan que estimulaba el desarrollo del Mercado de Capitales, era la captación de recursos a largo plazo mediante la colocación de bonos en el sector privado; lamentablemente, faltaron dos condiciones que hubieran asegurado el éxito de dicha operación, como era dotar los valores de condiciones de liquidez y rentabilidad adecuadas, y crear un organismo que promoviera su colocación entre el público y las empresas privadas. Sin embargo, la forma en que se pensó colocar los bonos es más realista que la del plan anterior y constituye un reconocimiento tácito de que no es la banca comercial la que debe proporcionar los recursos a largo plazo que demanda el desarrollo del país, función que debe encomendarse a instituciones especializadas propias del Mercado de Capitales. La influencia que la adquisición de bonos por el Banco Central de Reserva tiene en el desarrollo del Mercado de Capitales será considerada después, cuando se analice en forma integral la participación de dicho organismo. El detalle del financiamiento interno del sector público, tanto por el origen como por el destino de los recursos financieros, se puede apreciar en el Cuadro III-16.

CUADRO III-16

FINANCIAMIENTO INTERNO DEL SECTOR PUBLICO

(Millones de Colones)

	Sector Privado	Banco Central	T o t a l 1968-1972
IVU (Vivienda Mínima)	2.0	4.2	6.2
ICR (Vivienda Rural)	1.9	-. -	1.9
ICR (Reforma Agraria)	7.3	3.0	10.3
FNV (Vivienda Media)	4.8	3.2	8.0
INSAFI (Fomento Industrial)	5.6	5.6	11.2
INSAFI (Parque Industrial)	1.9	-. -	1.9
CEPA (Ampliación Puertos)	2.4	10.4	12.8
CEL (Plantas de Vapor)	-. -	2.0	2.0
ANTEL (Red Telefónica)	-. -	2.7	2.7
Alcaldía de San Salvador (Mercados)	1.6	1.2	2.8
Otros	-. -	14.4	14.4
T O T A L	27.5	46.7	74.3

FUENTE: CONAPLAN

Plan de Desarrollo... Pág. 183

Por último, el plan consideraba la promoción de nuevos créditos externos, por \$215.0 millones; en el quinquenio, estos préstamos serían amortizados en \$57.0 millones, con lo cual se reducía el financiamiento externo (neto) a \$158.0 millones. La gestión de estos empréstitos se haría en forma directa por los organismos del Estado y se canalizarían a través del Banco Central de Reserva, es decir, que se ejecutaría al margen de los intermediarios financieros del sector privado. En el Plan no se da el detalle de las fuentes que concederían los créditos efectivos, pero se indican las fuentes potenciales que detallamos en el Cuadro III-17.

CUADRO III-17
INGRESOS NETOS DE CAPITAL OFICIAL
(Millones de Colones)

	Total
	1968 - 1969
BIRF	56.7
EXIMBANK	2.6
BID	72.3
AID	56.2
AIF	0.5
BCIE	30.9
First National City Bank	- 9.3
Gobiernos Extranjeros	19.1
Otros	3.1
TOTAL	232.1

FUENTE: CONAPLAN

Plan de Desarrollo...Pág. 167

En resumen, el programa de inversiones del sector público estimulaba en parte el desarrollo del Mercado de Capitales tanto por el lado de la oferta como de la demanda. Las inversiones financieras que las instituciones oficiales ejecutarían en beneficio de la actividad del sector privado, creaban una fuente de financiamiento que no sólo era importante por el volumen de sus recursos, sino por las condiciones en que se otorgarían los créditos. La demanda de recursos de la inversión sería estimulada en la medida que se lograran colocar los bonos entre el sector privado, aspecto al que se le dió menor importancia en el primer plan de desarrollo económico.

CAPITULO IV

PROBLEMAS QUE OBSTACULIZAN EL DESARROLLO DEL MERCADO DE CAPITALES EN EL SALVADOR

Diversos estudios han demostrado que existe cierta relación o paralelismo entre el desarrollo económico y el desarrollo financiero, siempre que se considere un período largo, en esta relación, el sector financiero casi siempre muestra un mayor grado de desarrollo, situación que se explica porque la mayoría de sus operaciones están íntimamente relacionadas con las actividades de los sectores productivos más desarrollados de la economía. Al aumentar la producción y el ingreso real per cápita, se incrementa la circulación de bienes y servicios y, consecuentemente, se utilizan más los medios de pago, por otro lado, la expansión de la economía depende de que las empresas cuenten con suficientes recursos para financiar sus inversiones y operaciones corrientes, es decir, de la capacidad con que el sistema financiero pueda satisfacer sus demandas de capital. Sin embargo, no es posible determinar con exactitud si son los elementos de tipo financiero los que estimulan el desarrollo económico o si es éste el que produce la expansión del sistema financiero, lo que podemos afirmar es que si éste no se expande en forma adecuada, puede constituir un serio obstáculo para el crecimiento de la economía en general, razón por la que deben tomarse las providencias que lo estimulen.

En el simposio sobre Mercados de Capitales en América Latina, realizado en Washington del 13 al 30 de octubre de 1969, bajo los auspicios del Banco Interamericano de Desarrollo, se reconoció que el desarrollo financiero se ha iniciado siempre en un proceso de monetización que da lugar al surgimiento de la banca comercial, es decir, de instituciones más propias del Mercado Monetario que del Mercado de Capitales. En las etapas iniciales, la relación entre el medio circulante y el ingreso nacional tiende a aumentar rápidamente, pero se estabiliza y luego desciende cuando los medios de pago comienzan a ser desplazados por activos financieros más evolucionados. Estos últimos instrumentos son emitidos por instituciones que se especializan en operar con recursos a largo plazo, es decir, que pertenecen al Mercado de Capitales, entre las cuales se encuentran los bancos de fomento, los bancos hipotecarios, las compañías de seguros, los fondos mutuos, etc. (1)

En el caso de El Salvador, la relación entre el medio circulante y el ingreso nacional subió de 0.1566 en 1951 a 0.1923 en 1956, descendió hasta 0.1371 en 1967 y, a partir de ese año, ha mantenido un promedio

(1) JOSE ANDRES DE OTEYSA. Opus Cit. Pág. 34

CUADRO IV - 1
RELACION ENTRE EL MEDIO CIRCULANTE
Y EL INGRESO NACIONAL
(Miles de Colones)

Años	Medio Circulante (1)	Ingreso Nacional	Relación
	(1)	(2)	(3)=(1) ÷ (2)
1951	145.142	926.556	0.156647
1952	168.082	934.026	0.179954
1953	176.025	1.014.803	0.173457
1954	192.810	1.095.896	0.175938
1955	198.147	1.132.399	0.174980
1956	225.546	1.172.682	0.192333
1957	225.280	1.220.695	0.184551
1958	212.634	1.203.250	0.176716
1959	216.424	1.169.693	0.185026
1960	203.308	1.224.166	0.166079
1961	200.465	1.262.179	0.158825
1962	202.467	1.395.466	0.145089
1963	231.364	1.468.080	0.157596
1964	243.645	1.610.507	0.151285
1965	249.995	1.707.266	0.146430
1966	258.094	1.826.504	0.141305
1967	263.627	1.923.396	0.137063
1968	281.216	2.011.345	0.139815
1969	304.814	2.080.080	0.146540
1970	316.498	2.222.217	0.142424
1971	344.563	2.339.807	0.147262

(1) Incluye el numerario en público y los depósitos a la vista del sector privado y de las instituciones oficiales, es decir, que excluye los depósitos del Gobierno Central.

FUENTE: Banco Central de Reserva

de 0.1426, es decir, que el sistema financiero muestra el comportamiento que se consideró normal en la reunión mencionada en el párrafo anterior. (Cuadro IV - 1)

~~Como veremos más adelante, lo que no se ha dado es la sustitución de los medios de pago por instrumento del Mercado de Capitales, ya que la captación de recursos en forma de depósitos bancarios (cuentas de ahorro y depósitos a plazo fijo) ha sido mayor que las inversiones~~

en títulos valores. Así tenemos, por ejemplo, que el cuasi-dinero en poder de los bancos nacionales ha aumentado de \$1.8 millones en 1950 a \$417.0 millones en 1972, en el mismo período, la circulación total de títulos de renta fija pasó de \$25.4 millones a \$218.8 millones, es decir, que su crecimiento fue bastante menor, tanto en términos absolutos como relativos. (Cuadro IV-2)

Son varios los problemas que han impedido que el Mercado Financiero supere la etapa monetaria en que se encuentra e inicie el desarrollo del Mercado de Capitales, entre esas causas, las que consideramos más importantes son las siguientes:

A. LA FALTA DE UNA POLITICA DE DESARROLLO ACEPTABLE

La ejecución de un plan de desarrollo económico y social implica sacrificios para determinados sectores de la población, razón por la que su realización depende del apoyo o la oposición que reciba de los mismos. Para que los empresarios privados se decidan a colaborar en el esfuerzo del desarrollo, es necesario que el plan les ofrezca oportunidades de inversión que consideren rentables, para los sectores populares, en cambio, lo que interesa es que promueva una mejor distribución del ingreso nacional y de los factores productivos que lo generan.

Pero no basta que el plan responda a las aspiraciones e intereses de los distintos sectores de la economía. Además, es necesario que el organismo de planificación tenga un prestigio bien cimentado, especialmente en lo que respecta al apoyo político que le brinda el Gobierno Central. Dicho de otro modo, los distintos sectores productivos no sólo deben estar de acuerdo con el contenido de los planes, sino que deben tener confianza de que el Gobierno luchará seriamente por alcanzar las metas concretas de desarrollo y progreso que contienen, si no cumplen esos requisitos, será muy difícil que cumplan con la parte de los planes que les corresponda.

En este sentido, los planes de desarrollo económico y social que se han formulado en el país no han logrado promover el interés de los sectores empresariales y mucho menos el de los grandes sectores de la población. Es más, se tiene la convicción de que no han buscado la solución de los problemas fundamentales del país, como son el sistema de tenencia de la tierra, la distribución del ingreso, la dependencia del sector externo, etc., y que más bien han estado orientados al mantenimiento del statu quo que describimos en el Capítulo I de este trabajo.

Dado que el Mercado de Capitales es el instrumento que promueve los ahorros nacionales y extranjeros para canalizarlos hacia la ejecución de los planes de desarrollo, es decir, el medio idóneo a través del cual los distintos sectores concretan su deseo de contribuir al

desarrollo nacional, ya sea proporcionando ahorros o invirtiendo en las actividades consideradas de importancia estratégica en los mencionados planes, depende de la actitud que tomen esos sectores para ampliar y diversificar sus operaciones.

Mientras la política económica no cuente con la aceptación y respaldo de los sectores ahorrantes e inversionistas, será difícil que el Mercado de Capitales alcance un volumen de operaciones y una variedad de funciones que lo conviertan en uno de los principales resortes del progreso económico y social del país.

B. LA FALTA DE UNA POLITICA FINANCIERA ADECUADA

Hemos visto que como uno de los aspectos más importantes de los planes de desarrollo económico y social, el organismo de planificación debe considerar la obtención de los recursos necesarios para financiar las metas de inversión contempladas en dichos planes.

En su sentido más amplio, la política financiera es la parte de la política de desarrollo que comprende el conjunto de medidas a través de las cuales el Estado planea financiar la ejecución de los planes de desarrollo, esta política, a su vez, incluye otras más específicas como la política de autofinanciamiento (re inversiones) de las empresas privadas, la política de financiamiento externo, la política de financiamiento del sector público, la política monetaria y crediticia y la política del desarrollo del Mercado de Capitales.

Como veremos a continuación, la importancia que se da a cada una de ellas dentro de la política general de financiamiento, influye en el papel que desempeñan los instrumentos e instituciones del Mercado de Capitales.

I. La Política de Autofinanciamiento de las Empresas

Consiste principalmente en medidas de tipo fiscal que estimulan la expansión de las empresas privadas, ya sea mediante la exención de las utilidades reinvertidas o de las reservas de depreciación. De un modo u otro, la empresa canaliza esos recursos en forma directa, es decir, sin utilizar los servicios de los intermediarios financieros.

Este sistema de financiamiento es propio de las economías poco desarrolladas y, a pesar de que la consideramos aceptable en nuestras circunstancias, no representa ningún estímulo directo al desarrollo del Mercado de Capitales.

II. La Política de Financiamiento Externo

De acuerdo con lo que hemos expuesto anteriormente, para acelerar nuestro desarrollo económico y social es necesaria la promoción de recursos externos, ya que los ahorros internos no alcanzan a financiar las inversiones que se planean con ese fin; dicho financiamiento incluye los capitales que ingresan en forma de inversiones directas y los que se obtienen en calidad de préstamos.

En lo que respecta al desarrollo del Mercado de Capitales, la influencia del financiamiento externo se reduce a la que indirectamente ejerce sobre la formación de recursos internos, ya que tanto los inversionistas extranjeros como las instituciones internacionales de crédito exigen una participación proporcional del país receptor. Por ejemplo, se ha calculado que los US\$4.100 millones de créditos que el BID había aprobado para América Latina a fines de 1970, servirían para financiar proyectos de inversión por valor de US\$11.500 millones, lo que dejaba una diferencia de US\$7.400 millones a financiarse con recursos de los prestatarios, la mayoría de los cuales serían de origen interno. (1)

En el caso de nuestro país, ya explicamos en el Capítulo II que la contratación de la deuda pública externa no se hace a través de los intermediarios financieros privados. Igual cosa puede decirse de la promoción de inversiones extranjeras, actividad en la cual tampoco puede señalarse un programa que esté a cargo de una institución del Mercado de Capitales.

III. La Política de Financiamiento del Sector Público

Tradicionalmente, el Sector Público ha financiado sus inversiones con recursos propios y con créditos de instituciones internacionales o del Banco Central de Reserva. Como veremos más adelante, cuando se han emitido bonos del Estado o de las instituciones autónomas, no se ha tratado de promover su colocación entre el público y, como consecuencia, la mayor parte de las emisiones han quedado en poder del BCR, es decir, que más bien han constituido una forma de crédito.

Si en realidad hubiera interés en promover el ahorro de las familias para utilizarlo en el financiamiento de los planes de desarrollo, se habrían emitido valores con características de liquidez y rentabilidad que estimularan su adquisición y se habría creado una institución o mecanismo que se encargara de colocarlos entre el sector privado.

(1) MILIC KYLAB. Opus Cit. Pág. 22

A nuestro juicio, corresponde al Estado iniciar la colocación de valores entre el público a efecto de crear las condiciones que permitan posteriormente que el sector privado pueda colocar sus emisiones.

IV. La Política Monetaria y Crediticia

La efectividad de las políticas que pueden formular los bancos centrales está condicionada al grado de desarrollo del sistema financiero de cada país, pero casi siempre constituyen estímulo para las actividades económicas y, a la vez, para el fortalecimiento de sus respectivos Mercados de Capitales.

En lo que respecta a las políticas monetaria y crediticia del Banco Central de Reserva, debemos de reconocer que han producido cierto grado de estabilidad monetaria que constituye un estímulo poderoso para el desarrollo del sistema financiero en general, y del Mercado de Capitales en particular. El mantenimiento del equilibrio entre la corriente financiera y el flujo de bienes y servicios ha evitado la agudización del proceso inflacionario, el control selectivo del crédito, por su parte, ha estado orientado al mismo fin y, además, al estímulo de actividades productivas. En lo que sí ha fallado el Banco Central ha sido en la promoción del mercado de valores oficiales, con lo cual ha retardado la colocación de valores del sector privado, la creación de mecanismos que den liquidez a los valores oficiales, incluyendo la emisión de bonos del Banco Central para descongelar su cartera, ayudará a que el público se acostumbre a invertir en ellos y, posteriormente, esas experiencias harán que los ahorrantes pierdan el miedo de arriesgar sus recursos en la adquisición de títulos valores del sector privado.

V. La Política de Desarrollo del Mercado de Capitales

Es el conjunto de medidas que persiguen incrementar el "coeficiente financiero" (1) o lo que es lo mismo, estimular el desarrollo de las instituciones financieras que actúan como intermediarias entre los sectores que generan recursos transferibles y los que demandan capitales a largo plazo.

La meta principal de la política de mercados de capitales es incrementar los coeficientes de inversión y ahorro, incluyendo en este último tanto el ahorro nacional como el externo que lo complementa. Simultáneamente, esta política trata de evitar que el ahorro y la inversión se canalicen a través de circuitos cerrados que restringen la participación de algunos sectores aunque excepcionalmente puede estimularlos, como

 (1) El coeficiente financiero representa la relación entre los pasivos de las instituciones financieras y el ingreso nacional.

en el caso del ahorro para la vivienda familiar que canalizan las instituciones de ahorro y préstamo del sistema de la Financiera Nacional de la Vivienda. El éxito de esta política depende del marco institucional, de la estabilidad económica, social y política, y de la variedad de instituciones e instrumentos del Mercado de Capitales. (1)

En nuestro caso, el Estado ha mantenido el mínimo de estabilidad institucional y monetaria que necesita el Mercado de Capitales, pero no ha realizado ningún esfuerzo concreto por crear o estimular el surgimiento de instituciones e instrumentos que faciliten la transferencia de recursos financieros de los sectores ahorrantes a los inversionistas.

En resumen, la política financiera ha estado orientada a estimular el autofinanciamiento de las empresas privadas, a la contratación de deuda pública externa, al fortalecimiento de la banca comercial y al mantenimiento de la estabilidad monetaria, pero ha desatendido la posibilidad de promover ahorros internos a través del desarrollo de las instituciones e instrumentos especializados en obtenerlos y canalizarlos a largo plazo, es decir, del Mercado de Capitales.

C. EL DESARROLLO DEL MERCADO MONETARIO

La banca comercial de El Salvador ha alcanzado un alto grado de desarrollo, tanto en el volumen de recursos que moviliza como en la diversidad de servicios que presta, la localización de sus agencias le permite atender la mayoría de las comunidades del país, condición que le facilita la captación de ahorros de las familias y, a la vez, prestar una buena atención al sector empresarial.

Como resultado de esa expansión, los depósitos de ahorro han crecido en forma acelerada, principalmente desde 1957, año en que se liberó del pago de impuestos a los depósitos de ahorro y a plazo. Hasta 1955 funcionaron cuatro bancos y los mencionados depósitos apenas llegaban a \$4.8 millones, para 1961, en cambio, ya operaban 8 bancos y la captación de cuasi-dinero había ascendido a \$86.2 millones, en 1972, se fundó otro banco y los depósitos de ahorro y a plazo alcanzaron los \$417.0 millones.

Los bancos comerciales pagan un interés del 4% sobre los depósitos de ahorro y 5% por los depósitos a plazo, además de ese atractivo, dichos depósitos son prácticamente líquidos, dadas las pocas restricciones que existen para retirarlos. Por ejemplo, si una persona necesita sus ahorros antes que venza el plazo a que los ha colocado (30 días de

(1) MILIC KYBAL. Opus Cit. Págs. 2-4

mínimo), puede obtener un préstamo inmediato con garantía de sus depósitos, en el caso de las cuentas de ahorro, en cambio, los retiros se pueden hacer en cualquier momento.

Dada su rentabilidad, pero especialmente su liquidez, los depósitos bancarios representan una formidable competencia para las cédulas hipotecarias y los bonos oficiales, ya que la mayoría de estos títulos se han emitido de 5 a 20 años de plazo y sólo pagan un interés que oscila entre el 5% y el 7% anual, es decir, que hay valores con el mismo rendimiento que los depósitos a plazo, pero que no tienen ninguna característica que compense su falta de liquidez.

El mayor atractivo que tienen los ahorros bancarios sobre las emisiones de bonos oficiales y cédulas hipotecarias se puede apreciar en el Cuadro IV - 2, en el cual se compara el crecimiento de los depósitos de ahorro y a plazo con la circulación total de los títulos mencionados, se han excluido las emisiones que se hicieron para equipar la Fuerza Armada y los Bonos de la Dignidad Nacional, por no corresponder a programas de inversión productiva y, sobre todo, porque sus tenedores no los adquirieron como una inversión, sino que como una contribución a la defensa nacional, es decir, que no reflejan mayor actividad del Mercado de Capitales.

Más adelante, cuando estudiemos los instrumentos del Mercado de Capitales, veremos que el crecimiento de la circulación de bonos oficiales y cédulas hipotecarias se debe principalmente a las adquisiciones del Banco Central de Reserva, de los bancos comerciales y del Sector Público (Gobierno Central e Instituciones Autónomas), es decir, que no refleja una mayor captación directa de ahorros privados.

D. LA INEXISTENCIA DE INSTITUCIONES PROPIAS DEL MERCADO DE CAPITALES

Como resultado de la falta de una política efectiva que estimule el desarrollo del Mercado de Capitales y de la formidable competencia de la banca comercial, se ha retrasado el surgimiento de instituciones especializadas en la captación y transferencia de recursos de capital a largo plazo. Pero si bien es cierto que los intermediarios financieros no pueden surgir mientras el Mercado Financiero no les garantice un mínimo de operaciones, también es cierto que dichas instituciones pueden desarrollar campañas que estimulen el desarrollo del Mercado de Capitales.

Gran parte del éxito de la banca comercial, además de la excelente red de agencias por todo el país, se debe precisamente a las campañas que realizan para atraer los depósitos y divulgar los servicios que prestan al público. En la misma forma, aunque tal vez con métodos --

CUADRO IV - 2
DEPOSITOS BANCARIOS Y CIRCULACION DE
TITULOS DE RENTA FIJA
(Miles de Colones)

Años	DEPOSITOS BANCARIOS			TITULOS VALORES		
	De Ahorro	A Plazo	TOTAL	Certificados y Cédulas Hipotecarias	Bonos Sector Público	TOTAL
1950	509	1,246	1,755	15,855	9,506	25,361
1951	661	1,222	1,883	18,076	11,278	29,354
1952	795	843	1,638	23,334	12,488	35,822
1953	927	1,658	2,585	32,300	16,400	48,700
1954	1,117	2,149	3,265	30,007	21,463	51,470
1955	1,430	3,383	4,812	49,114	23,818	72,932
1956	3,813	4,834	8,647	60,339	37,632	97,971
1957	7,136	9,280	16,416	73,912	44,944	118,856
1958	10,977	13,147	24,124	77,903	46,739	124,642
1959	17,917	21,653	39,570	87,288	46,349	133,637
1960	30,908	22,368	53,276	97,149	50,896	148,045
1961	38,960	47,236	86,196	96,955	53,827	150,782
1962	51,297	63,982	115,279	97,966	53,336	151,302
1963	64,365	85,404	149,769	94,359	60,928	155,287
1964	79,092	107,520	186,612	93,145	61,698	154,843
1965	88,521	113,674	202,195	94,884	58,026	152,910
1966	96,497	133,107	229,604	93,964	57,106	151,070
1967	104,251	130,081	234,331	96,369	56,825	153,194
1968	109,623	133,742	243,375	104,927	59,727(1)	164,654
1969	123,369	148,768	272,137	110,950	61,996(2)	172,946
1970	141,303	157,653	298,956	115,435	64,776(2)	180,211
1971	156,369	185,831	342,200	113,935	85,367(2)	199,302
1972	176,335	240,710	417,045	121,247	97,538(2)	218,785

(1) Excluye Bonos Equipo Fuerza Armada.

(2) Excluye Bonos Equipo Fuerza Armada y Bonos Dignidad Nacional.

FUENTE. Banco Central de Reserva.

diferentes, las instituciones del Mercado de Capitales pueden alcanzar con rapidez un nivel mínimo de operaciones que les permita mantenerse en la competencia.

En lo que respecta a las instituciones propias del Mercado de Capitales, las pocas que existen manejan muy pocos recursos y sólo atienden unas cuantas funciones. Para colmo, no están autorizadas o no se han interesado en captar recursos entre el público, con lo cual han --

desperdiciado una posibilidad de incrementar sus operaciones y, a la vez, han desatendido su importante función de estimular el ahorro de las familias y promover la democratización de las inversiones. En este aspecto, la Financiera Nacional de la Vivienda y su sistema de Instituciones de Ahorro y Préstamo, así como el Banco Hipotecario, ofrecen un ejemplo positivo de lo que puede lograrse en este campo.

E. LA ESCASEZ DE INSTRUMENTOS DE CREDITO E INVERSION ADECUADOS

La escasez de títulos representativos de capital o de deudas que sean atractivos para los ahorrantes, inversionistas e intermediarios financieros, es el corolario de la falta de instituciones especializadas en estos menesteres, así como de la tradicional reserva de las entidades crediticias y de la ausencia de leyes que agilicen y garanticen las operaciones de crédito e inversión.

Como mencionamos arriba, los bonos oficiales y las cédulas hipotecarias que circulan en el mercado no ofrecen una rentabilidad atractiva para el público (1) y mucho menos para los bancos privados, ya que éstos prefieren dedicar sus recursos a la concesión de créditos comerciales y personales que les rinden hasta el 12% anual y son recuperables a corto plazo. Pero la principal deficiencia de estos valores es la falta casi completa de liquidez, condición que desalienta la captación de ahorros temporales y, consecuentemente, restringe la participación de las personas de pequeños y medianos recursos, es esta característica la que quizás ha influido más en la poca aceptación que han tenido en los distintos círculos del sector privado, tanto familiares como empresariales. Por ejemplo, en los últimos diez años, la circulación total de bonos oficiales se incrementó en \$63.9 millones, de los cuales el sector privado sólo adquirió \$8.8 millones, pero en esa cantidad están incluidos los \$5.3 millones de Bonos de la Dignidad Nacional que el sector compró en 1969, es decir, que más de la mitad del incremento no tiene relación con las características de los bonos, sino que con la situación creada por la guerra con Honduras.

