

UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR  
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS



"Evaluación de la Política de Tasas de  
Interes en el Salvador durante  
el período 1970 - 1982"

Trabajo de Graduación presentado por

JOSE LUIS HERNANDEZ NUÑEZ

RAFAEL ANTONIO ABREGO PARADA

Para optar al grado de:

**LICENCIADO EN ECONOMIA**

Diciembre de 1985

San Salvador,



Centro América

T  
332.82  
H557e



UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR

DR. MIGUEL ANGEL PARADA

RECTOR

DRA. ANA GLORIA CASTANEDA PADILLA

SECRETARIO GENERAL

FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS

LIC: CARLOS HUMBERTO HENRIQUEZ  
DECANO

LIC: JOSE FERNANDO FLORES

SECRETARIO

TRIBUNAL EXAMINADOR

PRESIDENTE : LIC: LUIS ADALBERTO CANJURA

PRIMER VOCAL : LIC: DANIEL PALMA BLANCO

SEGUNDO VOCAL : LIC: SARBELIO ARMANDO GIROM

## INDICE DE CONTENIDO

	PAGINA
INTRODUCCION	i
CAPITULO I	
EVOLUCION HISTORICA DEL SIGNIFICADO Y ALCANCE DE LA TEORIA Y POLITICA MONETARIA	
A. LA TEORIA Y LA POLITICA MONETARIA CLASICA Y NEOCLASICA	1
B. LA TEORIA Y LA POLITICA MONETARIA KEYNESIANA	16
C. LA TEORIA Y LA POLITICA MONETARIA NEOCUANTITATIVISTA	28
D. LA TEORIA Y LA POLITICA MONETARIA CONTEMPORANEA	34
CAPITULO II	
EVOLUCION HISTORICA DEL CONCEPTO DE TASA DE INTERES	
A. LA TASA DE INTERES SEGUN LA TEORIA CLASICA	44
B. LA TASA DE INTERES SEGUN LA TEORIA NEOCLASICA	46
C. LA TASA DE INTERES SEGUN LA TEORIA KEYNESIANA	48
D. LA TASA DE INTERES SEGUN LA TEORIA NEOCUANTITATIVISTA	51
E. LA TASA DE INTERES SEGUN LA TEORIA NEOLIBERAL	53
CAPITULO III	
LA POLITICA DE TASAS DE INTERES	
A. DEFINICION DE LA POLITICA DE TASAS DE INTERES	56
B. LA FUNCION DE LA TASA DE INTERES DENTRO DE LA ECONOMIA	58
C. LA POLITICA DE TASAS DE INTERES	65
1. La Política de Tasas de Interés en los Países Desarrollados	65
2. La Política de Tasas de Interés en los Países Sub-desarrollados.	66

	PAGINA
D. UNA POLITICA DE TASAS DE INTERES PARA EL SALVADOR	69

#### CAPITULO IV

EXPERIENCIA SOBRE EL MANEJO DE LA TASA DE INTERES EN EL SALVADOR DURANTE EL PERIODO 1968- 1982	72
A. PERIODO 1968-1973	73
B. PERIODO 1974-1975	75
C. PERIODO 1976-1977	81
D. PERIODO 1978-1982	87
RESUMEN	99

#### CAPITULO V

EVALUACION DE LA POLITICA DE TASAS DE INTERES EN EL SALVADOR DURANTE EL PERIODO 1970 -1982	106
1. EFECTOS DE LAS TASAS DE INTERES SOBRE LAS OPERACIONES PASIVAS Y ACTIVAS DE LOS BANCOS COMERCIALES E HIPOTE- CARIO.	108
A. OPERACIONES PASIVAS	108
B. OPERACIONES ACTIVAS	119
2. INFLUENCIA SOBRE EL AHORRO INTERNO BRUTO	124
A. ASPECTOS GENERALES DEL AHORRO INTERNO BRUTO	127
B. INFLUENCIA DE LAS TASAS PASIVAS DE INTERES SOBRE EL AHORRO PRIVADO	130
3. INFLUENCIA DE LA TASA DE INTERES SOBRE LA FORMACION DE CAPITAL FIJO	142
A. INFLUENCIA DE LAS TASAS ACTIVAS DE INTERES SOBRE LA INVERSION	143

CAPITULO VI  
CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

A. CONCLUSIONES	154
B. RECOMENDACIONES	163
BIBLIOGRAFIA	167

## INDICE DE TABLAS

	PAGINA
TABLA No. 1 ESTRUCTURA DE LAS TASAS DE INTERES PARA LAS OPERACIONES PASIVAS Y ACTIVAS DEL - SISTEMA FINANCIERO VIGENTES DURANTE EL PERIODO 1968-1973.	73
TABLA No. 2 ESTRUCTURA DE LAS TASAS DE INTERES PARA LAS OPERACIONES ACTIVAS DEL BANCO CENTRAL DE RESERVA, SEGUN REFORMA 1973	74
TABLA No. 3 ESTRUCTURA DE LAS TASAS DE INTERES PARA - LAS OPERACIONES PASIVAS Y ACTIVAS DEL SIS- TEMA FINANCIERO, SEGUN REFORMA DE FEBRERO 1974.	76
TABLA No. 4 ESTRUCTURA DE LAS TASAS DE INTERES PARA - LAS OPERACIONES ACTIVAS DEL BANCO CENTRAL DE RESERVA, SEGUN REFORMA DE JULIO 1974	78
TABLA No. 5 ESTRUCTURA DE LAS TASAS DE INTERES PARA - LAS OPERACIONES ACTIVAS DEL BANCO CENTRAL DE RESERVA, SEGUN REFORMA DE 1975	80
TABLA No. 6 ESTRUCTURA DE LAS TASAS DE INTERES SOBRE OPERACIONES PASIVAS Y ACTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO, SEGUN REFORMA DE ABRIL 1976.	82
TABLA No. 7 ESTRUCTURA DE LAS TASAS DE INTERES PARA - LAS OPERACIONES ACTIVAS DEL BANCO CENTRAL DE RESERVA, SEGUN REFORMA DE 1977	87

TABLA No. 8	ESTRUCTURA DE LAS TASAS DE INTERES PARA LAS OPERACIONES PASIVAS DE LOS BANCOS COMERCIALES E HIPOTECARIO Y ASOCIACIONES DE AHORRO Y PRESTAMOS, SEGUN REFORMA DE JULIO 1978	89
TABLA No. 9	ESTRUCTURA DE LAS TASAS DE INTERES PARA LAS OPERACIONES PASIVAS Y ACTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO, SEGUN REFORMA DE SEPTIEMBRE 1978.	90
TABLA No. 10	ESTRUCTURA DE LAS TASAS DE INTERES SOBRE OPERACIONES PASIVAS Y ACTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO, SEGUN REFORMA DE FEBRERO 1982.	95

## INDICE DE CUADROS

	PAGINA
CUADRO No. 1 TASAS DE INTERES NOMINALES Y REALES SOBRE LOS DEPOSITOS EN EL SALVADOR	101
CUADRO No. 2 TASAS DE INTERES NOMINALES Y REALES SOBRE LOS CREDITOS EN EL SALVADOR EN PORCENTAJES.	102
CUADRO No. 3 COMPARACION DE LAS TASAS PASIVAS DE INTE- RES EN EL SALVADOR CON LA TASA DE DEPOSI- TOS EN EURODOLARES DEL MERCADO DE LONDRES (LIBOR).	104
CUADRO No. 4 COMPARACION DE LAS TASAS PASIVAS DE INTERES CON LAS TASAS INTERNACIONALES PARA LOS CER- TIFICADOS DE DEPOSITOS	105
CUADRO No. 5 EL SALVADOR PRINCIPALES INDICADORES DEL COM- PORTAMIENTO DE LOS PRECIOS.	110
CUADRO No. 6 MEDIOS DE PAGO TOTALES EN MONEDA DE VALOR - CONSTANTE (AÑO BASE: 1972 = 100).	111
CUADRO No. 7 MEDIO CIRCULANTE EN MONEDA DE VALOR CONSTAN- TE (AÑO BASE: 1972= 100).	113
CUADRO No. 8 CUASIDINERO EN MONEDA DE VALOR CONSTANTE, - (AÑO BASE: 1972 = 100).	114
CUADRO No. 9 RELACION ENTRE LOS MEDIOS DE PAGO Y EL PRO- DUCTO TERRITORIAL BRUTO, AMBOS A PRECIOS DE 1972.	117
CUADRO No. 10 RELACION ENTRE LOS DEPOSITOS Y EL PRODUCTO TERRITORIAL BRUTO, AMBOS A PRECIOS DE 1972.	118

CUADRO No. 11	CREDITO E INVERSIONES CON RECURSOS PRO- PIOS, EN MONEDA DE VALOR CONSTANTE, BAN- COS COMERCIALES, BANCO HIPOTECARIO Y A- SOCIACIONES DE AHORRO Y PRESTAMO (AÑO BASE: 1972 = 100).	121
CUADRO No. 12	CREDITO E INVERSION TOTAL, EN MONEDA DE VALOR CONSTANTE (AÑO BASE: 1972=100).	122
CUADRO No. 13	RELACION ENTRE EL CREDITO E INVERSION - CON RECURSOS PROPIOS Y EL PRODUCTO TE- RRITORIAL BRUTO, AMBOS A PRECIOS DE 1972.	125
CUADRO No. 14	RELACION ENTRE EL CREDITO E INVERSION - TOTAL Y EL PRODUCTO TERRITORIAL BRUTO, AMBOS A PRECIOS DE 1972.	126
CUADRO No. 15	ESTRUCTURA Y PARTICIPACION DEL AHORRO INTERNO BRUTO DURANTE EL PERIODO 1970-1982, EN MONEDA DE VALOR CORRIENTE.	129
CUADRO No. 16	RELACIÓN ENTRE EL AHORRO INTERNO BRUTO Y EL PRODUCTO TERRITORIAL BRUTO, EN MO- NEDA DE VALOR CORRIENTE	131
CUADRO No. 17	CRECIMIENTO DEL AHORRO INTERNO BRUTO Y SU PARTICIPACION EN EL PTB DURANTE EL PERIODO 1970-1982, EN MONEDA DE VALOR CONSTANTE (AÑO BASE: 1972 = 100).	132
CUADRO No. 18	PARTICIPACION Y CRECIMIENTO DEL AHORRO DOMESTICO DURANTE EL PERIODO DE 1973-1982, EN MONEDA DE VALOR CORRIENTE.	134

CUADRO No. 19	CRECIMIENTO DEL AHORRO DOMESTICO DURANTE EL PERIODO 1973-1982, EN MONEDA DE VALOR CONSTANTE (AÑO BASE. 1972 = 100).	135
CUADRO No. 20	COMPARACION DE LOS INCREMENTOS ANUALES - DEL AHORRO FINANCIERO CON EL AHORRO PRIVADO GENERADO EN LA ECONOMIA, DURANTE EL PERIODO 1973-1982, EN MONEDA DE VALOR - CONSTANTE (AÑO BASE: 1972 = 100).	137
CUADRO No. 21	CRECIMIENTO DE LA FORMACION DE CAPITAL FIJO PRIVADA Y PUBLICA DURANTE LOS AÑOS DE 1970 A 1982, EN CIFRAS ABSOLUTAS Y - PORCENTAJES (PRECIOS CORRIENTES).	145
CUADRO No. 22	CRECIMIENTO DE LA FORMACION DE CAPITAL FIJO DURANTE EL PERIODO 1970-1982, EN - MONEDA DE VALOR CONSTANTE (AÑO BASE. 1972=100).	146
CUADRO No. 23	CRECIMIENTO Y CONTRIBUCION DE LA FORMA- CION DE CAPITAL FIJO COMPARADA CON EL PTB EN CIFRAS ABSOLUTAS Y PORCENTAJES DURANTE EL PERIODO 1970-1982, EN MONEDA DE VALOR CONSTANTE (AÑO BASE: 1972=100).	148
CUADRO No. 24	CRECIMIENTO DE LA FORMACION DE CAPITAL FIJO Y EL PTB DURANTE LOS AÑOS 1970-1982, EN CIFRAS ABSOLUTAS Y PORCENTAJES (PRE- CIOS CORRIENTES).	149

## INTRODUCCIÓN

La importancia económica de la tasa de interés se puede apreciar desde dos puntos de vista la del que obtiene recursos prestados para invertir y la del que ahorra con miras a obtener un beneficio en el futuro. Para el primero, la tasa de interés significa el pago que debe efectuar por la utilización de recursos financieros ajenos, así como la rentabilidad mínima que debe obtener con los recursos prestados, para no sufrir pérdidas en la inversión realizada. Para los segundos o sea el ahorrante, la tasa de interés representa su remuneración o premio por diferir el consumo, sacrificio que hace porque espera consumir más en el futuro, pues además de conservar sus ahorros tendrá lo que reciba en concepto de intereses, aumentando su capital en función del nivel de las tasas de interés.

En El Salvador, cuya estructura financiera es propia de un país subdesarrollado, la política de tasas de interés, ha estado orientada a estimular el desarrollo económico, prevaleciendo tasas de interés - de subsidio fijadas por las autoridades monetarias a niveles inferiores de la tasa de inflación, protectoras especialmente del sector agricola, principal generador de divisas en la economía.

El mecanismo utilizado para la determinación de la tasa de interés ha sido el de administrarlas a través de una autoridad monetaria, lo cual ha permitido a ésta ejercer un mayor control sobre el mercado financiero, por cuanto que está en capacidad de establecer la remun-

ración del ahorro y el costo del crédito.

El presente estudio está orientado a profundizar sobre la situación que se da cuando las tasas de interés son administradas por las autoridades monetarias, evaluando la conducción de la política de tasas de interés durante el período 1970-1982. Entendiéndose por política de tasas de interés aquel conjunto de medidas adoptadas por las autoridades monetarias con el objeto de influir, por un lado, en la captación de recursos financieros, estimulando a los depositantes con tasas atractivas de interés que remuneren adecuadamente los instrumentos de ahorro del sistema financiero y, por otra parte, en regular la asignación de los recursos financieros entre los distintos sectores - de la economía, al constituir la tasa de interés el precio que se paga por el uso del capital.

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

Así el trabajo se ha dividido en seis capítulos, a saber: En el primero se presenta la evolución histórica del significado y alcance de la teoría y política monetaria, en el cual se hace una reseña histórica de las diferentes concepciones teóricas de la política monetaria, así como los refinamientos que ésta ha tenido, producto de las grandes controversias entre los defensores de las diferentes teorías,

partiendo de la teoría cuantitativa del dinero, por constituir la más vieja doctrina económica y ser el núcleo central del análisis monetario clásico en el siglo XIX, hasta llegar a caracterizar la teoría - neoliberal, que constituye el aporte más reciente sobre esta área - especializada.

En el segundo capítulo se presenta la Evolución Histórica del - concepto de tasa de interés, planteándose para cada escuela del pensamiento económico, las diferentes aceptaciones teóricas que se le - han asignado a la tasa de interés.

En el tercer capítulo se presenta a nivel técnico la definición de una política de tasas de interés, y su función dentro de la economía, para llegar a plantear para la economía salvadoreña una política de tasas de interés.

En el capítulo cuarto se efectúa una descripción de las reformas efectuadas sobre las tasas de interés, durante el período de 1970 a 1982, haciendo énfasis en las condiciones y razones expuestas por - las autoridades monetarias para llevar a cabo tales reformas, para llegar a diagnosticar finalmente como ha sido el manejo de la tasa - de interés en El Salvador y en base a ello efectuar la evaluación que constituye el objetivo principal de este trabajo.

El capítulo cinco constituye el núcleo central, ya que éste contiene la evaluación del comportamiento de las principales variables financieras sobre las cuales ejerce su influencia la tasa de interés,

poniéndose de manifiesto las consecuencias y/o ventajas al haber seguido durante el período en estudio determinada política de tasas de interés. Además de evaluar el comportamiento de las variables financieras, se considera con mucho énfasis las influencias del manejo de la tasa de interés sobre el ahorro interno bruto y sobre la formación de capital fijo, principalmente privado.

Finalmente en el capítulo seis se plantean las conclusiones y recomendaciones pertinentes en base a la investigación teórico-práctica realizada.

Los autores están conscientes de algunas limitaciones del trabajo que obedecen a varias causas, pero a pesar de ello y de la complejidad del tema se espera haber efectuado un pequeño aporte que nos permita conocer mejor nuestra realidad, especialmente en el área de las tasas de interés que siempre ha sido 'enigmático y muy especializado'. Asimismo hacemos propicia la ocasión para expresar nuestro profundo agradecimiento a nuestros profesores, compañeros de estudio y de trabajo, que en una u otra forma nos ayudaron en nuestra labor.

Mención especial merecen nuestros profesores Lic. Daniel Palma Blanco y Lic. Sarbelio Armando Girón quienes en una forma desinteresada y oportuna nos brindaron toda su colaboración, permitiéndonos superar muchas de las dificultades que se presentaron en el desarrollo del tema.

# CAPÍTULO I

## EVOLUCIÓN HISTÓRICA DEL SIGNIFICADO Y ALCANCE DE LA TEORÍA Y POLÍTICA MONETARIA

### A. LA TEORÍA Y LA POLÍTICA MONETARIA CLÁSICA Y NEOCLÁSICA

Los albores de la Teoría Monetaria Clásica se remontan al Siglo - XVI, siendo el francés Jean Bodin, en 1568, el primero en formular en una forma explícita, completa y teóricamente aceptable "la relación -- causal entre la entrada de dinero y las subidas de precios" 1/ dentro del funcionamiento del sistema económico, destacando como causas de - tal situación inflacionista, entre otras, la existencia de monopolios, los excesivos gastos militares y la depreciación del dinero (oficial o privada), llegando con ello a concluir que el valor del dinero depen - día de la oferta del mismo y no de su contenido y denominación 2/ .

En torno a esa novedosa conclusión surgió la Teoría Cuantitativa - del Dinero, la cual constituye la versión ortodoxa de la Teoría Moneta - ria, cuya influencia predominó hasta por lo menos la primera década - del siglo actual y que en su concepción primitiva establecía que la ma - sa de dinero (M) era la principal causante del nivel de precios (P). - determinándose así una relación causal directa entre la cantidad de dí

---

1/: Antonio Argandoña. La Teoría Monetaria Moderna. Edit. Ariel, Barce - lona, España, 1972, pág. 17.

2/: La explicación de Bodin no debe interpretarse estrictamente como - la teoría cuantitativa, ya que él parecía referirse más bien a la caída del precio de un bien (en plata) respecto a los demás bienes.

nero y el nivel de precios, es decir, que considerando un volumen dado de mercancías, el nivel de precios se movía en función directa de los cambios en la cantidad de dinero en circulación.

Este cuerpo teórico se desarrolló cuando el sistema monetario internacional se regía por el patrón oro, bajo el cual "la circulación - de monedas metálicas estaba ligada a la producción de dicho metal"; da do, además, que el oro prácticamente era el único medio de saldar las deudas con el extranjero, el sistema garantizaba el equilibrio interna cional. 3/

Obviamente, planteada en esos términos, la Teoría Cuantitativa - del Dinero olvidaba la influencia que sobre el nivel general de precios tiene la velocidad de circulación del dinero. Fueron Sir William Petty en 1682 y John Looke en 1692, los primeros en presentar la velocidad de circulación del dinero (V), y Richard Cantillón en 1755 el primero en - hablar de ella "señalando que un aumento de la misma tenía los mismos e fectos que un aumento de la cantidad de dinero, y que su reducción supo nía un freno para la inflación". 4/

La formulación matemática más conocida de la Teoría Cuantitativa - del Dinero se encuentra en la ecuación de cambios o de transacciones de Irving Fisher:

$$MV = PT$$

---

3/: Antonio Argandoña, Op. Cit., pág. 32

4/: Ibid, pág. 19.

donde  $M$  es la cantidad media de dinero en circulación en la comunidad, en un período determinado;  $V$  es la tasa media de rotación del dinero - en su intercambio por bienes;  $P$  son los precios de los bienes intercamb biados; y  $T$  la cantidad de bienes cambiados. En esta concepción se con sideraba el dinero como un medio de cambio conveniente, que solventaba las dificultades que presentaba el trueque y, por lo tanto, solamente interesaba en cuanto era transferido.