Además de la falta de liquidez y de la escasa rentabilidad de los valores del sector público, dichos títulos se han emitido sin que exista una relación entre los plazos y los tipos de interés. Así tenemos, por ejemplo, que los bonos que emitió el INSAFI en 1967 eran a 3 años de plazo y pagaban el 7% de interés anual, en tanto que los bonos del Valle de la Esperanza se emitieron a 21 y 26 años y sólo pagan un interés del 5% anual.

A nuestro juicio, lo correcto es que las emisiones con el mismo plazo tengan igual tipo de interés y que éste sea mayor cuando el plazo sea más largo, de lo contrario, las emisiones con igual plazo y menor

(1) Excepto para los grandes inversionistas, para quienes resulta ventajoso aprovechar las exenciones fiscales que se han otorgado a dichos valores.

tipo de interés o con igual tasa de interés y plazo más largo, serán menos atractivas, y por consiguiente, más difíciles de colocar.

La situación de las cédulas hipotecarias es un poco mejor que la de los bonos oficiales, ya que la mayoría han sido adquiridas por el sector privado (73% en 1971), así tenemos que del incremento de ₡20.0 millones que experimentó la circulación total en los últimos seis años, el sector privado absorbió ₡10.0 millones.

A pesar de la mayor aceptación que tienen en el mercado, las cédulas hipotecarias han sufrido una disminución de su tasa de crecimiento. Como hemos indicado (Cuadro IV - 2), la circulación total pasó de ₡15.9 millones en 1950 a ₡97.1 millones en 1960, o sea un incremento de ₡81.3 millones, en tanto que entre 1960 y 1972 solamente aumentaron ₡24.1 millones.

Son varias las causas que estimularon el crecimiento de la circulación de cédulas hipotecarias en el período comprendido entre 1950 y 1960. En primer lugar, podemos señalar la poca competencia que representaban los depósitos bancarios a interés en los primeros seis años, ya que fue hasta 1956 que empezaron a crecer en forma acelerada, como resultado de las campañas de promoción de ahorros realizadas por los bancos comerciales y, principalmente, por la exención de impuestos que se otorgó a los depósitos bancarios a partir de 1957; hasta en esa época, las cédulas hipotecarias habían absorbido gran parte de los ahorros, ya que eran consideradas como una de las inversiones más seguras y rentables del mercado financiero, pero al crearse nuevos bancos privados entre 1955 y 1957, se inició una gran competencia por la captación de recursos financieros, principalmente en la forma de -- depósitos de ahorro y a plazo fijo, según hemos mencionado, estos depósitos pagan un interés más bajo o igual que las cédulas hipotecarias pero son altamente líquidos, lo cual constituye una gran ventaja sobre la inversión a largo plazo en títulos valores que no tienen un mercado organizado que asegure su liquidez en caso que el inversionista necesite recuperar sus recursos. En segundo lugar, entre 1954 y 1958, las ventas de café mantuvieron un promedio de ₡232.4 millones, o sea un incremento de ₡40.6 millones con respecto al período 1951-1953 (1), situación que generó nuevos ahorros que contribuyeron al aumento de ₡47.9 millones que las cédulas hipotecarias experimentaron en el mismo lapso. Por último, el otro factor que estimuló la circulación de las cédulas hipotecarias, y quizás el más importante, fue la liquidez que gozaban dichos títulos a través del crédito que el Banco Central otorgaba a los bancos

 (1) Banco Central de Reserva. Revista Mensual

CUADRO IV - 3
CEDULAS HIPOTECARIAS
CIRCULACION, INVERSION PRIVADA Y CREDITO DEL BCR
AL SISTEMA BANCARIO
(Miles de Colones)

Años	Circulación Total	Tenencia del Sector Privado	Crédito con Garantía de Cédulas
1952	23.334	18.500 (1)	2.025
1953	32.300	25.396	16.405
1954	30.007	24.788	23.364
1955	49.114	32.053	41.036
1956	60.339	43.834	47.460
1957	73.912	59.748	66.829
1958	77.903	61.575	64.808
1959	87.288	72.244	59.474
1960	97.149	77.881	62.201
1961	96.955	69.527	41.096
1962	97.966	67.897	15.416
1963	94.359	71.623	3.370
1964	93.145	70.050	3.893
1965	94.884	71.519	11.484
1966	93.964	73.001	3.750
1967	96.369	67.180	4.687
1968	104.927	78.331	3.516

(1). Cifra estimada

FUENTE: Banco Central de Reserva.

comerciales e Hipotecario con garantía de los mismos, los cuales se concedieron en forma de redescuentos y adelantos en el período comentado y permitieron que los bancos concedieran, a su vez, préstamos a los tenedores de cédulas hipotecarias hasta por el 80% de su valor nominal, es difícil establecer el grado de influencia que tenían dichos préstamos, pero no puede negarse que compensaban la inoperancia del Mercado de Valores, ya que proporcionaban a sus tenedores la oportunidad de disponer de sus recursos. (Cuadro IV - 3)

Resumiendo, podemos decir que los bonos oficiales y las cédulas hipotecarias no pueden competir con los depósitos bancarios a interés porque no ofrecen un tipo de rendimiento sustancialmente más atractivo y, especialmente, porque no cuentan con mecanismos que les permitan contrarrestar la alta liquidez que tienen dichos depósitos, en esto

último, volvemos a señalar la influencia que tuvieron los redescuentos y adelantos que el Banco Central concedía al sistema bancario con garantía de cédulas hipotecarias y bonos del Sector Público.

En lo que respecta a los valores de empresas privadas, la escasez es casi completa, las acciones que se transan libremente son muy pocas y también carecen de liquidez, debido al poco desarrollo del Mercado de Valores, como veremos en el siguiente apartado, gran parte de esta situación se debe a que las acciones no se colocan en forma abierta sino que entre el círculo de parientes y amigos íntimos del inversionista principal.

En el Capítulo I mencionamos que las pólizas de ahorros pueden constituir un medio efectivo para captar ahorros familiares a largo plazo y, en efecto, entre 1964 y 1971 ha circulado un promedio de 24.400 pólizas de capitalización, con un valor nominal de \$44.0 millones. En el siguiente Capítulo veremos que en este sistema no se reconocen intereses por los ahorros y, al contrario, cuando el tenedor obtiene un préstamo sobre sus ahorros o se retrasa en el pago de las primas (cláusula de préstamo automático) la compañía le cobra generalmente el 8% anual, a pesar de ello, es esta posibilidad de obtener préstamos, unida a la facultad de exigir el "valor de rescate", la que da a las pólizas una liquidez que las hace atractivas para las personas de pequeños y medianos recursos (las primas oscilan entre \$8.30 y \$27.70 mensuales).

En los últimos años, sin embargo, la circulación de pólizas de ahorro ha decrecido, como resultado de la quiebra de La Constructora, S. A. en junio de 1963 y del fracaso de Inversiones Comerciales, S. A., que fue intervenida por el Banco Central en septiembre de 1968, a pesar de que se protegieron los intereses de los ahorrantes. La falta de estadísticas no permite apreciar el efecto del primer caso, pero sí el del segundo, como veremos en el siguiente Capítulo, a partir de 1968, tanto el monto como el número de pólizas han disminuido progresivamente.

Por último mencionaremos que los instrumentos de crédito tampoco facilitan la movilización de los recursos financieros, ya sea por las dificultades legales para hacer obligatorio su cumplimiento, como por las excesivas garantías (generalmente hipotecarias) que exigen las instituciones y personas que conceden créditos. Esta situación es tan grave y tan ampliamente reconocida, que ha dado lugar a la creación del Fondo de Garantía de la Pequeña Industria, entidad que está facultada para garantizar hasta el 75% de los préstamos que conceden las instituciones crediticias a los industriales en pequeño, gracias a este auxilio, los empresarios que no calificaban para el crédito bancario ya pueden obtener financiamiento para ampliar sus instalaciones, incrementar su capital de trabajo o consolidar sus deudas de negocios.

F. EL CARACTER EXCLUSIVO DE LAS EMPRESAS NACIONALES

Es bien sabido que la mayoría de las empresas del país pertenecen a grupos cerrados de inversionistas, que sólo aceptan como socios a sus familiares y amigos íntimos, esta actitud retarda el crecimiento de la inversión privada, ya que impide la participación de aquellos inversionistas que no persiguen el control de las empresas, sino que solamente buscan el prestigio, la solidez y la solvencia de las empresas tradicionales.

Por ejemplo, de las 1.626 empresas domiciliadas en el país que pagaron renta en 1971, 523 (33%) eran sociedades anónimas, 845 (52%) sociedades colectivas y 249 (15%) sucesiones y fideicomisos, ésto significa que el 67% de esas empresas no han sido concebidas para aceptar el libre ingreso de los socios y consecuentemente, no promueven la democratización de las inversiones que mencionamos como una de las principales funciones del Mercado de Capitales. Si bien es cierto que en los últimos diez años las sociedades anónimas han aumentado con relación al total (representaban el 27% en 1962), su crecimiento ha sido a costa de las sucesiones y fideicomisos, es decir, que las sociedades colectivas han mantenido casi la misma proporción (51% en 1962), dicho de otro modo, no ha cambiado la tendencia de organizar las empresas con el aporte de unos pocos capitalistas, generalmente unidos entre sí por vínculos familiares o sociales. (Cuadro IV-4)

CUADRO IV - 4

IMPUESTO COMPUTADO SOBRE LA RENTA DE EMPRESAS

(Miles de Colones)

Años	Sociedades Anónimas		Sociedades Colectivas		Sucesiones y Fideicomisos	
	Contri- buyentes	Im- puesto	Contri- buyentes	Im- puesto	Contri- buyentes	Im- puesto
1962	226	3.924	421	1.869	180	82
1963	273	4.903	433	2.162	177	27
1964	284	5.539	505	2.946	189	33
1965	320	6.228	519	2.825	193	25
1966	316	5.709	598	2.739	209	41
1967	355	7.210	669	2.586	204	19
1968	378	6.521	698	2.034	251	88
1969	456	6.945	791	1.885	232	22
1970	491	7.731	830	1.996	269	27
1971	532	9.378	845	2.560	249	26

FUENTE: CONAPLAN. Indicadores Económicos y Sociales
Septiembre-Diciembre de 1971. Pág. 120

En lo que sí advertimos un mayor crecimiento de las sociedades anónimas es en los impuestos pagados, lo cual es un indicador de la mayor envergadura de sus operaciones y, aparentemente, de que se organizan cuando los patrimonios familiares no las pueden financiar. La verdad es que la mayoría de ellas son empresas cerradas, que se han organizado en esa forma para gozar del trato preferencial que nuestras leyes conceden a las sociedades anónimas.

En el Cuadro IV-5 se puede apreciar que de 817 sociedades anónimas registradas al 31 de diciembre de 1970, 621 (76%) pertenecían a 10 accionistas o menos, en tanto que sólo 17 (2%) tenían 100 accionistas o más.

CUADRO IV - 5

SOCIEDADES ANONIMAS POR GRUPOS DE SOCIOS

1970

Número de Socios	Sociedades Anónimas	
	Número	Porcentaje
De 5 accionistas	232	28.40
De 6 a 10 "	389	47.61
De 11 a 20 "	113	13.84
De 21 a 40 "	41	5.03
De 41 a 60 "	16	1.95
De 61 a 80 "	5	0.61
De 81 a 100 "	4	0.48
De 100 a más "	17	2.08
T O T A L E S	<u>817</u>	<u>100.00</u>

FUENTE: Superintendencia de Sociedades y Empresas Mercantiles.

El carácter exclusivo de las empresas nacionales constituye un fuerte obstáculo no sólo para el desarrollo del Mercado de Capitales, sino también para el Mercado de Valores, por otro lado, al restringir la colocación de acciones entre el público, se elimina la posibilidad de que las personas de medianos recursos contribuyan al financiamiento de las inversiones y, a la vez, que obtengan ingresos adicionales que les permitan mejorar su nivel de vida.

CAPITULO V

SITUACION ACTUAL DEL MERCADO DE CAPITALS

DE EL SALVADOR

A. LOS INSTRUMENTOS DEL MERCADO DE CAPITALS

Como hemos mencionado en el Capítulo II, los recursos del Mercado de Capitales circulan a través del Mercado de Valores, en forma de títulos que representan obligaciones de las instituciones emisoras (bonos del Sector Público y cédulas hipotecarias) o una parte proporcional de la propiedad de las mismas (acciones de empresas). Dado que en nuestro medio no existen muchos valores, hemos adoptado una clasificación sencilla de los mismos, agrupándolos en dos tipos de acuerdo a la clase de emisor: Valores del Sector Público y Valores del Sector Privado. A su vez, en el primer grupo distinguimos los emitidos en forma directa por el Gobierno Central, de los que otras instituciones oficiales emiten con garantía del Estado, entre los del segundo grupo, en cambio, la distinción se ha hecho entre las cédulas hipotecarias, las acciones de empresas, los títulos de capitalización y otros valores privados.

I. Valores del Sector Público

Los bonos del Sector Público constituyen obligaciones de la deuda oficial a largo plazo, que en su mayoría se han emitido en moneda nacional y son administrados por el Banco Central de Reserva que actúa como Agente Fiscal del Gobierno.

a) Bonos Emitidos por el Gobierno Central

El Gobierno Central ha emitido bonos para cubrir gastos extraordinarios causados por catástrofes naturales (Bonos del Valle de la Esperanza) o por conflictos bélicos (Bonos de Defensa y Bonos de la Dignidad Nacional), cancelar deudas (Bonos o Certificados de Tesorería y Bonos para Subsidio del IRA) y realizar programas de inversión pública (Bonos para Inversión Pública de 1970 y 1971, Bonos para el Plan de Mercados de San Salvador y Bonos Amortizables del Estado de 1972). Estos valores se han emitido a plazos que oscilan de 5 a 26 años, casi todos pagan un interés del 5% al 7.5% anual (1) y están garantizados con los ingresos del Gobierno Central. (Cuadro V - 1)

Con el objeto de hacer más atractivos los bonos, tanto el capital como los intereses están exentos de toda clase de impuestos actuales o

(1) Excepto los Bonos para Subsidio del IRA que sólo reconocen el 2% anual y fueron adquiridos en su totalidad por el Banco Central de Reserva.

CUADRO V - 1

EMISIONES DE BONOS DEL SECTOR PUBLICO

Al 31 de Diciembre de 1972

(Miles de Colones)

V A L O R E S		PLAZO (Años)	VENCIMIENTO	INTERESES %	EMISION TOTAL	AMORTIZACIONES	SALDO EN CIRCULACION	DISPONIBLE	
<u>EMITIDOS POR EL GOBIERNO CENTRAL</u>									
Bonos Valle La Esperanza Serie "A"	1955	21	Diciembre/76	5	1,030.0	1,030.0	-.-	-.-	
Bonos Valle La Esperanza Serie "B"	1955	26	Diciembre/81	5	7,130.0	5,910.0	1,220.0	-.-	
Bonos de Tesorería (Certificados)	1963	15	Junio/78	6	10,000.0	5,800.0	4,200.0	-.-	
Bonos de Defensa	1968	10	Julio/78	7	10,000.0	3,500.0	6,500.0	-.-	
Bonos de la Dignidad Nacional	1969	20	Agosto/89	5	30,000.0	-.-	25,807.6	4,192.4	
Bonos de Mercados de San Salvador	1969	10	Octubre/79	7	10,000.0	-.-	8,003.4	1,996.6	
Bonos para Inversión Pública	1970	15	Febrero/85	7	7,500.0	550.0	6,950.0	-.-	
Bonos Subsidio IRA	1970	10	Diciembre/80	2	7,300.0	-.-	7,300.0	-.-	
Bonos Plan de Inversiones	1971	5	Marzo/76	6	25,000.0	5,000.0	12,808.3	7,191.7	
Bonos Amortizables del Estado	1972	15	Junio/82	7.5	<u>23,000.0</u>	<u>-.-</u>	<u>-.-</u>	<u>23,000.0</u>	
TOTAL EMISIONES DIRECTAS					130,960.0	21,790.0	72,789.3	36,380.7	
<u>GARANTIZADOS POR EL GOBIERNO CENTRAL:</u>									
Bonos de la CEL	-	1950	25	Enero/75	5	13,100.0	10,728.6	2,371.4	-.-
Bonos de la CEL	-	1953	16.5	Julio/69	5	5,000.0	5,000.0	-.-	-.-
Bonos de la CEL	-	1955	4	Julio/60	5	3,000.0	3,000.0	-.-	-.-
Bonos de la CEL	-	1955	9	Julio/64	5	3,500.0	3,500.0	-.-	-.-
Bonos de la CEPA	-	1956	20	Marzo/76	6	18,750.0	11,683.3	7,066.7	-.-
Bonos de la CEPA	-	1960	20	Junio/80	6	12,500.0	-.-	12,500.0	-.-
Bonos de la CEPA	-	1964	10	Mayo/74	6	3,000.0	1,198.7	1,801.3	-.-
Bonos de la CEPA	-	1967	20	Junio/87	7	10,000.0	-.-	10,000.0	-.-
Bonos de la CEPA	-	1971	10	Diciembre/81	7	6,000.0	-.-	6,000.0	-.-
Bonos de la CEPA	-	1971	14	Diciembre/85	7.5	8,000.0	-.-	8,000.0	-.-
Bonos de la ANTEL	-	1963	10	Diciembre/73	6	7,500.0	3,640.9	1,266.3	2,592.8
Bonos del IVU	-	1968	10	Junio/78	6	5,000.0	376.2	61.4	4,562.4
Bonos del ICR, Serie "A"	-	1968	5	Junio/73	6	1,200.0	731.6	468.4	-.-
Bonos del ICR Serie "B"	-	1968	10	Junio/78	6	1,680.0	89.4	1,590.6	-.-
Bonos del ICR, Serie "C"	-	1968	15	Junio/83	6	3,120.0	70.0	2,930.0	120.0
Bonos del INSAFI	-	1967	3	Junio/70	7	2,000.0	2,000.0	-.-	-.-
Bonos del INSAFI	-	1971	10	Enero/81	7	<u>3,000.0</u>	<u>-.-</u>	<u>3,000.0</u>	<u>-.-</u>
TOTAL EMISIONES GARANTIZADAS					106,350.0	42,018.7	57,056.1	7,275.2	
TOTAL GENERAL					237,310.0	63,808.7	129,845.4	43,655.9	

por establecerse, ya sean fiscales o municipales, son aceptados como garantía (90% a 100% de su valor nominal) para el pago de derechos de aduana y consulares, para rendir fianza ante los organismos del Estado y para la cancelación de impuestos, tasas y contribuciones a favor del Estado o los municipios, además, son aceptables a su valor nominal en pago de impuestos sucesorales y de donaciones que deban cancelarse al Estado.

b) Bonos Garantizados por el Gobierno Central :

Algunas instituciones oficiales han emitido valores con el respaldo de sus propios recursos y la garantía del Gobierno Central. Estos valores han servido para financiar programas de desarrollo hidroeléctrico (Bonos CEL), construir o ampliar puertos marítimos (Bonos CEPA), ampliar y modernizar el sistema de telecomunicaciones (Bonos ANTEL), construcción de viviendas para familias de escasos recursos (Bonos IVU), parcelaciones rurales (Bonos ICR) y programas de desarrollo industrial (Bonos INSAFI).

Aparte de la garantía, estos bonos tienen las mismas características que los emitidos por el Gobierno Central, en el Cuadro V - 1 podemos apreciar que sólo dos emisiones se han hecho a menos de 5 años de plazo y casi todas las vigentes pagan del 6% al 7% de interés anual; además, en lo que respecta a los privilegios de tipo fiscal, los bonos de las instituciones autónomas reciben el mismo tratamiento que los del Gobierno Central.

A pesar de esas características, tanto los bonos de la deuda directa como de la garantizada no son atractivos para el público ni para las instituciones financieras privadas, como explicamos en el Capítulo IV, estos bonos carecen de un nivel de rentabilidad que sea sustancialmente más atractivo que los intereses de los depósitos bancarios y, especialmente, de un mecanismo que les proporcione un grado aceptable de liquidez que permita la recuperación pronta y segura de las inversiones que se hagan en ellos.

La falta de atractivos de los bonos oficiales se puede apreciar a través de las compras de los distintos sectores de la economía nacional. En el Cuadro V-2, presentamos la tenencia de dichos valores en el Banco Central de Reserva, el Fondo Regulador de Valores, los bancos privados, el Sector Público (Gobierno Central e Instituciones Autónomas) y el Sector Privado, las cifras indican que las nuevas emisiones han sido adquiridas en su mayor parte por el sistema bancario (principalmente el Banco Central de Reserva) y el Sector Público, en tanto que los sectores privados no muestran interés de invertir en ellos, para evitar confusiones, es bueno aclarar que las adquisiciones de los bancos ---

CUADRO V - 2TENENCIA DE BONOS OFICIALES (1)

(Miles de Colones)

años	Banco Central	Fondo Reg. de Valores	Bancos Comerciales	Sector Público	Sector Privado	Circulación Total
950	2	--	2.562	4.000	2.942	9.506
951	1.785	--	2.095	4.052	3.346	11.278
952	2.833	--	2.013	4.052	3.540	12.488
953	6.353	--	1.973	4.052	4.022	16.400
954	11.105	--	1.892	4.052	4.414	21.463
955	13.270	--	1.788	4.052	4.708	23.818
956	20.115	--	3.491	4.542	9.484	37.632
957	18.559	700	2.996	11.831	10.858	44.944
958	15.837	1.121	2.626	14.143	13.012	46.739
959	15.095	105	3.063	14.695	13.391	46.349
960	15.189	512	4.632	13.697	16.866	50.896
961	30.999	1.102	4.519	528	16.679	53.827
962	30.361	1.357	3.800	804	17.014	53.336
963	38.867	962	3.464	511	17.124	60.928
964	35.171	462	5.921	965	19.179	61.698
965	32.126	414	5.494	2.106	17.890	58.030
966	33.755	343	5.244	428	17.336	57.106
967	29.404	321	5.530	534	21.036	56.825
968	36.302	299	5.423	880	26.823	69.727
969	51.719	282	7.415	4.363	30.335	94.115
970	56.365	262	6.741	5.838	28.378	97.584
971	73.406	228	7.420	10.275	25.846	117.175

1) Incluye Bonos para equipo de la Fuerza Armada y Bonos de la Dignidad Nacional.

FUENTE: Banco Central de Reserva

comerciales están determinadas en gran parte por las recomendaciones del Banco Central de Reserva, es decir, que su tenencia no indica que sean apreciadas por dichas instituciones.

II. Valores del Sector Privado

La captación de recursos financieros mediante la colocación de títulos valores ha sido mayor en el sector privado que en el sector público, actividad en la que se han utilizado valores de renta fija (cédulas -

hipotecarias), de renta variable (acciones de empresas) e instrumentos de captación de ahorros que no pagan intereses ni dividendos (títulos de capitalización).

a) Cédulas Hipotecarias

Son emitidas en forma directa por las instituciones o bancos de crédito hipotecario, según la Ley de Instituciones de Crédito y Organizaciones Auxiliares (LICOA), estos títulos se pueden garantizar con la totalidad o una parte de los créditos hipotecarios a favor de la entidad emisora (cédulas de garantía general) o con un crédito específico (cédulas de garantía especial), en ambos casos para el cobro de sus respectivos créditos, los tenedores de cédulas tienen derecho preferente con relación a las demás obligaciones que pesen sobre los bienes que constituyen la garantía. (Arts. 127 y 128 LICOA)

En nuestro país todas las emisiones de cédulas han sido realizadas por el Banco Hipotecario de El Salvador, entidad que lanzó su primera emisión desde en diciembre de 1940 (¢400,000.00 al 5% de interés anual), desde esa época, hasta el presente, la circulación total de estos valores se ha incrementado progresivamente, hasta alcanzar -- ¢121.2 millones en diciembre de 1972.

De acuerdo con la Ley Constitutiva del Banco Hipotecario de El Salvador, las cédulas hipotecarias gozan de exención total de impuestos vigentes o por establecerse, son admisibles como garantía ante los organismos del Estado y su transferencia es fácil porque son emitidas al portador, además, están ampliamente garantizadas por los créditos hipotecarios y el Fondo de Garantía del Banco Hipotecario y, en última instancia, por la garantía ilimitada del Estado.

En la actualidad, las cédulas hipotecarias se emiten a 5 y 10 años de plazo y pagan un interés de 6% y 7%, anual, respectivamente, en ambos casos, los intereses son cobrables semestralmente con la sólo presentación de los cupones adheridos a las cédulas.

La otra característica importante de estos títulos es que los fondos captados con ellos son utilizados para conceder créditos a largo plazo para actividades productivas, es decir, orientadas a la promoción del desarrollo económico nacional.