El nivel de precios se hacía depender de la cantidad de dinero en circulación ( $M$ ), de la velocidad de circulación del dinero ( $V$ ) y del - volumen físico de transacciones ( $T$ ), donde tanto  $V$  como  $T$  eran conside radas como altamente estables en condiciones de pleno empleo y determi nadas por factores que sólo cambian en circunstancias excepcionales, - normalmente en el largo plazo. Para la velocidad de circulación del di nero, dichos factores son los hábitos de los sujetos, el sistema de pa gos de la comunidad, la densidad de la población y la rapidez de los - transpo rtes; en cambio, para el volumen físico de las transacciones, - los determinantes son las condiciones que afectan tanto a productores como a consumidores, y el grado de integración de la economía.

En tales condiciones, el nivel de precios variará en forma direc tamente proporcional con la cantidad de dinero en circulación, siempre y cuando la velocidad de circulación de ese dinero y el volumen físico de transacciones no cambien, es decir:

$$\overline{MV} = \overline{PT}$$

$$\Delta M = \Delta P$$

Irving Fisher, influenciado por la controversia generalizada en el siglo pasado, entre la Escuela de la Circulación y la Escuela Bancaria, sobre la conveniencia de introducir los depósitos bancarios dentro de la masa monetaria, desagregó en su ecuación en forma explícita el dinero bancario, transformándola en la siguiente:

$$M.V + M' . V' = PT$$

definiendo a M como la cantidad de monedas y billetes en circulación, V como su velocidad de circulación, M' como el conjunto de depósitos - transferibles por medio de cheques, y V' como su velocidad media de - circulación. 5/

La Ecuación de Cambios de Irving Fisher estaba orientada a explicar las variaciones en el nivel general de los precios originados por aumentos o disminuciones de "M", siempre y cuando se pudiera medir adecuadamente el volumen total de transacciones generado dentro del - sistema económico. Sin embargo, esto último presentaba algunos inconvenientes prácticos para su análisis, como son: el hecho de utilizar el dinero para medir transacciones tan dispares como materias primas, productos finales, semifabricados, servicios, etc.; además, debe señalarse la ambigüedad en la definición de las transacciones, las diffi - cultades de medir adecuadamente el conjunto de ellas, y por último - las duplicaciones de precios y cantidades de transacciones sucesivas que se dan dentro del sistema, durante un período determinado.

Por otra parte, existe así mismo el inconveniente de la doble in

---

5 /: Ibid, págs. 20 a 39.

interpretación de que fue objeto la llamada ecuación de cambios, al considerarla como una identidad y como una ecuación propiamente dicha, lo cual generaba efectos distintos en los resultados del análisis, tanto desde el punto de vista práctico como teórico. 6/

Las dificultades analíticas antes planteadas dieron lugar a que - un grupo de economistas de la Universidad de Cambridge se interesaran por superarlas, presentando el llamado "enfoque renta", el cual se -- orientó a centrar el análisis en la renta nacional (Y) en vez de las transacciones, y en asignarle al dinero el papel de activo deseable, - que interesa en cuanto es conservado como activo que guarda cierta proporción con la renta o con alguna variable conexas, como la riqueza, con lo que adquiere relevancia la "K" de Cambridge, desvirtuando la - importancia que se le asignaba a "V" en el enfoque transacciones. En esa forma, la ecuación de cambios se reformuló en los siguientes términos 7/ :

$$M \cdot V_y = P_y T_y = Y$$

que "suele denominarse ecuación de saldos de caja", "de saldos en efectivo" o "de Cambridge"; donde M es la cantidad total de dinero existente;  $V_y$  la velocidad de circulación del dinero o velocidad renta, suponiendo que el dinero sólo se utilice para la adquisición de bienes finales;  $P_y$  el precio de dichos bienes finales;  $T_y$  su volumen, es decir,

---

6/: Ibid págs. 22 y 25

7/: Ibid pag. 27

la renta real; e  $V$  la renta nacional.

Este enfoque pretende destacar que la renta nacional es la mejor medida para cuantificar estructuralmente las transacciones netas que se dan dentro del sistema económico, en un período determinado; dado que en el corto plazo el nivel de ingresos se relaciona estrechamente con el nivel de transacciones, el comportamiento de  $K$  y  $V$  no queda afectado; asimismo, se hace notar la mayor simplicidad que presenta su cálculo, con lo que se superaban las dificultades técnicas para medir adecuadamente las transacciones que presentaba el enfoque anterior, - garantizándose así una mejor apreciación de los problemas monetarios.

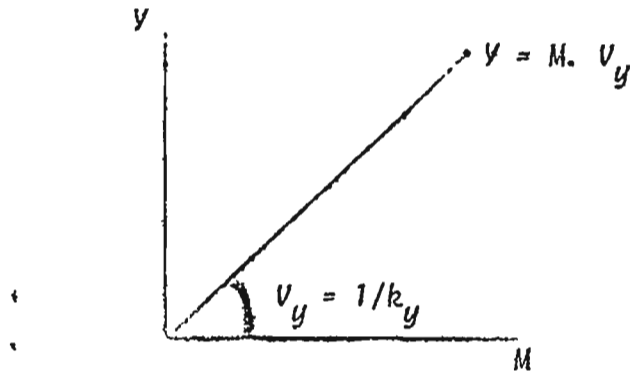
Este nuevo enfoque de la ecuación de cambios centra su atención en la famosa "K" de Cambridge, considerándola constante y determinada por factores institucionales, que sólo podían cambiar en el largo plazo, y definiéndola como la "fracción de renta que la comunidad desea retener en dinero para atender sus transacciones en bienes finales durante el período considerado". Definida así, dicha variable permite - establecer una relación lineal entre  $M$  e  $V$ .

$$M = P_y \cdot T_y \cdot K_y$$

$$\text{Siendo} \quad : P_y \cdot T_y = V$$

$$\text{Entonces} \quad : M = VK_y$$

donde se destaca la proporcionalidad entre ambas variables, ante cambios en la masa de dinero en circulación ( $M$ ), lo cual puede representarse gráficamente en la forma siguiente:



destacándose así la relación entre el dinero y el producto final o renta nacional, y tomándose en cuenta las propiedades que hacen del dinero un objeto deseable de mantenerlo como un activo, cuya demanda está determinada por factores institucionales considerados estables en el largo plazo. 8/

En lo relativo a la doble interpretación asignada a la ecuación de cambios, la rigidez con que se interpreta al considerarla como una identidad produce una apreciación simple, que no hace más que generalizar la versión muchas veces repetida por los economistas clásicos "de que el importe total del dinero pagado por los compradores es igual al importe del dinero recibido por los vendedores", con lo que se cae en una tautología que como tal no puede ser sometida a comprobación o rechazo, por constituir una verdad por definición. No obstante, dicho análisis permitió "separar los distintos factores que afectan a cada elemento", ventaja que sería imperceptible si se observasen dichos elementos en su conjunto. 9/

---

8/: Ibid, págs. 22 y 23.

9/: Ibid, pág. 26.

La interpretación de la ecuación de cambios de acuerdo al planteamiento de Fisher, al tratarla como una verdadera ecuación, permitió la posibilidad de explicar en mejor forma la Teoría Cuantitativa del Dinero, al plantearla mediante un sistema de tres ecuaciones que expliquen la demanda y oferta de dinero, así como la condición de equilibrio. Esta interpretación entraña en primer lugar una ecuación de demanda de dinero:

$$M_d = K.P.Y.$$

donde  $M_d$  es la cantidad de dinero deseada;  $K$  la proporción también deseada de dinero; y  $P.Y = Y$  la renta nacional. Dicha ecuación de demanda de dinero resume "las dos fuerzas que concurren en el mercado de dinero: la oferta  $M$ , considerada como variable exógena y la demanda"; en tal sentido, al considerar "ex-post" ambas variables se vuelve a caer en la identidad inicial.

En segundo lugar, se tiene una ecuación de oferta de dinero:

$$M_s = M$$

que explica la exogeneidad de dicha variable, al considerar que el público, a través del gasto, influye en el nivel de precios y hace que el valor real (poder adquisitivo) de una masa nominal dada de dinero se iguale a la cantidad deseada de saldos reales líquidos. En ese sentido, la masa real de dinero es una variable dependiente, ya que está determinada por las decisiones del público de adquirir o desembarazarse del dinero líquido.

En tercer lugar hay una ecuación que establece la condición de equilibrio de mercado:

$$M_s = M_d$$

que relaciona la oferta y la demanda en una situación de equilibrio o bien explicita una relación entre las variables actuales y las deseadas en caso de equilibrio. 10/

A manera de resumen, conviene referirse a los dos enfoques de -- que ha sido objeto la ecuación de cambios, a saber, enfoque transacciones y enfoque renta.

En el primero, se define a  $M$  como la cantidad media de dinero en circulación, ya que el dinero es considerado únicamente como un medio de cambio que interesa en cuanto es transferido, lo cual conlleva a considerar las transacciones en su totalidad; de ahí la importancia que este enfoque asigna a la velocidad de circulación del dinero, cuyo determinante es el gasto real y no el nominal, de lo cual se deduce que  $V$  no es independiente de  $T$  en la ecuación y que la demanda de dinero depende de factores tales como la práctica de pagos, de los a cuerdos financieros, de la velocidad de las comunicaciones, etc., - que al igual que las transacciones son considerados estables en el - largo plazo.

Por otra parte, el enfoque renta desarrollado por la Escuela de Cambridge, considera a  $M$  como la cantidad de dinero deseada por la - comunidad, la cual es conservada como un activo que guarda cierta - proporción con la renta o con alguna variable conexas como la riqueza,

---

10/: Ibid págs. 26 y 27.

con lo que adquiere relevancia la "K" de Cambridge o sea la proporción - deseada de saldos de dinero, y se establece una relación de proporcionalidad entre la cantidad de dinero deseada (M) y la renta real, que está determinada por los precios reales y por la cantidad de productos finales de la economía, considerándose así las transacciones netas. En esa forma, la demanda de dinero queda determinada por factores tales como - el papel del mismo como activo, por sus costos y rendimientos, por la - certidumbre ante el futuro, etc.

Por todo lo anterior se puede inferir que, de acuerdo a la Teoría Cuantitativa del Dinero, los individuos se dejan guiar por el poder adquisitivo del dinero (liquidez real) y no por su volumen nominal, lo - cual implica ausencia de ilusión monetaria, es decir, que no ejercen influencia en las decisiones de los individuos variables tales como salarios, precios, tipos de interés, etc. A su vez, ello permite concluir que el enfoque tradicional pone de manifiesto que el nivel general de - precios depende, en proporción directa, de la cantidad de dinero y de - su velocidad media de circulación; y en forma inversamente proporcional del volumen de transacciones (o de renta) en un plazo suficientemente - largo, lo cual atribuye una gran importancia a la variable M en la determinación del nivel de precios.

Es necesario señalar que se supone una economía cerrada y pleno empleo de los factores productivos, como condición para lograr el equilibrio del sistema. Si hubieran factores ociosos, cualquier aumento en - "M" tendería a incrementar primero la ocupación, con lo que aumentaría

el volumen de transacciones y la velocidad de circulación del dinero, ya que " $V$ " está en relación directa con la cantidad de dinero en circulación al afectar el gasto real y sólo después se produciría la relación directa dinero-precio, asimismo, si la economía fuera abierta, el incremento de la demanda ocasionado por la expansión monetaria podría satisfacerse con bienes y servicios importados.

Más explícitamente, cuando aumenta la cantidad nominal de dinero " $M$ ", se rompe la proporción entre la liquidez real y la renta real que desean mantener los individuos, quienes para reestablecerla gastan su dinero. 11/

En ese orden de ideas, el equilibrio puede ser recuperado reduciendo la cantidad nominal de dinero ( $M$ ) que es la variable exógena, elevando la renta real (que sólo sería posible si no existe pleno empleo), aumentando las importaciones (en el caso de economía abierta), o elevando los precios (con lo que se reduciría el valor real de los saldos en efectivo), para obligar a los individuos a retener en caja una mayor cantidad de saldos líquidos ( $K$ ). En esos casos, los precios subirían hasta que el aumento inicial de la cantidad de dinero  $M$  haya sido absorbida por la comunidad, en forma de tenencias nominales de dinero más elevadas.

En suma, el efecto de liquidez real será positivo, ya que si aumenta la oferta monetaria, también aumentará la demanda de liquidez nominal,

---

11/: Ibid págs. 34 y 43.

aun cuando no se puede asegurar que lo hará en la misma proporción, ya que el empleo de factores puede encontrarse en un nivel inferior al pleno empleo. 12/

La tasa de interés, tal como fue concebida dentro de la escuela clásica, es determinada por factores reales como la inversión, el consumo, etc., y no por fuerzas monetarias, por lo que consideraron que no desempeñaba ninguna función en la determinación de la demanda de dinero; en tal sentido, la elasticidad de la demanda de dinero con respecto al tipo de interés sería cero.

La determinación del tipo de interés descansa sobre la base de dos principios. En primer lugar en un hecho psicológico, que es la subestimación del futuro respecto al presente, por parte del sujeto económico normal, actitud que Fisher denominó "impaciencia"; de tal manera que suponiendo que el mercado funcione en condiciones de competencia perfecta, existirá una oferta y una demanda de préstamos ya determinadas y un tipo de interés que equilibre ambas fuerzas. En otras palabras, si la demanda de préstamos supera a la oferta, el tipo de interés aumentará; asimismo, disminuirá en el caso contrario, es decir, que el tipo de interés variará hasta lograr una posición de equili**---**brio entre ambas variables.

En segundo lugar, el tipo de interés está determinado por el principio de que los individuos tenderán a invertir, es decir, a cam-

---

12/: *Ibíd.*, págs. 42 y 43.

bíar hacia alternativas que impliquen una renuncia presente en favor de rentas futuras, hasta que el tipo de rendimiento con respecto al costo de la inversión sea mayor que el tipo de interés. Entendiéndose por rendimiento de la inversión la mayor renta obtenida en períodos lejanos y por su coste la menor renta en los períodos más cercanos 13/.

De tal manera que existiría en la posición de equilibrio un único valor para el tipo de interés, para todos los tipos marginales de rendimiento de la inversión y para todos los tipos de preferencia por el - tiempo. En ese sentido, el tipo de interés constituye el aliciente que se paga para conseguir que los individuos desistan del consumo presente, o el pago por la espera que permite igualar la inversión con el ahorro, condición necesaria, junto con la flexibilidad de salarios y precios, - para garantizar el equilibrio al nivel de pleno empleo de los factores productivos.

Sobre la política monetaria referida al período clásico y neoclásico, no existen fundamentos lógicos que permitan destacar su influencia, debido al papel que asignaron al dinero; no obstante, la conducción de la Política Económica estuvo regida por el "Liberalismo Económico", que se sustenta "esencialmente, en la proposición de que las fuerzas del -- mercado, abandonadas a sí mismas, están en condiciones de conseguir una situación no mejorable por intervenciones que se ejerzan desde el exte-

---

13/: Claudio Napoleoni. El Pensamiento Económico en el Siglo XX. Tratado de Pensamiento Económico Contemporáneo, Editorial Oikos-Tan, Barcelona, España, 2a. Edición, Tomo 2, págs. 23-26.

rrior sobre el mismo mercado y, en particular, no mejorables por intervenciones producidas por el Estado", atribuyéndole a este último la responsabilidad de asegurar el cuadro institucional en el que la actividad económica privada debía encontrar la garantía de un ordenado desarrollo, limitando su actividad a asegurar la satisfacción de las necesidades colectivas como defensa, justicia, instrucción pública, etc. El auge y desarrollo del Liberalismo Económico estuvo vigente hasta por lo menos la primera década del siglo actual, logrando expandir el comercio internacional y la creciente necesidad de defender y consolidar el patrón oro internacional, para garantizar el comercio exterior a través de la libre convertibilidad entre países. 14/

La Teoría y la Política Clásica y Neoclásica constituyen el primer avance de la economía monetaria, siendo la Teoría Cuantitativa del Dinero la base en torno a la cual giran las ideas fundamentales de la época, así como el marco conceptual por excelencia para el análisis de los problemas monetarios y la formulación de recomendaciones prácticas de política económica. Los economistas neoclásicos, continuadores de este avance científico, introdujeron el marco matemático para la exposición y verificación empírica de dicha teoría y demostraron que, cuando se tiene un sistema bancario que trabaja con reservas fraccionarias, se puede controlar la liquidez de la economía mediante la regulación del dinero de alta potencia, determinado exógenamente, asimismo, subrayaron la no neutralidad del dinero en el corto plazo, aspecto muy des-

---

14/: Ibid pág. 85.

cuidado en los análisis clásicos. Estas innovaciones introducidas a la Teoría Cuantitativa del Dinero tuvieron tanta influencia, que el cuerpo teórico funcionó como el modelo macroeconómico en boga hasta el decenio 1931-1939.

Sin embargo, pese a que constituyó la teoría dominante hasta los albores de la Segunda Guerra Mundial, ésta no fue incólume, pues tuvo sus detractores, entre los que se podrían mencionar a Thomas Tooke, - James Wilson, Henry Thornton y otros. Siendo Henry Thornton en 1802 <sup>15/</sup> el primero en explicar el mecanismo de transmisión monetaria indirecto "ingreso-gasto", en contraposición al mecanismo directo "dinero-gasto-precios" de Cantillon y Hume, al no poder explicarse a través del mecanismo directo el proceso de ajuste cuando los billetes de banco reemplazan las monedas de oro. Posteriormente, Thomas Tooke retoma el mecanismo indirecto y postula que el nivel general de precios está determinado por los ingresos (sueldos, rentas, beneficios, utilidades, etc.) de los factores productivos y no por la cantidad de dinero en circulación, constituyendo la primera versión formal del enfoque "ingreso-gasto", posteriormente utilizado por John Maynard Keynes en su "Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero", publicada en 1936.

-----

<sup>15/</sup>: Thomas M. Humphrey. La Teoría Cuantitativa del Dinero, su Evolución Histórica y Papel en los Debates de Política Económica. Folleto XXIV -A-5 del Departamento de Publicaciones de la Universidad de El Salvador, Facultad de Ciencias Económicas, agosto de 1976.

## B: LA TEORÍA Y POLÍTICA MONETARIA KEYNESIANA

Hasta la crisis económica mundial de 1929, la Teoría Cuantitativa del Dinero constituyó la base principal del análisis de los problemas monetarios y de la formulación de recomendaciones prácticas de política económica; sin embargo, dicha concepción teórica sucumbió al no poder enfrentar adecuadamente las graves consecuencias económicas y financieras de la crisis, que se pusieron de manifiesto con la caída del empleo, el ingreso, los niveles de vida, etc.

Es en ese ambiente que surge la "Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero" (1936), de John Maynard Keynes, la cual estaba orientada a superar las limitaciones de la Teoría Económica Clásica, - para sacar al mundo capitalista de la grave recesión económica que debilitaba sus estructuras. En esa obra, Keynes destaca principalmente su oposición al supuesto utilizado por los clásicos del pleno empleo - de los factores productivos, considerándolo como la explicación de un caso particular y posible de la actividad económica y no el caso general que se manifiesta en la realidad, en la cual existen grandes niveles de desempleo que se deben a la falta de inversión en bienes de capital, por las expectativas inciertas del futuro.

La Teoría Keynesiana se destaca por su carácter general, al atacar los grandes niveles de empleo y producción, por el papel que asigna al dinero, por la relación entre el interés y el dinero, por la importancia de las inversiones, y por la incertidumbre del futuro, que - hace depender las decisiones de los inversionistas de los llamados -

juicios convencionales. 16/

Keynes asignó al dinero el papel de principal determinante de la producción y el empleo, al reconocerle tres funciones básicas. la de medio de cambio o de pago, la de unidad de cuenta y la de acumulador de valor; habiendo destacado la última como la más importante, ya que se puede manifestar en forma de atesoramiento, préstamos o inversión de dinero. Además, señaló que el dinero que se presta o se invierte percibe un interés o un beneficio, pero que el dinero que se atesora es estéril.

Sin embargo, reconoció que pueden darse situaciones en que las personas prefieran atesorar dinero, a sabiendas de que esta forma de acumular valor es estéril, porque en un momento dado puede ser la forma más segura de acumular riqueza, dejando al individuo libre de la incertidumbre que sufre cuando presta o invierte su dinero, creándose con ello desventajas en la producción de riqueza social. De tal manera que la posesión de dinero efectivo mitiga las inquietudes con respecto al futuro económico incierto; en tal sentido, el premio que las personas exigen por desprenderse de su dinero es proporcional a la gravedad de sus inquietudes. En esa forma surge el interés como la recompensa por transferir la disposición sobre la riqueza líquida, cuyo nivel depende de la intensidad del deseo de atesorar, o lo que Keynes llama "preferencia de liquidez" para fines especulativos; en ese con-

---

16/: Dudley Dillard. La Teoría Económica de John Maynard Keynes. Edit. Aguilar, 9a. Edición, 1975, pág. 5.

texto, cuanto mayor sea la preferencia de liquidez, más elevado será el tipo de interés

Este principio de la preferencia por la liquidez adquiere relevancia cuando Keynes afirma que la demanda de dinero es una demanda de liquidez, que está determinada por tres motivos distintos que son: transacción, precaución y especulación.

El motivo transacción determina la cantidad de dinero que el público mantiene para llevar a cabo sus operaciones corrientes, durante el tiempo que transcurre desde que recibe su ingreso hasta que efectúa sus gastos. La magnitud de las tenencias de dinero para transacciones depende de la cuantía de la renta percibida, de la frecuencia con que se recibe, de la programación de los gastos y del grado de integración de la economía en su conjunto; de tal manera que a medida que se eleven la producción y el empleo, así como los precios y salarios, se incrementará la demanda de dinero para transacciones.

El motivo precaución surge del hecho de que tanto las personas como las empresas consideran práctico mantener cierta cantidad de dinero (adicional al que necesitan para sus transacciones) para hacer frente a imprevistos o eventualidades. Su magnitud varía ampliamente "con los individuos y las empresas, según su grado de conservadurismo financiero, la naturaleza de su empresa, su acceso al mercado de crédito, y la etapa de desarrollo de los mercados organizados para una rápida conversión en numerario de los activos que devengan renta, como las acciones

y las obligaciones".<sup>17/</sup>

Los motivos mencionados coinciden con el planteamiento de los neoclásicos, al considerar que ambos dependen de la actividad económica - mensurable a través de la renta ( $Y$ ), expresado de la siguiente manera:

$$M_1 = L_1 (Y)$$

denotando que la cantidad de dinero para satisfacer los motivos de transacción y precaución ( $M_1$ ) dependen primordialmente del nivel general de la actividad económica, que puede medirse por la renta ( $Y$ ).<sup>18/</sup>

El motivo especulación constituye la innovación del pensamiento keynesiano, el cual establece que el público también demanda dinero en cuanto depósito de valor, por la incertidumbre que gira en torno al valor futuro del tipo de interés, como un intento de asegurar beneficios al predecir el comportamiento futuro del mercado. En otras palabras, - que el público mantiene disponible una cantidad de dinero adicional a la que necesita por los motivos precaución y transacción, con el evidente propósito de aprovechar las oportunidades de inversión que se - puedan presentar.

Según Keynes, la demanda de dinero para especulación es muy sensible a las variaciones del tipo de interés, lo cual se refleja en la expresión:

$$M_2 = L_2 (r)$$

---

<sup>17/</sup>: Ibid. pág. 174.

<sup>18/</sup>: Ibid. pág. 174.

donde el tipo de interés ( $r$ ) se determina primordialmente por la propensión del público a mantener dinero por motivo especulación ( $L_2$ ), - en relación con la cantidad de dinero disponible para tal propósito - ( $M_2$ ), o la recompensa pagada por desprenderse del dominio temporal sobre el dinero. 19/

El problema central, pues, en la demanda de dinero para especulación es la incertidumbre que existe ante el futuro, la que es cuantificable a través de la tasa corriente de interés sobre los créditos a distintos plazos, determinados con certidumbre por las cotizaciones - efectivas de la bolsa de valores. 20/

Si el tipo de interés corriente sube, baja el precio de las obligaciones, porque todo el mundo trata de deshacerse de ellas para evitar pérdidas de capital; lo anterior permite que las personas que hayan especulado manteniendo dinero, puedan aprovechar la oportunidad - de comprar las obligaciones al precio inferior y especular a vender--las cuando suban de precio. Por el contrario, una baja en el tipo corriente de interés determinará el alza del precio de las obligaciones; en este caso, las personas que previeron tal situación y obtuvieron - préstamos a corto plazo para comprar valores, podrán venderlas a un pre

---

19/: Ibid. pág. 175.

20/: Keynes en la demanda de dinero para especulación considera la alternativa entre la adquisición de bonos o mantener dinero en efectivo, lo cual para sus críticos constituye una limitación de su - análisis.

cio mayor y obtener una ganancia de capital. 21/

La teoría que hay detrás de la idea de que una política de dinero fácil (de bajas tasas de interés), puede estimular la expansión de la producción es la siguiente: 'Un aumento de la oferta total de dinero ( $M$ ) se efectúa aumentando la cantidad de dinero disponible para el motivo especulación ( $M_2$ ), lo cual hará bajar el tipo de interés" y estimulará la inversión, la que a su vez provocará un aumento multiplicado en la renta. Sin embargo, para que dicho aumento en la cantidad de dinero haga disminuir el tipo de interés, es necesario que no se modifiquen otras cosas, en particular la preferencia de liquidez que puede aumentar en una cuantía que absorba el dinero nuevo; es más, el efecto del incremento de la preferencia de liquidez podría ser más fuerte que el de la expansión monetaria y provocar el aumento de la tasa de interés.

Por otro lado, según Keynes, el aumento total de dinero ( $M$ ) se distribuirá de alguna forma, entre demanda de dinero para transacciones ( $M_1$ ) y demanda de dinero para especulación ( $M_2$ ), ya que la demanda de dinero para transacciones varía, ante todo con las modificaciones de la renta ( $Y$ ) y la demanda de dinero para especulación depende esencialmente del tipo de interés. Pero dado que la renta ( $Y$ ) depende en parte del tipo de interés ( $r$ ), las variaciones de éste o de la demanda de dinero para transacciones afectarán indirectamente al otro término,

---

21/: Dudley Dillard, Op. Cit. pág. 177.

determinando una distribución de las variaciones de la cantidad total de dinero entre  $(M_1)$  y  $(M_2)$ , especialmente en los períodos de expansión de la producción; tal relación está expresada en las siguientes ecuaciones. 22/:

$$M = M_1 + M_2$$

$$M = L_1 (Y) = L_2 (r)$$

Es necesario aclarar que la Política Monetaria planteada por Keynes está referida a la determinación de tipos de interés a corto plazo, en vista de que las previsiones que se puedan realizar frente al futuro incierto de la actividad económica son más consistentes a ese plazo y, por consiguiente, permiten manejar mejor la economía, en cambio, el tipo de interés a largo plazo es más difícil de manejar, y se va haciendo cada vez más resistente a posteriores reducciones, hasta llegar a un punto por debajo del cual es sumamente difícil hacer descender el tipo de interés. Keynes sugiere que alrededor del 2% de interés la curva de la liquidez puede hacerse horizontal, denotando una elasticidad perfecta, lo cual indica que no puede lograrse ninguna reducción posterior del tipo de interés con sólo aumentar la cantidad de dinero. 23/

Cuando Keynes escribió la Teoría General, según lo expresa Dudley Dillard en su obra "La Teoría Económica de John Maynard Keynes", ya no

---

22/: Ibid pág. 181 y 182

23/: Ibid pág. 184

creía en la suficiencia de la mera política monetaria; no obstante, - creía que nunca se habían probado todas las posibilidades de la regulación del tipo de interés y que las operaciones de mercado abierto del Banco Central se habían centrado en valores a corto plazo y en una cuan tía limitada, descuidando así los valores a largo plazo, que son los - que tienen una relación directa con el tipo de interés a largo plazo, que es mucho más importante, lo anterior se debía a que predominaba la creencia convencional de que los tipos altos de interés son los normales y que todavía quedaba la posibilidad de convencer a la comunidad - para que aceptara los tipos inferiores de rendimiento de los créditos a largo plazo, hasta un punto compatible con el pleno empleo.

La inversión, por su parte, tiene dos determinantes dentro del - análisis keynesiano: la tasa de interés y la eficacia marginal de capí tal. La tasa de interés constituye el pago por el uso del dinero o la recompensa por transferir la disponibilidad del dinero en su forma lí quida, a consecuencia de lo cual es posible desviar los recursos hacia la producción para el consumo o hacia la producción para la inversión, con lo que se incrementa la productividad total de capital; dicha tasa de interés depende de la cantidad de dinero en circulación y del estado de la preferencia por la liquidez. La eficacia marginal de capital es el vínculo que liga el rendimiento del capital real (medios de producción producidos por el hombre) con su valor total, cuya magnitud es tá determinada por el tipo monetario de interés, razón por la que será diferente para cada nivel de empleo, en forma general se define como el tipo más elevado de rendimiento sobre el costo que se espera obtener

por la producción de una unidad adicional o marginal de bienes de capí  
tal.

De tal manera que, en estado de equilibrio, la eficacia marginal de capital (real) será igual al tipo de interés del dinero y ambas de  
terminarán el volumen de la inversión y la renta, constituyendo las va  
riables dependientes del modelo. De lo anterior se deduce que la efica  
cia marginal de capital es flexible, es decir, que descenderá bajo el  
impacto de la nueva inversión, con lo que variará también la renta; por  
lo tanto, no es de esperarse que la eficacia marginal de capital esté  
determinada, a menos que el nivel de la renta o el tipo de interés hayan  
sido prefijados en forma independiente. Keynes resuelve el equilibrio -  
determinando el tipo de interés independientemente del nivel de la ren-  
ta, ya que la tasa de interés depende de la demanda de dinero para espe-  
culación ( $M_2$ ) y está en relación con ( $M_1$ ), que depende de la renta.

En cuanto a la política monetaria, Keynes sostiene que la distri-  
bución de la renta en el sistema capitalista permite a una parte de la  
población tener altos niveles de ahorro, mientras que su nivel de con-  
sumo tiende a ser constante, la otra parte de la población la constitu-  
ye la mayoría que destina al ahorro niveles muy bajos de su renta, ya -  
que la gasta casi toda en consumo. Según esa concepción, la evolución  
del sistema capitalista llega a un momento en que la cantidad de ahorro  
acumulado por la minoría de la población está atesorada en forma impro-  
ductiva, ocasionando con ello bajos niveles de inversión real, que con-  
ducen a reducir la actividad económica.

Una de las formas de contrarrestar la baja de la productividad es aumentar la oferta monetaria, lo cual podría traer como consecuencia - una baja en el tipo de interés, lo que incentivaría los préstamos para inversiones reales o para gastos personales. Keynes argumenta que esta medida de política monetaria sólo representa un alivio temporal, porque llegará un momento en que la demanda efectiva será tan baja que causará incertidumbre a los inversionistas, situación en la que por más que aumente la oferta monetaria y los tipos de interés alcancen sus más bajos niveles, no serán suficientes para que los inversionistas demanden más dinero (lo que se ha denominado como trampa de liquidez).

A partir de este punto, Keynes aplica su teoría a través de la --- coordinación de la política monetaria con la política fiscal, asignándole primacía a la segunda. Al respecto, sostiene que si los organizadores de la producción no invierten, es el Estado el que debe invertir en bienes de capital duraderos, pero que dichas inversiones deben de ser nuevos - gastos y no una sustitución de un gasto por otro. El efecto de la mencionada inversión autónoma del Estado lo explica a través del multiplicador de la inversión, demostrando que el aumento de la inversión autónoma causará un aumento en la renta nacional, y ésta a su vez creará un múltiplo de la inversión original .

Keynes hace depender la nueva inversión de la eficacia marginal de capital y del tipo de interés, es decir, que toda oportunidad de una - nueva inversión se aprovechará por parte de los organizadores de la producción, siempre y cuando el tipo de interés sea más bajo que el rendimiento esperado sobre el costo de la nueva inversión, que determina a -

su vez el volumen de empleo dada la propensión al consumo.

El modelo keynesiano ataca los grandes niveles de desempleo de la década de los años 30 con la inversión autónoma por parte del Estado, a fin de elevar los niveles de empleo y renta, para influir sobre la demanda efectiva e incentivar a los organizadores de la producción, - por medio del efecto multiplicador, a efectuar nuevas inversiones; al principio para la producción de bienes de consumo y posteriormente de bienes de capital. El planteamiento anterior hace necesario la implementación de una política monetaria dirigida a mantener tipos bajos - de interés, para asegurar una rentabilidad adecuada a los inversionistas.

La teoría y política monetaria, en su evolución histórica, marca un gran impulso con el surgimiento y consolidación de las teorías keynesianas, al pasar de una teoría monetaria de los precios (planteada por los economistas clásicos) a una teoría monetaria de la producción, cuya diferencia fundamental consiste en la importancia e influencia - asignada al dinero sobre las variaciones en el volumen de inversión.

El dinero fue concebido por Keynes, a diferencia de los clásicos, no como neutral, ni únicamente como medio para facilitar las transacciones de bienes reales, sino como un activo líquido que tiene valor por sí mismo y cuya cesión exige un premio que es la tasa de interés, determinada por la intensidad de la preferencia por la liquidez.

La génesis del paso de Keynes de una teoría monetaria de los precios a una teoría de la producción, está contenida en su obra "El Tra

tado del Dinero" (1930), dicha transición es descrita por Keynes de la siguiente manera: 'Cuando comencé a escribir mi *Treatise on Money*, me movía aún en las líneas tradicionales, en el sentido de considerar la influencia del dinero como algo, por decirlo así, independientemente - de la teoría general de la oferta y la demanda. Al acabarlo, había hecho algún progreso en cuanto a hacer retroceder la teoría monetaria - hasta convertirse en una teoría de la producción en su conjunto".

Esa transición se complementa con la publicación de la *Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero* (1936), donde la determi  
nación de los precios recibe un enfoque nuevo, al hacérseles dependien  
tes principalmente de los costos de mano de obra y de la rentabilidad de los factores productivos y no de la cantidad de dinero en circula  
ción. Keynes consideró que los precios, junto con el volumen físico de la producción, determinan la cantidad necesaria de dinero para transac  
ciones y la tasa de interés; por otra parte que determinan la cantidad de dinero necesaria para especulación; en su conjunto, ambas cantida-  
des de dinero (para transacción y especulación) constituyen la oferta total de dinero. Además, consideró la tasa de interés como un importan  
te factor determinante del volumen de la inversión y el empleo. 24/

Keynes introduce el dinero en la teoría de la producción a través de la curva de la preferencia por la liquidez, que mide las expectati-

---

24/: John Maynard Keynes. *La Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero*. Fondo de Cultura Económica, 9a. reimpresión, 1977, pág. VI.

vas inciertas del futuro y, a la vez, permite apreciar las posibilidades de emplear la política monetaria para mantener la estabilidad económica, especialmente en la parte descendente de la curva de producción, y el gasto deficitario en la depresión. Esta curva de la preferencia por la liquidez, junto con la cantidad de dinero para especulación ( $M_2$ ), determinan la tasa de interés, a través de la cual el dinero ejerce su influencia sobre el nivel de producción, pasando dicha influencia de la esfera financiera a la esfera real, a través de la inversión y la producción. De tal manera que en una teoría monetaria de la producción que sea completa, el dinero no sería neutral, ni en la esfera real ni en la financiera.

### C. LA TEORIA Y POLITICA MONETARIA NEOCLASITICISTA

#### EL DESURGIR DE LA TEORIA MONETARIA

La teoría monetaria había experimentado un declive desde los años treinta hasta después de la Segunda Guerra Mundial, al considerársele inadecuada para explicar algunos acontecimientos económicos, principalmente la Gran Depresión de 1930. No obstante, la inflación generada al terminar la Segunda Guerra Mundial, la clarificación de los supuestos keynesianos y las críticas a sus teorías (a lo que contribuyeron los economistas de Chicago), así como el reconocimiento de los valores de sus predecesores clásicos y las necesidades de la economía en 1945, obligaron a una vuelta a los estudios sobre el dinero y a una revalorización de la teoría y política monetarias, donde la Escuela de Chicago

ocupa un lugar preferente con sus aportes. 25/

"En la teoría monetaria de la Escuela de Chicago, la distinción entre la cantidad nominal y real de dinero ocupa un lugar principal". 26/ La cantidad nominal de dinero está determinada por la oferta monetaria, en tanto que la cantidad real de dinero está representada por el poder adquisitivo de la masa de dinero, libre de ilusión monetaria, la cual constituye la función de demanda de dinero. En otras palabras, la oferta monetaria determina la cantidad de dinero en términos nominales y - la demanda de dinero determina la cantidad real de dinero.

El equilibrio monetario exige la igualdad entre la oferta y la demanda de dinero a largo plazo. La no coincidencia entre ambas origina un desequilibrio, producto de un desajuste "ex-ante" entre la cantidad poseída y la deseada de dinero, que lleva a un proceso de adaptación en que el efecto liquidez real juega un papel primordial, cuya base está en el nivel general de precios sobre las variables reales (renta real, tipo de interés, empleo, etc.). 27/

La teoría neocuantitativista considera el dinero como un activo - más entre el conjunto que constituye la riqueza de un sujeto o de la comunidad. Hicks señala que si el análisis concibe el dinero como activo de capital y no sólo como medio mecánico de cambio en la ecuación de -

---

25/: Antonio Argandoña, *Opus Cui.* págs. 89 y 90.

26/: *Ibíd*, pág. 91.

27/: *Ibíd*, pág. 92.

la demanda de dinero tendrían que figurar como variables explicativas la riqueza total y las tasas previstas de rendimiento devengadas por otros activos. En tal sentido, la variable riqueza representaría la limitación de presupuesto en las tenencias de dinero, porque el máximo que el público podría mantener en efectivo es el valor total de su patrimonio.

La especificación que Hicks hace de la riqueza como variable limitativa se aparta mucho de las formulaciones de Cambridge y de Keynes, - pues estas últimas utilizan el ingreso como variable limitativa en la ecuación de demanda de dinero. El ingreso, como variable limitativa en las formulaciones de Cambridge y de Keynes, se funda en que el dinero - se utiliza para financiar ya sea un flujo de transacciones o bien un - gasto estrechamente relacionado con el flujo del ingreso. En cambio, el uso de la riqueza como variable limitativa en la formulación de Hicks pone en relieve la masa de dinero en cuanto almacén de riqueza, es decir, como servicio o activo que rinde utilidad y que compite con otras masas de activos. La variable rendimiento del dinero representaría tan to el costo de oportunidad de los saldos de dinero, como los efectos - sustitución de cartera producidos por las variaciones de las tasas re- lativas de rendimiento. A efectos de lograr la situación óptima de la - cartera, el público compararía esos rendimientos con el rendimiento im putado a la comodidad y a la seguridad de los saldos de dinero, y deci diría en consecuencia si sustituiría los demás activos del balance por saldos en efectivo. Hicks fue el primero en señalar que la demanda de dinero debía plantearse desde el ángulo de la selección de activos.28/

---

28/: Thomas M. Humphrey, Opus Cit. págs. 38 a la 41.

Posteriormente, Milton Friedman, siguiendo los pasos de Hicks, - plantea la demanda de dinero como un problema de selección de activos. Su aporte consiste en formular paso a paso la función agregada de demanda de dinero, a partir de los fundamentos del análisis ortodoxo de la demanda de bienes. Para ello Friedman utiliza el supuesto de que - existe una distribución y composición de la riqueza estable; además, después de señalar que los activos financieros de unos sujetos son pasivos de otros, introduce la consolidación de deudas y derechos, así como el comportamiento diferencial de deudores y acreedores. 29/

En esa forma llega a plantear la función de demanda de dinero de los individuos, familias y empresas, en la siguiente forma:

$$Md = f(W, r_b, r_a, r_h, \hat{p}) \quad \underline{30/}$$

donde  $W$  representa la riqueza,  $r_b$ ,  $r_a$ ,  $r_h$ , son los tipos reales previstos del rendimiento de bonos, acciones y activos reales, respectivamente, y  $\hat{p}$  es la variación porcentual prevista de depreciación del poder adquisitivo de los saldos de dinero.

Como Hicks, Friedman especifica que la riqueza es la limitación - de presupuesto pertinente, dándole a ésta el valor corriente de los - ingresos futuros previstos para todas las fuentes de riqueza, incluyendo la riqueza humana y no humana.