A nuestro juicio, la deficiencia de las cédulas hipotecarias es su actual falta de liquidez, situación que según explicamos en el Capítulo IV no existía entre 1952 y 1962, gracias a que el Banco Central redescontaba los créditos que el sistema bancario concedía con garantía de esos títulos. Como podemos apreciar en el Cuadro V-3, gran parte del incremento de los últimos años se debe a las adquisiciones del sistema ---

CUADRO V - 3
TENENCIA DE CEDULAS HIPOTECARIAS
(Miles de Colones)

Años	Banco Central	Fondo Reg. de Valores	Bancos Comerciales	Sector Público	Otros	Circulación Total
1953	3.208	--	3.696	--	25.396	32.300
1954	2.128	--	3.091	--	24.788	30.007
1955	7.854	--	9.207	--	32.053	49.114
1956	7.056	--	9.449	--	43.834	60.339
1957	5.732	--	8.432	--	59.748	73.912
1958	5.128	2.261	8.939	--	61.575	77.903
1959	5.691	--	9.353	--	72.244	87.288
1960	5.540	3.142	9.847	739	77.881	97.149
1961	9.171	4.273	13.245	739	69.527	96.955
1962	9.297	6.011	14.022	739	67.897	97.966
1963	5.053	6.480	10.464	739	71.623	94.359
1964	5.053	6.385	10.918	739	70.050	93.145
1965	5.103	6.370	11.153	739	71.519	94.884
1966	4.318	5.994	9.912	739	73.001	93.964
1967	7.323	5.226	12.130	4.510	67.180	96.369
1968	11.518	5.276	5.477	4.325	78.331	104.927
1969	9.545	5.240	5.328	4.318	86.609	110.950
1970	12.490	5.261	3.964	9.678	84.042	115.435
1971	9.420	5.167	7.389	8.929	83.030	113.935

FUENTE: Banco Central de Reserva

bancario y del Sector Público, al respecto, es bueno aclarar que las compras de los bancos comerciales y de las instituciones oficiales han tenido su origen (al igual que las inversiones en bonos del Sector Público) en las recomendaciones que en ese sentido ha impartido el Banco Central de Reserva.

b) Acciones de Empresas

Las acciones de empresas son títulos valores que representan la propiedad de una parte alícuota del capital social de una empresa y de su patrimonio, además, las acciones conllevan la aceptación de derechos y deberes de los socios en lo que respecta a su participación en la administración de la sociedad.

A diferencia de los bonos del Sector Público y de las cédulas hipotecarias, las acciones son emitidas sin vencimiento fijo, dan derecho a una renta variable denominada "dividendo" que se determina de acuerdo a las utilidades que obtiene la sociedad en cada período (acciones ordinarias) y confieren a su propietario el derecho a votar en las juntas generales, en el caso de las acciones preferidas, en cambio, nuestra legislación señala un dividendo no menor del 6% anual sobre su valor nominal que se debe reservar antes de asignar el que corresponde a las acciones ordinarias, pero limita el derecho a voto de sus tenedores a las juntas extraordinarias (Art. 160 y 161 del Código de Comercio). Tanto las acciones ordinarias como las acciones preferidas, deberán emitirse con un valor nominal de diez colones o un múltiplo de esa cantidad y su emisor no podrá venderlas a un precio menor (Arts. 129 y 133 del Código de Comercio)

En nuestro país pueden funcionar dos clases de sociedades de capital (Art. 18 del Código de Comercio): sociedades anónimas y sociedades en comandita por acciones o sociedades comanditarias por acciones.

Las acciones de las sociedades anónimas serán siempre nominativas mientras no se hayan pagado totalmente, pero una vez cumplido este requisito, los tenedores podrán exigir que se les extiendan títulos al portador, siempre que la escritura social no lo prohíba (Art. 134 del Código de Comercio).

Las acciones de las sociedades en comandita son de dos clases, de acuerdo a la calidad de los accionistas. Los socios comanditados son los que están obligados a administrar la sociedad y responden ilimitada y solidariamente por las obligaciones de la empresa, las acciones suscritas en esta categoría no pueden transferirse sin el consentimiento unánime de los socios comanditados y de la mayoría absoluta de los comanditarios. Los socios comanditarios, en cambio, no son responsables de la administración de la sociedad y sólo responden por el valor de su participación; las acciones de éstos (y las que los socios comanditados adquieran de esta clase) si se pueden vender libremente en el mercado, es decir, sin pedir autorización al resto de los socios (Arts. 296 al 301 del Código de Comercio).

La captación de recursos financieros mediante la colocación de acciones se viene realizando en nuestro país desde hace mucho tiempo. La primera sociedad anónima (Compañía del Mercado de San Salvador, S.A.) se fundó en 1887 (1) y entre ese año y 1889 se organizaron otras cinco;

 (1) LIC. LETICIA ESCALANTE DE CAMPOS. La Sociedad Anónima en el Proceso de Desarrollo en El Salvador. Tesis de Graduación. Universidad de El Salvador. Facultad de Ciencias Económicas. San Salvador 1971. Edición Mimeografiada. Pág. 10.

entre 1916 y 1950 se fundó un promedio de una sociedad anónima anual, alcanzando un total de 38 sociedades al final del período, a partir de 1951, en cambio, la organización de empresas en forma de sociedades anónimas ha ido creciendo aceleradamente, alcanzando un total de 281 en 1960 (1). De acuerdo con los registros de la Superintendencia de Sociedades y Empresas Mercantiles, al 31 de diciembre de 1970, el número de sociedades anónimas había aumentado a 826 y su capital social ascendía a \$759.8 millones.

Como puede notarse fácilmente, las acciones que circulan en el mercado superan ampliamente a los valores de renta fija y a los títulos de capitalización (a la misma fecha ascendía a \$272.0 millones), sin embargo, son los valores de los que menos información se tiene por la forma que se colocan entre el público. Como señalamos en el Capítulo IV, uno de los obstáculos más grandes para el desarrollo del Mercado de Capitales, lo constituye el carácter cerrado de las empresas salvadoreñas, las cuales en su mayoría son sociedades colectivas, sucesiones y fideicomisos, además, de las sociedades anónimas existentes, el 90% tiene 20 accionistas o menos, es decir que en esencia son sociedades colectivas que se han organizado en forma de sociedades anónimas para gozar de los privilegios que la ley concede a estas empresas, principalmente en cuanto a la responsabilidad frente a terceros. Según el Código de Comercio vigente (Art. 74) los miembros de una sociedad colectiva responden solidaria e ilimitadamente (es decir, con todos sus bienes) por los compromisos que la empresa adquiere a favor de terceros, en tanto que en las sociedades anónimas, la responsabilidad del socio se reduce al valor de las acciones que le pertenecen (Art. 127).

Además de entorpecer el desarrollo del Mercado de Capitales, el carácter cerrado de las empresas no permite conocer la liquidez ni la rentabilidad de las acciones, datos que las empresas tendrían que publicar en caso de que las ofrecieran en forma abierta. Sin embargo, y a pesar de la poca información disponible, podemos formarnos una idea de la demanda que tienen las acciones:

1) En primer lugar, las inversiones totales en sociedades anónimas, aunque pertenezcan a grupos cerrados, representan la demanda efectiva que han tenido las acciones en cada año y es un indicador del volumen de operaciones que puede alcanzar el Mercado de Valores. Como podemos observar en el Cuadro V-4, el capital en las sociedades anónimas pasó de \$291.1 millones en 1962 a \$759.8 millones en 1970, o sea un incremento total de \$468,7 millones y un crecimiento promedio anual de \$58.6 millones.

(1) Ibid. Pág. 53

CUADRO V - 4NUMERO DE SOCIEDADES ANONIMAS Y VALOR DEL CAPITAL SOCIAL

(Miles de Colones)

Años	Sociedades Anónimas		Capital Social	
	Incremento Anual	Total Acumulado	Incremento Anual	Total Acumulado
1962	75	411	n. d.	291.069
1963	24	435	32.886	323.955
1964	64	499	89.667	413.622
1965	45	544	55.130	468.752
1966	50	594	38.876	507.628
1967	48	642	32.208	539.836
1968	68	710	107.236	647.072
1969	69	779	48.277	695.349
1970	47	826	64.460	759.809

FUENTE Superintendencia de Sociedades y Empresas Mercantiles

2) En segundo lugar, cuando algunas empresas han promovido en forma abierta la suscripción de acciones, el público ha respondido positivamente; por ejemplo, el Banco Cuscatlán recién fundado con un capital social de cuatro millones de colones, colocó todas sus acciones entre unos 400 socios y, lo que es más significativo, se calcula que bien pudo promover otros dos millones, es decir, que la demanda superó ampliamente a la oferta de acciones. Cuando analicemos las funciones de la Financiera de Desarrollo e Inversión, S. A. y de la Bolsa de Valores, S. A., veremos que este no es un caso aislado, sino que más bien es la confirmación de que la deficiencia fundamental del Mercado de Valores es la reducida oferta de valores que sean atractivos para el público.

c) Títulos o Pólizas de Capitalización

Son contratos de ahorro mediante los cuales el suscriptor se compromete a entregar determinadas cantidades de dinero, únicas o periódicas a la institución de capitalización, a su vez, dicha entidad contrae la obligación de regresar al ahorrante un capital determinado cuando se cumpla el plazo acordado o cuando resulte favorecido en los sorteos que opcionalmente hayan convenido. Según la Ley de Instituciones de Crédito y Organizaciones Auxiliares, los fondos así recaudados deberán colocarse principalmente en operaciones de crédito a mediano y largo plazo y a favor de las instituciones de capitalización (Art. 87 LICOA).

Los títulos de capitalización se extienden en documentos nominativos que pueden negociarse mediante endoso, su duración máxima es de diez años y pueden participar hasta en doce sorteos anuales. En caso de salir favorecido en un sorteo, el suscriptor adquiere el derecho a recibir inmediatamente el valor de capitalización y, opcionalmente a retirar las reservas matemáticas a que tenga derecho, seguir ahorrando hasta cumplir el plazo pactado o hasta la fecha en que desee liquidarlo. (Arts. 88-91 LICOA)

En cualquier tiempo, el titular puede dar por terminado el contrato y recibir el valor de rescate que le corresponda, el cual no podrá ser inferior al 95% de las reservas matemáticas que haya acumulado el título, en caso de mora, la institución de capitalización debe dar un plazo no menor de 90 días para rehabilitar la póliza, para lo cual debe bastar el pago de las primas atrasadas. Además, el suscriptor tiene derecho a obtener préstamos sobre sus ahorros, los cuales no podrán negarse mientras el monto solicitado no exceda del 90% del valor de rescate del título; en caso de mora y siempre que el contrato tenga valor de rescate disponible, gozará de préstamo automático para pagar las primas, salvo que el ahorrante manifieste el deseo de cancelar la póliza.

La emisión y colocación de los títulos de capitalización se registrará por un plan financiero que debe presentarse previamente al Banco Central para que le dé su aprobación, en este plan se especificará para cada tipo de contrato la prima comercial, la forma de obtener la prima neta los gastos de adquisición, el interés con que se capitalizarán las primas netas, la prima de sorteo y las opciones de rescate y conversión que se ofrecerán al suscriptor (Art. 95 LICOA)

Como mencionamos arriba, el valor de rescate no puede ser menor del 95% de las reservas matemáticas acumuladas por el título, es decir, que depende del valor de las primas pagadas. En la práctica, cada emisión debe ser aprobada previamente por la Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras e incluye en una de las cláusulas del contrato los valores de rescate para cada mes de vigencia del mismo.

En el Cuadro V-5 podemos observar que en los meses iniciales no se constituyen reservas matemáticas o éstas son muy bajas, pero después aumentan hasta alcanzar el valor del contrato en la fecha de vencimiento, esto se explica porque la compañía de capitalización utiliza las primeras cuotas para cubrir los gastos de venta de los títulos (comisiones de venta y supervisión, papelería, propaganda, etc.). Otro aspecto importante que se puede comprobar en el mismo cuadro son los dividendos insignificantes que se entregan al finalizar el contrato, los cuales son de \$4.00 para los planes de 5 a 10 años y de \$2.80 en los de 3 años.

CUADRO V - 5

TITULOS DE CAPITALIZACION

(Valores en Colones)

	PLAN DE 10 AÑOS (1)			PLAN DE 5 AÑOS (2)			PLAN DE 3 AÑOS (3)		
	Valor Primas Pagadas	Reservas Matemáticas	Valor de Rescate	Valor Primas Pagadas	Reservas Matemáticas	Valor de Rescate	Valor Primas Pagadas	Reservas Matemáticas	Valor de Rescate
1	8.30	--	--	16.60	--	--	27.70	--	--
2	16.60	--	--	32.20	3.35	3.18	55.40	26.20	24.89
3	24.90	--	--	49.80	18.62	17.71	83.10	52.96	50.42
4	33.20	--	--	66.40	33.95	32.32	110.80	79.83	76.16
5	41.50	3.64	3.46	83.00	49.35	47.03	138.50	106.81	102.11
6	49.80	10.45	9.93	99.60	64.79	61.81	166.20	133.90	128.28
12	99.60	51.88	49.47	199.20	158.87	152.52	332.40	298.77	289.81
24	199.20	137.87	132.29	398.40	354.02	344.11	664.80	640.84	636.99
36	298.00	228.16	220.29	597.60	558.92	549.98	997.20	1.000.00	1.000.00
48	398.40	322.96	313.76	796.80	774.08	770.98			
60	498.00	422.49	412.98	996.00	1.000.00	1.000.00			
72	597.60	527.00	518.30						
84	697.20	636.75	630.06						
96	796.80	751.98	748.60						
108	896.40	872.96	872.96						
120	996.00	1.000.00	1.000.00						

(1) Prima mensual ₡ 8.30

(2) Prima mensual ₡ 16.60

(3) Prima mensual ₡ 27.70

FUENTE: Banco Capitalizador

De acuerdo con las explicaciones que nos dieron los funcionarios que entrevistamos al respecto, es muy poco lo que se puede hacer para mejorar esta situación, ya que según sus cálculos el costo total del dinero para las instituciones de capitalización (ventas, cobranzas y administración) representa alrededor del 9% del valor de las primas y de acuerdo con este dato, agregan, no les es posible otorgar créditos a suscriptores a menos del 8% anual, ni pagarles dividendos más elevados. (1)

A pesar de las limitaciones y problemas que hemos mencionado, el valor nominal de las pólizas de capitalización en circulación han mantenido un promedio de ₡40.8 millones en los últimos tres años, cantidad que equivale a la mitad del valor de las cédulas hipotecarias que circulan entre particulares y supera las tenencias de bonos oficiales en el sector privado. (Cuadro V-6)

CUADRO V - 6

CIRCULACION DE POLIZAS DE AHORRO

(Montos en Miles de Colones)

Años	Total		Capitalización		Capitalización con Seguro de Vida	
	Número	Monto	Número	Monto	Número	Monto
1964	23.968	47.042	20.020	34.397	3.948	12.646
1965	23.871	44.787	20.656	34.241	3.215	10.546
1966	24.972	44.888	22.370	36.640	2.602	8.248
1967	26.484	46.589	24.402	39.974	2.082	6.615
1968	25.700	45.865	24.036	40.329	1.664	5.536
1969	25.449	40.995	24.463	39.384	986	1.611
1970	23.927	41.323	23.228	40.204	699	1.119
1971	23.015	40.861	22.571	40.219	444	642

FUENTE Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras
Boletín Estadístico Anual.

A nuestro juicio, los títulos de capitalización son atractivos para las personas de pequeños y medianos recursos por las razones siguientes

-
- (1) Estas consideraciones deben tomarse con las reservas del caso ya que no fue posible comprobarlas en la Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras.

1. Representan una forma de ahorro autoimpuesta, ya que el suscriptor incluye el pago de la prima entre sus gastos habituales, es decir que la considera como una deuda; por sencilla que parezca esta característica, es la que estimula a las personas que no pueden ahorrar en otra forma por la escasez de sus recursos o por falta de hábitos de ahorro.
2. La captación de los ahorros mediante el pago de cuotas mensuales que son cobradas al suscriptor del título en la dirección que él señale, representa una facilidad que no ofrecen los bonos ni las acciones, en el caso de los primeros, por ejemplo, se emiten con valores de ₡ 100.00 en adelante y deben cancelarse de una vez.
3. La seguridad de obtener en caso de necesidad el valor de rescate o un préstamo sobre los ahorros, da a los títulos de capitalización una liquidez que no tienen los bonos oficiales ni las cédulas hipotecarias, condición que satisface el motivo previsión de las personas que los adquieren.
4. Los vendedores y cobradores de títulos realizan una gran labor de promoción, pues buscan a los posibles suscriptores aún en las áreas rurales y los abordan en forma personal, la efectividad de esta labor, a su vez, está determinada por los incentivos económicos que para ellos representa, ya que son remunerados a base de comisiones.

d) Otros Valores del Sector Privado

Además de los valores del sector privado que hemos analizado en este apartado, hay otros que estando contemplados en el Código de Comercio y/o en la Ley de Instituciones de Crédito y Organizaciones Auxiliares, no han sido utilizados todavía, como son los bonos de sociedades de capital o de entidades con personería jurídica, los bonos convertibles en acciones y algunas obligaciones del sistema bancario.

1. Bonos de la Deuda Privada

De acuerdo con el Código de Comercio (Art. 678), las entidades que pueden emitir bonos son las siguientes

- i) El Estado y los municipios,
- ii) Las Instituciones Oficiales Autónomas
- iii) Las sociedades de economía mixta y las instituciones de interés público,
- iv) Las sociedades de capitales, y
- v) Las asociaciones, corporaciones o fundaciones que tengan personería jurídica

Al principio de este capítulo señalamos las características de las emisiones que han hecho el Estado y algunas instituciones oficiales --

autónomas, las cuales (al igual que las posibles emisiones municipales) son reguladas por leyes especiales, pero las comprendidas en los numerales del III) al V) se deberán emitir de acuerdo a las normas contempladas en el Código de Comercio (Arts. 680-701) (1)

Los bonos de la empresa privada pueden ser nominativos, a la orden o al portador, cada emisión se puede dividir en varias series, pero no se emitirán nuevas mientras no se hayan pagado las anteriores. Además, el valor de la emisión no puede ser mayor que el capital contable de la entidad emisora (con deducción de las utilidades distribuíbles) salvo que sirva para adquirir o construir bienes que sean gravados como parte de la garantía de la emisión. (Arts. 680 y 683, Cod. Com.)

Cada tipo de bonos debe ser aprobado por la oficina que ejerza la vigilancia del Estado. Llenado ese requisito, la emisión será autorizada en escritura pública que será inscrita en el Registro de Comercio y en el Registro de la Propiedad Raíz e Hipotecas, en caso que la garantía sea una hipoteca o un derecho real inscribible en este último. (Art. 684, Cód. Com.)

Para velar por sus intereses, los tenedores de bonos deberán nombrar un representante común propietario y un suplente. Además, podrán realizar juntas generales ordinarias y extraordinarias, que se regirán por normas similares a las de accionistas, en dichas reuniones, cada tenedor tendrá derecho a emitir un voto por cada bono que posea. (Arts. 685 y 692, Cód. Com.)

2. Bonos convertibles en Acciones.

Además de las emisiones de bonos que estudiamos en el numeral anterior, los cuales constituyen para los emisores una forma de obtener préstamos de la comunidad, el Código de Comercio ha previsto en el Art. 700 la posibilidad de que los tenedores de bonos se conviertan en accionistas de la entidad emisora, es decir, que de acreedores de la misma pasen a la condición de propietarios.

Las emisiones de este tipo deben llenar los requisitos legales para el aumento de capital y para la emisión de bonos, ya que al cumplirse el plazo respectivo, los bonos se convertirán en acciones y, consecuentemente, aumentará en forma automática el capital de la sociedad emisora.

(1) Cuando alguna ley especial referente a las sociedades de economía mixta establezca disposiciones diferentes a las del Código de Comercio, serán aplicadas con preferencia a las contenidas en éste.

3. Obligaciones del Sistema Bancario

En lo que se refiere a las instituciones de crédito, las leyes contemplan la posibilidad de que emitan bonos bancarios, certificados fiduciarios de participación y títulos o pólizas de ahorro y préstamo.

1) Bonos Bancarios

El Código de Comercio (Art. 1229) señala que los bancos pueden emitir bonos con garantía de una hipoteca que se constituye directamente en favor de los tenedores de dichos títulos y que es otorgada por la persona a quien el banco acredita el importe de la emisión, es decir, que la intermediación del banco permite que el hipotecante obtenga un financiamiento que difícilmente le otorgaría el público en forma directa.

Además de los bonos bancarios hipotecarios, el Código de Comercio considera la posibilidad de que los bancos emitan bonos generales, comerciales y otros de garantía especial, pero deja su regulación a las leyes especiales sobre la materia.

Sobre estos últimos, la Ley de Instituciones de Crédito y Organizaciones Auxiliares establece que dichos bonos podrán ser emitidos por los bancos o instituciones financieras de empresas (Art. 142)

Los bonos financieros de garantía general o bonos generales son los que están garantizados con la totalidad o una parte de los préstamos prendarios o hipotecarios a favor de la entidad emisora, exceptuando los que constituyan garantía especial de otros bonos. Los bonos de garantía especial son los que están respaldados por los créditos prendarios o hipotecarios a favor del emisor y por créditos o bienes (muebles e inmuebles) propiedad de otra persona, natural o jurídica, que constituye la garantía a favor de los tenedores de los bonos, cuando éstos están garantizados con prenda de letras de cambio, pagarés u otros documentos descontables al comercio se llaman bonos comerciales (Arts. 143-144 - LICOA)

Con los fondos así recaudados, las instituciones financieras podrán conceder créditos a mediano (5 años) y largo plazo (20 años), destinados a financiar o refinanciar actividades relacionadas con la producción de bienes y servicios, la adquisición de bienes duraderos y la realización de inversiones útiles (Arts. 138 y 150 LICOA)

11) Certificados Fiduciarios de Participación

De acuerdo con la Ley de Instituciones de Crédito y Organizaciones Auxiliares (Art. 152), los bancos o instituciones fiduciarias son las que

reciben bienes en fideicomiso para administrarlos en favor del fideicomisario, de acuerdo a las instrucciones impartidas por el fideicomitente en el instrumento de constitución del fideicomiso. Además, dichas instituciones podrán custodiar y administrar bienes del público y actuar como mandatarias, comisionistas o gestoras en asuntos de carácter económico y financiero.

Los certificados fiduciarios son títulos valores que las instituciones fiduciarias pueden emitir y colocar con garantía de los bienes y derechos que tengan en fideicomiso, incluyendo toda clase de empresas consideradas como unidades económicas. Estos títulos, que no pueden tener un plazo mayor de veinticinco años, representan el derecho del tenedor a una parte alícuota de los rendimientos del dominio y del producto de la venta de los bienes o derechos fideicomitados (Art. 885 Cód. Com.)

Según el Código de Comercio, los certificados fiduciarios de participación se emitirán en forma similar a los bonos del sector privado (Arts. 884 y 898) y deberán registrarse en el Registro de Comercio y en el Registro de la Propiedad Raíz e Hipotecas, de acuerdo a la clase de garantía sobre la que se emitan. El monto nominal de la emisión será fijado por la Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras, de acuerdo al valor comercial de los bienes fideicomitados.

111) Títulos de Ahorro y Préstamo

Según la Ley de Instituciones de Crédito y Organizaciones Auxiliares (Arts. 108-109), estos títulos son contratos emitidos por las instituciones de ahorro y préstamo para captar recursos mediante su colocación entre el público. En dichos documentos se estipula que el suscriptor hará entregas de dinero, únicas o periódicas, a la institución emisora, la cual, a su vez, queda obligada a constituir un capital mínimo en favor del ahorrante y a concederle, de acuerdo con las condiciones del contrato, un préstamo por una suma y para un destino determinado, cuando venza el plazo del título o cuando el ahorrante resulte favorecido en los sorteos que opcionalmente se hayan pactado.

La misma ley establece que los títulos de ahorro y préstamo son documentos nominativos y se pueden negociar mediante endoso, que su duración máxima será de veinte años y podrán participar hasta en doce sorteos anuales. (Arts. 88, 109, 110 LICOA).

Durante el período de constitución, el suscriptor del título podrá exigir el valor del rescate, el cual será equivalente al 90% de las reservas matemáticas acumuladas, igualmente, tendrá derecho a obtener préstamos hasta por el 90% del valor de rescate y, en caso de mora, siempre que el contrato tenga valor de rescate disponible, gozará de

préstamo automático para cancelar las primas adeudadas, salvo que manifieste su determinación de cancelar la póliza (Arts. 92, 94, 112 y 114 LICOA)

Con los recursos así recaudados, las instituciones de ahorro y préstamo concederán créditos con garantía hipotecaria hasta un plazo de veinte años, los cuales podrán ser amortizados con cuotas mensuales fijas, que comprendan capital e intereses, para adquisición, construcción o ampliación de viviendas o edificios de apartamentos sujetos al régimen de propiedad horizontal. Cuando el crédito sea otorgado para la construcción de grupos de viviendas unifamiliares o multifamiliares, el plazo no podrá exceder de tres años y deberá amortizarse a medida que se vendan o financien las unidades correspondientes; el monto de estos créditos, sin embargo, no podrá ser mayor que el 20% del pasivo exigible de la institución prestataria. (Art. 125 LICOA)

B. LAS INSTITUCIONES DEL MERCADO DE CAPITALES

En el Capítulo IV mencionamos que uno de los problemas que dificultan el desarrollo del Mercado de Capitales es la falta de instituciones adecuadas. Como veremos en este apartado, la mayoría de las entidades que operan en este campo, lo hacen como una parte de sus actividades o no desempeñan todas las funciones previstas en las leyes que regulan sus operaciones; así tenemos, por ejemplo, que los bancos comerciales realizan algunas operaciones a largo plazo, que el Banco Central dispone del Fondo Regulador de Valores pero no lo utiliza en forma adecuada, que las instituciones oficiales de crédito no aceptan depósitos del público, etc.