Además, Friedman incluye la tasa prevista de variación del nivel de precios, como medida de la tasa de rendimiento de los saldos de di-

---

29/: Antonio Argandoña, Opus Cit. pág. 107.

30/: Thomas M. Humphrey, Opus Cit. pág. 20.

nero. La lógica para incluir esta variable es que la inflación reduce y la deflación aumenta el poder adquisitivo de los saldos de dinero, - razón por la cual los tenedores de dinero en efectivo consideran la tasa prevista de depreciación o apreciación del dinero al momento de tomar las decisiones sobre sus saldos monetarios.

Por otra parte, al considerar que el dinero es sustituto no sólo - de bonos sino también de bienes reales y servicios, resulta que las variaciones de la cantidad de dinero en circulación también se dejarían sentir en el mercado de bienes de consumo y de producción y, por consiguiente, tendrían un fuerte efecto directo en el gasto privado, es deci, no sólo un débil efecto indirecto por intermedio del tipo de interés de los bonos. Por lo anterior Friedman, al igual que Fisher y la - Escuela de Cambridge, considera que el eslabón entre el dinero y el ingreso nominal es firme y relativamente estable, y que las variaciones de la masa monetaria tienen un impacto poderoso en la actividad económica. 31/

La función de la demanda de dinero, planteada por los neocuantitativistas, está concebida en términos reales y con un comportamiento estable. En cambio, dado que la oferta monetaria es concebida en términos nominales, consideran que esta variable fluctúa principalmente por la manipulación de las autoridades monetarias y que transmite sus efectos sobre los precios.

---

31/: Ibid. págs. 20 a la 22.

De tal manera que un aumento en la oferta monetaria se refleja en un aumento en el nivel general de precios, debido a que las familias y las empresas retendrán saldos superiores a los deseados a los niveles corrientes de ingreso y tasas de interés. Dichos saldos se gastarán en otros activos, tanto financieros como físicos, provocando cambios en los precios de los activos físicos en el mercado y haciendo más atractiva la producción de nuevos activos.

El cambio en el nivel general de precios que ocurra como resultado de este proceso, y el cambio en el producto, determinarán la vuelta al equilibrio del valor real del acervo nominal del dinero y la demanda de saldos reales, donde la elasticidad-interés de la demanda de dinero en términos monetarios es baja, lo cual determina que la velocidad de circulación del dinero tienda a ser estable y si varía será en una forma bien mínima, cuya influencia es imperceptible.

En conclusión, la visión neocuantitativista contiene diversos elementos. Considera que la política monetaria tiene un poderoso impacto a largo plazo en el ingreso nominal, por el contrario, sostiene que la política fiscal tiene un efecto insignificante a largo plazo. Por otra parte, sostiene que la cantidad de dinero, más que el nivel y estructura de los tipos de interés, es la variable adecuada que tiene que regular la actividad monetaria. Y finalmente, afirma que la existencia de largos y variables desfases dificultan la previsión a corto plazo de los cambios monetarios y que, por tanto, la política discrecional de estabilización debe abandonarse a favor de una regla rígida, mediante la cual la oferta monetaria crezca a un ritmo porcentual fijo que co--

responda al ritmo de crecimiento a largo plazo del producto real. 32/

## D. LA TEORÍA Y POLÍTICA MONETARIA CONTEMPORÁNEA

La concepción actual sobre la teoría y la política monetaria no está claramente definida. Es más, lo que existe al respecto es una controversia generalizada entre dos escuelas de pensamiento económico : - los "neocuantitativistas" y los "neokeynesianos".

Los orígenes del debate entre ambas escuelas se remontan a la publicación de la "Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero" de John Maynard Keynes (1936), en la que ataca los principios fundamentales de la teoría clásica, dicha controversia, que se tornó muy acalorada en la década de 1940, condujo al predominio de las ideas -- postkeynesianas en la década de 1950, en lo que se refiere a la teoría macroeconómica y a la política de estabilización económica. No obstante que las teorías de Keynes han sido revisadas por sus seguidores, aún los enfoques neokeynesianos han sido puestos en duda en los años recientes, con lo que ha aumentado la popularidad del pensamiento neocuantitativista, presumiblemente por la inconsistencia mostrada por el análisis keynesiano al aplicarse a los acontecimientos económicos ocurridos en Estados Unidos, durante la última parte de la década de los años sesenta; asimismo, por el desarrollo sustancial de la concepción teórica neocuantitativista, puesto de manifiesto en la amplia literatura difundida en torno a la misma.

---

32/: Ibid. pág. 41.

1- Un punto principal del debate lo constituye la influencia que ejerce el dinero sobre la actividad económica.

Los neokeynesianos sostienen que la creación del dinero no produce necesariamente mayor riqueza, ya que consideran el dinero como uno más de una gama continua de activos financieros, por lo que no ejerce ninguna influencia directa sobre la demanda global, aunque haga variar la tasa de interés, ya que sus variaciones sobre la demanda global se consideran muy débiles y retrasadas. Esta concepción del dinero permite a los economistas neokeynesianos destacar la distinción entre "demanda de dinero para transacciones" y "demanda de dinero para inversión o como activo". En la demanda de dinero para transacciones consideran necesario explicar por qué se tiene activos no aptos como medios de pago, en vez de conservar el dinero en su forma líquida, cuando dicha demanda es tá relacionada con la renta esperada y es poco sensible a los tipos de interés. Pero dentro de dicha demanda, la parte conservada en dinero (moneda legal y depósitos a la vista) competirá con los demás activos financieros, variando con el tipo de interés, y con los costos y riesgos de transformación entre dinero y otros activos.

Lo anterior implica considerar que sólo las grandes empresas y los individuos con muchos activos reaccionarán a pequeños cambios en el tipo de interés, trasladando sus fondos de unos activos a otros; por otro lado, la gama de activos afectados por estas relaciones de sustitución será probablemente limitada. Además, la demanda de dinero para inversión entra a competir con la rentabilidad de los demás activos.

Las personas elegirán el dinero como medio de conservar riqueza, debido a que hay un riesgo que se deriva de la diferencia entre el rendimiento actual y futuro del resto de activos, así como de las expectativas respecto al futuro; en sentido inverso, elegirán otros activos financieros cuando el riesgo entre el rendimiento actual y futuro de dichos bienes sea mínimo y las expectativas respecto al futuro no sean tan precarias.

Lo arriba expuesto pone de manifiesto que, para los postkeynesianos, los activos financieros son buenos sustitutos del dinero, por lo que sus respectivas rentabilidades jugarán un papel importante en la función de demanda de dinero. En ese sentido, los cambios en cualquiera de los tipos de interés de los diferentes activos financieros afectarán notablemente la demanda de dinero, la cual será altamente elástica al tipo de interés.

Los efectos de un aumento en la oferta monetaria repercutirán intensamente en los sustitutos del dinero, que absorberán casi toda la cantidad de dinero aumentada, provocando que bajen sus rentabilidades. Además, dada la elasticidad interés de la demanda de dinero, ésta se ajustará fácilmente a la mayor oferta, sin necesidad de un cambio importante en otras variables, como la renta y los precios, que sólo se verán a través de cambios en el o los tipos de interés del o los activos sustitutivos próximos del dinero. 33/

Alvin Hansen plantea lo anterior aduciendo que un aumento en la oferta monetaria se puede destinar a inversiones financieras, caso en -

33/: Antonio Argandoña, Opus. Cit. pág. 174.

el cual la tasa de interés disminuirá hasta que el dinero se desee como ocioso. En ese caso, la inversión financiera se lleva a cabo cuando la cantidad de dinero aumenta en una cuantía que ocasiona una baja en la tasa de interés, hasta el punto donde la demanda de dinero para ser mantenida como activo no productivo sea igual a la cantidad que no es necesario para transacciones. Basado en este planteamiento, Hansen considera que la demanda de dinero es función de la tasa de interés. 34/

Lo expuesto hasta ahora pone de manifiesto que los neokeynesianos consideran el nivel de precios como una variable endógena y reconocen - (como los neocuantitativistas) los mecanismos de ajuste de la oferta nominal de dinero, a través de cambios en el nivel de precios en el pleno empleo. Sin embargo, como uno de los supuestos básicos de los keynesianos y sus seguidores es que la economía funciona a niveles inferiores al pleno empleo, consideran que los impulsos monetarios que ocasiona un aumento en la oferta monetaria repercutirán en una demanda superior de activos financieros, lo que hará bajar la tasa de interés hasta que el dinero se desee como saldo ocioso.

Los neokeynesianos consideran que los mecanismos de transmisión de un aumento en la oferta monetaria debe canalizarse a través de la coordinación de la política fiscal con la política monetaria, las cuales influyen en el nivel de la demanda efectiva, afectando tanto al nivel de precios (de acuerdo con el efecto que tenga sobre el costo y la produc-

---

34/: Alvin Hansen, *Teoría Monetaria y Política Fiscal*. Fondo de Cultura Económica, 2a. edición 1960, pág. 152.

ción], como la ocupación. Dicho de otra manera, un efecto sobre la demanda efectiva, como resultado de implementar políticas fiscales y políticas monetarias, repercutirá en un aumento más rápido sobre el empleo que sobre los precios, cuando la economía esté en períodos de depresión, y repercutirá más rápido sobre el nivel de precios que sobre el empleo, cuando la economía tienda al pleno empleo. 35/

Los neocuantitativistas, por su parte, asignan al dinero una gran importancia, al sostener que sus variaciones ejercen una fuerte influencia sobre la demanda global (medida en términos nominales), sobre el nivel de precios y sobre el producto; además, destacan la diferenciación entre las magnitudes reales y las nominales, así como entre el corto y el largo plazo. En esa forma, arriban al criterio de que las variaciones del crecimiento tendencial del dinero constituyen el principal determinante, pero no exclusivo, de la tendencia del PNB nominal y del nivel de precios.

En cuanto al largo plazo, sostienen que las variaciones del dinero ejercen poca influencia en los movimientos del producto, ya que dichas variaciones están determinadas por el crecimiento de los factores productivos. En cambio, en el corto plazo, las variaciones del dinero ejercen un gran impacto sobre el producto, cuya magnitud y duración depende de las condiciones iniciales en que se produzcan las variaciones del dinero, siendo dos indicadores importantes: el nivel de utiliza --

---

35/: Ibid., pág. 159

ción de los recursos y la tasa de inflación prevista. En ese contexto, - la teoría neocuantitativista analiza los factores que determinan la cantidad de dinero que la comunidad quiere tener y concluye que los "cambios sustanciales en los precios o en la renta nominal son casi invariablemente el resultado de cambios en la oferta de dinero". 36/

Lo anteriormente expuesto pone de manifiesto que los neocuantitativistas consideran que los desplazamientos monetarios se reflejan (al menos en el largo plazo) principalmente en cambios en el nivel de precios, constituyendo así una teoría del nivel de precios, donde la tasa de interés disminuye ante un aumento de la oferta monetaria, elevándose gradualmente a medida que el aumento efectuado en la oferta monetaria ejerza su efecto sobre la actividad económica, con fuerte tendencia al equilibrio.

Tal mecanismo está determinado por tres efectos a saber: El efecto liquidez, el efecto ingreso y las expectativas de precios. El efecto liquidez es considerado como la respuesta inmediata antes que cambie el ingreso u otras variables, ante un incremento de la oferta monetaria; este efecto determina un movimiento de la tasa de interés en sentido opuesto al de la oferta monetaria. El efecto ingreso consiste en la reacción inducida de las tasas de interés ante cambios en el ingreso nominal, provocados por el impulso monetario, por lo que se espera que la variación de las tasas de interés se efectúe en la misma dirección en que cambia la cantidad de dinero. Por último, el efecto de las expectativas de precios

---

36/: Antonio Argandoña, Opus Cit. págs. 90 y 91.

establece que los cambios monetarios inducen, tanto a oferentes como a demandantes de dinero, a que prevean un cambio en el nivel de precios, lo cual lleva a los oferentes a elevar su tasa de interés para protegerse de la depreciación esperada en el valor del dinero, dicho efecto hará que las tasas de interés de mercado cambien en la misma dirección que la variación monetaria.

2- Otro punto importante dentro del debate, es la importancia de la Política Fiscal en los problemas de estabilización económica.

Los neokeynesianos le asignan a la Política Fiscal una gran relevancia, al sostener que las medidas fiscales son poderosas y que tienen un efecto relativamente rápido para alcanzar la estabilidad económica, en tanto que las variaciones del dinero tienen un efecto muy lento, en otras palabras, que el dinero tiene una influencia importante sobre la actividad económica solamente cuando se crea para financiar gastos públicos.

Sobre tal argumento, los neocuantitativistas siguen mostrándose -escépticos-, especialmente cuando dicha influencia se mide sin tener en cuenta las consideraciones sobre el financiamiento del gasto público; al respecto, consideran que el gasto del gobierno sólo aumenta la demanda global en forma permanente, cuando se financia continuamente mediante la creación de dinero.

3- Otra de las diferencias esenciales entre los neocuantitativistas y postkeynesianos es sobre los determinantes del nivel de precios, en el análisis comparativo del equilibrio estático.

La escuela postkeynesiana sostiene que el nivel de precios se corresponde estrechamente con los costos de producción, los cuales cambian con las variaciones del volumen de producción; en ese sentido, los precios se ajustan a los costos de producción cambiantes.

Los neocuantitativistas, por su parte, consideran que el nivel general de precios y la formación de expectativas de precios están relacionados con la tasa de desempleo, de tal manera que cuando los precios suben a una tasa constante y la tasa prevista de variación de los precios es la misma, la tasa de desempleo estará a su nivel normal y permanecerá así hasta que ocurra un desequilibrio entre ambas.

4- Por último, otro de los puntos importantes del debate entre neocuantitativistas y neokeynesianos es el referido a la tasa de interés. En este campo, la controversia se ha centrado en torno a la distinción entre los tipos de interés reales y nominales y en cuanto a la forma en que se determinan en el mercado.

Según los postkeynesianos, el tipo de interés a corto plazo está determinado básicamente por la oferta y la demanda de saldos de dinero, es decir, por el mercado de dinero, además, creen que los tipos de interés a corto plazo influyen sobre los tipos a largo plazo, a través de una relación estructural de los plazos.

Los neocuantitativistas, por su parte, han revivido la concepción de Irvin Fisher con respecto a los tipos de interés; según este análisis, el tipo de interés real está determinado por una multiplicidad de factores, tradicionalmente resumidos por la frase "productividad y fru

galidad". El tipo de interés nominal, en condiciones de equilibrio, es igual al tipo de interés real más la tasa de inflación prevista, de tal manera que los factores que influyen sobre los tipos de interés de mercado son el efecto liquidez o del dinero, el efecto del producto y la tasa de inflación prevista.

5- En la década del 70 la teoría y política monetaria muestra un cambio sustancial, al aparecer los primeros escritos orientados a conciliar el conflicto entre neocuantitativistas y postkeynesianos, siendo uno de ellos la publicación en 1973 del "Dinero y Capital en el Desarrollo Económico" de Ronal I. Mackinnon, en el cual expone que la política monetaria, especialmente en los países con sistemas financieros poco desarrollados, debe estar orientada a analizar la incidencia que tienen los tipos reales de interés en la actividad económica, ya que las decisiones de las unidades económicas se centran más bien en las magnitudes reales que en las nominales. Así, la distinción entre tipo nominal y real de interés, permite rectificar una serie de conclusiones keynesianas que conducen a graves errores en la práctica, como la política de dinero barato.

Mackinnon propugna por un plan de estabilización, acompañado de una auténtica reforma monetaria y de la liberación de los mercados financieros, porque la inflación y la represión financiera <sup>37/</sup> se deben generalmente a la existencia de obstáculos legales que mantienen los

<sup>37/</sup>: Definida como la imposición de tipos de interés real a un nivel inferior al de equilibrio, debido a la inflación y a la determinación de límites máximos a los tipos de interés.

tipos de interés por debajo del equilibrio y las emisiones monetarias más allá de lo prudente para el desarrollo estable.

6- Se puede concluir este apartado señalando que las teorías neoliberales proponen la entera liberación de los tipos de interés y demás medidas crediticias que impiden el ajuste de los tipos de interés a nivel de equilibrio, 38/ sosteniendo que el predominio de tipos de interés negativos, sin tomar en cuenta la inflación impuesta a través de medidas discrecionales (especialmente en los países con sistemas financieros poco desarrollados), desalientan el ahorro interno en términos reales, disminuyen la disponibilidad real de fondos con fines de inversión y representan, a la vez, un obstáculo al desarrollo económico. Al igual que Keynes, parten de la no neutralidad del dinero, ya que éste puede producir desequilibrios en los mercados reales como en los mercados financieros, ante lo cual consideran que toda política que disminuya la represión financiera favorecerá el desarrollo económico, toda vez que al disminuir la represión financiera puedan acumularse saldos monetarios reales a un ritmo mayor y que sea más eficiente la intermediación financiera.

---

38/: Vicente Galvis, Aspectos Teóricos de la Política de Tipos de Interés en los Países Menos Desarrollados. Folleto del Fondo Monetario Internacional, 1978, pág. 9.

## CAPITULO II

### EVOLUCION HISTORICA DEL CONCEPTO DE TASA DE INTERES

#### A. LA TASA DE INTERES SEGUN LA TEORIA CLASICA

Para los economistas clásicos, la tasa de interés es el aliciente o la recompensa que se paga a los individuos por posponer el consumo -- presente; considerando e introduciendo para ello la noción de tasa -- real de interés.

Tal concepción teórica es aceptable si se considera el pleno empleo de los factores productivos, como condición normal de equilibrio estable, donde la renta se gasta automáticamente y con un ritmo que -- mantiene empleados a todos los medios de producción. Aun en el caso en que alguna parte de la renta se ahorre, ello no representa ningún obstáculo para la consecución del pleno empleo, ya que ahorrar es gastar en bienes de producción (inversión), lo cual pone de manifiesto que la renta se distribuirá en la adquisición de bienes de consumo (C) y ahorro (S).

$$Y = C + S$$

La teoría clásica de la tasa de interés surgió a través del mecanismo indirecto propuesto por Henry Thornton en 1802, en su obra *The Paper Credit of Great Britain*, quien explicó adecuadamente como los billetes de banco y las otras formas de dinero se inyectaban en el sistema financiero, al reemplazar las monedas de oro en el Siglo XIX y resultar insuficiente el mecanismo directo de Cantillón y Hume para ex-

plicar tal fenómeno. 39/

Thornton explica que el nuevo dinero creado por los bancos entra inicialmente en los mercados financieros a través de la expansión de los préstamos bancarios, y describe como la oferta incrementada de fondos prestables hace descender temporalmente la tasa de interés de los préstamos, por debajo de la tasa de rentabilidad (rendimiento esperado) de los nuevos proyectos de inversión de capital. Esta disparidad entre la tasa de rentabilidad y la tasa de interés de los préstamos estimula gastos adicionales de inversión, ejerciendo de esa manera una presión alcista en los precios de los productos (debida al exceso de demanda), incluyendo el de los bienes de inversión. Al encarecerse progresivamente los bienes de inversión, los empresarios necesitan más y más préstamos para financiar sus compras, lo cual incrementa la demanda de préstamos y provoca el alza de la tasa de interés de los mismos. El equilibrio se restablece cuando la creciente demanda de préstamos llega a ponerse a la altura de la oferta inicialmente expandida y la tasa de interés de los préstamos aumenta hasta ser igual a la tasa de rentabilidad.

En síntesis, el cambio monetario influye en el gasto y en los precios a través de su previo efecto en las tasas de interés, manteniendo

---

39/: Thomas M. Humphrey, "La Teoría Cuantitativa del Dinero. Su Evolución Histórica y papel en los debates de Política Económica". Folleto XXIV -A-5, Departamento de Publicaciones Universidad de El Salvador, Facultad de Ciencias Económicas, pág. 12

se la relación causal dinero-gasto -precio, a través de dos eslabones: 1) el de la inyección monetaria que genera una diferencia entre la tasa previsible de rentabilidad de la inversión de capital y el tipo de interés del mercado; y 2) la reacción de la inversión ante esa diferencia.

Lo anterior pone de manifiesto que la tasa de interés, dentro de la concepción clásica, está determinada por factores reales y no por fuerzas monetarias, no ejerciendo, por tanto, ninguna influencia en la función de demanda de dinero, ya que las variaciones en el ingreso vienen acompañadas de una variación proporcional en la demanda de dinero; pero por otra parte, dada su flexibilidad, mantiene la igualdad entre el ahorro y la inversión, de tal manera que cuando aumenta el ahorro disminuye la tasa de interés, y viceversa, hasta lograr igualarla con la tasa de rentabilidad, que es el punto de equilibrio donde todos los factores están plenamente empleados, constituyendo la condición normal y estable del equilibrio a largo plazo de la teoría económica clásica.

## B. LA TASA DE INTERES SEGUN LA TEORIA NEOCLASICA

Posteriormente, partiendo de la premisa de los clásicos de que la tasa real de interés es la variable que determina el equilibrio entre el ahorro y la inversión en una economía monetaria, mediante el proceso de intermediación financiera, Irving Fisher presentó por primera vez una formulación completa de las condiciones que han de cumplirse para el equilibrio neoclásico del interés; gracias a su ingen-te empeño por estudiar el comportamiento de las tasas de interés, se

ñaló el primer caso de desequilibrio de la tasa real de interés.

Fisher diferencia en su análisis la tasa de rendimiento de los activos físicos, la tasa de interés nominal de los activos financieros y la tasa real de interés de dichos activos financieros. Al igual que - los clásicos, parte de la premisa de que la tasa real de interés es la variable que importa para determinar el equilibrio entre ahorro e inversión en una economía monetaria. A pesar de que, según los clásicos, la tasa de rendimiento de capital guarda estrecha relación con la tasa de interés, presumiblemente debido al hecho de que igualmente creían - en la inexistencia de ilusión monetaria o en la relativa estabilidad - del nivel de precios, como resultante del patrón oro, que relegaba el abono de intereses al margen de la misma tasa de rendimiento. 40/

El valor aproximado de la tasa real de interés, según Fisher, se halla determinado por la diferencia entre el tipo de interés y la tasa de inflación, cuya magnitud será compatible con la tasa de rendimiento de capital en la medida que el período considerado sea más breve. El estado de equilibrio "fisheriano" exige que la tasa real de interés - sea positiva e igual a la tasa de rendimiento de capital, que con toda probabilidad es positiva en una economía en crecimiento. Esta condi--- ción de equilibrio tiene consecuencias importantes en la teoría de la tasa de interés, ya que teóricamente cabe esperar que, cuanto más bajo sea el nivel de desarrollo de una economía, la tasa de interés de equi-  
librio será más elevada. No obstante, debe tenerse en cuenta que, durante el proceso de desarrollo, las curvas de ahorro e inversión, de-  
terminantes de la tasa de rendimiento de capital y de la tasa real de

40/: Vicente Galvis, Opus Cit. págs. 3 y 4.

interés de equilibrio, se desplazan hacia la derecha; pero el desplazamiento de la curva de ahorro tenderá a ser mayor que el de la curva de inversión, como consecuencia del comportamiento creciente del coeficiente capital/trabajo, con el cual el tipo de interés de equilibrio tenderá a disminuir.

Fisher también distingue entre el equilibrio total y el parcial, y relaciona ambas condiciones de equilibrio con los efectos derivados de la inflación prevista y no prevista. En el primer caso, cuando la inflación es prevista, el alza general de los precios va acompañada de una elevación equivalente a la tasa nominal de interés, de modo que en la mayoría de los casos la tasa real de interés no es afectada por la inflación. En el segundo caso, cuando la inflación no es prevista y la tasa de interés nominal deja de reaccionar ante el alza del nivel de precios, el descenso de la tasa de interés real ocasionado por la inflación no prevista puede dar lugar a un aumento súbito de la inversión real. 41/

### C. LA TASA DE INTERÉS SEGUN LA TEORIA KEYNESIANA

Keynes, a diferencia de los clásicos y neoclásicos, consideró la tasa de interés como la recompensa por transferir la disponibilidad sobre la riqueza en forma líquida, lo cual permite desviar recursos de la actividad de producción para el consumo hacia la actividad de producción para la inversión, comportamiento que genera el aumento de

---

41/: Ibid, pág. 4.

la productividad total del capital.

Sus aportes al análisis de las tasas de interés se basan en varios puntos. En primer lugar, en el criterio de que la existencia de desempleo es reflejo de una situación en que la tasa de interés a corto plazo es superior a la tasa de interés de equilibrio en el largo plazo, de tal manera que, cuando existe desempleo, la expansión monetaria puede reducir la tasa de interés sin elevar los precios y, como consecuencia, su efecto en la inversión es formalmente semejante al de la inflación no prevista de Fisher. En segundo lugar, Keynes sostiene que las tasas de interés de corto plazo son determinadas principalmente por las condiciones de equilibrio vigentes en sus respectivos mercados financieros, en cambio, acepta que a largo plazo son los factores clásicos de frugalidad y productividad los que las determinan. En tercer lugar, que en condiciones normales resulta posible afectar la tasa de interés recurriendo a la política monetaria. Por último, señala que los movimientos de la tasa de interés pueden influir en la tasa de inversión en sentido contrario.

Lo anterior pone de manifiesto que para la teoría keynesiana la tasa de interés constituye un fenómeno monetario y, consecuentemente, parte de la teoría del dinero. De tal manera que las regulaciones de la tasa de interés se realizan a través de la oferta monetaria, siendo esta forma la más eficaz y menos censurable para regular la productividad y el empleo, ya que el tipo de interés es el principal condicionante de la inversión, la que a su vez es la determinante estratégica de la producción.

El nivel de la tasa de interés está en relación directa a las variaciones de la preferencia por la liquidez y a la cantidad total de dinero disponible para satisfacer esa liquidez. De tal manera que cuanto más fuerte sea la preferencia por la liquidez, más alto será el tipo de interés; a contrarium sensu, cuando la cantidad de dinero sea mayor que la necesaria para satisfacer la preferencia por la liquidez, el tipo de interés tenderá a ser más bajo. Por otra parte, si la cantidad de dinero aumenta en la misma proporción que la preferencia por la liquidez, la tasa de interés permanecerá inalterada, es decir, que si la cantidad de dinero no aumenta simultáneamente con la preferencia de liquidez, la tasa de interés se eleva debido al aumento de la preferencia por la liquidez.

Keynes acepta la igualdad entre ahorro e inversión de la teoría clásica, pero atribuye dicha igualdad a las variaciones del nivel de renta, más bien que a la tasa de interés; también acepta el supuesto de que el tipo corriente de interés radica en el punto de intersección entre la demanda de inversión y el ahorro, dado el nivel de renta. En cambio, Keynes no acepta que la curva de demanda de inversión pueda desplazarse sin que al mismo tiempo se desplace la curva de ahorro y varíe el nivel de renta, porque cree que si disminuye la eficacia marginal de capital (demanda de inversión) ello hará disminuir la inversión, lo cual reducirá la renta y el ahorro, efecto que a su vez generará una curva de ahorro diferente para cada nivel de renta.

## D. LA TASA DE INTERÉS SEGUN LA TEORIA NEOCUANTITATIVISTA

Los neocuantitativistas han puesto en duda las conclusiones teóricas y prácticas de la doctrina keynesiana, principalmente la que se refiere a la reducción de la tasa de interés ante el incremento de la oferta monetaria, al respecto, sostienen que en la realidad lo que ocasiona normalmente el incremento de la oferta monetaria es el alza de la tasa de interés, como consecuencia del incremento de la tasa de inflación.

El debate entre keynesianos y neocuantitativistas revela la importante diferencia que existe entre los supuestos de la teoría de la tasa de interés, diferencia que explica que sus conclusiones sean dis-tintas. En el supuesto de desempleo, según Keynes no hay inflación en absoluto, razón por la cual la reducción de la tasa nominal de interés significa la reducción de la tasa real de interés; en cambio, en el supuesto neocuantitativista de pleno empleo (que no difiere del de Fisher), aumenta la inflación ocasionando el incremento de la tasa de interés, o bien la reducción de la tasa real de interés si no se previene del todo la inflación. 42/

La teoría de los saldos reales o efecto riqueza constituye el -- principal aporte de los neocuantitativistas sobre la importancia del dinero, aun en la situación extrema planteada por Keynes como "la - trampa de liquidez", en la que la tasa de interés esté bloqueada por-

---

42/: Ibid, pág. 6.

que la inversión se vuelve insensible a las variaciones de la tasa de interés. Según esta teoría, en toda depresión bajan los precios, razón por la cual aumenta el poder adquisitivo de la riqueza mantenida en forma líquida, situación que estimula directamente los gastos hasta que se llega a la plena capacidad. Como el efecto de la riqueza actúa independientemente de los cambios en la tasa de interés, la inconsistencia del nexo causal indirecto no podrá impedir el regreso al pleno empleo.

Del análisis del efecto de la riqueza inducido por los precios - hay sólo un paso al concepto de que un incremento en los saldos reales y, por ende, en el gasto, puede conseguirse con la misma facilidad mediante la expansión monetaria, con lo que se demuestra la energía potencial de la política monetaria, aun durante una depresión. En virtud de ello, los neocuantitativistas insisten en que los cambios en la masa monetaria preceden y causan cambios en el ingreso nacional nominal. En su opinión la inflación es siempre y en todas partes un fenómeno monetario, y como el dinero es el perturbador principal del equilibrio económico, el control adecuado de la oferta monetaria es la clave para reducir la inflación y la depresión.

Los neocuantitativistas reconocen por otra parte que el mecanismo de transmisión opera primeramente a través de un complicado proceso de ajuste de cartera o del balance, en el que intervienen numerosas cadenas causales a través de la tasa de interés y que afecta a una amplia gama de activos y gastos. Estos gastos monetarios causan cambios en la composición de las carteras de activos o en los balances, mediante los

cuales causan cambios también en los precios y rendimientos de los activos financieros y no financieros (bienes duraderos de producción y de consumo). Estos cambios en los precios y rendimientos de los activos causan, a su vez, variaciones en la demanda de servicios y en las nuevas masas de activos y, por ende, en los precios y/o productos de estos últimos.

### L. LA TASA DE INTERÉS SEGÚN LA TEORÍA NEOLIBERAL

En la actualidad, el enfoque neoliberal 43/ de la tasa de interés no está en contradicción con los enfoques neoclásicos y keynesianos tradicionales, sino que es más bien complementario de estos últimos. Los neoliberales suponen que el nivel de las tasas de interés es inferior al equilibrio, debido sobre todo a las medidas del estado en caminadas a mantener estables y bajas las tasas de interés, con independencia de las condiciones económicas, en particular de las presiones inflacionarias.

Al propugnar por una política de tasas de interés que estimule - el crecimiento económico, sostienen que generalmente en los países menos desarrollados se le da poca importancia al hecho de que la tasa de interés es el precio que se paga por el dinero o el capital, prevalenciendo la tendencia a mantener tasas de interés no realistas, a consecuencia de lo relativamente rápido que crece la tasa de inflación -

43/: Calificativo utilizado por Vicente Galvis para referirse a la teoría de la represión financiera, formulada por McKinnon y Shaw en 1973.

y de que con frecuencia los gobiernos no permiten los reajustes de las tasas de interés; por otra parte, cuando el nivel de tasas de interés se fija en el marco de un mercado verdaderamente libre, generalmente es superior al de los países industrializados, porque en los países subdesarrollados el capital es relativamente escaso.

Ante esta situación, los neoliberales proponen la ejecución por parte de las autoridades pertinentes de una política de tasas de interés realistas, tanto sobre los depósitos como sobre los préstamos, para lograr una movilización más efectiva del ahorro, elevar el nivel de productividad y reducir las repercusiones inflacionistas.

La movilidad más efectiva del ahorro se logra a través de tasas reales de interés positivas sobre los depósitos, que incentivan al público a ahorrar porque al garantizarle un beneficio desiste de usar parte de sus ingresos en la compra de activos reales, como alternativa para protegerse de la inflación.

Según esta teoría, el nivel de productividad se puede elevar canalizando los recursos financieros hacia inversiones productivas, a través de tasas reales de interés que fomenten la eficiencia de las empresas en la utilización de los recursos, ya que las tasas de interés artificialmente bajas tienden a alentar la utilización antieconómica de los bienes de capital.

Por último, como alternativa para combatir la inflación, proponen la utilización de tasas de interés atractivas para elevar la tasa de ahorro. Por su parte, la eliminación gradual de las distorsiones que

suelen acompañar a la inflación, ayuda a lograr una mejor asignación de recursos y un mayor énfasis en la productividad de las actividades económicas.

En suma, se podría concluir diciendo que las tasas de interés, - tanto en la teoría cuantitativa del dinero como en la teoría keynesiana, se reajustan instantáneamente a un nuevo nivel de equilibrio; en la teoría cuantitativa para igualar el ahorro y la inversión, en tanto que en la teoría keynesiana para igualar la cantidad de dinero demandada y la ofrecida. Los neocuantitativistas, en cambio, no consideran - que las tasas de interés se reajustan instantáneamente a un nuevo nivel de equilibrio, por la posibilidad de que haya una variación de aquellas junto con una modificación de la tasa prevista de inflación; - no obstante, descuidan el efecto que producen otros factores en las tasas de interés (como el efecto que produce el proceso de ahorro e inversión y las variaciones de la cantidad nominal de dinero), salvo en la medida que afecten el ritmo del ingreso nominal y, por consiguiente, la tasa prevista de variación de los precios.

## CAPITULO III

### LA POLITICA DE TASAS DE INTERES

#### A. DEFINICION DE LA POLITICA DE TASAS DE INTERES

Es conocido que la política monetaria, como parte de la política financiera, se encarga de la promoción, captación y canalización de recursos monetarios a través de los intermediarios financieros y que, para lograr tales propósitos, cuenta con sus propios instrumentos como son: la tasa de interés, el fondo operativo, el redescuento bancario, el crédito al sector privado, el encaje legal, el control selectivo del crédito, las regulaciones cambiarias y las operaciones de mercado abierto. Con lo anterior se pretende destacar que la tasa de interés, por definición, forma parte de los instrumentos de la política monetaria.

La regulación monetaria se efectúa a través de por lo menos dos cauces básicos, a saber: el cauce del tipo de interés y el cauce del crédito. Siendo el primero el mecanismo en el que la tasa de interés es la variable equilibradora, que responde a las variaciones de la oferta y la demanda monetaria y ejerce influencia sobre los gastos de inversión; dichos gastos, a través del efecto multiplicador, impactan directa e indirectamente el ingreso, hasta igualar la demanda y la oferta de dinero, igualdad que permite que la economía alcance su punto de equilibrio. Por su parte, el cauce del crédito es el mecanismo por medio del cual se limita la disponibilidad de fondos procedentes de los intermediarios financieros, sobre todo en el mercado comercial de préstamos, con el objeto de transmitir directamente al sector real

de la economía sus efectos, a través de la regulación del gasto de las empresas e individuos. 44/

Por lo anterior, es usual referirse en la práctica a una política de tasas de interés o a una política de crédito, según el mecanismo de transmisión que se esté utilizando para influir sobre la actividad productiva.

En ese sentido y con el objeto de diferenciar entre la tasa de interés en su concepción teórica y la política de tasas de interés en - su aplicación práctica, para los propósitos del presente estudio se entenderá que la política de tasas de interés es el conjunto de medidas adoptadas por las autoridades monetarias con el objeto de influir, por un lado, en la captación de recursos financieros, estimulando a los depositantes con tasas atractivas de interés, que remuneren adecuadamente los instrumentos de ahorro del sistema financiero; y, por otra parte, en regular la asignación de los recursos financieros entre los distintos sectores de la economía, al constituir la tasa de interés el precio que se paga por el uso del capital. En esa forma, la política de tasas de interés puede ser expansiva o restrictiva para determinados sectores, según sea el nivel de la tasa de interés que afecte los créditos.

La forma en que las autoridades monetarias pueden influir en el nivel de la tasa de interés varía según sea el mecanismo adoptado para su determinación. Así para el caso, cuando la tasa de interés es el -

44/: Se supone que las autoridades monetarias tienen poco o ningún - control sobre la demanda de crédito del sector público.

producto del relativo libre juego de las fuerzas del mercado financiero, la influencia de las autoridades monetarias sobre el nivel de las tasas de interés se efectúa en forma indirecta, cuando alteran las -- disponibilidades de recursos financieros a través de las operaciones de mercado abierto o de las variaciones del encaje legal que se aplica a los depósitos en los bancos del sistema. En cambio, dicha influencia se manifiesta en forma directa cuando las tasas de interés -- son administradas por las autoridades monetarias, lo cual permite que éstas puedan ejercer mayor control sobre el mercado financiero, por -- cuanto que están en capacidad de establecer la remuneración del ahorro y el costo del crédito.

El presente estudio está orientado a profundizar sobre la situación que se da cuando las tasas son administradas por las autoridades monetarias, por constituir ésta la fórmula generalmente aplicada por los países subdesarrollados y particularmente en El Salvador, que es el objeto de este trabajo.

## B. LA FLUJACION DE LA TASA DE INTERES DENTRO DE LA ECONOMIA 45/

La importancia económica de la tasa de interés se puede apreciar desde dos puntos de vista: la del que obtiene recursos prestados para invertir y la del que ahorra con miras a obtener un beneficio en el -- futuro. Para el primero, la tasa de interés significa el pago que debe

45/: Basado en "Las Tasas de Interés Real en El Salvador". Ponencia del Lic. Sarbelio Armando Girón presentada en la XVI Reunión de Técnicos de Bancos Centrales del Continente Americano, realizada en San José, Costa Rica, 1979

efectuar por la utilización de recursos financieros ajenos, así como - la rentabilidad mínima que debe de obtener con los recursos prestados, para no sufrir pérdidas en la inversión realizada; consecuentemente, - de acuerdo al principio de racionalidad económica, los individuos no - se endeudarán cuando el rendimiento esperado del proyecto sea inferior al costo de los recursos. Para el segundo, o sea el ahorrante, la tasa de interés representa su remuneración o premio por diferir el consumo, sacrificio que hace porque espera consumir más en el futuro, pues además de conservar sus ahorros tendrá lo que reciba en concepto de intereses, aumentando su capital en función del nivel de las tasas de interés.

Si un país no tuviera relaciones comerciales y financieras con - el resto del mundo, es decir, si se tratara de una economía cerrada, - se tendría que tanto su actividad productiva, como el financiamiento necesario para operar su sistema económico, tendrían que efectuarse - con los recursos que se generan internamente; o sea que la producción sería elaborada exclusivamente con materias primas, mano de obra y capital nacional. En este caso, el costo del capital financiero, o sea la tasa de interés, podría estar determinada libremente por la oferta y demanda de recursos financieros o bien ser fijada por la autoridad - monetaria.

La tasa de interés que es fijada libremente por la oferta y la de ma nda de recursos financieros, es decir, que prescinde de control adm ni str ati vo directo por parte de las autoridades monetarias, es propia de un mercado financiero en que tanto inversionistas como ahorrantes -

participan en igualdad de condiciones. En este sentido, la tasa de interés está determinada por las variaciones de la oferta y demanda de recursos financieros en el mercado de capitales, a través del mecanismo siguiente: en el supuesto de que la tasa de interés está en equilibrio, es decir, que tanto los oferentes como los demandantes están de acuerdo en el precio a pagar por el factor capital, un aumento en la oferta de recursos financieros provoca una baja en la tasa de interés, lo cual estimula a los inversionistas a demandar más capital, ya que el precio a pagar por dichos recursos será bajo. Es obvio que el aumento de la demanda de dinero provocará un ajuste en la tasa de interés, en la medida en que el exceso de la oferta de dinero sea absorbido por los inversionistas, ocasionando posteriormente un aumento en la tasa de interés que afectará los préstamos, hasta igualar la oferta y demanda de recursos que constituye la condición de equilibrio de la economía. - Un proceso inverso al descrito se daría en el caso de que la oferta de dinero fuese menor que la demanda.

Por su parte, las tasas de interés que son fijadas institucionalmente por la autoridad monetaria, condicionan tanto a los demandantes como a los oferentes de recursos financieros a ajustar su comportamiento, de tal manera que si las tasas de interés administradas son más altas que las que corresponderían a un mercado libre, los oferentes de recursos se verán estimulados a incrementar el ahorro, mientras que - los demandantes de fondos se abstendrán de invertir, ya que las tasas de interés para financiar sus proyectos serán muy elevadas; analizando el sentido opuesto, es decir, que las tasas de interés fijadas institut

cionalmente sean más bajas que las correspondientes a un mercado libre, los oferentes de dinero reducirán su participación en el mercado financiero, mientras que los demandantes se verán estimulados a emprender nuevas inversiones, debido al bajo costo del dinero. Tomando en cuenta lo anterior, se plantea la conveniencia de dejar algunas tasas activas y pasivas libres, con el objeto de que las autoridades monetarias puedan disponer de un parámetro que les indique si están fijando muy altas o muy -bajas las tasas de interés administradas.