En consonancia con el incipiente grado de desarrollo financiero de la economía salvadoreña, las instituciones que participan en el Mercado de Capitales realizan sus operaciones sin una verdadera especialización, razón por la que resulta difícil elaborar una clasificación adecuada de dichas entidades. A pesar que algunas instituciones podrían pertenecer a uno u otro grupo, las hemos clasificado en la forma siguiente: I) Banco Central de Reserva, II) Bancos Comerciales e Hipotecario; III) Instituciones del Sector Público; y, IV) Instituciones del Sector Privado.

I) El Banco Central de Reserva

De acuerdo con su Ley Orgánica (Art. 5), el Banco Central de Reserva es el encargado de crear las condiciones monetarias, cambiarias y crediticias que favorezcan el desarrollo de la economía nacional y de mantener la estabilidad interna y externa de la moneda; además, debe coordinar su política monetaria con la política económica del Estado.

A pesar de que el Banco Central no ha formulado ningún programa formal de promoción del Mercado de Capitales, le podemos señalar algunas actividades y funciones que han estado orientadas hacia ese fin:

a) Mantenimiento de la Estabilidad Monetaria

Uno de los pre-requisitos más importantes para el desarrollo del Mercado Financiero en general y del Mercado de Capitales en particular, es la existencia de un mínimo de estabilidad que permita realizar operaciones de crédito e inversiones a largo plazo, sin el temor de sufrir pérdidas por causa de un proceso inflacionario o de una devaluación monetaria. En este aspecto, los resultados que ha obtenido el Banco Central no pueden ser mejores, y a nuestro juicio, constituyen su mejor contribución para el desarrollo del sistema financiero en general.

b) Control del Crédito Bancario

El Banco Central está facultado para establecer controles cuantitativos y cualitativos sobre el crédito que las instituciones financieras pueden otorgar al público, como son los porcentajes para los créditos Clase "A" y Clase "B", los topes de cartera para la totalidad o para determinadas clases de préstamos, los tipos de redescuento que aplica a los bancos privados y los tipos máximos de interés que éstos pueden cobrar a sus clientes.

El Banco Central concede créditos a los bancos privados y a otras entidades que promueven en forma directa la producción, elaboración o distribución de productos básicos que a juicio de la Junta Directiva merecen esa concesión, estos préstamos se conceden con la finalidad de regular el volumen, el costo y el destino del crédito que los bancos proporcionan al público, así como para proporcionar liquidez a dichas instituciones en los períodos en que se incrementa la demanda de recursos financieros. Para mantener el control del medio circulante, el Banco Central restringe el crédito en los períodos de inflación y lo facilita en las épocas en que se contrae la producción.

De acuerdo con su Ley Orgánica (Arts. 74 y 76), el plazo de los descuentos, redescuentos y adelantos que el Banco Central concede a las entidades de utilidad pública, a los bancos privados y a otras instituciones financieras, con sus propios recursos, no puede exceder de un año, pero los que otorga con recursos del exterior pueden tener un plazo mayor, de acuerdo a las condiciones en que los haya obtenido el Banco Central.

Para salvar esa limitación, la Asamblea Legislativa creó el 3 de noviembre de 1966 el Fondo de Desarrollo Económico, como una línea

especial de crédito a mediano y largo plazo, dentro del patrimonio y bajo la administración del Banco Central de Reserva. Según su Ley de Creación, los recursos del Fondo de Desarrollo Económico servirán para financiar la preparación y ejecución de proyectos de empresas privadas y de economía mixta, que estén destinados a iniciar, ampliar o tecnificar actividades productivas de la agricultura, ganadería, pesca y caza marítimas, industrias manufactureras, turismo, mercadeo de productos, servicios de salud y educación, etc.

El Banco Central financia las operaciones mencionadas en el párrafo anterior a través del sistema bancario, del Instituto Salvadoreño de Fomento Industrial, la Administración de Bienestar Campesino, la Federación de Cajas de Crédito y la Financiera de Desarrollo e Inversión, de acuerdo con el siguiente trámite:

1. La institución intermediaria recibe las solicitudes con toda la información necesaria y las presenta al Departamento de Crédito del Banco Central para que las apruebe o rechace.
2. En caso de ser aprobada la solicitud, la institución intermediaria formalizará los contratos de préstamo con el Banco Central y con sus clientes.
3. Por cada retiro, el prestatario presentará las facturas correspondientes y aceptará una letra a favor de la institución intermediaria, la que servirá a su vez para que ésta reciba los fondos del Banco Central.

Las líneas de crédito con recursos del exterior y del Fondo de Desarrollo Económico, constituyen las fuentes primarias que alimentan la mayoría de las operaciones a largo plazo que realizan los bancos privados y las instituciones financieras no bancarias. En el Cuadro V-7 hemos agrupado el crédito del Banco Central en tres clases, de acuerdo al origen de los fondos, los créditos con cargo al Fondo de Desarrollo Económico se otorgan en la forma que explicamos en el párrafo anterior, por último, los préstamos con recursos del exterior se proporcionan a las instituciones intermediarias de acuerdo a los topes de endeudamiento externo que les haya señalado previamente el Banco Central. Las cifras muestran que el financiamiento a largo plazo para fines de inversión ha aumentado en los últimos cinco años, principalmente a raíz de la creación del Fondo de Desarrollo Económico, tanto en términos absolutos como en proporción al total del crédito.

c) Promoción del Mercado de Valores

La participación del Banco Central en la promoción del Mercado de Valores se inició el 30 de mayo de 1946, fecha en la cual suscribió con el Gobierno Central un contrato en virtud del cual se designó al Banco como Agente Fiscal a cargo de la administración de la deuda bonificada del

CUADRO V - 7CREDITO DEL BANCO CENTRAL DE RESERVASALDOS AL 31 DE DICIEMBRE

(Miles de Colones)

	Recursos Propios	Fondo Desarr. Económ.	Recursos Externos	TOTAL
<u>1967</u>	<u>136.096</u>	<u>1.190</u>	<u>31.130</u>	<u>168.416</u>
Bancos Com. e Hipotecario	90.308	718	5.588	96.614
Otras Inst. Financ. Privadas	21.518	10	4.924	26.452
Inst. Oficiales Autónomas	17.618	462	20.618	38.698
Gobierno Central	6.652	-.-	-.-	6.652
<u>1969</u>	<u>171.809</u>	<u>12.159</u>	<u>32.968</u>	<u>216.936</u>
Bancos Com. e Hipotecario	98.713	8.476	4.346	111.535
Otras Inst. Financ. Privadas	22.937	1.417	4.527	28.881
Inst. Oficiales Autónomas	29.882	2.266	19.095	51.243
Gobierno Central	20.277	-.-	5.000	25.277
<u>1971</u>	<u>201.794</u>	<u>28.722</u>	<u>30.587</u>	<u>561.103</u>
Bancos Com. e Hipotecario	112.341	15.734	2.320	130.395
Otras Inst. Financ. Privadas	49.935	8.974	5.992	64.901
Inst. Oficiales Autónomas	29.518	4.014	17.275	50.807
Gobierno Central	10.000	-.-	5.000	15.000
<u>1972</u>	<u>221.293</u>	<u>42.377</u>	<u>32.851</u>	<u>296.521</u>
Bancos Com. e Hipotecario	112.231	20.139	2.255	134.625
Otras Inst. Financ. Privadas	54.589	15.753	7.070	77.412
Inst. Oficiales Autónomas	36.850	6.485	18.526	61.861
Gobierno Central	17.623	-.-	5.000	22.623

FUENTE. Banco Central de Reserva
Revista Mensual

Sector Público, desde entonces, hasta la fecha, el Banco Central realiza los pagos de intereses, los sorteos y las amortizaciones de todas las emisiones de bonos oficiales que detallamos en el Cuadro V - 1.

Entre 1953 y 1962, el Banco Central redescontaba los créditos que los bancos privados concedían con garantía de bonos oficiales y cédulas hipotecarias. Como vimos en el Capítulo anterior, éso constituía un fuerte estímulo para la colocación de dichos títulos, especialmente para las

cédulas hipotecarias, pues les proporcionaba cierto grado de liquidez que no tienen en la actualidad. (Cuadro IV - 3)

La Ley Orgánica del Banco Central (Arts. 78 y 79) señala que esa institución puede comprar, recibir en garantía, conservar en cartera y vender letras de tesorería emitidas por el Gobierno Central, cuyo vencimiento no exceda de un año, y títulos de renta fija emitidos o garantizados por el Estado. Adicionalmente, el Banco puede emitir, comprar y vender sus propios valores y obligaciones, de acuerdo a las necesidades del mercado monetario. Es dentro de este campo que el Banco ha participado con mayor intensidad, ya que es el principal comprador de los bonos del Sector Público y, además, ha adquirido importantes cantidades de cédulas hipotecarias en las épocas en que éstas no han sido demandadas por otros sectores (Cuadros V - 2 y V - 3). Sin embargo, esto no significa que haya logrado darle vida al mercado de valores oficiales; al contrario, como hemos señalado anteriormente, sus adquisiciones de esos valores reflejan la debilidad del mismo, ya que no se han hecho con fines de inversión sino que como una forma de concederle crédito a las instituciones emisoras, es decir, de compensar la poca demanda que tienen sus respectivas emisiones de bonos.

Otra forma que el Banco Central ha utilizado para promover la colocación de los bonos públicos y las cédulas hipotecarias, ha sido recomendar su adquisición a las instituciones financieras que operan en el país, principalmente a los bancos comerciales y a las compañías de seguros y capitalización.

Independientemente de los valores que puede adquirir como parte de su cartera de inversiones, el Banco Central dispone del Fondo Regulador de Valores para estimular la adquisición de esos títulos por el sector privado. Según el Art. 80 de la Ley Orgánica, el Fondo Regulador puede adquirir y vender en el mercado los títulos y obligaciones emitidos o garantizados por el Gobierno Central, con el objeto de mantenerles el precio y, a la vez, de proporcionarles liquidez. Desgraciadamente, no se le ha dado importancia a estas operaciones, que, a nuestro juicio, en algo pueden contribuir al desarrollo del Mercado de Valores; como podemos observar en el Cuadro V-8, en los últimos años no se han utilizado todos los recursos; es más, la mayoría de los movimientos en su tenencia de valores se ha originado en las amortizaciones, sorteos y vencimientos de los mismos, es decir, que prácticamente ha permanecido inactivo.

II. Bancos Comerciales e Hipotecario

En armonía con el grado de desarrollo financiero de la economía, las instituciones bancarias que operan en el país representan el principal sector de la estructura financiera. A través de ellos se capta la mayoría de los ahorros institucionales, recursos que después se canalizan en forma de créditos e inversiones.

CUADRO V - 8FONDO REGULADOR DE VALORES DEL BANCO CENTRALINVERSIONES, DISPONIBILIDAD Y PATRIMONIO

(Millones de Colones)

Años	Cédulas Hipotecarias	Bonos de Inst. Oficiales	Bonos del Gobierno	Total Inver siones	Patrimo nio	Disponi bilidad
1953	0.1			0.1	0.1	-.-
1954	0.2			0.2	0.4	0.2
1955	0.6			0.6	0.6	-.-
1956	0.6			0.6	1.1	0.5
1957	1.5		0.7	2.2	2.2	-.-
1958	2.4	0.3	0.8	3.5	3.5	-.-
1959	1.2	0.1	-.-	1.3	4.3	3.0
1960	3.2	0.5	-.-	3.7	4.8	1.1
1961	4.3	1.1	-.-	5.4	5.5	0.1
1962	6.0	1.3	-.-	7.3	7.3	-.-
1963	6.5	1.0	-.-	7.5	10.7	3.2
1964	6.2	0.4	-.-	6.6	12.0	5.4
1965	6.1	0.4	-.-	6.5	13.7	7.2
1966	5.7	0.4	-.-	6.1	8.8	2.7
1967	5.0	0.4	-.-	5.4	9.2	3.8
1968	5.0	0.3	-.-	5.3	9.7	4.4
1969	5.0	0.3	-.-	5.3	11.0	5.7
1970	5.0	0.3	-.-	5.3	11.1	5.8
1971	5.0	0.2	-.-	5.2	11.8	6.7

FUENTE. Banco Central de Reserva

a) Operaciones Pasivas

La fuente principal de fondos a corto plazo de los bancos comerciales e Hipotecario son los depósitos a la vista, de ahorro y a plazo del sector privado, así como las recaudaciones a favor del sector público, además, reciben créditos del Banco Central de Reserva en forma de descuentos, redescuentos y adelantos con garantía.

Los fondos a largo plazo los obtienen de las líneas de crédito especiales del Banco Central, como son el Fondo de Desarrollo Económico y los créditos con recursos del exterior. Excepto el Banco Hipotecario,

los bancos no emiten valores a largo plazo, como hemos visto anteriormente, las Cédulas Hipotecarias de esa institución representan una fuente importante de captación de recursos de inversión.

La cuantía de la captación de depósitos se puede apreciar en el Cuadro V - 9, la circulación de las Cédulas Hipotecarias en el Cuadro V-3 y la composición del crédito del Banco Central en el Cuadro V-7.

CUADRO V - 9

DEPOSITOS DE LOS BANCOS COMERCIALES E HIPOTECARIO

SALDOS A FIN DE AÑO

(Millones de Colones)

	1961	1963	1965	1967	1969	1970	1971
Del Sector Privado	<u>184.5</u>	<u>264.2</u>	<u>325.8</u>	<u>365.0</u>	<u>425.9</u>	<u>457.1</u>	<u>509.9</u>
1. A la Vista	84.2	110.1	121.5	128.7	152.2	156.9	167.1
2. De Ahorro	39.0	64.4	88.5	104.3	123.4	141.3	156.4
3. A Plazo Fijo	47.2	85.4	113.7	130.1	148.8	157.7	185.8
4. En Divisas	14.1	4.3	2.1	1.9	1.6	1.2	0.6
<u>Recaudaciones a favor del Sector Público</u>	<u>0.4</u>	<u>1.1</u>	<u>7.0</u>	<u>3.2</u>	<u>7.1</u>	<u>8.9</u>	<u>11.9</u>
TOTAL	<u><u>184.9</u></u>	<u><u>265.2</u></u>	<u><u>332.8</u></u>	<u><u>368.2</u></u>	<u><u>433.0</u></u>	<u><u>465.9</u></u>	<u><u>521.8</u></u>

FUENTE: Banco Central de Reserva
Revista Mensual

b) Operaciones Activas

Considerados en conjunto, los bancos comerciales e Hipotecario operan principalmente en el Mercado de Dinero, pues dedican la mayoría de sus recursos al financiamiento a corto plazo de la agricultura, la industria y el comercio, en forma de descuentos, sobregiros autorizados y préstamos prendarios y de avío, además conceden préstamos personales para cubrir las necesidades de las familias. Sin embargo, también han orientado una buena parte de sus recursos al mercado financiero a largo plazo, especialmente en forma de créditos hipotecarios, para actividades agropecuarias, de construcción, industriales y comerciales.

CUADRO V - 10

CREDITO DE LOS BANCOS COMERCIALES E HIPOTECARIO, POR PLAZO Y POR DESTINO

SALDOS A FIN DE AÑO
(Millones de Colonos)

SECTORES DE DESTINO	1963				1969				1970				1971			
	Corto Plazo	Mediano Plazo	Largo Plazo	Total	Corto Plazo	Mediano Plazo	Largo Plazo	Total	Corto Plazo	Mediano Plazo	Largo Plazo	Total	Corto Plazo	Mediano Plazo	Largo Plazo	Total
1. Agropecuario	65.3	9.6	13.9	88.8	79.8	8.9	12.3	101.0	87.1	10.6	11.7	109.4	91.5	20.8	11.9	124.2
2. Minería y Canteras	0.2	-.-	-.-	0.2	0.2	-.-	-.-	0.2	0.2	0.2	-.-	0.4	0.4	0.2	-.-	0.6
3. Industria Manufacturera	31.7	11.3	2.7	45.7	35.2	9.7	2.0	46.9	32.1	9.8	2.1	44.0	33.2	11.5	2.3	47.0
4. Construcción	9.6	16.9	28.6	55.1	9.5	15.7	31.9	57.0	12.7	15.7	33.6	62.0	14.7	18.5	35.6	68.8
Clase "A"	9.3	15.5	21.8	46.6	9.4	14.6	23.5	47.5	12.5	14.6	24.3	51.5	14.5	17.2	25.6	57.3
Clase "B"	0.3	1.4	6.8	8.5	0.1	1.1	8.3	9.5	0.1	1.1	9.3	10.5	0.2	1.3	10.0	11.5
5. Electricidad, Gas, Agua y Servicios Sanitarios	0.1	-.-	0.1	0.2	0.4	-.-	0.1	0.5	0.4	-.-	0.1	0.5	0.4	0.3	0.1	0.8
6. Comercio	112.1	16.0	37.3	165.4	133.8	16.9	30.0	180.7	170.5	27.2	40.6	204.3	145.6	34.0	43.3	222.9
Clase "A"	68.3	6.3	15.3	90.9	91.1	6.7	17.4	115.1	84.6	12.1	19.3	116.0	88.6	18.4	21.3	128.3
Clase "B"	43.9	9.7	21.0	74.6	42.7	10.2	21.7	74.6	51.9	15.1	21.3	88.3	57.0	15.6	22.0	94.6
7. Transporte, Almacenaje y Comunicaciones.	0.7	0.2	-.-	0.9	0.8	0.8	-.-	1.6	0.7	0.9	-.-	1.5	0.5	0.9	-.-	1.4
8. Servicios	1.4	1.2	0.2	2.9	1.6	2.5	0.3	4.4	2.2	1.3	0.3	3.8	2.0	0.9	0.4	3.3
Clase "A"	1.4	1.2	0.2	2.9	1.5	2.5	0.5	4.5	2.1	1.3	0.3	3.7	1.9	0.9	0.4	3.2
Clase "B"	-.-	-.-	-.-	-.-	0.1	-.-	-.-	0.1	0.1	-.-	-.-	0.1	0.1	-.-	-.-	0.1
9. Otras Actividades	44.8	16.8	45.7	107.3	58.5	17.0	49.6	125.2	54.1	24.2	50.9	129.2	60.1	27.3	53.1	140.5
Clase "A"	37.3	15.7	41.9	94.9	47.8	14.1	42.9	104.8	39.1	20.9	41.3	101.3	46.7	23.6	40.9	111.2
Clase "B"	7.5	1.2	4.8	13.4	10.7	2.9	6.7	20.3	15.0	3.3	9.6	27.9	13.4	3.7	12.2	29.3
SUB-TOTAL CLASE "A"	214.4	60.0	96.9	371.3	266.2	57.3	98.5	421.9	259.0	70.2	99.1	428.3	277.6	93.8	102.6	474.0
SUB-TOTAL CLASE "B"	51.6	12.3	32.6	96.5	53.6	14.2	36.7	104.5	67.1	19.5	40.2	126.9	70.7	20.6	44.2	135.5
TOTAL GENERAL	266.0	72.3	129.5	467.8	319.8	71.5	135.2	526.4	326.1	89.7	139.4	555.2	348.3	114.4	146.8	609.5
1. Bancos Comerciales	218.3	59.4	14.3	292.0	255.8	58.4	16.8	331.0	260.4	72.4	17.3	350.1	276.4	89.8	20.4	386.7
2. Banco Hipotecario	47.7	12.8	115.2	175.8	63.9	13.2	113.3	195.4	65.7	17.3	122.1	205.1	71.9	24.5	126.4	222.8

CUADRO V - 11

CREDITO DE LOS BANCOS COMERCIALES E HIPOTECARIO

POR PLAZO Y DESTINO

Saldos al 31 de Diciembre de 1971

(Miles de Colones)

	BANCOS COMERCIALES				BANCO HIPOTECARIO			
	Corto Plazo	Mediano Plazo	Largo Plazo	Total	Corto Plazo	Mediano Plazo	Largo Plazo	Total
1. Agropecuario	56.561	11.428	5.085	73.074	34.943	9.329	6.816	51.088
2. Minería y Canteras	76	69	-.-	145	360	56	4	420
3. Industria Manufacturera	28.717	10.655	1.833	41.205	4.461	856	498	5.815
4. Construcción	12.712	14.615	4.548	31.875	2.040	3.788	31.095	36.923
Clase "A"	12.554	13.507	3.829	29.890	1.960	3.717	21.778	27.455
Clase "B"	158	1.108	719	1.985	80	71	9.317	9.468
5. Electricidad, Gas, Agua y Servicios Sanitarios	370	323	5	698	- -	-.-	72	72
6. Comercio	127.179	27.045	3.298	157.522	18.339	7.068	40.031	65.438
Clase "A"	80.089	12.278	780	93.147	8.473	6.157	20.538	35.168
Clase "B"	47.090	14.767	2.518	64.375	9.866	911	19.493	30.270
7. Transporte, almacenaje y comunicaciones	413	836	25	1,274	49	35	14	98
8. Servicios	1.580	964	143	2.687	383	40	256	679
Clase "A"	1.504	927	143	2.574	365	40	256	661
Clase "B"	76	37	-.-	113	18	-.-	-.-	18
9. Otras Actividades	48.831	23.919	5.470	78.220	11.280	3.312	47.647	62.239
Clase "A"	38.352	20.910	4.935	64.197	8.322	2.675	36.000	46.997
Clase "B"	10.479	3.009	535	14.023	2.958	637	11.647	15.242
TOTAL GENERAL	276.439	89.854	20.407	386.700	71.855	24.484	126.433	222.772
Sub-Total Clase "A"	218.636	70.933	16.635	306.204	58.933	22.865	85.976	167.774
Sub-Total Clase "B"	57.803	18.921	3.772	80.496	12.922	1.619	40.457	54.998

FUENTE: Banco Central de Reserva

Si consideramos en forma separada los bancos comerciales y el Banco Hipotecario, encontramos que sus operaciones de crédito son muy distintas, tanto en el plazo como en los sectores de destino, de acuerdo con las cifras del Cuadro V-10 entre 1968 y 1971, los créditos a corto plazo (hasta un año de plazo) de los bancos comerciales representaban el 74% del total, los de mediano plazo (más de un año, hasta cinco) el 21% y los de largo plazo (más de cinco años) el 5%, para el Banco Hipotecario, en cambio, las cifras respectivas fueron 31%, 9% y 60%, lo que representa una inversión de la estructura de los créditos de los otros bancos. En lo que se refiere al destino de los créditos, las diferencias más notables se encuentran en el financiamiento a la industria, al comercio, al sector agropecuario y a la construcción (Cuadro V-11).

Las otras operaciones activas que merecen comentarse son las inversiones que los bancos realizan en títulos valores garantizados por el Estado o emitidos por empresas del sector privado. Tal como puede apreciarse en el Cuadro V-12 esas tenencias son insignificantes si se comparan con los recursos destinados a los créditos, pero si se consideran en términos cualitativos, no puede negarse que significan un aporte valioso para los demandantes de financiamiento a largo plazo.

c) Participación en el Mercado de Capitales

De las consideraciones anteriores, podemos deducir que los bancos comerciales e Hipotecario, tienen un carácter mixto, es decir, que operan tanto en el Mercado Monetario como en el Mercado de Capitales.

Las emisiones de Cédulas Hipotecarias representan una operación típica del Mercado de Capitales, ya que son efectivas para captar ahorros a largo plazo, principalmente del sector privado, los recursos así obtenidos, son precisamente los que permitieron que el Banco Hipotecario otorgara alrededor del 85% del crédito total que los bancos concedieron a mediano y largo plazo, en el período que hemos comentado (1968-1971).

Los bancos también captan recursos a largo plazo a través de las cuentas de ahorro y a plazo fijo, sin embargo, no es posible identificar en que cuantía, como una aproximación razonable de esta función, podemos suponer que los incrementos netos anuales de estos depósitos representan otra contribución de los bancos al desarrollo del Mercado de Capitales.

Las operaciones de crédito a mediano y largo plazo que mencionamos en el literal anterior, representan otro aporte importante para el desarrollo del Mercado de Capitales, ya que la mayoría de ellos se conceden para financiar actividades productivas. Sin embargo, es necesario aclarar que una buena parte de esos recursos son proporcionados por el Banco Central, es decir, que la labor de los bancos se limita a --

CUADRO V - 12
BANCOS COMERCIALES E HIPOTECARIO
INVERSIONES EN TITULOS VALORES
(Miles de Colones)

	1967	1968	1969	1970	1971
<u>TITULOS</u>					
1. Emitidos por el Gobierno	--	--	2.400	2.407	2.613
2. Garantizados por el Gobierno	<u>10.218</u>	<u>10.768</u>	<u>9.947</u>	<u>7.939</u>	<u>11.756</u>
a) Bonos Inst.Oficic.	5.669	5.564	4.921	4.236	4.720
b) Cédulas Hipotecarias	4.549	5.204	5.026	3.703	7.036
3. Valores de Empresas Privadas	3.750	3.827	4.733	4.835	4.931
	<u>13.969</u>	<u>14.595</u>	<u>17.081</u>	<u>15.181</u>	<u>19.300</u>

FUENTE: Banco Central de Reserva.

canalizarlos hacia los destinos que aquél les señala; como vimos anteriormente (Cuadro V-7), el Banco Central dispone de líneas de crédito especiales que le permiten dar financiamiento a largo plazo a los intermediarios financieros, como son el Fondo de Desarrollo Económico y los recursos de origen externo.