Lo expuesto anteriormente conlleva a no tomar medidas que distor- -sionen el desarrollo económico en general y el financiero en particular, ya que existe consenso de que la forma más sana de financiar la produc- ción es a través del ahorro doméstico; sin embargo, en la realidad, a la hora de diseñar las políticas respectivas, se opta por la aplicación de tasas de subsidio como medio para acelerar el desarrollo económico, olvi- dadose de la doble función que juega la tasa de interés dentro de la e- conomía.

Indudablemente, al evaluar la doble función de la tasa de interés, es conveniente considerar el efecto que causa el proceso inflacionario - sobre las tasas activas y pasivas de interés, para ello es importante diferenciar entre las tasas de interés nominales y las reales; la primera, es la que se recibe o se paga en virtud de un contrato de depósito o de préstamo; en tanto que la segunda, se puede definir conceptualmente como la tasa nominal menos la tasa de inflación. Matemáticamente, la tasa de interés real se define así:

$$r = \frac{1 + i}{1 - I} - 1 = \frac{i - I}{1 + I}$$

donde  $r$  = Tasa de interés real

$i$  = Tasa de interés nominal

$I$  = Tasa de inflación, equivalente a la variación porcentual del Índice de Precios al consumidor (IPC)

de tal manera que si la tasa de interés nominal es mayor que el incremento de los precios, la tasa de interés real será positiva; asimismo, será negativa cuando la tasa de interés nominal sea menor que el incremento en los precios. En último caso, para los deudores será el premio o subsidio por prestar y para los ahorrantes el castigo o costo por no consumir.

Cuando la tasa de interés nominal sea menor que la tasa de inflación, o sea cuando la tasa de interés real es negativa, se desalienta el ahorro financiero y se deprimen las inversiones, factores muy importantes en la promoción del desarrollo económico, así mismo se alienta el uso ineficiente de los recursos financieros y se induce a las personas a convertir sus activos financieros en activos reales, para evitar pérdidas a consecuencia del proceso inflacionario. Por otro lado, la política de mantener tasas de interés reales negativas y la creencia de que se puede aumentar el ahorro financiero por medio de campañas publicitarias, no contribuyen a frenar la inflación, porque no reducen la demanda de crédito y estimulan la especulación en activos reales, tanto de los sectores que tienen acceso a los créditos, como de los ahorrantes que buscan defendirse de la inflación, asimismo, si los depósitos disminuyen al grado de que no logren satisfacer la demanda de

crédito, surgen presiones para que el Banco Central cubra el faltante con nuevas emisiones, lo cual acelera aún más el proceso inflacionario.

Por otra parte, cuando se trata de un país con economía abierta o sea que mantiene relaciones comerciales y financieras con el resto del mundo, además de lo anteriormente descrito deben tenerse en cuenta los efectos que causan las disparidades entre las tasas de interés internas y las prevalecientes en los mercados financieros internacionales, principalmente cuando las tasas de interés extranjeras son mayores que las nacionales, ya que es de esperar que éstas produzcan fugas de capitales en busca de una mejor remuneración y, en el mejor de los casos, suponiendo que estén eficientemente controladas las salidas de capitales, cabe la posibilidad de que el problema se limite a un menor uso del endeudamiento externo privado, pues es lógico que los demandantes de crédito nacionales preferirán el financiamiento que obtienen fácilmente y a menor costo en el sistema bancario nacional.

Si se toma en cuenta que en el mundo existen países pobres y ricos, los primeros caracterizados por mantener una insuficiencia de ahorro doméstico y los segundos por tener excedentes, y lo relacionamos con la necesidad que tienen los países pobres de financiar su desarrollo económico con grandes cantidades de recursos externos, se cae nuevamente en la situación de que las bajas tasas de interés frenen el ahorro financiero doméstico, pero esta vez con el agravante de dificultar el financiamiento del déficit que tradicionalmente regis-

tran los países pobres en la cuenta corriente de la balanza de pagos, problema que además pone en peligro la estabilidad externa de sus monedas.

De acuerdo con lo anterior, resulta conveniente para los países pobres mantener tasas pasivas de interés por lo menos a la par de las prevalecientes en los mercados financieros de los países ricos, con el objeto de evitar la parte de los desequilibrios en la balanza de pagos que son ocasionados por la salida de capitales. Por otra parte, si se considera la importancia de promover la captación de recursos externos, se deduce que las tasas de interés internas deben de ser más altas que las extranjeras, a fin de garantizar una mayor disponibilidad de recursos entre los intermediarios financieros o estimular el uso del endeudamiento externo por parte de los inversionistas privados.

En conclusión, para eliminar la parte de la inflación que se deba a la presión excesiva sobre el crédito bancario y a la especulación en activos reales, así como para evitar la pérdida de poder adquisitivo de los ahorros y su utilización en proyectos poco rentables, debe seguirse una política de tasas de interés reales positivas. Al respecto, es oportuno señalar que se ha comprobado que el aumento de las tasas activas de interés significa solo una pequeña parte del costo de producción, lo cual no necesariamente paraliza las inversiones, ya que éstas se llevan a cabo de acuerdo a la rentabilidad de los proyectos, es decir, a la diferencia entre los costos de producción y los ingresos que genera la inversión. Por el contrario, si se

utiliza una política de mantener tasas de interés negativas, se produce una reducción de los recursos financieros en términos reales, por que los ahorrantes sufren la pérdida del poder adquisitivo de sus depósitos, en la cuantía que la tasa de inflación los obligue a transferir recursos a los usuarios del crédito; por otro lado, esta política estimula la ineficiencia empresarial, por cuanto que permite realizar inversiones que no podrían sobrevivir sin tasas de interés de subsidio.

### C. LA POLITICA DE TASAS DE INTERES

#### 1) LA POLITICA DE TASAS DE INTERES EN LOS PAISES DESARROLLADOS

Los países desarrollados del mundo occidental se caracterizan - por haber creado un sistema financiero altamente competitivo y de sólidas estructuras en el cual "el mercado de capitales indica la eficiencia con que el existente capital accionario es invertido, al impulsar los rendimientos de los activos físicos y financieros hacia la igualdad, aumentando, por ende, en forma significativa, la rentabilidad promedio" y propiciando en consecuencia elevadas tasas de ahorro e inversión 46/. Al respecto, es oportuno señalar que dicha situación implica que todos los sectores, incluyendo el gobierno, pagan la tasa de interés que determine el mercado, es decir, que no es posible otorgar financiamiento subsidiado a ningún agente económico.

Es conocido que en una economía de mercado libre, las variacio-

---

46/ Ronald I. Makinnon. Dinero y Capital en el Desarrollo Económico. CEMLA, 2a. Edición, México, D.F., 1983. Pág. 12.

nes de la oferta y la demanda provocan alzas y bajas en los precios de las mercancías, originando en consecuencia una eficiente asignación de los recursos económicos. En tal sentido, la tasa de interés, siendo el precio que se paga por el capital, o sea uno de los factores básicos - de la producción, también se determina a través de la interacción de - la fuerza del mercado.

Cuando el gobierno o alguna otra entidad estorba el mecanismo de precios del mercado libre, el resultado es, a menudo, la mala asignación o subutilización de los recursos, que afecta indudablemente el - mercado financiero y, en especial, la tasa de interés; sin embargo, es importante destacar que las tasas de interés completamente libres sólo existen en teoría, ya que en la práctica son influenciadas indirectamente por las variaciones de la oferta y la demanda de dinero, que las autoridades provocan a través de otros instrumentos de la política monetaria, como son las operaciones de mercado abierto que inyectan o re- tiran recursos del público o las variaciones del encaje legal de los - bancos que modifican la cuantía de la emisión secundaria.

En consecuencia, la política de tasas de interés ejerce su influen- cia a través de medios indirectos, que afectan la disponibilidad de recursos financieros, propiciando que la economía alcance un punto de equilibrio que refleje la oferta y demanda de recursos financieros en el mercado de capitales local.

## 2) LA POLÍTICA DE TASAS DE INTERÉS EN LOS PAÍSES SUBDESARROLLADOS

Los sistemas financieros de los países subdesarrollados presentan

algunas características comunes, que en la mayoría de los casos limitan el desarrollo de sus respectivas estructuras financieras, ya que le restan competitividad al sistema bancario, auspician la ineficiencia empresarial y frenan el desarrollo económico y social. Entre esas características se podrían mencionar las siguientes.

- 1) Cuentan con un mercado de dinero normalmente grande, producto de la fuerte inclinación de los dirigentes financieros a creer que las tasas de interés relativamente bajas son normales, y que es necesario que éstas sean reducidas y estables a fin de promover el desarrollo económico del país. Tal interpretación sitúa al Banco Central como financista de las operaciones de crédito e inversión, adquiriendo con ello funciones desarrollistas que provocan fuertes presiones de crédito que no logra satisfacer, obligándolo a imponer medidas restrictivas a través de controles selectivos de crédito y condiciones tales de elegibilidad, que en la mayoría de los casos resulta difícil controlar el uso final de los recursos.
- 2) Tienen un mercado de capitales bastante reducido, que es incapaz de captar y canalizar los recursos de largo plazo que se requieren para las inversiones, situación que obliga a los empresarios a financiar sus proyectos con créditos de corto o mediano plazo, es decir, en las condiciones que la banca comercial ofrece para cubrir necesidades de capital de trabajo o de operación.
- 3) Las tasas de interés no solamente están sujetas a límites máximos impuestos de manera discrecional por las autoridades monetarias, -

sino que además se mantienen a un nivel inferior de los tipos de equilibrio.

- 4) Los propietarios de riqueza enfrentan el problema de la falta de - alternativas de inversión en activos financieros, razón por la cual se ven obligados a retener dinero o adquirir activos reales de índole especulativa, por lo que la demanda de dinero responde a la - tasa prevista de inflación.
- 5) El redescuento es el instrumento que más se utiliza con fines de - crédito directo para estimular sectores considerados prioritarios, - especialmente el agrícola que son financiados con tasas preferenciales de interés. 47/

En virtud de tales características, hay una fuerte tendencia a - mantener tasas de interés negativas, ya que los gobiernos no permiten con frecuencia reajustes de las tasas de interés que den lugar a expectativas de aumentos de precios, pese a que muchos de estos países tienen una tasa de inflación relativamente rápida, por lo que la determinación de la tasa de interés descansa en las decisiones discrecionales de la autoridad monetaria, que fijan su nivel y estructura - en base a normas legales que corrientemente establecen tipos de interés máximos. En la actualidad, se ha generalizado el uso de topes máximos sobre las tasas de interés de los créditos y de los instrumentos de ahorro, lo cual no hace más que perpetuar la estructura oligopolística del sistema financiero, restándole la competitividad necesaria

47/: Fondo Monetario Internacional. Mecanismo Transmisor de la Política Monetaria. Folleto 81-S-57, Pág. 12 y 13.

saría y dificultando el ajuste de las tasas de interés que generalmente permanecen en desequilibrio.

Adicionalmente a lo anterior, la política de tasas de interés está orientada a financiar con tasas preferenciales las actividades que son consideradas prioritarias dentro de la actividad económica, así - como al sector público, propiciando así una política de dinero barato que profundiza los problemas económicos de estos países, dándole paso a la ineficiencia empresarial y al uso irracional de los recursos financieros.

#### D. UNA POLITICA DE TASA DE INTERES PARA EL SALVADOR

En el caso concreto de El Salvador, cuya estructura financiera - es la típica de un país subdesarrollado, la política de tasas de interés debe estar orientada a impulsar el desarrollo económico y, por lo tanto, tiene que contener por lo menos los siguientes objetivos: estimular el uso de tasas reales positivas de interés sobre las operaciones activas y pasivas, para maximizar los niveles de ahorro doméstico y canalizar los recursos financieros en forma racional, con miras a elevar la producción interna, la eficiencia empresarial y la competitividad de los intermediarios financieros.

Para maximizar la captación del ahorro interno, es necesario implementar una política de tasas pasivas de interés que garanticen a los depositantes un rendimiento real positivo, aunque sea con tasas de interés fijadas periódicamente por la Junta Monetaria, pero de acuerdo al proceso inflacionario que afecte a la economía y en concor-

dancia con las tasas de interés del mercado internacional. Es decir, - que las autoridades monetarias no deberían fijar tasas de interés es- táticas, sino que las deben establecer de acuerdo a la pérdida del - poder adquisitivo del dinero, asignándole la flexibilidad necesaria y dejando tasas de interés libres para los depósitos a largo plazo, lo cual permitiría cierta agilidad a las instituciones financieras para pactar plazos de tasas de interés en condiciones convenientes, de a- cuerdo a las situaciones cambiantes del mercado.

Por otra parte, para que la canalización de los recursos finan- ceros se efectúe en forma racional y logre estimular adecuadamente - la producción interna, se hace necesario contar con tasas activas de interés que cubran los márgenes de la intermediación financiera y el nivel de las tasas pasivas en vigencia, lo cual permitiría frenar la demanda de crédito injustificada y financiar inversiones que garanti- cen una rentabilidad positiva, con miras a lograr la eficiencia empre- sarial dentro del aparato productivo. No obstante, es necesario desta- car la conveniencia de financiar con tasas de subsidio ciertas activi- dades productivas, especialmente agrícolas, generadoras de la mayor - parte de divisas que ingresan al país.

Tomando en cuenta todo lo anterior, se considera apropiado fijar tres niveles para las tasas activas de interés, que estén alrededor - de una tasa básica previamente determinada por la Junta Monetaria y - que sean de aplicación general para todas las actividades sujetas a - financiamiento. Así los tres estratos serían: tasa discriminatoria ma

yor que la básica, tasa básica o normal y tasa preferencial menor que la básica.

En cuanto a las tasas pasivas de interés, sería apropiado fijar una tasa de interés real positiva que remunere adecuadamente los depósitos de ahorro, y que sea de uso común tanto para los bancos comerciales e Hipotecario, como para las asociaciones de ahorro y préstamo. Para los depósitos a plazo resultaría conveniente fijar tres estratos, a saber:

A - de 30 a 90 días

B - de más de 90 a 180 días

C - mayor de 180 días

de los cuales los primeros dos estratos serían fijados por la Junta Monetaria y el tercero quedaría a juicio de las instituciones financieras, para pactar plazos y tasas de interés en condiciones convenientes para ambas partes (depositante e institución financiera), a fin de estimular la competitividad del sistema financiero.

## CAPITULO IV

### EXPERIENCIA SOBRE EL MANEJO DE LA TASA DE INTERES EN EL SALVADOR DURANTE EL PERIODO 1968-1982 48/

Para desarrollar el tema de este trabajo, se ha considerado conveniente recopilar en un solo capítulo las reformas efectuadas en El Salvador sobre las tasas de interés, durante el período 1968-1982, así como los motivos y condiciones económicas sobre las cuales se han tomado tales decisiones.

Para tal efecto, se ha subdividido el presente capítulo en cuatro períodos, así: el primero de 1968 a 1973, el segundo de 1974 a 1975, - el tercero de 1976 a 1977 y el cuarto de 1978 a 1982. Dicha subdivisión obedece al objetivo de destacar los años en que se han efectuado las cuatro principales reformas en El Salvador, que en su orden fueron en 1974, 1976, 1978 y 1982.

En la estructuración de las tablas que contienen cada una de las reformas apuntadas, solamente se consideran las tasas de interés para las operaciones activas y pasivas de los Bancos Comerciales e Hipotecario, de las Asociaciones de Ahorro y Préstamo y del Banco Central de Reserva, ya que la evaluación sobre la política de tasas de interés, se efectuará sobre el comportamiento de las variables financieras del sistema bancario salvadoreño y sobre el ahorro e inversión de la economía.

48/: Basado en las memorias anuales del Banco Central de Reserva de El Salvador.

## A. PERIODO 1968 - 1973

La estructura de las tasas de interés para las operaciones activas y pasivas del sistema financiero se mantuvieron estables desde 1965 hasta 1973, según la estratificación que se muestra en la tabla siguiente:

TABLA 1  
ESTRUCTURA DE LAS TASAS DE INTERES PARA LAS OPERACIONES PASIVAS Y ACTIVAS  
DEL SISTEMA FINANCIERO VIGENTES DURANTE EL PERIODO 1968- 1973

---

<u>1- OPERACIONES PASIVAS</u>	
<u>a- BANCOS COMERCIALES E HIPOTECARIO</u>	
Depósitos de Ahorro	4.00 %
Depósitos a plazo hasta 180 días	5.00 %
<u>b- ASOCIACIONES DE AHORRO Y PRESTAMO</u>	
Depósitos de Ahorro	6.00 %
<u>2- OPERACIONES ACTIVAS</u>	
<u>BANCOS COMERCIALES E HIPOTECARIO</u>	
Préstamos con recursos propios	10.00 - 12.00 %

---

FUENTE: Memorias del Banco Central de Reserva de El Salvador

En cuanto a las tasas de redescuento aplicadas por el Banco Central, durante el período en referencia, se menciona que se mantuvieron invariables hasta principios de 1973, año en que se modificó en forma mínima su estructura, tal como se presenta en la tabla 2.

TABLA 2

ESTRUCTURA DE LAS TASAS DE INTERES PARA LAS OPERACIONES ACTIVAS DEL  
BANCO CENTRAL DE RESERVA, SEGUN REFORMA DE 1975

	Hasta	1973	Reformas de 1973	
	Tasa del B.C.R.	Tasa Máxima al usuario	Tasa del B.C.R.	Tasa Máxima al usuario
Redescuento, Adelantos y Préstamos.				
Redescuento Corriente (dentro del tope).				
1. Tasa Básica (para usuarios de créditos hasta de - ¢ 100,000.00 y para Cooperativas).	4.00%	7.00%	4.00%	7.00%
2. Tasa arriba de la básica.	5.00%	7.00% - 7.50%	5.00%	7.50%
	6.00%	7.50% - 8.00%	6.00%	8.00%
	7.00%	8.00% - 8.50%	7.00%	8.50%
			8.00%	9.00%

FUENTE: Memoria del Banco Central de Reserva de El Salvador, 1973

Tal como se puede apreciar, la reforma introducida en 1973 solamente afectó los créditos atorgados con tasas de redescuento arriba - de la tasa básica, en dos aspectos: sobre su estructura, al agregar un estrato; y sobre el margen de intermediación, al fijar en forma rígida el nivel máximo de las tasas aplicables al usuario final del crédito.

Según la estructura anterior, la institución financiera que canalizaba el crédito tenía un margen de 0.5% para determinar la tasa a aplicar - al usuario final de crédito, libertad que se eliminó con la reforma apuntada.

### B. PERIODO 1974- 1975

La crisis energética originada en el tercer trimestre de 1973, - la aceleración del proceso inflacionario en los países desarrollados y las dificultades de mercadeo que se experimentaron con el café y el algodón, dos de los principales rubros de exportación de El Salvador, - causaron condiciones de incertidumbre en el comportamiento de las principales variables monetarias e indujeron a la Junta Monetaria a tomar medidas orientadas a mejorar la captación del ahorro interno y a promover el uso racional de esos recursos.

En virtud de tal objetivo, en febrero de 1974 se modificaron las tasas de interés para las operaciones activas y pasivas de los bancos comerciales e Hipotecario, dejando intactas las tasas para las operaciones activas del Banco Central de Reserva, tal como se muestra en la tabla 3.