Por último, los bancos participan como inversionistas en el Mercado de Capitales, adquiriendo valores del Sector Público y del Sector Privado. Como dijimos antes, los bancos no muestran mucho interés de invertir en valores, ya que dichos títulos son poco rentables y carecen de liquidez, sin embargo, han tenido que adquirirlos por recomendaciones de las autoridades monetarias, es decir, que en cierta manera han sido obligados a ello.

III. Instituciones del Sector Público

En el Mercado de Capitales operan varias instituciones que han sido creadas por el Estado, de acuerdo a leyes especiales; entre ellas, hay unas que realizan operaciones de promoción y canalización de recursos a largo plazo y otras que ejercen funciones de supervisión y vigilancia.

a) Instituciones Financieras Oficiales

Las Instituciones financieras oficiales, son entidades cuya finalidad es proporcionar asistencia técnica y financiera a determinados sectores productivos que el Estado considera que merecen protección; los intermediarios financieros oficiales que operan en el país son el Instituto Salvadoreño de Fomento Industrial, la Financiera Nacional de la Vivienda, la Administración de Bienestar Campesino, la Compañía Salvadoreña del Café y la Federación de Cajas de Crédito.

1. Instituto Salvadoreño de Fomento Industrial (INSAFI)

El origen del INSAFI se remonta al 23 de septiembre de 1955, fecha en que fue creado el Instituto Salvadoreño de Fomento de la Producción (INSAFOP), entidad que tenía por objeto la promoción del desarrollo económico de El Salvador. Dada la magnitud y la complejidad del campo de acción que le asignaba su Ley de Creación, el INSAFOP no pudo cumplir con todos sus objetivos y se hizo necesario delimitarle sus atribuciones a un campo determinado.

El 22 de diciembre de 1961 se derogó la Ley del INSAFOP y se emitió la del INSAFI, en virtud de la cual este organismo sustituye al primero, pero limita sus objetivos a la promoción del desarrollo industrial del país.

1) Operaciones Pasivas

De acuerdo con su Ley de Creación (Art. 8), el INSAFI puede recibir depósitos del público en forma de cuentas de ahorro y a plazo fijo. También podrá aceptar depósitos a plazo fijo identificables por clave, en cualquier clase de moneda convertible, siempre que el dinero sea de origen externo, estas cuentas serán manejadas en forma confidencial, sólo podrán abrirse a favor de ciudadanos extranjeros y estarán exentos de impuestos sobre capital, sobre donaciones y por causa de muerte.

El Instituto puede obtener créditos internos en forma de préstamos, descuentos y emisiones de bonos hipotecarios o prendarios, certificados de participación y otros títulos de crédito (Art. 9), además de las garantías propias del Instituto, estos valores tienen la garantía subsidiaria del Estado (Art. 13).

El INSAFI también está autorizado para obtener recursos externos en forma de préstamos o líneas de crédito, siempre que se destinen al financiamiento de proyectos o actividades productivas de carácter auto-amortizables (Art. 10).

Por último, señalamos que esta institución puede aceptar en fideicomiso o en otra forma de administración, fondos y bienes del sector público y de particulares, siempre que armonicen con sus fines específicos (Art. 11).

ii) Operaciones Activas

Dentro de las funciones del INSAFI esta la de fomentar el desarrollo del Mercado de Valores, para asegurar la liquidez y movilidad de las inversiones industriales que debe estimular. En ese sentido, puede colocar, comprar y vender por cuenta ajena y, además, aceptar opciones y anticipos sobre títulos de crédito e inversión de cualquier clase. También puede realizar las mismas operaciones por cuenta propia, siempre que los títulos sean emitidos o garantizadas por el Estado, o por instituciones oficiales, mixtas y privadas que ofrezcan garantías adecuadas, en este caso, sin embargo, será necesario que los documentos sean calificados previamente por el Instituto y aprobados después por el Banco Central de Reserva (Art. 14).

Para fomentar la iniciación o ampliación de empresas industriales, así como actividades educativas y de prestación de servicios orientados al desarrollo industrial, el INSAFI puede conceder préstamos hasta seis años de plazo con garantía prendaria y hasta veinticinco años con garantía hipotecaria, dependiendo de la actividad a que se destinen.

Además de las operaciones de financiamiento que hemos mencionado, el Instituto puede costear por cuenta propia la iniciación de empresas o actividades, siempre que éstas no estén suficientemente desarrolladas por la empresa privada o su explotación sea conveniente para los intereses nacionales (Art. 19).

Ya sea que el INSAFI establezca sus propias empresas o financie las existentes, deberá transferir los valores adquiridos (a las empresas mismas o a inversionistas privados) y recuperar el capital colocado tan pronto se vuelvan rentables, excepto cuando por razones de interés público deba conservar una parte o la totalidad de sus inversiones (Art. 22).

iii) Participación en el Mercado de Capitales

De acuerdo con las facultades que le concede su Ley de Creación, el INSAFI es una auténtica institución del Mercado de Capitales, sin embargo, no ha desempeñado todas las funciones que le han sido encomendadas.

Como podemos apreciar en el Cuadro V-13, la captación de recursos en forma directa (emisiones de bonos) ha sido muy limitada, pues la mayoría de sus obligaciones son créditos de instituciones internacionales y del Banco Central de Reserva (recursos del Fondo de Desarrollo --

Económico y líneas para financiamiento de pre-exportaciones), sin embargo, en esa forma ha logrado obtener un volumen considerable de fondos, que unidos a sus propios recursos, le han permitido conceder créditos y realizar inversiones de alguna importancia.

CUADRO V - 13

INSAFI FINANCIAMIENTO RECIBIDO Y CONCEDIDO

(Miles de Colones)

	RECIBIDO			CONCEDIDO		
	Títulos en Circulación	Préstamos	Total	Préstamos	Inversiones	Total
1964	.-	8.901	8.901	17.724	1.516	19.240
1965	.-	12.734	12.734	23.211	1.843	25.054
1966	.-	19.473	19.473	29.613	2.967	32.580
1967	2.000	22.043	24.043	35.518	2.967	38.485
1968	2.000	25.793	27.793	39.509	3.467	42.976
1969	1.000	27.142	28.142	37.549	3.467	41.016
1970	.-	29.022	29.022	36.969	3.227	40.196
1971	3.000	30.166	33.166	38.271	5.859	44.130

FUENTE INSAFI

Por último, debemos señalar que los créditos concedidos por el Instituto, representan una de las mejores fuentes de financiamiento del Mercado de Capitales, ya que todos ellos se han concedido para fines productivos y en su mayoría son a mediano y largo plazo. (Cuadro V-14).

2. Financiera Nacional de la Vivienda

Esta institución fue creada el 13 de marzo de 1963 para facilitar, a través de las Asociaciones de Ahorro y Préstamo (1), la adquisición y conservación de viviendas para las familias de bajos y medianos ingresos siempre que su valor no exceda de veinticinco mil colones y reúnan condiciones adecuadas de seguridad, comodidad e higiene, sin embargo, fue hasta en 1965 que inició sus actividades.

(1) Las Asociaciones son entidades privadas pero actúan bajo la supervisión y fiscalización de la Financiera.

CUADRO V - 14CLASIFICACION DEL CREDITO DEL INSAFI

Montos concedidos en cada año

(Millones de Colones)

	1966	1967	1968	1969	1970	1971
<u>Según el Destino:</u>						
Construc. y Ampliaciones	1.7	1.4	1.9	1.6	2.9	3.4
Refinanciamiento Industrial	0.6	-.-	1.3	0.9	0.2	2.2
Maquinaria y Equipo	4.7	4.8	3.1	2.9	4.3	2.9
Capital de Operación	4.8	4.7	4.4	1.8	4.9	5.5
<u>Según el Plazo.</u>						
Corto (hasta 1 año)	1.6	0.9	1.4	0.6	0.5	0.4
Mediano (1 a 6 años)	6.0	5.5	6.4	4.2	8.4	8.6
Largo (6 a 25 años)	4.2	4.6	2.8	2.4	3.4	5.0
TOTAL	11.8	10.9	10.7	7.2	12.3	14.0

FUENTE: INSAFI

1) Operaciones Pasivasa) De la Financiera Nacional de la Vivienda

Los recursos de la Financiera están constituidos por su propio capital y los subsidios del Estado, además, está facultada para contratar préstamos externos e internos, así como para emitir títulos de crédito denominados "Bono Nacional de la Vivienda", que estarán garantizados por la cartera de préstamos hipotecarios y prendarios de la Financiera y por la responsabilidad subsidiaria e ilimitada del Estado, además, estos valores serán emitidos con las mismas características que ya señalamos para los bonos del sector público.

Las otras obligaciones de la Financiera son los seguros que concede sobre los ahorros captados por las Asociaciones, hasta un límite de doce mil colones por cada cuenta, y sobre los créditos hipotecarios que las asociaciones otorguen a sus asociados y depositantes, siempre

que el valor del inmueble hipotecado no exceda de veinticinco mil colones y el crédito sea concedido a personas que puedan cancelarlos dentro de los plazos acordados.

b) De las Asociaciones de Ahorro y Préstamo

Las principales operaciones pasivas de las Asociaciones son la captación de recursos mediante la aceptación de depósitos de ahorro y la contratación de créditos y adelantos con la Financiera.

Además, la Ley de Instituciones de Crédito y Organizaciones Auxiliares ha facultado a las Asociaciones para que capten recursos del público mediante la emisión de los Títulos de Ahorro y Préstamo que estudiamos al final de la primera parte de este Capítulo.

ii) Operaciones Activas

a) De la Financiera Nacional de la Vivienda

La Financiera está facultada para comprar y vender créditos hipotecarios asegurados en mercado abierto, con el objeto de proporcionarles liquidez a los mismos y, a la vez, para estimular la inversión de capitales en el financiamiento de la vivienda.

La otra operación activa de la Financiera son los préstamos y adelantos que concede a las Asociaciones de Ahorro y Préstamo, para que éstas, a su vez, los proporcionen a los usuarios directos del crédito.

b) De las Asociaciones de Ahorro y Préstamo

Las Asociaciones pueden conceder préstamos para la adquisición, construcción, reparación o mejora de viviendas cuyo valor no exceda de veinticinco mil colones, garantizados con primera hipoteca sobre las mismas, además, pueden otorgar créditos hipotecarios destinados a la urbanización de terrenos para residencias y para la construcción de grupos de viviendas. También pueden conceder créditos hasta 3 años de plazo a sus asociados o depositantes, con garantía de los depósitos acreditados en sus respectivas cuentas o de otras garantías aprobadas por la Financiera.

Las asociaciones están facultadas para adquirir títulos valores emitidos o garantizados por el Estado y créditos hipotecarios de otras Asociaciones, de la Financiera o de otras entidades, en este último caso, sin embargo, los créditos deberán estar asegurados por la Financiera.

iii) Participación en el Mercado de Capitales

A pesar de que no han utilizado todas las formas de captación de recursos que les permiten las leyes del ramo, tanto la Financiera como las

CUADRO V - 15

ESTADO CONSOLIDADO DE LA FINANCIERA NACIONAL
DE LA VIVIENDA Y DE LAS ASOCIACIONES DE AHORRO Y PRESTAMO
(Miles de Colones)

	1966	1967	1968	1969	1970	1971
I. Existencias	<u>4.008</u>	<u>4.646</u>	<u>6.567</u>	<u>7.399</u>	<u>8.719</u>	<u>12.690</u>
1. Caja	32	23	46	178	173	365
2. Dep. Bcos. Sist.	3.975	4.623	6.521	7.221	8.546	12.325
II. Créditos al Sector Privado	12.430	19.546	28.232	39.688	50.022	59.549
III. Otros Activos	1.413	466	555	1.009	1.081	1.287
IV. <u>TOTAL (I+II+III=</u> <u>V+VI+VII+VIII)</u>	<u>17.851</u>	<u>24.658</u>	<u>35.354</u>	<u>48.096</u>	<u>59.822</u>	<u>73.526</u>
V. Depósitos de Ahorro	7.012	10.101	17.221	22.426	29.930	39.291
VI. Obligaciones	<u>4.200</u>	<u>7.075</u>	<u>9.750</u>	<u>15.750</u>	<u>18.250</u>	<u>20.800</u>
1. Prést. del BCR	-.-	-.-	2.000	5.500	3.000	5.550
2. Prést. de AID	4.200	7.075	7.750	10.250	15.250	15.250
VII. Capital y Rvas.	5.064	5.807	6.811	7.304	9.206	10.349
VIII. Otros Pasivos	1.577	1.675	1.572	2.616	2.436	3.086

FUENTE Banco Central de Reserva
Revista Mensual.

Asociaciones han obtenido un volumen considerable de ahorros del público, que han reforzado con créditos del Banco Central y de la Agencia Internacional de Desarrollo (Cuadro V- 15).

Entre 1965 y 1971, las asociaciones concedieron a las empresas constructoras un financiamiento de \$66.0 millones, que permitió la realización de 279 proyectos con un total de 3.914 viviendas valoradas en \$90.7 millones.

En el mismo período han otorgado \$71.3 millones en créditos hipotecarios a largo plazo para la adquisición de 3.494 viviendas, de las --

cuales 3.290 han sido construidas como parte de los proyectos mencionados arriba y 204 en forma individual.

3. Administración de Bienestar Campesino (ABC)

Esta institución fue creada el 11 de diciembre de 1961 con la finalidad de mejorar la administración de las propiedades agrícolas, incrementar el número de propietarios rurales, aumentar la producción y la productividad de las tierras, estimular el desarrollo de industrias agropecuarias, organizar el mercadeo de los productos del agro y promover la formación de cooperativas y asociaciones de agricultores.

Para cumplir con tan amplios objetivos, la ABC desarrolla programas de crédito supervisado que no se limitan a mejorar la administración y la técnica de las pequeñas y medianas propiedades agrícolas, sino que incluyen, además, la formación de nuevos hábitos (de higiene, salud, ahorro, etc.) en las familias de los usuarios de los créditos.

1) Operaciones Pasivas

De acuerdo con su Ley de Creación, la ABC puede emitir bonos para colocarlos entre los inversionistas privados o entre los usuarios de sus créditos, estos valores estarán garantizados con los recursos propios e inversiones de esa institución y, además, contarán con el respaldo subsidiario del Estado.

La otra facultad que le concede la Ley para obtener recursos ajenos es la contratación de préstamos y redescuentos con instituciones crediticias nacionales y extranjeras.

11) Operaciones Activas

La ABC puede conceder créditos para toda clase de actividades agrícolas, ganaderas y afines, ya sean para gastos de operación o de inversión, además, en casos especiales, está facultada para otorgar o ampliar créditos, con o sin nuevo financiamiento para consolidar deudas de los usuarios. El plazo de los créditos para cubrir gastos de explotación y del hogar no podrá ser mayor de dieciocho meses (corto plazo), de acuerdo con el destino, también se podrá conceder créditos a mediano (hasta siete años) y a largo plazo (mayores de 7 años).

111) Participación en el Mercado de Capitales

La promoción de recursos que ha realizado la ABC, desde que comenzó a operar con el público (1962) hasta 1971, ha sido principalmente a base de créditos del Banco Central de Reserva (¢ 24.5 millones) y de préstamos externos (¢ 14.7 millones).

CUADRO V - 16ADMINISTRACION DE BIENESTAR CAMPESINO
MONTO DE PRESTAMOS OTORGADOS POR PLAZO

Datos al 31 de Diciembre

(Miles de Colones)

	P L A Z O			Total
	Corto	Mediano	Largo	
1969	7.749	803	127	8.679
1970	8.687	1.675	303	10.665
1971	9.439	3.283	249	12.970

FUENTE: Administración de Bienestar Campesino

En lo que respecta a sus operaciones de crédito, podemos apreciar en el Cuadro V-16 que la mayoría son a corto plazo (hasta 18 meses), sin embargo, son de mucha importancia en lo que se refiere a los sectores que los utilizan, los cuales son pequeños y medianos agricultores que no son sujetos de crédito de las instituciones bancarias.

4. Federación de Cajas de Crédito

El origen de la Federación de Cajas de Crédito se remonta al 21 de diciembre de 1942, fecha en la cual la Asamblea Nacional decretó la ley de Crédito Rural, con el objeto de facilitar préstamos a los pequeño's comerciantes, industriales y agricultores, para liberarlos de la usura.

El Sistema de Crédito Rural es atendido por sociedades locales conocidas como "Cajas de Crédito Rural" y por la Federación de Cajas de Crédito que coordina sus actividades.

Las Cajas de Crédito Rural son sociedades cooperativas que proporcionan financiamiento a sus asociados y a otras personas que a juicio de la Junta Directiva merezcan tal prestación, además, dichas asociaciones persiguen estimular la producción y mercadeo de productos agrícolas e industriales.

La Federación de Cajas de Crédito es una Institución Autónoma de Utilidad Pública, que se organizó el 17 de febrero de 1943 con el objeto de promover el desarrollo de un movimiento cooperativo que facilite crédito a los agricultores, comerciantes e industriales en pequeño. Esta

institución es la encargada de autorizar la constitución y funcionamiento de las Cajas de Crédito Rural, a las cuales supervisa y fiscaliza en su organización y administración, además, actúa como intermediaria o garante de esas sociedades frente a terceros, o en sus peticiones ante las autoridades nacionales.

De acuerdo con la Ley de Crédito Rural (Art. 63) sólo podrán ser socios de la Federación el Estado (representado por el Poder Ejecutivo en los Ramos de Economía y Agricultura y Ganadería), las Cajas de Crédito Rural, el Banco Hipotecario de El Salvador y otras entidades autónomas que sean aceptadas por la Junta de Gobierno de la Federación.

1) Operaciones Pasivas

La Federación de Cajas de Crédito obtiene créditos a corto plazo del Banco Central de Reserva, a largo plazo dispone de los recursos del Fondo de Desarrollo Económico y de un crédito del Banco Interamericano de Desarrollo, además, de acuerdo con su Ley de Creación, puede obtener préstamos de otras instituciones de crédito y garantizar las obligaciones que adquieran las Cajas de Crédito.

La Federación acepta depósitos a la vista de las Cajas de Crédito y de los usuarios, en esta función merece destacarse que aprovecha la concesión de créditos para obligar a los prestatarios a adquirir bonos de ahorro.

Por último, la Federación administra el Fondo de Préstamos a Funcionarios y Empleados que la Asamblea Nacional creó para salvar de la usura a los empleados públicos y el Fondo de Protección a Empleados del Sistema de Crédito Rural.

11) Operaciones Activas

Las principales operaciones activas de la Federación son los préstamos que otorga a corto y largo plazo, dentro de los programas de crédito rural, popular, a funcionarios y empleados públicos y a sus propios empleados.

También puede la Federación conceder créditos a las Cajas Rurales, descontar obligaciones a favor de ellas y administrar los fondos que éstas le confían.

111) Participación en el Mercado de Capitales

Las operaciones de la Federación de Cajas de Crédito que se relacionan con el Mercado de Capitales se pueden apreciar en el Cuadro V-17, en el cual hemos adecuado sus activos y pasivos en forma que permitan apreciar su labor de promoción y canalización de recursos.

CUADRO V - 17
ACTIVOS Y PASIVOS DE LA FEDERACION DE CAJAS DE CREDITO

Datos al 31 de Diciembre

(Miles de Colones)

	1966	1967	1968	1969	1970	1971
I. Crédito	20.485	18.693	19.164	18.900	19.364	21.455
A. Corto Plazo	10.323	9.287	9.280	9.634	9.846	11.391
1. Rural	4.396	4.259	4.482	4.988	5.203	5.704
2. Popular	401	245	162	214	258	303
3. Empleados	5.526	4.782	4.636	4.433	4.385	5.384
B. Largo Plazo	10.161	9.406	9.885	9.266	9.517	10.065
1. Rural	9.626	8.811	9.350	8.772	8.975	9.571
2. Empleados	80	148	144	137	170	168
3. Otros	456	447	391	356	373	326
II. Inversiones	20	20	20	1.016	713	1.615
III. Otros Activos	2.879	2.966	3.202	3.301	3.945	3.728
<u>TOTAL (I+II+III=IV+V+VI)</u>	<u>23.384</u>	<u>21.679</u>	<u>22.387</u>	<u>23.217</u>	<u>24.022</u>	<u>26.798</u>
IV. Obligaciones	10.834	9.459	9.933	10.227	10.556	13.153
A. Corto Plazo	4.544	3.067	3.253	3.776	3.910	5.260
1. Depósitos	654	666	751	665	778	893
2. Créd. Banc.	3.850	2.369	2.500	3.000	2.960	4.128
3. Bonos	40	32	2	111	172	239
B. Largo Plazo	6.290	6.392	6.680	6.451	6.646	7.893
1. Depósitos	301	403	504	113	-.-	-.-
2. Créd. Banc.	4.882	4.773	4.704	4.640	4.918	6.272
3. Bonos	1.107	1.216	1.472	1.698	1.728	1.621
V. Recursos de Capital	11.472	11.623	11.777	12.505	12.799	13.026
A. Propios	10.231	10.582	10.736	8.659	8.659	8.588
B. En Admón.	1.241	1.041	1.041	3.846	4.140	4.438
VI. Otros Pasivos	1.078	597	677	485	667	619

FUENTE Federación de Cajas de Crédito

Como podemos observar, su labor de promoción de ahorros es bastante limitada, pues la mayoría de sus obligaciones son en forma de créditos bancarios, sin embargo, merecen destacarse los recursos que ha obtenido mediante la colocación de bonos entre los usuarios de los créditos, sistema que a nuestro juicio debe ser utilizado por otras instituciones.

En lo que se refiere a sus operaciones activas, las inversiones son a corto plazo (corresponden a los programas de precomercialización de granos), lo mismo que la mitad de sus créditos. En este aspecto, es necesario señalar que el plazo está en consonancia con el destino de los recursos: financiamiento de cultivos anuales, actividades comerciales en pequeño y, especialmente, necesidades de las familias.

De los créditos a largo plazo, los destinados a las actividades agropecuarias constituyen el mejor aporte de la Federación al Mercado de Capitales, ya que cumplen con los requisitos de plazo y destino que señalamos en el Capítulo II de este trabajo.

Por último, es necesario señalar la importancia que esta institución tiene para los sectores populares y de empleados que no gozan del crédito bancario, en este aspecto, su labor se complementa con la que realiza la Administración de Bienestar Campesino, razón por la cual no podemos criticar la forma en que utiliza sus recursos.

5. Compañía Salvadoreña de Café, S. A.

Esta Institución de Utilidad Pública nació en virtud de la Ley Especial emitida por la Asamblea Nacional el 10 de noviembre de 1942 y fue creada con el objeto de regular los precios del café en beneficio de los productores. Para lograrlo, La Compañía debe velar por el desarrollo de la industria del café en todos sus aspectos, tanto en lo que se refiere a la producción y elaboración del grano, como en lo que respecta al comercio interior y exterior del mismo.

1) Operaciones Pasivas

La principal obligación de la Compañía es la constitución del Fondo Regularizador del Café con las utilidades acumuladas que determinen la Junta General de Accionistas.

Para complementar sus recursos, la Compañía utiliza líneas de crédito del Banco Central y de otras fuentes internas y externas y, además, de acuerdo con su Ley (Art. 20), puede emitir bonos con el mismo fin.

CUADRO V - 18ACTIVOS Y PASIVOS DE LA COMPAÑIA SALVADOREÑA DE CAFEAL 30 DE SEPTIEMBRE

(Miles de Colones)

	1965	1967	1969	1970	1971
I. Créditos	8.847	5.950	24.316	37.575	15.657
A. Financieros	5.638	5.299	7.416	371	64
B. Comerciales	3.208	651	16.900	37.204	15.593
II. Inversiones	4.379	2.813	3.690	4.625	6.864
A. Comercial	2.213	737	1.555	2.493	4.736
B. Financieros	2.166	2.076	2.135	2.132	2.128
1. Bonos Sector Público	498	498	498	498	494
2. Ced. Hipotec.	1.668	1.578	1.637	1.634	1.634
III. Otros Activos	20.656	10.577	41.697	28.882	62.595
<u>Total (I+II+III=IV+V)</u>	<u>33.882</u>	<u>19.340</u>	<u>69.703</u>	<u>71.082</u>	<u>85.116</u>
IV. Obligaciones	14.148	940	51.145	51.828	65.722
V. Patrimonio	19.734	18.400	18.559	19.254	19.394
1. Capital y Rvas.	898	792	595	653	691
2. Fondo Regulariza- dor del Café	18.415	16.949	17.121	17.667	18.219
3. Utilidades por aplicar	421	659	843	934	484

FUENTE: Compañía Salvadoreña del Café, S. A.
Memorias Anuales

11) Operaciones Activas

El Fondo Regularizador del Café se invierte en operaciones de compra-venta de café, en depósitos bancarios a interés y en la adquisición de bienes que tiendan a facilitar el cumplimiento de las funciones de la Compañía.

Dentro de su función crediticia, la actividad de la Compañía se reduce a canalizar los recursos del Banco Central hacia los productores, en forma de créditos de avío y prendarios a corto plazo.

111) Participación en el Mercado de Capitales

De acuerdo con la información disponible (Cuadro V-18), la Compañía no tiene bonos en circulación ni promueve otros recursos en forma directa, para cubrir sus necesidades financieras se ha limitado al crédito del Banco Central y de otras instituciones nacionales y extranjeras.

De sus operaciones activas sólo pudimos identificar una pequeña parte los créditos que concede a los caficultores y beneficiadores (especialmente con recursos a corto plazo del Banco Central) y sus inversiones en valores que tienen alguna cuantía, sus "inversiones comerciales" no significan ninguna participación en el Mercado de Capitales, ya que representan las compras de café para tostar por cuenta de la Compañía.

Resumiendo, podemos decir que la contribución de la Compañía al desarrollo del Mercado de Capitales se limita a la canalización de los recursos del Banco Central, a sus adquisiciones de valores y al financiamiento que puede otorgar con sus propios recursos.

b) Instituciones Emisoras de Bonos

Además de las Instituciones Oficiales de Crédito que analizamos en el literal anterior, hay otras que participan en el Mercado de Capitales como demandantes de recursos a largo plazo para fines de inversión. La forma en que dichas instituciones captan esos recursos es mediante la colocación de bonos de renta fija que emiten con garantía de sus propios recursos y con el respaldo ilimitado del Estado (Cuadro V-1)

Como mencionamos antes, los bonos del sector oficial son poco demandados por el público, sin embargo, las emisiones de la CEL y de la CEPA han sido colocadas con relativa facilidad, por ejemplo la primera emisión de la CEL, que fue de \$13.1 millones y se ofreció en 1950, fue colocada en sólo cuatro días. Es indudable que estos bonos gozaron de esa demanda porque en aquella época los bancos no habían entrado en la competencia por la captación de recursos.

A nuestro entender, lo más significativo de la participación de estas instituciones en el Mercado de Capitales es que han logrado iniciar este tipo de operaciones, la cual es de esperar que intensifiquen en el futuro, a medida que el crecimiento de sus inversiones las haga demandar más recursos financieros a largo plazo.

1. La Comisión Ejecutiva Hidroeléctrica del Río Lempa (CEL) ha puesto en circulación cuatro emisiones de bonos con un valor total de ₡24.6 millones, para financiar los programas de electrificación nacional, al 31 de diciembre de 1971, el saldo en circulación de esas emisiones se había reducido a ₡3.3 millones, es decir, que se han redimido en su mayoría.

2. La Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma (CEPA) también ha ofrecido cuatro emisiones de bonos, pero con un valor de ₡44.3 millones, con el objeto de construir y ampliar el Puerto de Acajutla, al 31 de diciembre de 1971, la mayoría de estos bonos estaban en circulación, ya que solamente se habían amortizado ₡10.5 millones.

3. La Administración Nacional de Telecomunicaciones (ANTEL) ha realizado una sólo emisión por valor de ₡7.5 millones, para costear la primera etapa del Plan Nacional de Telecomunicaciones. Dado que su colocación se quiso hacer en forma obligatoria entre los usuarios del servicio telefónico, estos bonos no se pudieron colocar en su totalidad; así tenemos que al 31 de diciembre de 1971 todavía no habían circulado ₡2.6 millones.

4. El Instituto de Vivienda Urbana (IVU) fue autorizado para ofrecer una emisión de ₡5.0 millones que serían colocados para pagar total o parcialmente los terrenos urbanos que se utilizarían para construir viviendas. El fracaso de esta operación no puede ser más evidente, ya que al 31 de diciembre de 1971 sólo se habían colocado ₡407.000.00

5. El Instituto de Colonización Rural (ICR) ha realizado tres emisiones por ₡6.0 millones que se han colocado en pago de los inmuebles rústicos que ha adquirido para sus programas agrarios. Dada la menor demanda que tienen estas tierras en comparación con los terrenos que necesita el IVU, se ha logrado colocar la mayoría de la emisión y sólo habían disponibles ₡607.000.00 al 31 de diciembre de 1971.

c) Instituciones de Supervisión y Fiscalización

Las instituciones que participan en el Mercado de Capitales están sometidas a la supervisión y fiscalización de organismos especializados del Estado, como son la Corte de Cuentas de la República, la Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras y la Superintendencia de Sociedades y Empresas Mercantiles.

1. La Corte de Cuentas de la República

Es el organismo del Estado que se encarga de fiscalizar la Hacienda Pública en general y la ejecución del Presupuesto General de la Nación en particular.

Dentro de sus funciones, la Corte de Cuentas vigila los contratos relativos a la deuda pública, las emisiones de títulos valores del Estado y las Instituciones Autónomas, las emisiones monetarias del Banco Central de Reserva, etc., y, en general todos los actos que afecten el Tesoro Público o el patrimonio del Estado.

2. La Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras

Esta dependencia del Banco Central es la encargada de vigilar y fiscalizar el cumplimiento de las Leyes Bancarias y el funcionamiento y operaciones del Banco Central de Reserva, de los bancos comerciales e Hipotecario y de otras instituciones financieras, públicas y privadas, nacionales o extranjeras, establecidas en el país.

Para asegurarse que los bancos e instituciones financieras que controla realicen sus operaciones dentro del marco de sus respectivos reglamentos, la Superintendencia debe realizar cuando lo estime conveniente y sin previo aviso, por lo menos una vez al año, una investigación completa que incluya arqueo de fondos, revisión de la cartera de préstamos e inversiones y verificación de los libros y comprobantes respectivos.

Esta Institución vigila, bajo su responsabilidad, la emisión, retiro, incineración y custodia de las especies monetarias del Banco Central. Además, vela porque los bancos y otras instituciones financieras mantengan su solvencia y liquidez, el nivel de sus encajes y la corrección de sus operaciones; para esto último, su función incluye la facultad de hacer recomendaciones que tienen carácter obligatorio, so pena de la imposición de multas, suspensiones de los directivos y funcionarios responsables y, en los casos más graves, la intervención directa en la administración y bienes de la empresa. La decisión de la sanción, sin embargo, será tomada por la Junta Directiva del Banco Central.

3. La Superintendencia de Sociedades y Empresas Mercantiles

Esta dependencia del Ministerio de Economía se encarga de vigilar el funcionamiento de todas las sociedades y actividades mercantiles que no están bajo el control de la Superintendencia de Bancos. De manera especial, vela porque las sociedades de capitales respeten los derechos de las minorías y los intereses de terceros que contraten con ellas, igualmente vigila las empresas de responsabilidad limitada y las sucursales o agencias de sociedades extranjeras que funcionan en el país.

Al igual que la Superintendencia de Bancos, esta oficina puede revisar en cualquier tiempo y sin ninguna restricción las operaciones de las empresas de su jurisdicción, para lo cual dichas entidades deben facilitarle todos los datos, libros, informes, documentos, etc., que les sean solicitados. Cuando no reciba esa colaboración o encuentre operaciones

incorrectas, la Superintendencia puede separar de sus cargos a los directivos o funcionarios responsables e imponer multas y otras sanciones que obliguen a la corrección de las fallas encontradas.

d) Otras Instituciones Oficiales

Por último, consideraremos dos instituciones oficiales que están llamadas a participar en forma creciente en el Mercado de Capitales. el Instituto Salvadoreño del Seguro Social (ISSS) y el Fondo de Garantía de la Pequeña Industria (FOGAPI).

1. Instituto Salvadoreño del Seguro Social (ISSS)

Esta Institución oficial autónoma adquirió su forma actual en virtud del Decreto No. 1263 que emitió la Asamblea Legislativa el 3 de diciembre de 1953, con el cual se derogó la primera Ley del Seguro Social que tenía vigencia desde el 28 de septiembre de 1949.

De acuerdo con su Ley de Creación, el ISSS debe cubrir por etapas sucesivas, gradual y progresivamente, los riesgos a que estén expuestos los trabajadores por causas de enfermedad y accidentes común, accidente de trabajo y enfermedad profesional, maternidad, invalidez, vejez - muerte y cesantía involuntaria. Para cubrir estas prestaciones, el Instituto cuenta con las cotizaciones obligatorias que deben pagar los patronos (50%), los trabajadores (25%) y el Estado (25%)

Al igual que las compañías de seguros y capitalización que estudiaremos más adelante, el ISSS constituye reservas para cubrir las prestaciones que ofrece y las invierte en valores garantizados por el Estado o las mantiene en forma de depósitos bancarios a interés, Es decir, que el Instituto participa en el Mercado de Capitales promoviendo la formación de ahorros y actuando como inversionista.

Como podemos apreciar en el Cuadro V-19, el crecimiento de la participación del ISSS, tanto en lo que respecta a la captación de recursos como a la utilización de los mismos, ha mantenido un ritmo acelerado. A medida que se incorporen nuevos sectores al régimen del seguro social es de esperar que se incrementen las reservas del ISSS, lo cual le permitirá participar en mayor escala en el Mercado de Capitales.

2. Fondo de Garantía de la Pequeña Industria (FOGAPI)

El Fondo de Garantía de la Pequeña Industria fue creado por Decreto Legislativo de fecha primero de octubre de 1970, con el objeto de resolver la falta de crédito que sufrían las pequeñas industrias (1) porque no podían ofrecer las garantías que exigen las instituciones financieras.

 (1) Se entiende por pequeñas empresas industriales las que no tienen un activo mayor de ₡3.000.00 y menor de ₡100.000.00, y un personal mínimo de tres.

CUADRO V - 19
RECURSOS DE CAPITAL E INVERSIONES DEL ISSS
AL 31 DE DICIEMBRE
(Miles de Colones)

Años	RECURSOS DE CAPITAL			INVERSIONES			
	Reservas	Patri- monio	Total	Bonos Oficiales	Cédulas Hipotec.	Depósitos Bancarios	Total
1965	6.444	12.619	19.063	400	739	n.d.	1.139
1966	7.367	11.766	19.133	400	739	6.279	7.418
1967	8.652	11.280	19.932	400	739	4.100	5.239
1968	9.680	11.452	21.132	1.169	739	2.115	4.023
1969	10.834	17.760	28.594	1.165	749	4.617	6.531
1970	20.679	29.543	50.222	3.572	6.869	9.069	19.510
1971	28.397	31.971	60.368	7.847	6.869	11.527	26.243

FUENTE: Instituto Salvadoreño del Seguro Social.

La función principal del FOGAPI es garantizar los créditos que a su vez otorguen o garanticen las instituciones públicas y privadas a los pequeños industriales. También garantiza las empresas artesanales y comerciales que sean indispensables para el desarrollo de una industria determinada, lo mismo que a los distribuidores que proporcionan capital de trabajo a los pequeños industriales.

Los créditos que FOGAPI garantice o contragarantice deberán destinarse a cubrir las necesidades de las pequeñas empresas que mencionamos en el párrafo anterior, dándole atención especial a los rubros siguientes:

- a) Capital de trabajo (financiamiento de inventarios, créditos a distribuidores, etc.).
- b) Formación de capital fijo (adquisición de maquinaria y equipo).
- c) Refinanciamiento o consolidación de deudas derivadas del negocio.

En la actualidad, estos créditos se conceden hasta un plazo de seis años y una cobertura del 75% del préstamo, sin que puedan exceder de \$75.000.00.

Como podemos apreciar en el Cuadro V-20 las operaciones del Fondo de Garantía no han alcanzado un gran volumen, sin embargo, es de esperar que en el futuro esta institución se convierta en uno de los ---

CUADRO V - 20

PRESTAMOS GARANTIZADOS POR FOGAPI

Al 30 de Junio de 1972

(Miles de Colones)

Actividad Económica	Número de Empresas	Préstamos (A)	Garantía FOGAPI (B)	Relación A/B
Industrias Manufactureras	196	1.975	1.212	61.3
Industrias de Servicios	14	226	137	60.2
Comercio	7	204	124	60.7
Industria de Transporte	2	28	14	50.7
TOTALES	219	2.433	1.487	61.1

FUENTE Fondo de Garantía de la Pequeña Industria.

principales medios de promoción del desarrollo económico del país en general y de la actividad industrial en particular.

IV. Instituciones del Sector Privado

Las entidades del sector privado que participan en el Mercado de Capitales son muchas y de diversa naturaleza. Por definición, las empresas privadas son demandantes netos de recursos financieros, los cuales obtienen colocando obligaciones (acciones y participaciones) entre sus socios o mediante créditos que obtienen de las instituciones financieras, por otro lado, tanto las empresas productivas como los intermediarios financieros otorgan créditos a las familias y a otras empresas. De manera que es una tarea muy difícil identificar tan solo las instituciones privadas que participan en el Mercado de Capitales, no digamos las operaciones que realizan en el mismo.

De acuerdo con la información disponible, estudiaremos en este apartado la participación de la Financiera de Desarrollo e Inversión, de las compañías de seguros y capitalización y de la Bolsa de El Salvador.

1. Financiera de Desarrollo e Inversión, S. A.

Esta institución fue autorizada para iniciar sus operaciones el 15 de julio de 1965, según el Acuerdo No. 250 que en esa fecha tomó el Ministerio de Economía. Desde entonces, hasta la fecha, ha mantenido un ritmo de crecimiento que la ha convertido en uno de los principales intermediarios financieros del país.

CUADRO V - 21

ACTIVOS Y PASIVOS DE LA FINANCIERA DE DESARROLLO E INVERSION

Al 31 de Diciembre

(Miles de Colones)

	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971
I. PRESTAMOS	<u>3,355</u>	<u>9,494</u>	<u>19,143</u>	<u>22,281</u>	<u>25,167</u>	<u>35,717</u>	<u>48,165</u>
1. Corto Plazo	n. d.	3,969	8,482	10,585	9,120	14,911	17,671
2. Mediano Plazo	n. d.	3,114	6,531	8,077	10,135	11,225	13,172
3. Largo Plazo	n. d.	2,411	3,129	3,620	5,911	9,581	17,320
II. INVERSIONES	<u>---</u>	<u>375</u>	<u>425</u>	<u>438</u>	<u>903</u>	<u>1,278</u>	<u>888</u>
1. Acciones de Empresas Privadas	---	375	425	438	803	1,178	788
2. Bonos emitidos o garantizados por el Estado	---	---	---	---	100	100	100
III. OTROS ACTIVOS	<u>1,768</u>	<u>491</u>	<u>895</u>	<u>760</u>	<u>869</u>	<u>2,653</u>	<u>1,714</u>
TOTAL (I+II+III=IV+V+VI+VII)	<u>5,121</u>	<u>10,360</u>	<u>19,463</u>	<u>23,479</u>	<u>26,939</u>	<u>39,648</u>	<u>50,765</u>
IV. OBLIGACIONES A CORTO PLAZO	<u>1,245</u>	<u>2,507</u>	<u>6,112</u>	<u>7,021</u>	<u>8,395</u>	<u>16,883</u>	<u>18,967</u>
1. Banco Central	n. d.	1,313	3,819	4,870	6,085	8,422	10,008
2. Bancos Extranjeros	n. d.	875	2,278	2,102	343	6,233	5,568
3. Bancos locales y Otras Instituciones Financieras Nacionales	n. d.	319	15	50	1,967	2,227	3,391
V. OBLIGACIONES A LARGO PLAZO	<u>1,269</u>	<u>4,830</u>	<u>9,060</u>	<u>12,621</u>	<u>14,098</u>	<u>17,405</u>	<u>25,302</u>
1. Banco Central	n. d.	---	---	563	1,308	2,846	8,557
2. Agencia Internacional de Desarrollo - AID	n. d.	4,794	8,863	11,521	12,420	12,554	11,717
3. Bancos Extranjeros	n. d.	28	197	537	370	2,005	8,694
4. Bancos Locales	n. d.	8	---	---	---	---	333
VI. CAPITAL Y RESERVAS (1)	<u>2,575</u>	<u>2,667</u>	<u>3,121</u>	<u>3,495</u>	<u>3,906</u>	<u>4,547</u>	<u>5,490</u>
VII. OTROS PASIVOS	<u>32</u>	<u>356</u>	<u>1,170</u>	<u>342</u>	<u>540</u>	<u>813</u>	<u>1,006</u>

(1) Incluye utilidades del periodo.

FUENTE: Financiera de Desarrollo, S. A.
Memorias Anuales.

De acuerdo con la Ley de Instituciones de Crédito, la Financiera puede captar recursos del público mediante la emisión y colocación de bonos financieros, ya sean de garantía general o especial. Además, puede suscribir, conservar en cartera y colocar en el mercado, títulos de crédito contra terceros, acciones o participaciones de sociedades anónimas, etc. y efectuar con ellos negocios de renta, permuta u otra naturaleza, con facultad de negociarlos por cuenta propia o ajena. Por otro lado, esta empresa debe promover las actividades productivas, ya sea concediendo créditos a las empresas o participando en el capital de las mismas, pero esta función no se reduce a las empresas existentes, sino que incluye la realización de estudios de factibilidad y los gastos de promoción de nuevas unidades productivas.

1) Operaciones Pasivas

Hasta el momento, la Financiera no ha captado recursos del público en forma directa y se ha limitado a canalizar los que le han proporcionado el Banco Central de Reserva, la Agencia Internacional de Desarrollo (AID) y otros bancos e instituciones financieras nacionales y extranjeras.

11) Operaciones Activas

Con los recursos que mencionamos en el párrafo anterior, así como con su propio capital y reservas, la Financiera otorga créditos a corto, mediano y largo plazo, y realiza algunas inversiones en acciones de empresas privadas y en bonos del sector público.

111) Participación en el Mercado de Capitales

De acuerdo con las cifras del cuadro V-21 podemos señalar que la Financiera ha desarrollado una buena labor en lo que respecta a la canalización de las líneas de crédito que ha obtenido en el país y en el extranjero, igualmente ha logrado incrementar su patrimonio en un período relativamente corto, pero no ha efectuado ninguna emisión de bonos, aunque ya está planeando hacerla.

En términos cuantitativos, su mayor aporte son sus operaciones de crédito, las cuales no sólo son importantes por los plazos a que se conceden, sino también por las actividades a que se destinan (Cuadro V-22).

Por último, señalamos que la Financiera ha realizado una importante labor en lo que se refiere a la promoción de nuevas empresas, entre las cuales podemos señalar Parcelaciones Rurales de Desarrollo, Almacenes de Desarrollo, Promociones e Inversiones y el Banco Cuscatlán, de estas empresas, las dos últimas son las más importantes para el desarrollo del Mercado de Capitales, ya que sus funciones estarán íntimamente ligadas

CUADRO V - 22FINANCIERA DE DESARROLLO E INVERSIONDESTINO DE LOS CREDITOSSALDOS AL 31 DE DICIEMBRE

(Miles de Colones)

DESTINO	1968	1969	1970	1971
Capital de trabajo	6.028	8.681	12.037	13.997
Financiamiento de Exportaciones	6.045	3.396	6.288	6.679
Financiamiento de Pre-Exportaciones	642	1.641	2.481	3.682
Refinanciamiento	345	750	1.115	1.569
Maquinaria y Equipo	5.925	6.256	7.596	8.980
Construcciones industriales, comerciales y de servicios	1.644	2.516	4.358	8.168
Adquisición de ganado y aves	283	334	971	2.603
Otros	1.368	1.592	871	2.484
TOTAL	22.281	25.167	35.717	48.163

FUENTE Financiera de Desarrollo e Inversión, S. A.
Memorias Anuales

con las de la Financiera. Pero esta promoción no se ha limitado a la simple creación de nuevas unidades productivas sino que, lo que es más significativo, se ha aprovechado para estimular en cierto grado la democratización de las inversiones, actividad que en sí misma constituye otro estímulo para el desarrollo financiero del país.

2. Compañías de Seguros, Fianzas y Capitalización

Las compañías de seguros, fianzas y capitalización captan recursos en forma de primas, únicas o periódicas, que cobran a las familias y empresas que solicitan sus servicios, en base a cálculos actuariales, una parte de esos fondos pasa a constituir las reservas técnicas, las cuales representan la principal fuente de las operaciones de crédito e inversión que realizan.

La cuantía de la participación de este grupo de empresas en el Mercado de Capitales se puede apreciar en el Cuadro V-23, en el cual hemos agrupado las principales operaciones activas y pasivas que realizan. En cuanto al plazo de los créditos, las cifras del Cuadro V-24 demuestran -

CUADRO V - 23
SEGUROS, FIANZAS Y CAPITALIZACION
ACTIVOS Y PASIVOS DE LAS COMPAÑIAS NACIONALES Y EXTRANJERAS
 (Al 31 de Diciembre)
 Miles de Colones

	1966	1968	1970	1971
I. CREDITOS	45.314	49.439	55.844	58.403
1. Hipotecarios	29.117	29.985	34.842	36.629
2. Sobre Pólizas y Contratos	12.655	15.120	15.075	15.226
3. Prendarios y Descuentos	2.478	2.018	4.490	4.049
4. Personales	1.063	2.316	1.436	2.499
II. INVERSIONES	2.110	3.440	17.336	17.051
1. Reservas Matemáticas en el Exterior	n.d.	n.d.	12.227	12.121
2. Títulos Valores y Otras	2.110	3.440	5.109	4.930
III. OTROS ACTIVOS	27.108	31.411	19.686	23.615
TOTAL (I+II+III=IV+V+VI+VII)	<u>74.532</u>	<u>84.290</u>	<u>92.866</u>	<u>99.069</u>
IV. RESERVAS TECNICAS	53.637	60.876	64.577	69.242
1. Reservas Matemáticas	47.559	53.461	56.001	59.112
2. Otras Reservas	6.078	7.415	8.576	10.130
V. DEPOSITOS	5.471	5.807	4.947	3.658
VI. PATRIMONIO	9.979	11.094	15.408	14.392
VII. OTROS PASIVOS	5.445	6.513	7.934	11.777

FUENTE Superintendencia de Bancos. Boletín Estadístico Anual.

un claro predominio de los otorgados a mediano y largo plazo, es decir, que constituyen una fuente de financiamiento para los demandantes del Mercado de Capitales.

3. La Bolsa de El Salvador, S. A.

De acuerdo con las definiciones que adoptamos en el Capítulo II de este trabajo, las bolsas de valores no son instituciones del Mercado de Capitales sino que pertenecen al Mercado de Valores, sin embargo, --

CUADRO V - 24
CREDITO DE LAS COMPAÑIAS DE SEGUROS
FIANZAS Y CAPITALIZACION
 Saldos al 31 de Diciembre - Miles de Colones

Años	0-1	1-5	5 y más	Total
1968	17.957	10.258	21.224	49.439
1969	17.209	9.587	22.124	48.920
1970	18.848	9.778	27.218	55.844
1971	19.660	9.058	29.559	58.277

FUENTE: Banco Central de Reserva.

hemos creído conveniente la inclusión en esta parte de un pequeño análisis de las operaciones de la Bolsa de El Salvador, S. A., en razón de la estrecha relación que sus transacciones tienen con el desarrollo del Mercado de Capitales.

Como podemos apreciar en el Cuadro V-25, las operaciones de la Bolsa de El Salvador se han mantenido en un nivel bajo. Si separamos los valores transados por el tipo de emisor, encontramos que las acciones de empresas apenas representan el 12% de las operaciones realizadas, con un valor de \$1.030 miles, en tanto que los bonos del sector público y las cédulas hipotecarias alcanzan \$7.649 miles, o sea el 88%. Por otro lado, las operaciones con valores inscritos se han reducido a \$1.470 miles (17%), mientras que la mayoría de las transacciones (83%) han sido con valores no inscritos, con un valor de \$7.209 miles.

En base a las observaciones anteriores podemos señalar que el mayor obstáculo encontrado por la Bolsa de El Salvador ha sido la reducida oferta de valores atractivos, especialmente del sector privado, las cifras permiten observar que la venta de acciones a través de la Bolsa ha sido mínima y, además, que la mayoría de los títulos valores transados han sido no inscritos, es decir, que no han sido ofrecidos por las instituciones emisoras los que han mostrado más interés por colocar sus valores, como sería lógico esperar, sino que más bien han sido los tenedores quienes han utilizado la única forma de liquidar sus inversiones con que cuentan en la actualidad.

C. LOS RECURSOS DEL MERCADO DE CAPITALS

La estimación de los recursos del Mercado de Capitales, tanto por el lado de la oferta como de la demanda, fue una de las etapas más

CUADRO V - 25OPERACIONES DE LA BOLSA DE EL SALVADOR, S. A.

Miles de Colones

1965	173	76	249	64	184
1966	80	189	269	139	130
1967	115	699	814	140	674
1968	203	1.893	2.096	395	1.702
1969	94	2.726	2.820	124	2.696
1970	71	535	607	38	569
1971	295	1.530	1.824	570	1.255
<u>Totales</u>	<u>1.030</u>	<u>7.649</u>	<u>8.679</u>	<u>1.470</u>	<u>7.209</u>

FUENTE Bolsa de El Salvador, S. A.

difíciles de este trabajo, en dicha tarea tuvimos que subsanar la falta de estadísticas adecuadas, las cuales en algunos casos existen pero son consideradas confidenciales por las instituciones que las elaboran.