TABLA 3

ESTRUCTURA DE LAS TASAS DE INTERES PARA LAS OPERACIONES PASIVAS Y ACTIVAS  
DEL SISTEMA FINANCIERO, SEGUN REFORMA DE FEBRERO 1974

1. OPERACIONES PASIVAS

a) Depósitos

i- BANCOS COMERCIALES E HIPOTECARIO

Depósitos de Ahorro 5.00 % anual sobre saldos diarios

Depósitos a plazo:

Hasta 180 días 5.50 % anual

Mayores de 180 días 6.00 % anual

ii- ASOCIACIONES DE AHORRO Y PRESTAMO

Depósitos de Ahorro 6.50 % anual sobre saldos diarios

b) Títulos Valores

Mediano y largo plazo

i- INSTITUCIONES FINANCIERAS PRIVADAS

Como mínimo dos puntos menos de la tasa de interés promedio -  
que devengue la cartera que sirva de garantía para la emisión.

ii- SECTOR PUBLICO

Títulos emitidos o garantizados por el Estado

De 5 a menos de 10 años: 7.00 % anual, pagaderos semestralmente

De 10 a menos de 15 años: 7.50% anual, pagaderos semestralmente

De 15 años o más: 8.00% anual, pagaderos semestralmente

## 2. OPERACIONES ACTIVAS

### a) BANCOS COMERCIALES E HIPOTECARIO

#### TASAS MAXIMAS

#### i. Préstamos con recursos propios

##### Clase "A"

Menos de 5 años

11.00% anual sobre saldos

5 años o más

12.00% anual sobre saldos

##### Clase "B"

Menos de 5 años

12.00% anual sobre saldos

5 años o más

13.00% anual sobre saldos

#### ii. Préstamos con Recursos Externos de Corto Plazo obtenidos directamente:

Hasta dos puntos sobre la tasa de interés pagada en el exterior.

### b) BANCO CENTRAL DE RESERVA

#### TASA DEL B.C.R.

#### TASA MAXIMA A USUARIO

Redescuento, adelantos y préstamos,  
Redescuento corriente (dentro de -  
tope)

i- Tasa básica (para usuarios de -  
crédito hasta de ₡ 100,000.00 y  
para Cooperativas):

5.00 %

7.50 %

ii- Tasas arriba de la básica (para  
el resto de los usuarios):

6.00 %

8.00 %

7.00 %

8.50 %

8.00 %

9.00 %

Líneas especiales (fuera de tope)

iii- Tasa Básica (para usuarios de cré-  
ditos hasta ₡ 100,000.00 y para  
Cooperativas):

4.50 %

7.50 %

iv- Tasa arriba de la Básica (para el  
resto de los usuarios):

6.00 %

8.00 %

---

FUENTE: Memoria del Banco Central de Reserva de El Salvador, 1974.

La Junta Monetaria, considerando que con la reforma de febrero de 1974 no fueron tratadas específicamente las tasas de interés sobre las operaciones activas del Banco Central, resolvió modificarlas a partir de julio del mismo año, tal como se muestra en la tabla 4.

TABLA 4  
ESTRUCTURA DE LAS TASAS DE INTERES PARA LAS OPERACIONES ACTIVAS DEL  
BANCO CENTRAL DE RESERVA, SEGUN REFORMA DE JULIO 1974

BANCO CENTRAL DE RESERVA	TASA DEL B.C.R.	TASA MAXIMA A USUARIO
1. Redescuento Corriente (dentro de topes)		
a) Tasa básica (para usuarios de créditos hasta ₡ 100,000.00 y con activos no mayores de - ₡ 500,000.00; y para Cooperativas):	6.00 %	9.00 %
b) Tasa arriba de la básica (para el resto de usuarios):	9.00 %	11.00 %
2. Líneas especiales (fuera de topes)		
a) Tasa básica (para usuarios de crédito hasta ₡ 100,000.00 y con activos no mayores de - ₡ 500,000.00; y para Cooperativas):	6.00 %	9.00 %
b) Tasa arriba de la básica (para el resto de usuarios):	9.00 %	11.00 %

FUENTE: Memoria del Banco Central de Reserva de El Salvador, 1974

El año de 1975 se inició bajo la incertidumbre del panorama económico - internacional, por la continuación de las presiones inflacionarias y del - proceso de recesión en los países industrializados. El fenómeno mundial - de inflación con recesión, aunado a los niveles depresivos de los precios internacionales de los principales productos de exportación del país (café y algodón), de haberse prolongado durante todo el año, hubieran significado dificultades económico-financieras de incalculables alcances para la economía salvadoreña. No obstante haber mejorado la situación durante el segundo semestre del mismo año, la incertidumbre que reinaba al inicio de - 1975 se reflejó negativamente sobre el crecimiento económico y en la producción de café y algodón.

Ante tales circunstancias, y siguiendo los lineamientos generales de la Junta Monetaria, el Banco Central preparó para 1975 su programa monetario, el cual establecía en materia de tasas de interés lo siguiente:

- i) Dejar en vigencia las tasas de interés prevalecientes desde febrero de 1974, para las operaciones activas y pasivas del sistema financiero.
- ii) Modificar las tasas de interés sobre las operaciones activas del Banco Central de Reserva, en virtud de la delicada situación prevaleciente en el agro y de las dificultades de mercado y de precios del algodón y del café, así como por la necesidad de impulsar la producción de granos básicos en el país. Tal modificación rebajó la tasa - básica y estableció intereses aún más bajos para las cooperativas agrícolas, tal como se puede apreciar en la tabla 5.

TABLA 5  
ESTRUCTURA DE LAS TASAS DE INTERES PARA LAS OPERACIONES ACTIVAS DEL  
BANCO CENTRAL DE RESERVA, SEGUN REFORMA DE 1975

	TASA DEL B.C.R.	TASA MAXIMA A USUA RIO	TASA MAXIMA INS TITUCIONES IN- TERMEDIARIAS A COOPERATIVAS	TASA MAXI- MA COOPE- RATIVA A USUARIO
<u>AVIOS AGRICOLAS Y CREDITOS PRENDARIOS</u>				
1. Líneas de crédito para el - frijol, maíz, maicillo, al- godón y Prendario arroz, - año agrícola 1975-1976 (pa- ra toda clase de usuarios):	4.50%	6.50%		
2. Línea de Crédito Avío Café, cosecha 1975/1976 y prenda- rio café cosecha 1974/1975:				
a) Para usuarios de crédito hasta de ₡ 100,000.00 y con activos no mayores - de ₡ 500,000.00	4.50%	6.50%		
b) Para el resto de usuarios	7.50%	10.00%		
c) Caso de Asociaciones o So- ciedades Cooperativas in- tegradas por Productores de café:				
Para Asociaciones Coopera- tivas- usuarios de crédi- to hasta de ₡ 100,000.00 y ₡ 500,000.00	3.50%		4.50%	6.00%
Para el resto de Asocia- ciones Cooperativistas u suarios de crédito	6.50%		8.00%	9.50%

FUENTE: Memoria del Banco Central de Reserva de El Salvador, 1975.

### C. PERIODO 1976 - 1977

Las perspectivas que se observaron en la economía salvadoreña durante 1974-1975, cambiaron sustancialmente como consecuencia del mejoramiento de los precios del café en los mercados internacionales, a partir del segundo semestre de 1975 y a raíz de las circunstancias climatológicas adversas ocurridas en Brasil en el mismo año, así como por la notable recuperación de los precios del algodón, lo cual hacía esperar un aumento en la producción de ambos productos, que se traduciría en mejores niveles de empleo, producción e ingreso de divisas.

Las perspectivas de exportación, particularmente del café, determinaron de parte de las autoridades monetarias la necesidad de aplicar con cierto grado de cautela la política monetaria y crediticia durante el año, ya que existía el peligro de generar una situación de excesiva liquidez en el sistema financiero del país, la cual de no ser manejada de acuerdo a las necesidades reales de los sectores productivos, podría inducir a una situación de presiones inflacionarias y excesivas importaciones, que afectarían desfavorablemente la balanza de pagos. Dentro de este marco general, la autoridad monetaria delegó en el Banco Central de Reserva la ejecución de ciertas modificaciones en materia de tasas de interés, las cuales consistieron en lo siguiente:

- 1) Modificar las tasas de interés del sistema financiero para operaciones activas y pasivas, con el objeto de inducir al público a un mayor ahorro y mantener el costo financiero de los sectores -

productivos a un nivel razonable, en función de los plazos y de las distintas actividades.

- ii) Fijar nuevas tasas de redescuento y descuentos del Banco Central, y las tasas máximas que las instituciones intermediarias podrían cobrar a sus usuarios, en función de los activos de crédito solicitado.

Es así como en abril de 1976 se modificaron las tasas de interés, tanto para las operaciones activas y pasivas del sistema financiero, en base a los objetivos antes señalados, tal como se presenta en la tabla 6.

TABLA 6  
ESTRUCTURA DE LAS TASAS DE INTERÉS SOBRE OPERACIONES PASIVAS Y ACTIVAS  
DEL SISTEMA FINANCIERO, SEGUN REFORMA DE ABRIL 1976

### 1. OPERACIONES PASIVAS

#### a) Depósitos

##### i. Bancos Comerciales e Hipotecario

<u>Depósitos de Ahorro</u>	5.00 %
<u>Depósitos a plazo :</u>	
<u>De 30 a 89 días</u>	5.50 %
De 90 a 179 días	6.00 %
De 180 días hasta 12 meses menos 1 día	6.25 %
De 12 meses hasta 18 meses menos 1 día	6.50 %
De 18 meses hasta 24 meses menos 1 día	6.75 %
De 24 meses	7.00 %

##### ii. Asociaciones de Ahorro y Préstamo

<u>Depósitos de Ahorro</u>	6.50 %
----------------------------	--------

b) Títulos Valores

Mediano y largo plazo

i. Instituciones Financieras Privadas

Como mínimo dos puntos menos de la tasa de interés promedio que devengue la cartera que sirva de garantía para la emisión.

ii. Sector Público

Cédulas Hipotecarias y Bonos

De 3 hasta 5 años hasta 7.5 %

Más de 5 hasta 10 años hasta 7.75%

Más de 10 años hasta 12 años hasta 8.00%

Más de 12 hasta 15 años hasta 8.50%

2. OPERACIONES ACTIVASa) Bancos Comerciales e Hipotecarioi. Préstamos con Recursos propiosClase "A"

Menos de 3 años 11.00%

De 3 años a menos de 8 años 12.00%

De 8 años o más 13.00%

Clase "B"

Menos de 3 años 13.00%

De 3 años o menos de 8 años 13.50%

De 8 años o más 14.00%

ii. Préstamos con Recursos Externos

Hasta dos puntos sobre la tasa de interés pagado en el exterior.

b) Banco Central de Reserva	TASA DEL B.C.R.	TASA MA- XIMA A USUARIO	TASA MAXI- MA INSTI- TUCIONES INTERME- DIARIAS A COOPERATI- VA	TASA MA- XIMA COO- PERATIVA A USUA- RIO.
-----------------------------	--------------------	-------------------------------	--	--

#### i. Avío Café

- Para usuarios de crédito hasta de ₡ 150,000.00 y con activos no mayores de ₡ 600,000.00	5.50 %	8.00 %		
- Para el resto de usuarios	9.00 %	11.00 %		
- Caso de asociaciones o sociedades cooperativas integrados por productores de café. Para asociados cooperativistas usuarios de - créditos hasta de ₡ 150,000.00 y con activos no mayores de ₡ 600,000.00	4.50 %		5.50 %	7.00%
Para el resto de asociados cooperativistas-usuarios de Crédito.	4.50 %		8.50 %	10.00%

#### ii. Avío Pecuario

i) Para usuarios de crédito hasta de ₡150.000.00 y con activos, no mayores de ₡ 600,000.00	6.00 %	9.00%		
ii) Para el resto de usuarios	9.00 %	11.00%		

iii. Avío Industrial

- Industria Azucarera Zafra 1976/1977 (para toda clase de usuarios)	6.00 %	6.00%
- Otros		
- Para usuarios de crédito hasta de ¢ 150,000.00 y con activos no mayores de ¢ 600,000.00	6.00 %	9.00%
- Para el resto de usuarios	9.00 %	11.00%

iv. Prendario Agrícola  
1975/1976

- Granos básicos excepto arroz (para toda clase de usuarios).	4.50 %	6.50%
- Arroz (para toda clase de usuarios)	4.50 %	6.50%
- Café *		
- Para usuarios de crédito hasta de ¢ 200,000.00 y con activos no mayores de ¢ 750,000.00	5.50 %	7.50%
- Para el resto de usuarios	8.50 %	11.00%

\* Incluye además de los bancos comerciales e Hipotecario a la Compañía Salvadoreña de Café.

Caso de Asociaciones  
o Sociedades Cooperativas integradas por  
productores de café

-Para asociados cooperativistas usuarios de crédito hasta \$ 200,000.00 y con activos no mayores de \$ 750,000.00

4.50 %                      5.50%                      7.00%

-Para el resto de Asociados cooperativistas usuarios de crédito.

7.50 %                      9.00%                      10.50%

#### v. Refinanciamiento Créditos

##### Años

Granos Básicos caídos en mora por sequía (para toda clase de usuarios)

4.50 %                      6.50%

---

FUENTE. Memoria del Banco Central de Reserva de El Salvador, 1976.

En 1977 se mantuvieron sin modificación las tasas de interés sobre las operaciones pasivas y activas del Sistema Financiero que estaban vigentes desde 1976. No así las tasas de redescuento y préstamos del Banco Central, ya que para este año no se establecieron tasas según el monto de los créditos, sino que tasas generales para toda clase de usuarios, estableciéndose para los rubros agrícolas tasas máximas al usuario ligeramente superiores a las prevalecientes en 1976, pero siempre a un nivel significativamente inferior a las cobradas por las instituciones intermediarias con recursos propios. Tal estructura se muestra en la tabla 7.

TABLA 7  
ESTRUCTURA DE LAS TASAS DE INTERES PARA LAS OPERACIONES ACTIVAS DEL  
BANCO CENTRAL DE RESERVA SEGUN PERIODO EL 1977

	TASA ANUAL B.C.R.	TASA INSTI TUCIONES INTERMEDIA RIAS Y COO PERATIVAS	TASA ANUAL MAXIMA PA- RA USUARIOS
Bancos Comerciales e Hipotecario, Financieras Privadas y Compañía Salvadoreña de Café.			
Redescuento, Adelantos y Préstamos			
a. Operaciones Corrientes	10.50%		11.00%
b. Operaciones Especiales para Avío Cereales	6.00%		8.00%
c. Cooperativas Agrícolas	9.50%	10.00%	10.00%

FUENTE: Memoria del Banco Central de Reserva de El Salvador, 1977

Como se puede observar, el diferencial entre la tasa aplicada por el Banco Central y la que aplicaba la institución financiera -- se redujo en comparación a los diferenciales de los años anteriores ya que en 1977 solamente los cereales tenían un diferencial de 2.0%, en tanto que para otros destinos era de 0.5%, en cambio, en 1976 -- los diferenciales tenían un mínimo de 2.0% y llegaban hasta un máximo de 2.5%.

#### D. PERIODO 1975-1982

La suspensión temporal de la entrada de divisas por concepto -- de exportaciones de café, que se registró durante el segundo semes

tre de 1977, y la reanudación de las mismas en 1978, en magnitudes insuficientes para compensar la suspensión antes señalada, factores a los cuales se les agregó el precio bajo del grano en el mercado internacional, produjeron perturbaciones en la economía, que se tradujeron en una disminución de las reservas internacionales - netas, escasez de recursos financieros para el gobierno central - (como resultado de la disminución de ingresos en concepto de impuestos por exportación del café), reducción del ahorro e inversión privada internos (recursos fundamentales para la consecución de los mayores niveles de desarrollo económico) y, en fin, en una desaceleración del ritmo de la actividad económica, factores agravados por la salida de capitales que buscaban en los mercados financieros externos mayores remuneraciones y mejores seguridades de inversión.

Dentro de este contexto, la efectividad y los resultados esperados de las medidas de política económica y financiera en general, y particularmente las monetarias, están en función de la situación de la economía y los factores que inciden en su normal desarrollo. Para ese año, las autoridades monetarias implementaron un conjunto de medidas de política monetaria y crediticia, que tenían como fin principal propiciar el restablecimiento del equilibrio financiero y que básicamente consistieron en: a) fijar tasas de interés sobre las operaciones pasivas que compensen el deterioro de la capacidad adquisitiva del ahorrrante producida por el proceso inflacionario, y tasas activas más acordes con las prevale-

cientes en los mercados internacionales; b) reducir el encaje legal, c) una política de crédito más racional por el Banco Central de Reserva, y d) una liberación del endeudamiento externo, con - propósitos de obtener recursos financieros complementarios al ahorro interno

En concordancia con tales propósitos, en 1978, las autoridades monetarias modificaron significativamente las tasas pasivas - y activas de interés, en dos oportunidades; la primera en julio de 1978, cuando solamente se afectaron las tasas pasivas de interés, según se muestra en la tabla 8.

TABLA 8  
ESTRUCTURA DE LAS TASAS DE INTERÉS PARA LAS OPERACIONES PASIVAS DE LOS BANCOS COMERCIALES E HIPOTECARIO Y ASOCIACIONES DE AHORRO Y PRÉSTAMOS, SEGÚN REFORMA DE JULIO 1978

---

Depósitos

1- Bancos Comerciales e Hipotecario

Depósitos de Ahorro	6.50 % anual
Depósitos a plazo fijo :	
De 30 a 89 días	6.75 % anual
De 90 a 179 días	7.00 % anual
De 180 días hasta 12 meses menos un día	7.25 % anual
De 12 hasta 18 meses menos un día	7.50 % anual
De 18 meses hasta 24 meses menos un día	7.75 % anual
De 24 meses en adelante	8.00 % anual

2- Asociaciones de Ahorro y Préstamo

Depósitos de Ahorro	7.50 % anual
---------------------	--------------

---

FUENTE: Memoria del Banco Central de Reserva de El Salvador, 1978.

Tal como se puede observar, en dicha reforma se mantuvo la estructura de 1976, destacándose el incremento efectuado sobre la tasa de interés para los depósitos de ahorro, que se había mantenido constante desde 1974 en 5.00%

En septiembre del mismo año, se modifican por segunda vez las tasas de interés, pero esta vez en forma general para las operaciones activas y pasivas del sistema financiero, tal como se puede apreciar en la tabla 9.

TABLA 9  
ESTRUCTURA DE LAS TASAS DE INTERÉS PARA LAS OPERACIONES PASIVAS Y ACTIVAS  
DEL SISTEMA FINANCIERO SEGÚN REFORMA DE SEPTIEMBRE 1978.

<u>1. OPERACIONES PASIVAS</u>	<u>TASAS MAXIMAS ANUALES</u>
<u>a- Depósitos</u>	
<u>i - Bancos Comerciales e Hipotecario</u>	
Depósitos de Ahorro	8.50 % (a)
Depósitos a Plazo Fijo:	
De 30 hasta 89 días	8.75 % (b)
De 90 hasta 179 días	9.25 % (b)
De 180 días hasta 12 meses menos un día	10.00 % (c)
De 12 meses en adelante	Libre a juicio de la Institu- ción (c).
<u>ii - Asociaciones de Ahorro y Préstamo</u>	
Depósitos de Ahorro	9.50 % (a)
<hr/>	
(a) Intereses pagaderos sobre saldos diarios	
(b) Intereses pagaderos al vencimiento de los plazos	
(c) Intereses pagaderos por semestre vencidos	

b- Títulos ValoresSector Público

Títulos a emitirse o garantizarse por el Estado

De 3 hasta 5 años

11.00 %

De más de 5 años

Libre a -  
juicio de  
la Insti-  
tución.2- OPERACIONES ACTIVASa- Préstamos de los Bancos Comerciales e Hipotecarioi. Con recursos propiosClase "A"

Menos de 3 años

13.00 %

De 3 años o más

14.00 %

Clase "B"

Menos de 3 años

15.00 %

De 3 años o más

15.50 %

ii. Con Recursos Externos

De corto plazo obtenidos directamente. Hasta dos puntos sobre la tasa de interés pagada - en el exterior.