La metodología empleada para calcular las Fuentes y Usos de Fondos por el Sector Privado no Financiero (Cuadro V-26) es esencialmente la que utilizó el Prof. Edward M. Berstein en el estudio del Mercado de Capitales de Centroamérica, que realizó por encargo del BID, AID y BCIE (1).

En la parte superior del Cuadro V-26 presentamos la forma en que se generan los recursos de que dispone el Sector Privado No Financiero, es decir, la oferta de recursos del Mercado de Capitales, en la parte inferior, en cambio, señalamos la forma en que se utilizan dichos recursos, o sea la demanda de los mismos. Al tomar sólo los incrementos anuales, suponemos que hemos eliminado todas las transacciones a corto plazo, es decir, las que corresponden al Mercado Monetario.

Teóricamente, la oferta debe ser igual a la demanda, ya que las fuentes de fondos sólo incluyen los ahorros privados y el financiamiento neto que el sector recibe de instituciones financieras (privadas y --

(1) Ver Un Mercado de Capitales Centroamericano. Dos estudios. Segunda parte. El Desarrollo de un Mercado de Capitales en Centroamérica. Informe Berstein. Cap. II y Apéndice Estadístico. CEMLA, México 1967

FUENTES Y USOS DE FONDOS POR EL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO
(Millones de Colones)

	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971
FUENTES DE FONDOS											
<u>Ahorro Bruto del Sector Privado</u>	162.8	163.1	137.4	176.9	176.6	185.5	190.4	156.7	172.3	258.0	242.6
1. Inversión Interna Bruta	191.8	194.4	214.6	317.3	307.8	361.2	326.8	255.5	303.2	354.4	451.8
2. Menos Importación Neta de Bienes y Servicios	= 7.0	= 4.3	= 43.2	= 80.3	= 65.1	= 126.9	= 88.3	= 58.7	= 83.3	= 33.3	= 115.8
3. Ahorro Interno Bruto	184.8	190.1	171.4	237.0	242.7	234.3	238.5	196.8	219.9	321.2	336.0
4. Menos Ahorro Bruto del Sector Público	= 22.0	= 27.0	= 34.0	= 60.1	= 66.1	= 48.3	= 48.1	= 40.1	= 47.6	= 63.2	= 93.4
<u>Préstamos Netos del Sector Financiero</u>	= 25.4	= 11.9	31.1	52.0	48.9	63.1	20.6	22.1	60.5	70.6	92.7
1. Banco Central de Reserva	6.8	= 7.1	= 1.2	0.4	2.0	19.6	1.3	4.5	= 2.1	14.8	21.3
2. Bancos Comerciales e Hipotecario	= 32.2	= 4.8	30.8	54.1	24.2	30.8	9.7	7.1	51.1	39.5	56.2
3. Asociaciones de Ahorro y Préstamo	= 0.0	= 0.0	= 0.0	= 0.0	5.6	6.7	7.1	8.7	11.5	10.3	9.5
4. Compañías de Seguros y Capitalización	n. d.	n. d.	1.5	= 2.5	15.1	5.1	2.0	2.1	= 0.5	6.9	2.6
5. Financiera de Desarrollo e Inversión	= 0.0	= 0.0	= 0.0	= 0.0	2.0	0.9	0.5	= 0.3	0.5	= 0.9	3.1
<u>Crédito del Sector Público</u>	5.9	= 0.1	2.4	15.5	23.1	14.4	19.3	19.4	19.4	20.2	25.2
<u>Entradas Netas de Capital Privado Extranjero</u>	29.5	27.1	40.5	62.1	29.8	37.8	43.6	27.5	56.6	1.9	59.1
1. Inversiones Directas	8.1	17.9	15.6	23.8	19.2	22.3	25.4	20.9	18.2	7.8	17.6
2. Capital Privado a Largo Plazo	1.6	3.5	0.3	5.1	3.5	23.7	19.5	4.4	4.4	= 3.3	= 1.9
3. Capital Privado a Corto Plazo	19.9	5.7	24.7	35.2	7.1	= 8.2	= 1.3	2.2	34.0	= 2.7	45.4
<u>Total de Fondos para Inversión Privada (A+B+C+D)</u>	172.8	178.2	211.4	306.5	278.4	300.8	273.9	225.7	308.8	350.7	419.6
USOS DE FONDOS											
<u>Activos Fijos</u>	122.3	135.0	158.5	214.3	215.6	226.7	254.9	189.3	208.6	235.7	263.6
<u>Variación de Inventarios</u>	24.0	21.3	12.0	54.6	11.3	35.7	3.1	7.3	29.6	46.4	93.7
<u>Activos Financieros Adquiridos</u>	1.3	20.0	72.4	40.6	36.9	46.5	10.0	41.5	64.3	40.4	73.4
1. <u>Del Sector Bancario</u>	1.3	20.0	72.4	46.6	17.0	41.4	4.6	31.7	60.6	31.0	61.3
a) Monedas y Billetes	1.0	= 3.6	13.3	7.8	= 4.8	3.2	7.2	= 5.9	17.1	2.6	9.1
b) Depósitos a la Vista	= 8.7	2.8	24.2	4.9	5.5	9.5	= 1.5	17.9	6.3	4.6	11.0
c) Depósitos a Plazo	24.9	16.7	21.4	22.1	6.2	19.4	= 3.0	3.6	15.0	8.9	23.2
d) Depósitos de Ahorro	8.1	12.3	13.1	14.7	9.4	8.0	7.8	5.4	13.7	17.9	15.1
e) Depósitos en Divisas	= 15.6	= 6.6	= 3.3	= 1.3	= 0.8	= 0.2	= 0.1	= 0.5	0.2	= 0.4	= 0.6
f) Cédulas Hipotecarias	= 8.4	= 1.6	3.7	= 1.6	1.5	1.5	= 5.8	11.2	8.3	= 2.6	= 1.0
2. <u>De las Asociaciones de Ahorro y Préstamo</u>	= 0.0	= 0.0	= 0.0	= 0.0	1.3	3.0	2.4	6.9	5.0	3.6	6.9
3. <u>De las Compañías de Seguros y Capitalización</u>	n. d.	n. d.	n. d.	2.0	18.6	2.1	3.0	2.9	= 1.3	3.8	4.7
<u>Bonos del Sector Público</u>	= 0.2	0.3	0.1	2.1	= 1.3	= 0.6	3.7	5.8	3.5	= 2.0	= 2.3
<u>Total Inversiones Físicas y Financieras (F+G+H+I)</u>	147.4	176.6	243.0	319.6	262.5	308.3	271.7	243.9	306.0	320.5	428.4
<u>Discrepancia Estadística (Errores u Omisiones)</u>	+ 25.4	+ 1.6	= 31.6	= 13.1	+ 15.9	= 7.5	+ 2.2	= 18.2	+ 2.8	+ 30.2	= 8.8

oficiales) y de sectores externos, en tanto que en los Usos de Fondos hemos considerado todas las formas de inversiones físicas y financieras que pueden hacerse con esos recursos. De manera que la discrepancia estadística debe interpretarse como el efecto conjunto de movimientos de capital privado no controlados y de otras deficiencias estadísticas que explicaremos más adelante, cuando nos refiramos a la forma en que se ha obtenido cada rubro.

La fuente principal de recursos del Sector Privado No Financiero son sus propios ahorros, siguiendo en importancia el financiamiento neto que le proporcionan las instituciones de crédito nacionales y el capital privado extranjero que obtiene en forma de préstamos e inversiones directas.

Como podemos apreciar en la parte inferior del Cuadro V-26, la mayor parte de los recursos de que dispone el sector privado es utilizada para financiar sus propias inversiones, ya que la adquisición de bonos del Sector Público es insignificante.

Aunque la información disponible no permite separar las inversiones que corresponden a las familias de las que realizan las empresas, podemos señalar que las primeras utilizan sus ahorros para adquirir viviendas o activos financieros que les proporcionen un rendimiento en forma de intereses o dividendos y, además, que sean fácilmente convertibles en dinero, las empresas, en cambio, invierten en activos fijos, inventarios de mercaderías y en activos financieros relacionados con sus negocios, como son los créditos comerciales y los depósitos a la vista. Las consideraciones anteriores no deben tomarse en forma absoluta, pues tanto las familias como las empresas necesitan dinero en efectivo y depósitos movilizables por cheque para satisfacer sus necesidades de consumo o de producción.

La existencia de ahorros en forma de activos líquidos es esencial para el mantenimiento del intercambio de bienes y servicios, pero si suponemos que el incremento de los saldos en monedas, billetes y depósitos a la vista corresponde al crecimiento de las transacciones económicas, el mantenimiento de ahorros en forma de activos financieros líquidos a interés (depósitos en los bancos y asociaciones de ahorro y préstamo) debe tomarse como un indicador de la falta de otros tipos de activos (acciones de empresas de prestigio) o de que los existentes no son atractivos para los ahorrantes (valores del Sector Público y Cédulas Hipotecarias).

Es indudable que si los valores de las grandes empresas financieras privadas se ofrecieran libremente al público, si los bonos oficiales fueran significativamente más rentables y existiera un mecanismo que los hiciera fácilmente liquidables a un costo moderado, una buena parte

de los recursos captados en esa forma de activos líquidos sería invertida en los valores mencionados, es decir, que existe una estrecha relación entre la disponibilidad de ahorros en forma de activos líquidos y el volumen que pueden alcanzar las operaciones del Mercado de Capitales.

Como hemos mencionado en este trabajo, no es posible crear las instituciones del Mercado de Capitales si no se cuenta con una disponibilidad de ahorros que haga rentables sus operaciones, en este sentido, el monto de los activos financieros líquidos es un indicador del volumen de ahorros que puede orientarse hacia la inversión en títulos valores, siempre que éstos sean emitidos y ofrecidos en las condiciones que hemos señalado antes. Como estas inversiones estimularían el desarrollo económico, el ahorro nacional tendería a crecer y, consecuentemente, el Mercado de Capitales podría movilizar un mayor volumen de recursos.

I. FUENTES DE FONDOS

El Sector Privado no Financiero dispone de cuatro fuentes de recursos. sus propios ahorros, los préstamos netos de las instituciones financieras, el crédito neto del Sector Público y las entradas netas de capital privado extranjero.

a) El Ahorro Bruto del Sector Privado

El Ahorro del Sector Privado está formado por el ahorro de las familias más el ahorro de las empresas. El primero se puede calcular deduciendo de los ingresos personales los impuestos directos y los gastos de consumo. El ahorro de las empresas, en cambio, se obtiene restando de las utilidades brutas los impuestos y los dividendos pagados, o lo que es lo mismo, sumando las reservas para depreciación con las utilidades no distribuidas. En este caso, el ahorro privado del país en un período determinado, será igual al cambio neto que los activos de las familias y empresas experimenten en el mismo lapso, es decir, que este método supone la existencia de los balances de todas las personas y empresas, lo cual es prácticamente imposible de conseguir.

Afortunadamente, el ahorro interno bruto se puede obtener de la Cuenta del Gasto del Producto Territorial Bruto y de la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos, aunque sea en forma residual.

Si nuestra economía fuera cerrada, sin intercambio comercial e inversiones con otros países, el ahorro interno bruto sería igual a la inversión real bruta que aparece en la Cuenta del Gasto del Producto Territorial Bruto, ya que todos los activos financieros adquiridos por unos sectores son al mismo tiempo pasivos de otras personas o empresas. Los intermediarios financieros pueden aceptar depósitos y otros cargos (que son activos

financieros de otros sectores) y otorgar crédito en diversas formas (que son obligaciones financieras de los prestatarios), lo mismo puede decirse de los activos financieros en forma de títulos valores de las empresas o del gobierno, que como sabemos representan obligaciones de las entidades emisoras.

Pero como la economía salvadoreña mantiene relaciones comerciales y de inversión con el exterior, el ahorro interno bruto es igual a la inversión real bruta menos el financiamiento neto de fuentes extranjeras. El cambio neto de los activos y pasivos sobre el exterior se obtiene de la cuenta de bienes y servicios de la Balanza de Pagos, ya que un exceso de las exportaciones sobre las importaciones significa la reducción de los pasivos o el incremento de los activos sobre el exterior, en tanto que un aumento neto de las importaciones ocasiona un efecto inverso, dicho de otro modo, un saldo favorable de la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos significa una salida de capital y, al contrario, un déficit representa una entrada de recursos externos.

Una vez obtenido el ahorro interno bruto, podemos obtener el ahorro bruto del sector privado, restando del primero el ahorro bruto del sector público. Este último es relativamente fácil de calcular, ya que es igual al exceso de los ingresos corrientes sobre los egresos corrientes del Gobierno Central, de los municipios y de las instituciones oficiales autónomas, es decir, excluyendo las transferencias de capital y las operaciones de la deuda pública.

Sin embargo, aunque el cálculo es teóricamente correcto, es necesario señalar las posibles fuentes de errores u omisiones

1. El cálculo de la inversión interna bruta difícilmente incluye todas las inversiones que las personas y empresas hacen en forma directa, como son las construcciones o ampliaciones pequeñas, los incrementos de inventarios agrícolas y ganaderos, etc.
2. El cálculo de las exportaciones e importaciones de mercaderías es bastante confiable, aunque no incluye el contrabando, pero en lo que respecta a los servicios, las cifras disponibles incluyen varios rubros estimados, por ejemplo, los gastos de viajes internacionales.
3. El ahorro del Sector Público del período 1961-1962 es bastante menor que el de los años 1963-1971, lo cual con seguridad se debe a las distintas metodologías utilizadas en los cálculos respectivos. Las primeras cifras fueron tomadas del estudio del Profesor Bernstein, en tanto que las últimas fueron proporcionadas por el Banco Central, de acuerdo con las investigaciones que realizamos al respecto, la explicación más razonable es que en la primera estimación

no se incluyó una parte o el total del ahorro de las empresas públicas que se han considerado en el cálculo del Banco Central, lamentablemente, en esta institución no disponen de los datos de esos años y tuvimos que conformarnos con los del Informe Berstein.

b) Los Préstamos Netos del Sector Financiero

Las estadísticas disponibles de las operaciones del sector financiero son altamente confiables, ya que son elaboradas bajo la supervisión de la Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras que funciona adscrita al Banco Central de Reserva.

1. Los datos del Banco Central de Reserva se tomaron de los activos y pasivos que se publican en la Revista Mensual de esa institución. La cifra que aparece en nuestro Cuadro representa los incrementos anuales del crédito que el Banco Central otorga a las instituciones financieras privadas (Créditos e Inversiones Rubro II-2), excluyendo los que canaliza a través de los bancos comerciales que se consideran en el siguiente rubro, se han incluido los créditos otorgados con recursos externos porque no se han considerado en las entradas de capital privado que presentamos más abajo (rubro D) del Cuadro.
2. El crédito neto de los bancos comerciales e Hipotecario al sector privado es igual al incremento anual de los préstamos con recursos propios y con fondos proporcionados por el Banco Central de Reserva, más el incremento de sus inversiones en valores privados, como en las cifras referentes al Banco Central excluimos los recursos que esa institución canaliza a través del sistema bancario, no incurrimos en duplicación al incluirlo en las operaciones de la banca comercial.

Al igual que los datos del rubro anterior, éstos han sido tomados de la Revista Mensual del Banco Central, del cuadro Activos y Pasivos de los Bancos Comerciales e Hipotecario, rubro IV, Créditos e Inversiones.

3. En los préstamos netos que otorgan las Asociaciones de Ahorro y Préstamos al sector privado, se han incluido los que otorgan con recursos proporcionados por la Financiera Nacional de la Vivienda, la cual, a su vez, los obtiene del Gobierno Central, del Banco Central y de fuentes externas. Tampoco en este caso existe duplicación de cifras porque, como ya explicamos, no están incluidas en los créditos del Banco Central, por su parte, los recursos que la Financiera obtiene en el exterior son parte de la deuda pública y, por lo tanto, no se han computado en el financiamiento privado externo.

Los datos de estas instituciones se pueden comprobar en el Estado Consolidado de la Financiera Nacional de la Vivienda y de las Asociaciones de Ahorro y Préstamo que se publica en la revista Mensual del Banco Central, Rubro II, Créditos al Sector Privado.

4. El financiamiento neto que las instituciones de seguros y capitalización proporcionan al sector privado no se pudo establecer con el grado de exactitud de los otros rubros de este apartado. Los únicos datos disponibles se encuentran en el Balance Consolidado que se publica en el Boletín Estadístico de la Superintendencia de Bancos, como puede apreciarse en el Cuadro V-26 no se encontró toda la información de los años 1961-1963, además, fue hasta 1965 que se incluyeron las instituciones de capitalización en el mencionado Balance, lo cual explica el extraordinario incremento que tuvieron en ese año.
5. Por último, hemos considerado el financiamiento neto de la Financiera de Desarrollo e Inversión, entidad privada a la cual le hemos restado los créditos que otorga con recursos del Banco Central de Reserva y de otros bancos extranjeros, ya que esas cifras se han considerado en el crédito del Banco Central y en las entradas de capital privado.

c) El crédito del Sector Público

El crédito que el Sector Público proporciona al Sector Privado corresponde a las inversiones financieras que comentamos en el Capítulo III, cuando analizamos el financiamiento de los planes de desarrollo económico que se han formulado en El Salvador.

En este rubro debe considerarse el crédito canalizado a través de la Administración de Bienestar Campesino, Instituto Salvadoreño de Fomento Industrial, Financiera Nacional de la Vivienda, Federación de Cajas de Crédito y Compañía Salvadoreña de Café.

Los datos relacionados con la ABC, el INSAFI y la FNV se han tomado de los Indicadores Económicos y Sociales de CONAPLAN (Cuadros de Inversión Pública), excepto los del período 1961-1963 que fueron elaborados en base a las memorias anuales de las dos primeras instituciones. Como explicamos antes, las cifras relacionadas con la Financiera Nacional de la Vivienda ya se incluyeron en el crédito de las Asociaciones de Ahorro y Préstamo, razón por la que se excluyen en este cálculo a partir de 1966, en lo que respecta a la Federación de Cajas de Crédito y la Compañía Salvadoreña del Café, no fue posible establecer con claridad sus datos correspondientes, razón por la que no se tomaron en cuenta.

d) Entradas Netas de Capital Privado Extranjero

La información sobre los ingresos netos de capitales extranjeros se obtuvo en la forma que presentamos en la Sección de Balanza de Pagos del Banco Central de Reserva, pero se puede comprobar en las cifras que se publican en la Revista Mensual del Banco Central. Para ello, basta eliminar de las Transacciones de Capital Privado e Instituciones Oficiales Autónomas los pasivos a largo plazo del Sector Oficial (rubro C-12-b), el capital privado a corto plazo de nuestro Cuadro es igual al saldo neto de los activos y pasivos a corto plazo de la Balanza de Pagos (rubros C-II y C-13), por último, el saldo neto de las inversiones directas y del capital privado a largo plazo (préstamos) que nosotros detallamos, se puede obtener consolidando los activos y pasivos a largo plazo del Sector Privado (rubros C-10 y C-12-a).

A pesar de que estas cifras han sido elaboradas cuidadosamente de acuerdo con las técnicas recomendadas por el Fondo Monetario Internacional y que, además, el Banco Central mantiene un estricto control de los flujos internacionales de capital privado, es en este rubro donde más posibilidades hay de incurrir en errores y omisiones, ya que existen muchas formas de burlar los controles de cambios, es decir, de movilizar capitales sin conocimiento de las autoridades monetarias.

II. USO DE FONDOS

Como mencionamos arriba, el sector privado utiliza la mayor parte de sus recursos para adquirir activos fijos y financiar las variaciones de inventarios; la otra parte la mantiene en efectivo, en otros activos financieros líquidos y en títulos valores o la destina a la adquisición de contratos de seguro y de capitalización.

En términos generales, la información sobre la utilización de los recursos financieros es más confiable que la referente a las fuentes de financiamiento, ya que las estadísticas sobre estos rubros se han elaborado en forma más cuidadosa.

a) Activos Fijos y Variación de Inventarios

Las cifras de este rubro se han tomado de la Cuenta del Gasto del Producto Territorial Bruto y han sido elaboradas por la Sección de Cuentas Nacionales del Banco Central de Reserva. Estas cifras incluyen un margen de estimaciones, debido a que algunos sectores no informan sus actividades, por ejemplo, los agricultores, artesanos, pequeños comerciantes, etc.

b) Activos Financieros

Las inversiones financieras que realiza el Sector Privado no Financiero son las que mejor hemos identificado, gracias a la excelente información estadística que se dispone sobre ellas.

1. Activos Financieros del Sector Bancario

Este rubro representa las incrementos anuales de las tenencias en efectivo (monedas y billetes), en depósitos bancarios (a la vista, de ahorro, a plazo y en divisas) y en Cédulas Hipotecarias.

Las cifras relativas al numerario en poder del público y los depósitos bancarios se han obtenido del Estado Consolidado del Sistema Bancario de El Salvador que se publica en la Revista Mensual del Banco Central (rubro V-1, V-2-a, VI-2 y VI-3).

2. Activos Financieros de las Asociaciones de Ahorro y Préstamo

Estos activos del sector privado se encuentran en forma de depósitos de ahorro en las Asociaciones de Ahorro y Préstamo, y se han calculado en la misma forma que los depósitos bancarios (incrementos anuales). La fuente de esta información es también la Revista Mensual del Banco Central, Cuadro de Activos y Pasivos de las Asociaciones de Ahorro y Préstamo (rubro V-Depósitos de Ahorro). Para evitar duplicación de cifras se ha restado el incremento anual de los depósitos que las Asociaciones de Ahorro y Préstamo mantienen en los bancos privados (rubro I-2-Depósitos en Bancos del Sistema), ya que dichas cantidades fueron incluidas entre los Activos Financieros del Sector Bancario.

3. Activos de las Compañías de Seguros y Capitalización

Las obligaciones financieras que estas instituciones tienen con el público son las reservas matemáticas de los contratos de seguro y de las pólizas de capitalización. Las cifras que hemos incluido en nuestro cálculo son los incrementos anuales que aparecen en el Balance Consolidado que aparece en el Boletín Estadístico de la Superintendencia de Bancos.

Como podemos apreciar en el Cuadro V-26 no se encontró la información de los años 1961-1963, es importante señalar que el extraordinario incremento que corresponde a 1965, se debe a que en ese año se incluyeron por primera vez los datos de las compañías de capitalización.

c) Bonos del Sector Público

Las cifras de este rubro representan los incrementos anuales de las tenencias de bonos emitidos o garantizados por el Gobierno, en manos del sector privado. La fuente de estos datos, es el Cuadro V-2 de este trabajo.

d) Discrepancia Estadística

Como explicamos arriba, este rubro es el resultado residual de los errores u omisiones que señalamos al describir la metodología utilizada para el cálculo de cada cifra del Cuadro V-26.

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

A. CONCLUSIONES

A pesar de la amplitud de este trabajo, en esta parte trataremos de señalar los puntos que consideramos más importantes.

1. Para promover en forma acelerada el desarrollo económico y social de un país, es necesario que las autoridades económicas limiten el libre juego de las fuerzas del mercado, en el sentido de orientarlas hacia la consecución de las aspiraciones de los sectores mayoritarios de la población.

2. Si queremos que la acción del Estado sea lo más acertada posible, es necesario que el organismo central de planificación formule una política económica que ataque a fondo los problemas nacionales y que, además, la concrete en planes de desarrollo económico y social que asignen los recursos disponibles a las necesidades nacionales más apremiantes, de acuerdo al orden de prioridades considerado en los mismos planes.

3. La planificación económica no debe conformarse con que el ingreso nacional real crezca en mayor proporción que la población, es decir, con lograr el incremento del ingreso real per cápita, además, es necesario asegurar una mejor distribución del mismo, de manera que todos los estratos de la población gocen de un nivel de vida aceptable.

4. Para que los planes de desarrollo económico y social alcancen sus objetivos es necesario asegurar el financiamiento oportuno y suficiente de los proyectos de inversión que contienen. La programación de ese financiamiento se debe considerar cuidadosamente dentro de los planes de desarrollo, a fin de evitar la inclusión de proyectos irrealizables o su abandono por falta de recursos financieros.

5. La forma más sana de financiar los planes de desarrollo económico es con ahorros internos, complementados con recursos del exterior. El financiamiento externo debe utilizarse con moderación porque no podemos supeditar la ejecución de los planes de desarrollo al criterio de las instituciones internacionales de crédito o de los inversionistas foráneos y, además, porque debemos evitar la dependencia económica y política que generalmente se establece con los acreedores. El financiamiento interno debe utilizarse con igual cuidado para no provocar procesos inflacionarios, además, cuando la recaudación fiscal descansa principalmente en impuestos indirectos, como es el caso salvadoreño, se reduce el poder de compra de los sectores de menores ingresos y, en consecuencia, se afecta el consumo y se dificulta la formación del mercado interno tan necesario para la expansión de la producción manufacturera y los servicios.

6. En el caso de El Salvador, la necesidad de planificar el desarrollo económico y social surge con carácter urgente de los serios problemas que afectan su economía, dificultades que en conjunto determinan una situación de subdesarrollo económico y social. La gravedad del problema que se deduce de las cifras globales, alcanza ribetes dramáticos al considerar la inequitativa distribución de los recursos productivos y del ingreso que ellos generan.

7. Los planes de desarrollo económico y social que se han formulado en El Salvador (1965-1969 y 1968-1972) no contemplaron la formación de nuevas fuentes de ahorro, desatendieron la institucionalización de los existentes y omitieron la creación de instituciones especializadas en el financiamiento a largo plazo de las inversiones. Al conformarse el Estado con el volumen y la estructura del ahorro privado, y sobre todo al decidirse a cubrir sus deficiencias mediante las llamadas "inversiones financieras", se perdió una valiosa oportunidad de promover el desarrollo del Mercado de Capitales.

8. El medio más adecuado para promover la formación de ahorros internos, especialmente entre las familias, y para crear un ambiente que estimule la utilización de esos recursos en la ejecución de los proyectos de inversión que los planes de desarrollo asignan a la empresa privada, es un Mercado de Capitales que funcione de acuerdo a la realidad y a las necesidades de El Salvador.

9. Las instituciones del Mercado de Capitales pueden contribuir a la promoción del desarrollo económico y social del país; para lograrlo, basta que canalicen sus recursos de acuerdo a las prioridades de inversión que los planes de desarrollo señalan. El mecanismo más adecuado para esta labor es el control selectivo del crédito, a través del cual se orienta la utilización de los recursos financieros a inversiones productivas, otorgando las mejores condiciones y plazos a los proyectos de mayor importancia estratégica para el desarrollo del país.

10. Las operaciones del Mercado Financiero de El Salvador han alcanzado un volumen y una diversidad que permiten la separación del Mercado de Capitales y el Mercado Monetario, al especializarse los intermediarios financieros que operan en cada uno de ellos se logrará una mayor eficiencia y, lo que es más importante, un mejor uso de los escasos recursos financieros con que cuenta nuestra economía.

B. RECOMENDACIONES

Para que el Mercado Financiero supere la etapa monetaria en que se encuentra, es decir, para estimular el desarrollo de las instituciones e instrumentos del Mercado de Capitales, es necesario que las autoridades

encargadas de planificar el desarrollo económico y social de El Salvador reconozcan la importancia estratégica que el Mercado de Capitales puede tener en la promoción de dicho desarrollo y, naturalmente, que adopten las medidas adecuadas para convertirlo en uno de sus medios más importantes.

A continuación nos permitimos proponer una serie de recomendaciones que, a nuestro juicio, pueden ayudar a superar las deficiencias actuales del Mercado de Capitales de El Salvador, con la aclaración que no deben tomarse como la solución de un problema tan complejo, sino como un plan de acción inicial que debe revisarse y modificarse constantemente, de acuerdo con la realidad financiera del país.

1. En primer lugar se debe organizar la participación del Sector Público en el Mercado de Capitales y en el Mercado de Valores, para sentar las bases de la participación posterior del Sector Privado, a nuestro juicio, ello puede lograrse en la forma siguiente:

- a) El Gobierno Central y las Instituciones Oficiales Autónomas deben ponerse de acuerdo para que sus emisiones de bonos sean uniformes en lo que se refiere a plazos y tipos de interés, en el sentido de que los títulos de igual plazo tengan la misma rentabilidad.
- b) Las emisiones que se hagan para colocar en el Sector Privado deben cubrir una amplia gama de plazos y tipos de interés que satisfagan las necesidades de las diversas clases de inversionistas; por ejemplo, podría adoptarse la fórmula siguiente:

<u>PLAZO</u>	<u>INTERES ANUAL</u>
3 a 5 años	7.0% ó 7.5%
5 a 10 años	7.5% u 8.0%
10 a 15 años	8.0% u 8.5%
15 a 20 años	8.5% ó 9.0%

- c) Para retirar de la circulación los títulos que no reúnan las condiciones que se establezcan a través de un estudio del mercado, debe hacerse una emisión que puede denominarse "Bonos de Desarrollo Económico y Social de El Salvador". De preferencia, estos títulos deben emitirse por el Banco Central de Reserva, a fin de descongelar de su cartera de inversiones los recursos que le permitan adoptar medidas orientadas a darle liquidez a los valores oficiales y a las cédulas hipotecarias, además, dado el prestigio que el Banco Central tiene entre el público, es lógico suponer que sus bonos serán relativamente fáciles de colocar entre el Sector Privado.

- d) La forma en que el Banco Central de Reserva puede darle liquidez a los bonos del Sector Público y a las cédulas hipotecarias es la siguiente:
- 1) Otorgando redescuentos a los créditos que las instituciones financieras concedan con garantía de los valores mencionados. Para que esos créditos sean redescontables, deben liminarsse a un porcentaje del valor nominal de los bonos (por ejemplo el 80%), a condición que el tenedor los haya conservado un período determinado (de 1 a 5 años) según el plazo y al mismo tipo de interés del título, en esa forma el tenedor se verá obligado a conservar los bonos, pero podrá utilizar sus ahorros en caso de necesidad.
 - 11) Realizando operaciones de mercado abierto en base al valor actual de los bonos. El Banco Central compraría los títulos al precio del día y los vendería en una cantidad mayor que obligue al comprador a retenerlo un mínimo de tiempo para poder venderlo al mismo precio que lo adquirió, después de cumplido el tiempo mínimo de retención, que puede ser de tres meses a un año, podría venderlo con ganancia, dependiendo del tiempo que lo retenga, en todo caso, este mecanismo permitiría que el tenedor de los bonos obtuviera un rendimiento mínimo del 8% sobre el valor de compra, aunque el interés nominal del título sea menor. El procedimiento para determinar el valor actual de los bonos se explica detalladamente en el Apéndice Matemático de este trabajo.
- e) El Banco Central de Reserva debe buscar la forma de incrementar los recursos del Fondo de Desarrollo Económico y la contratación de créditos del exterior, a fin de compensar la actual escasez de financiamiento a largo plazo para fines de inversión. En el caso que hubieran recursos ociosos, se debe llegar a la promoción de proyectos de inversión, ya sea en forma directa o a través de las instituciones financieras oficiales y privadas.
- f) Las Instituciones Financieras Oficiales deben utilizar todos los recursos que sus leyes de creación les permitan. Por ejemplo, el INSAFI puede aceptar depósitos de ahorro y a plazo fijo del público, realizar operaciones de compra-venta de valores privados y oficiales por cuenta propia o ajena, administrar fideicomisos y aceptar depósitos a plazo fijo, identificables por clave, a favor de extranjeros.
- g) Debe crearse una Financiera Nacional de Desarrollo que coordine las operaciones actuales de las instituciones financieras oficiales. Posteriormente dicha institución asumiría el control del Mercado de Capitales, en la misma forma en que el Banco Central dirige el -

Mercado Monetario. La Financiera Nacional de Desarrollo tendría a su cargo el control de la cartera de inversiones de las financieras privadas y oficiales y de las compañías de seguros y capitalización, supervisaría las emisiones de bonos oficiales y privados, garantizaría los derechos de los tenedores de los títulos valores, etc.

2. La participación del Sector Privado en el Desarrollo del Mercado de Capitales es de mucha importancia, como hemos establecido en este trabajo, si dividimos la economía en tres sectores: Gobierno (que incluye las entidades autónomas), Empresas y Familias, las dos primeras desempeñan el papel de demandantes netos de recursos de capital a largo plazo para fines de inversión, en tanto que las familias aparecen como oferentes netos de dichos recursos (ahorros). Ahora bien, para que los empresarios realicen las inversiones que les asigna el plan de desarrollo, así como para que las familias proporcionen los recursos que se necesitan para financiar dichas inversiones, es necesario crear un ambiente que estimule a ambos sectores, es decir, que el inversionista tenga confianza en obtener utilidades aceptables y que el ahorrante esté seguro de poder recuperar fácilmente su dinero y, a la vez, de obtener intereses o dividendos que le compensen su esfuerzo.

Para lograr que el Sector Privado participe activamente en la organización del Mercado de Capitales, creemos que las autoridades monetarias deben hacer lo siguiente

- a) Desarrollar campañas de ahorro a nivel nacional que incluyan la divulgación de las necesidades financieras de los planes de desarrollo y la creación de nuevos sistemas de captación de ahorros (depósitos a través de las oficinas de correos y telégrafos, con unidades móviles, etc.)
- b) Crear instrumentos de crédito e inversión que sean aceptables a los ahorrantes e inversionistas financieros por un lado, y a los intermediarios financieros por el otro.
- c) Convencer a las empresas de mayor prestigio que deben iniciar la colocación de obligaciones y participaciones (acciones) fuera de los círculos que tradicionalmente los han adquirido. Con ello se logrará que algunas personas se inicien en las inversiones bursátiles y se establecerán las bases para el futuro desarrollo del Mercado de Valores.
- d) Facilitar la creación de instituciones que se especialicen en la promoción, captación y canalización de recursos a largo plazo para fines de inversión, en este aspecto debe aprovecharse la valiosa experiencia de entidades como la Financiera de Desarrollo e

Inversión, S. A. y las Asociaciones de Ahorro y Préstamo que funcionan dentro del sistema de la Financiera Nacional de la Vivienda.

- e) Aprovechar las operaciones de crédito y la promoción de proyectos de inversiones que realicen las financieras oficiales y privadas, para adquirir una parte de las acciones de las empresas beneficiarias. Esto permitirá que las instituciones financieras puedan supervisar mejor la utilización de los recursos que faciliten, dada su calidad de accionistas, posteriormente, cuando dichas acciones alcancen un nivel de rentabilidad adecuado, se ofrecerán al público de acuerdo a su valor de mercado.
- f) Estimular las Instituciones Financieras Oficiales para que organicen empresas de capital mixto, conservando la mayoría de las acciones. Al igual que en el caso anterior, cuando las nuevas empresas se vuelvan rentables, deberán venderse al público las acciones que reservó para sí la institución promotora del proyecto.
- g) Aprovechar las inversiones de extranjeros, para que, por lo menos, una parte del capital nacional sea promovido libremente entre el público. Esta recomendación es de fácil realización, ya que los inversionistas extranjeros están acostumbrados a que una parte de las acciones de sus empresas pertenezcan a inversionistas anónimos.

APENDICE MATEMATICO

UN PLAN PARA INICIAR LAS OPERACIONES DE MERCADO
ABIERTO DEL BANCO CENTRAL DE RESERVA

A. SUPUESTOS BASICOS

En todo este trabajo hemos sostenido que el poco interés mostrado por el Sector Privado (tanto inversionistas institucionales como ahorrantes individuales) en los Bonos del Sector Público y en las Cédulas Hipotecarias se debe a la amplitud de los plazos a que se emiten, a la baja tasa de rentabilidad y, principalmente, a la ausencia de mecanismos que garanticen un mínimo de liquidez a dichos valores, a nuestro entender, a menos que se establezcan amplios diferenciales con relación a las tasas de interés que pagan los depósitos bancarios y, además, que se encuentre un mecanismo que permita al tenedor de títulos recuperar sus ahorros, con facilidad y sin pérdidas cuantiosas, es irreal pretender que una empresa o persona comprometa sus ahorros a largo plazo sin tener la posibilidad de utilizarlos en caso necesario.

Dada la escasez de recursos que por definición sufren las instituciones emisoras de valores, es ilógico esperar que puedan satisfacer las exigencias de liquidez de sus títulos, por lo que corresponde al Banco Central de Reserva tomar las medidas adecuadas para iniciar las operaciones del Mercado de Valores, mediante la realización de transacciones de mercado abierto que proporcionen a las emisiones en circulación las características que tanta falta les hacen, como es una liquidez aceptable, una rentabilidad mayor que los depósitos bancarios y un precio mínimo de mercado. En este punto es bueno establecer claramente que la acción del Banco Central no debe supeditarse a consideraciones de pérdidas y ganancias en las operaciones de mercado abierto, sino que debe basarse en la urgencia de estimular el desarrollo del Mercado de Capitales y, a la vez, en la conveniencia de crear un instrumento de política monetaria capaz de influenciar el medio circulante, el volumen y el destino del crédito, el nivel de las tasas de interés, el ahorro y la inversión de las familias, la liquidez del sistema bancario, etc.

Para fijar los precios de compra y venta de valores que se aplicarían en las operaciones de mercado abierto del Banco Central debe hacerse un estudio completo del Mercado Financiero del país, sin embargo, nos permitimos sugerir los criterios que a nuestro juicio pueden servir de guía en tan delicada decisión:

1. Los tenedores de Bonos del Sector Público y de Cédulas Hipotecarias deben contar con un medio que les permita hacer efectivos dichos

títulos, aunque sea a un precio menor que el valor nominal de los mismos, pero sin caer tan bajo como los Bonos de la Dignidad Nacional que han sido transados hasta al 40% de su valor nominal.

2. La diferencia entre el valor nominal del título y el precio al que lo compraría el BCR debe reducirse continua y diariamente a medida que se aproxime su fecha de vencimiento, ocasión en la cual el precio de compra sería igual al valor nominal del Bono.

3. La diferencia entre el precio de compra y el valor nominal del título debe ser de una cuantía que obligue a los actuales tenedores de valores a retenerlos el mayor tiempo posible. Al respecto, nosotros creemos que no deben esperarse ventas masivas de bonos al BCR, pues si dichos valores fueron adquiridos sin ninguna promesa de recompra, no es razonable que sus dueños los vendan con pérdida sólo porque el Banco Central anuncie que los compra; en este punto vale la pena recordar que el público mantiene depósitos en los bancos basado en la confianza de poder retirarlos cuando los necesite, igualmente retendrá sus bonos al saber que puede liquidarlos en un momento dado.

4. El precio a que el BCR venda los títulos al público aumentará en la misma forma que el precio de compra, pero en cualquier fecha el precio de venta será mayor que el precio de compra correspondiente a ese día, de manera que el comprador tenga que esperar un período determinado para poder venderlo al precio que lo adquirió.

5. Las utilidades que los tenedores de bonos obtengan en las compras y ventas que realicen deben eximirse del pago de impuestos, en armonía con las exenciones que ya gozan los títulos emitidos o garantizados por el Estado.

6. Los intereses devengados por los títulos no se incluyen en los precios de compra y venta porque son pagados por la institución emisora; cuando la transacción no coincida con el pago de intereses, será el comprador quien se los cancele al vendedor, de acuerdo al período transcurrido desde el último pago efectuado por la entidad emisora.

7. Los tenedores de Bonos y Cédulas Hipotecarias deben obtener un rendimiento mínimo del 8% anual sobre el valor de compra, equivalente a los intereses más los diferenciales entre el precio de compra y el precio de venta.

B. PRECIO DE COMPRA

1. Para derivar la fórmula que utilizaremos en el cálculo del precio de compra supondremos que los títulos tienen las siguientes características:

- a. Son emitidos a 20 años de plazo
- b. Su valor nominal es \$100.00 y se redimen a la par.
- c. Los pagos de intereses se hacen por semestres vencidos.
- d. Los tenedores obtienen una rentabilidad mínima del 8% anual.
- e. Las compras se realizan el día que se pagan los intereses.

2. Como los bonos emitidos o garantizados por el Estado tienen una tasa de interés que varía del 5% al 7.5% anual (1), el precio de mercado será menor que su valor nominal o precio de amortización. Este valor de mercado es igual al valor actual del precio de amortización, más el valor actual de todos los intereses futuros hasta su fecha de amortización o vencimiento.

3. Dado que el valor nominal o precio de redención del bono (V) constituye una cantidad a pagar " n " períodos después del día de compra y que en el mercado rige una tasa de interés " i ", el valor actual o precio de compra (P) será encontrado por la fórmula general del descuento.

$$P = V(1 + i)^{-n} \quad (1)$$

Si sumamos y restamos " V " al segundo término de la ecuación (1) obtenemos:

$$P = V - V + V(1 + i)^{-n} \quad (2)$$

Y sacándole el factor común la convertimos en:

$$P = V - V \left[1 - (1 + i)^{-n} \right] \quad (3)$$

Por último, multiplicamos y dividimos toda la ecuación por " i ", la simplificamos y nos queda:

$$P = V - V_i \left[\frac{1 - (1 + i)^{-n}}{i} \right] \quad (4)$$

4. Por otro lado, los pagos de intereses al final de cada período, a una tasa nominal " r " diferente de la tasa de mercado " i ", constituyen la renta (R) de una anualidad ordinaria, cuyo valor actual se determina por la fórmula:

$$A_{\overline{n}|i} = R \left[\frac{1 - (1 + i)^{-n}}{i} \right] \quad (5)$$

(1) Ver detalle de emisiones en el Cuadro V-1 (Página 76). Los Bonos del IRA que son al 2% anual no se tomarían en cuenta en las operaciones de mercado abierto que realice el BCR.

Como la renta de un bono es igual al valor nominal (V) multiplicado por la tasa de interés del título (r):

$$R = Vr \quad (6)$$

Sustituimos (6) en (5) y obtenemos:

$$A_{\overline{n}|i} = Vr \left[\frac{1 - (1+i)^{-n}}{i} \right] \quad (7)$$

5. En consecuencia, el precio de compra (X) de un bono, en un día que se paguen intereses, es igual al valor actual de su valor nominal (P) más el valor actual de los pagos de intereses comprendidos entre el día que se efectúa la compra y la fecha de vencimiento del título ($A_{\overline{n}|i}$):

$$X = P + A_{\overline{n}|i} \quad (8)$$

Sustituyendo (4) y (7) en (8), encontramos que el precio de mercado del bono, en un día que se paguen intereses, es:

$$X = V - Vi \left[\frac{1 - (1+i)^{-n}}{i} \right] + Vr \left[\frac{1 - (1+i)^{-n}}{i} \right] \quad (9)$$

Y sacando factor común la transformamos en

$$X = V + (Vr - Vi) \left[\frac{1 - (1+i)^{-n}}{i} \right] \quad (10)$$

Que también puede escribirse:

$$X = V + (Vr - Vi)A_{\overline{n}|i} \quad (11)$$

6. La aplicación de la fórmula es sumamente sencilla, ya que los valores correspondientes a " $A_{\overline{n}|i}$ " se encuentran en las tablas que se utilizan para calcular el valor actual de las anualidades.

Por ejemplo, para calcular el precio de compra el día de emisión de un bono a 20 años de plazo, al 7.5% anual pagaderos por semestres vencidos, que se desea rinda una tasa efectiva del 8%, realizamos lo siguiente:

a) Obtenemos los datos de la ecuación (11):

$$\begin{aligned} V &= 100 \\ r &= 3.75\% \text{ semestral} \\ i &= 4.00\% \text{ semestral} \\ n &= 40 \text{ semestres} \\ A_{40 \ 0.04} &= 19.79277388 \end{aligned}$$

CUADRO A - 1

PRECIOS DE COMPRA QUE SE APLICARAN EL DIA DE LA EMISION

A BONOS QUE SE QUIERE RINDAN EL 8%

(Bonos de \$100.00 a 20 Años de Plazo)

Semestres	TASAS NOMINALES DE INTERES			
	7.5%	7%	6%	5%
0	95.05	90.10	80.21	70.31
1	95.10	90.21	80.42	70.62
2	95.16	90.32	80.63	70.95
3	95.21	90.43	80.86	71.29
4	95.27	90.55	81.09	71.64
5	95.33	90.67	81.34	72.00
6	95.40	90.79	81.59	72.38
7	95.46	90.93	81.85	72.78
8	95.53	91.06	82.13	73.19
9	95.60	91.21	82.41	73.62
10	95.68	91.35	82.71	74.06
11	95.75	91.51	83.02	74.52
12	95.83	91.67	83.34	75.00
13	95.92	91.84	83.67	75.51
14	96.00	92.01	84.02	76.03
15	96.09	92.19	84.38	76.57
16	96.19	92.38	84.75	77.13
17	96.29	92.57	85.14	77.71
18	96.39	92.77	85.55	78.32
19	96.49	92.99	85.97	78.96
20	96.60	93.20	86.41	79.61
21	96.72	93.43	86.87	80.30
22	96.84	93.67	87.34	81.01
23	96.96	93.92	87.83	81.75
24	97.09	94.17	88.35	82.52
25	97.22	94.44	88.88	83.32
26	97.36	94.72	89.44	84.16
27	97.50	95.01	90.01	85.02
28	97.65	95.31	90.61	85.92
29	97.81	95.62	91.24	86.86
30	97.97	95.94	91.89	87.83
31	98.14	96.28	92.56	88.85
32	98.32	96.63	93.27	89.90
33	98.50	97.00	94.00	91.00
34	98.69	97.38	94.76	92.14
35	98.89	97.77	95.55	93.32
36	99.09	98.19	96.37	94.56
37	99.31	98.61	97.22	95.84
38	99.53	99.06	98.11	97.17
39	99.76	99.52	99.04	98.56
40	100.00	100.00	100.00	100.00

b) Los sustituimos en la fórmula.

$$\begin{aligned}
 X &= 100 + (100 \times 0.0375 - 100 \times 0.04)(19.79277388) \\
 X &= 100 + (3.75 - 4.00)(19.79277388) \\
 X &= 100 + (-0.25)(19.79277388) \\
 X &= 100 - (0.25)(19.79277388) \\
 X &= 100 - 4.94819347 \\
 X &= 95.05180653
 \end{aligned}$$

7. Siguiendo el mismo procedimiento, en el Cuadro A-1 determinamos los precios de compra para emisiones con distinto tipo de interés, en los días que se paguen intereses, en el supuesto que deben rendir una tasa efectiva del 8%.

C. PRECIOS DE VENTA

Como señalamos arriba, los precios a que el BCR compre o venda títulos al público no deben determinarse con la finalidad de obtener utilidades. Una vez calculados los precios de compra, en la forma explicada en el literal anterior, los precios de venta se calcularán con la finalidad de establecer el período mínimo que el tenedor de los títulos debe conservarlos para no perder, si el BCR quiere que el comprador retenga los bonos un año para tener derecho a ganar el 8% anual que hemos propuesto, venderá los bonos al precio que los estará comprando dentro de un año. Por ejemplo, un bono al 7.5% que vence dentro de 5 años es comprado por el BCR en \$97.97 y es vendido en la misma fecha en \$98.32, en esa forma, el comprador deberá esperar un año para que el BCR se lo compre al precio que se lo vendió y ganará un interés menor del 8% en ese año, pero en los cuatro restantes obtendrá el 8%.

Al igual que en los precios de compra, lo que aquí proponemos es la forma de establecer los precios de venta, pues como dijimos antes, los niveles de precios deben establecerse en base a un estudio completo del Mercado Financiero.

BIBLIOGRAFIA

- GERALD M. MEIER y ROBERT E. BALDWIN. Desarrollo Económico Editorial Aguilar, S. A. Madrid, 1964.
- JEAN ROMEUF. Diccionario de Ciencias Económicas. Editorial Labor Barcelona, 1966.
- JORGE ALBERTO ESCOBAR. Elementos Análíticos de Política Financiera para el Desarrollo Económico. Universidad de El Salvador, Facultad de Ciencias Económicas. Edición Mimeografiada. San Salvador, 1969.
- JOSE ANDRES DE OTEYZA. Políticas de Fomento de los Mercados de Capitales. CEMLA. México, 1971.
- ANTONIO PALACIOS. Mercado de Capitales. CEMLA, Edición Mimeografiada. México, 1969.
- MILIC KYBAL. Política de Mercados de Capitales. Ponencia presentada en la X Reunión de Técnicos de Bancos Centrales del Continente Americano. Edición Mimeografiada. Caracas, 1971.
- PETER G. FOUSEK. Los instrumentos de Política Monetaria. CEMLA. México, 1959.
- JOHN S. DE BEARS. Instrumentos del Mercado de Capitales en Puerto Rico. Banco de la República. Bogotá, 1957.
- BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA. Instrumentos del Mercado de Capitales. Banco de la República. Bogotá, 1957.
- LETICIA ESCALANTE DE CAMPOS. La Sociedad Anónima en el Proceso de Desarrollo en El Salvador. Universidad de El Salvador, Facultad de Ciencias Económicas. Edición Mimeografiada. San Salvador, 1971.
- CEMLA. Los Mercados de Capitales en América Latina. CEMLA. México, 1966.
- BCIE. Un Mercado de Capitales Centroamericano. Dos Estudios CEMLA, México, 1967.
- ANTONIN BASCH. El Mercado de Capitales en México. CEMLA. México, 1968.

- ANTONIN BASCH. El Mercado de Capitales en Colombia. CEMLA. México, 1968.
- CEMLA. El Mercado de Capitales en Venezuela. CEMLA. México, 1968.
- CEMLA. El Mercado de Capitales en Perú. CEMLA. México, 1968.
- CEMLA. El Mercado de Capitales en Argentina. CEMLA. México, 1968.
- ERNESTO PINO QUINTANA. Matemáticas Financieras. Universidad de El Salvador, Facultad de Ciencias Económicas. Edición Mimeografiada San Salvador, 1967.
- FRANK AYRES, Jr. Matemáticas Financieras. Editado por Libros McGraw-Hill de México, S. A. de C. V. Impreso por Carbajal y Cía. Bogotá, 1971.
- CCNAPLAN. Plan de la Nación para el Desarrollo Económico y Social 1965-1969. Imprenta Nacional. San Salvador, 1968.
- CONAPLAN. Plan de Desarrollo Económico y Social 1968-1972. Imprenta Nacional. San Salvador, 1968.
- CONAPLAN. Indicadores Económicos y Sociales.
- BANCO CENTRAL DE RESERVA. Revista Mensual.