De largo plazo, obtenidos directamente  
Serán fijados por el Banco Central, tomando en cuenta las condiciones y modalidades de los contratos de crédito.

b- PRESTAMOS DEL BANCO CENTRAL DE RESERVA A LOS BANCOS COMERCIALES E HIPOTECARIO FINANCIERAS PRIVADAS, COMPANIA SALVADO- RENA DE CAFE, S.A. Y COOPERATIVA ALGODO- NERA SALVADOREÑA, LTDA. (Con recursos propios).	TASA MAXIMA ANUAL	
	<u>DEL B.C.R.</u>	<u>PARA</u> <u>USUA-</u> <u>RIOS</u>
Año Granos Básicos Cosecha 1978/1979	6.0 %	8.00%
Año Caña de Azúcar año agrícola 1977/1978	6.50%	8.00%
Industria Azucarera (Zafra 1977/1978)	9.00%	10.00%
<u>Pre-Exportación y Exportación</u>		
a) Pequeña empresa (d)	10.00%	12.00%
b) Otros Usuarios	11.00%	12.00%
<u>Año Algodón</u>		
a) Pequeña empresa	10.00%	12.00%
b) Otros Usuarios	11.00%	13.00%
<u>Operaciones Corrientes</u>		
a) Pequeña empresa	10.00%	12.00%
b) Otros Usuarios	12.50%	13.00%

FUENTE: Memoria del Banco Central de Reserva de El Salvador, 1978

En dicha estructura los depósitos a plazo tienen solo cuatro es-  
tratos, en comparación a los seis que imperaban en 1977; asimismo, se  
incrementó el tipo de interés en los contratos de 30 a 90 días -

(d) Usuarios con activos de hasta ₡ 300,000.00 y créditos de hasta  
₡ 50,000.00 individual o acumulado.

en 3.25%, los de 90 a 179 días en 3.25%, y los de 180 días a 12 meses menos un día en 3.75%, los otros tres estratos se sustituyeron por el de 12 meses en adelante, cuya tasa de interés se dejó a juicio de las instituciones financieras. La nueva tabla de tasas pasivas de interés refleja los objetivos de la política monetaria de ese año, de hacer de éstas una variable determinante del ahorro interno y darle competi-  
tividad al sistema financiero.

Las tasas activas por su parte, se clasifican en préstamos Clase "A" y "B", comprendiendo únicamente dos escalones: a menos de 3 años y más de 3 años; mientras que las fijadas en 1976, aunque se clasificaban en igual forma, comprendían tres escalones, así: menos de 3 años, de 3 años a menos de 8 años y de 8 años a más.

Para complementar las nuevas medidas crediticias, tendientes a inducir a los intermediarios financieros a una mayor utilización de sus propios recursos para financiar las actividades productivas, el Banco Central modificó en 1978 la estructura de tasas de redescuento.

En cuanto a los recursos canalizados por los bancos comerciales e Hipotecario, Compañía Salvadoreña de Café y Cooperativa Algodonera Ltda., para los créditos de avío, operaciones corrientes de la peque-  
ña empresa, créditos de pre-exportación y exportación de la pequeña empresa, el Banco Central les aplicó el 10.0% a la institución finan-  
ciera intermediaria, para que ésta cobrara al usuario final una tasa máxima de 12.0%. Para otros usuarios, las tasas de redescuento varia-  
ron según el tipo de crédito, los créditos de avío para cereales y -

caña de azúcar continuaron recibiendo el tratamiento preferencial que se estableció en 1977.

Los diferenciales entre las tasas aplicadas por el Banco Central a las instituciones intermediarias y las tasas que se imponen al usuario final mantuvieron un margen que oscilaba entre 2.0% y el 1.5%, conservando en gran parte los márgenes de 1976; así, la tasa de redescuento aplicada a la industria azucarera se incrementó en 3.0% para las instituciones financieras y en 2% para el usuario del crédito, en cambio, la tasa aplicada al café aumentó en 0.5% para la institución intermediaria, pero no aumentó para el usuario final. En todo caso, la estructura de tasas de redescuento aplicada a los bancos comerciales e Hipotecario, se simplificó en comparación a la imperante en 1976 y 1977.

Las tasas activas y pasivas de interés del sistema financiero no sufrieron nuevas modificaciones hasta febrero de 1982. No obstante, cabe mencionar que en 1980 fué decretada la nacionalización de los bancos comerciales y de las asociaciones de ahorro y préstamo, como a poyo básico a las reformas agraria y del comercio exterior efectuadas en 1979, dicha nacionalización persigue asegurar la participación del sistema financiero en la ejecución de la política económica del Estado, canalizar los ahorros del público hacia las actividades económicas prioritarias y contribuir a una distribución más equitativa del ingreso, mediante la participación de un mayor número de ciudadanos en el capital de los bancos y la democratización del crédito.

En apoyo a tales reformas y con el propósito de disminuir el diferencial entre las tasas de interés de El Salvador con respecto a las prevalcientes en el mercado financiero internacional, con miras a frenar en alguna medida la creciente salida de capitales que se gestaba a raíz de la nacionalización de la banca, las autoridades monetarias promovieron la implementación de una nueva reforma a las tasas de interés, la cual entró en vigencia a partir del 1 de febrero de 1982 y cuya estructura se presenta en la tabla 10.

TABLA 10  
ESTRUCTURA DE LAS TASAS DE INTERÉS SOBRE OPERACIONES PASIVAS Y ACTIVAS  
DEL SISTEMA FINANCIERO SEGURO PERFECTO DE FEBRERO 1982.

---

1- OPERACIONES PASIVAS

a- Depósitos

i. Bancos Comerciales e Hipotecario

Depósitos de Ahorro sin aviso previo	8.50 %
Depósitos de Ahorro con aviso previo	9.00 %
Depósitos a Plazo:	
De 60 a 179 días	11.00 %
A 180 días	12.50 %
Más de 180 días	Libre
Depósitos en moneda extranjera	Hasta 2.00% por debajo de la tasa interbancaria de Londres.

### ii. Asociaciones de Ahorro y Préstamo

Depósitos de Ahorro sin aviso previo	9.50 %
Depósitos de Ahorro con aviso previo	10.00 %
Depósitos de Ahorro Programado	11.00 %
Certificados de Ahorro:	
De 60 a 179 días	11.00 %
A 180 días	12.50 %
Más de 180 días	Libre

## 2. OPERACIONES ACTIVAS

### a- Préstamos

#### i. Bancos Comerciales e Hipotecario

##### - Préstamos Clase "A" Corriente

Menos de 3 años	15.00 %
A 3 años o más	16.00 %

##### - Préstamos Clase "A" Preferencial (\*)

Menos de 3 años	13.00 %
3 años o más	14.00 %

##### - Préstamos Clase "B"

Menos de 3 años	18.00 %
3 años o más	18.50 %

##### - Préstamos con Recursos Externos

Hasta 2.00%  
arriba de la  
tasa pagada  
a Bancos ex-  
tranjeros.

(\*) Los créditos Clase "A" Preferencial en los Bancos, serán aquellos créditos de avío - café para productores hasta de 500 cq oro, - avío algodón y avío granos básicos, en el caso del sector agropecuario; y créditos destinados a la exportación fuera de Centroamérica y a la pequeña industria en el caso del sector industrial. A los saños de crédito de avío para la cosecha 1981/1982, se les continuará aplicando las anteriores tasas.

ii. Asociaciones de Ahorro y Préstamo

Préstamos Clase 'A' Preferencial

- De 3 años a más

Créditos concedidos hasta el 31 de enero 1982, sobre viviendas hasta ₡ 40,000.00.

Hasta 1.5% sobre tasa vigente

- Créditos concedidos hasta el 31 de enero de 1982, sobre viviendas más de ₡ 40,000.00.

Hasta 2.00 % sobre tasa vigente.

- Nuevos créditos para viviendas hasta ₡ 40,000.00

16.00 %

- Préstamos Clase "B"

- Menos de 3 años, sobre créditos a Empresas constructoras

20.00 %

- 3 años o más, sobre nuevos créditos para viviendas más de ₡ 40,000.00

18.50 %

iii- Banco Central de Reserva

TASA MAXIMA DEL B.C.R.	ANUAL PARA USUA- RIO
---------------------------	----------------------------

Redescuento

- Tasa Básica

a) Sin supervisión

13.00 %

15.00 %

b) Con supervisión

11.00 %

15.00 %

- Tasa Preferencial

a) Sin supervisión

11.00 %

13.00 %

b) Con supervisión

9.00 %

13.00 %

La tabla 10 muestra una estructura de tasas pasivas de interés más flexibles, al clasificar los depósitos de ahorro en ahorros sin aviso previo y ahorros con aviso previo. Además, si bien es cierto que las asociaciones de ahorro y préstamo mantienen una tasa de interés un punto arriba que la de los bancos comerciales e hipotecario, estos últimos obtienen una estructura de los depósitos a plazo más flexibles que la imperante desde 1972. Otro aspecto sobresaliente es que la estructura de depósitos a plazo fue estratificada atendiendo las preferencias de los ahorrantes, ya que el grueso de los depósitos a plazo se mantienen entre 60 y 179 días. asimismo, la remuneración que ofrecen permite a los bancos competir sanamente con las asociaciones de ahorro y préstamo.

En cuanto a las tasas activas de los bancos comerciales e hipotecario, éstas se utilizaron como parte del instrumental para la aplicación de la política selectiva del crédito. En dicha estructura, la tasa de interés para los créditos Clase 'A' corriente, para el plazo a menos de 3 años', se estableció en 15.00% y se utilizó como tasa básica para fijar por debajo y por encima, respectivamente, el costo de los recursos de tipo preferencial (créditos Clase 'A') y no preferencial (crédito Clase 'B').

La nueva estructura de redescuento del Banco Central fue concebida para incentivar la producción con destino a los mercados de fuera de Centro América, así como al productor agropecuario o industrial que opera en pequeña y mediana escala. De esa forma, el Banco Central redescataba solamente los créditos que habían sido negociados a

la tasa básica del crédito Clase 'A' corriente (15%) o inferiores a ésta, esperándose por consiguiente que los intermediarios financieros tendieran a promover ese tipo de operaciones, por tener un alto grado de liquidez para el caso, la tasa básica de redescuento (sin supervisión) para la institución intermedia era de 13.0% y se aplicaba sobre créditos elegibles que habían sido otorgados a una tasa máxima del 15.0%, en cambio, la tasa básica de redescuento (con supervisión), de 11.0% para las instituciones intermedias era aplicada a los créditos elegibles que habían sido otorgados a una tasa máxima de 15.0%. La tasa preferencial se dividió de la misma forma que la tasa básica, a la cual el Banco Central aplicaba a las instituciones financieras el 11.0% a los préstamos sin supervisión y el 9.0% a los préstamos con supervisión, las que por su parte cobraban el 13.0% a los usuarios para ambos tipos de préstamo. Como se puede observar el Banco Central incentivó a los bancos a otorgar créditos supervisados, al concederles un diferencial del 4% en la tasa de redescuento, con lo cual buscaba asegurar que los recursos financieros fueran asignados a las actividades para las cuales fueron solicitados, y también con la finalidad de obtener de ellos el mayor rendimiento productivo.

#### RESUMEN

El análisis de la forma en que se han manejado las tasas de interés en El Salvador, durante el período de estudio, permite comprobar que las tasas pasivas de interés nominal decretadas por las autoridades monetarias para los depósitos de los bancos y asociaciones de ahorro y préstamo fueron positivas hasta 1972, y que se volvieron negatiu

vas a partir de 1973, pese a los aumentos efectuados en las reformas de 1974, 1978 y 1982; también se comprueba que los depósitos de las asociaciones de ahorro y préstamo han sido la mejor opción en términos de remuneración del ahorro financiero transferible. Tal circunstancia pone de manifiesto que las reformas apuntadas no fueron suficientes para eliminar el efecto de la inflación en las tasas reales de interés, situación que se comprueba en el Cuadro No.1, donde se presentan las tasas reales de interés -calculadas en base al Índice de Precios al Consumidor Obrero (IPCO) con base 1972- de los depósitos de ahorro, a plazo y a la vista; aunque los últimos no devenguen intereses, se incluyen para cuantificar el costo o beneficio real -que produce el manejo de tales depósitos.

Las tasas activas de interés, tanto nominales como reales, en base al IPCO base 1972, se muestran en el Cuadro No.2, donde se presentan las tasas vigentes durante el período para los créditos Clase "A" y "B" de los bancos comerciales e Hipotecario, así como las tasas máximas y mínimas de los redescuentos, adelantos y préstamos del Banco Central de Reserva. Las tasas reales de interés de los créditos Clase "A" solo fueron positivas en 1973, 1976 y 1982, en tanto que las de los créditos Clase "B" lo fueron durante los años 1976, 1977, 1978, 1981 y 1982; por su parte, las tasas de redescuento del Banco Central solo fueron positivas para los años de 1973, 1976 y 1982. Lo anterior demuestra de manera general que el costo de los recursos financieros ha estado muy por debajo del proceso inflacionario que ha azotado a la economía salvadoreña, durante el período en referencia.

CUADRO No. 1

TASAS DE INTERES NOMINALES Y REALES SOBRE LOS DEPOSITOS EN EL SALVADOR

(EN PORCENTAJES)

AÑO	BANCOS COMERCIALES E HIPOTECARIO						ASOCIACIONES DE AHORRO Y PRESTAMO	
	DEPOSITO A LA VISTA		DEPOSITO DE AHORRO		DEPOSITO A PLAZO		NOMINALES	REALES
	NOMINALES	REALES	NOMINALES	REALES	NOMINALES	REALES		
1963	0	- 1.57	4.0	2.36	5.0	3.35	-.-	
1964	0	- 1.67	4.0	2.26	5.0	3.25	-.-	
1965	0	- 0.60	4.0	3.38	5.0	4.37	-.-	
1966	0	1.32	4.0	5.37	5.0	6.38	6.0	7.40
1967	0	- 1.48	4.0	2.46	5.0	3.45	6.0	4.43
1968	0	- 2.53	4.0	1.37	5.0	2.34	6.0	3.31
1969	0	0.20	4.0	4.21	5.0	5.21	6.0	6.21
1970	0	- 2.72	4.0	1.17	5.0	2.14	6.0	3.11
1971	0	- 0.30	4.0	3.69	5.0	4.69	6.0	5.68
1972	0	- 1.58	4.0	2.36	5.0	3.35	6.0	4.33
1973	0	- 6.02	4.0	- 2.26	5.0	- 1.32	6.0	- 0.38
1974	0	- 14.46	5.0	-10.18	5. 5-6.0 - 9.75	- 9.32	6.5	- 8.90
1975	0	- 16.04	5.0	-11.84	5. 5-6.0 -11.42	-11.00	6.5	-10.58
1976	0	- 6.63	5.0	- 1.96	5. 5-7.0 - 1.49	- 0.09	6.5	- 0.56
1977	0	- 10.56	5.0	- 6.08	5. 5-7.0 - 5.64	- 4.29	6.5	- 4.74
1978	0	- 11.66	8.5	- 4.15	8.75-10.0- 3.93	- 2.83	9.5	- 3.27
1979	0	- 13.71	8.5	- 6.38	8.75-10.0- 6.17	- 5.09	9.5	- 5.52
1980	0	- 14.80	8.5	- 7.58	8.75-10.0- 7.37	- 6.30	9.5	- 6.23
1981	0	- 12.90	8.5	- 5.49	8.75-10.0- 5.27	- 4.18	9.5	- 4.61
1982	0	- 10.47	8.5-9.0	- 2.86-2.42	11.00-12.5- 0.60	0.70	9.5-11	- 1.97-0.10

FUENTE: Banco Central de Reserva.

CUADRO No. 2

TASAS DE INTERES NOMINALES Y REALES SOBRE LOS CREDITOS EN EL SALVADOR EN PORCENTAJES

AÑO	BANCOS COMERCIALES E HIPOTECARIO								BANCO CENTRAL DE RESERVA			
	PRESTAMOS CON RECURSOS PROPIOS								REDESCUENTOS, ADELANTOS			
	CLASE "A"				CLASE "B"				Y PRESTAMOS			
	NOMINALES 1/ %		REALES %		NOMINALES 1/ %		REALES %		NOMINALES 2/ %		REALES %	
1973	10.00	12.00	3.38	5.26	-.-		-.-		7.00	8.50	0.57	1.58
1974	11.00	12.00	- 5.05	- 4.19	12.00	13.00	- 8.50	- 4.19	9.00	11.00	- 6.76	- 5.05
1975	11.00	12.00	- 6.80	- 5.96	12.00	13.00	- 5.96	- 5.12	6.50	9.50	- 10.58	- 8.06
1976	11.00	13.00	3.64	5.50	13.00	14.00	5.50	6.44	8.00	11.00	0.93	3.74
1977	11.00	13.00	- 0.72	1.07	13.00	14.00	1.07	1.97	10.00	11.00	- 1.61	- 0.72
1978	13.00	14.00	- 0.26	0.62	15.00	15.50	1.50	1.94	8.00	13.00	- 4.68	- 0.26
1979	13.00	14.00	- 2.50	- 1.64	15.00	15.50	- 0.80	- 0.30	8.00	13.00	- 6.82	- 2.50
1980	13.00	14.00	- 3.75	- 2.90	15.00	15.50	- 2.04	- 1.62	8.00	13.00	- 8.01	- 3.75
1981	13.00	14.00	- 1.57	- 0.70	15.00	15.50	0.17	0.61	8.00	13.00	- 5.92	- 1.57
1982	13.00	16.00	1.16	3.85	18.00	18.50	5.64	6.09	13.00	15.00	1.16	2.95

FUENTE: Memoria del Banco Central de Reserva

1/: Incluye tasa mínima y máxima2/: Incluye tasa mínima y básica y tasa máxima arriba de la básica.

En el caso particular del Banco Central de Reserva, los redescuentos otorgados por Éste han estado orientados a proveer de recursos financieros a los sectores considerados prioritarios de la economía, razón que explica la tendencia negativa de las tasas reales, no obstante, en los últimos años se observa que el Banco Central ha tratado de igualar las tasas de redescuento con las tasas de los préstamos Clase 'A' que los bancos comerciales e Hipotecario conceden con recursos propios. Dicha tendencia se observa en la reforma de 1982, con la cual las tasas reales de los redescuentos fueron positivas.

Otro aspecto importante de mencionar es que todas las reformas efectuadas, durante el período en estudio, estuvieron orientadas a equiparar las tasas de interés con las del mercado financiero internacional. No obstante, si se comparan las tasas nominales sobre los depósitos a plazo, vigentes durante el período, con la tasa interbancaria de Londres (LIBOR), se comprueba que con excepción de la reforma de 1978, todas reflejan una diferencia negativa; igual circunstancia se observa si se comparan con la tasa interbancaria para certificados de ahorro (ver cuadros 3 y 4).

En base a lo anterior, se puede concluir que durante el período estudiado, las tasas reales activas y pasivas de interés de El Salvador, aún considerando las más altas, registraron niveles inadecuados para incrementar el ahorro financiero interno y, aún más importante, para estimular el uso de esos recursos en las actividades más rentables.

CUADRO 10.3  
COMPARACION DE LAS TASAS DE INTERES DE  
INTERES EN EL SALVADOR CON LA TASA DE DEPOSITOS E  
EURODOLAR EN LONDRES (LIBOR)

ANO	DEPOSITOS A PLAZO (*) TASAS NOMINALES	(LIBOR) TIPO DE INTERES EURODOLAR EN LONDRES	DIFERENCIA
1970	5.00	8.52	-3.52
1971	5.00	6.58	-1.58
1972	5.00	5.46	-0.46
1973	5.00	9.24	-4.24
1974	5.50/ 6.00	11.01	-5.51/ -5.01
1975	5.50/ 6.00	6.99	-1.49/ -0.99
1976	5.50/ 7.00	5.58	-0.08/ +1.42
1977	5.50/ 7.00	6.00	-0.50/ +1.00
1978	8.75/ 10.00	8.73	+0.02/ +1.27
1979	8.75/ 10.00	11.96	-3.21/ -1.96
1980	8.75/ 10.00	14.36	-5.61/ -4.36
1981	8.75/ 10.00	16.51	-7.76/ -6.51
1982	11.00/ 12.50	13.11	-2.11/ -0.61

FUENTE. Memorias del Banco Central de Reserva de El Salvador y Estadísticas Internacionales, Fondo Monetario Internacional, 1982.

CUADRO N.º 4  
COMPARACION DE LAS TASAS DE INTERES EN EL TIPO DE ORO  
LAS TASAS LÍNEA COMPLETA PARA LOS CERTIFICADOS DE DEPÓSITO

ANO	DEPOSITO A PLAZO TASAS NOMINALES (*)	TIPO DE INTERES INTERNACIONAL PARA CERTIFICADOS DE AHORRO	DIFERENCIA
1975	5.5 / 6.0	10.56	- 5.06/ -4.56
1976	5.5 / 7.0	11.62	- 6.12/ -4.62
1977	5.5 / 7.0	8.06	- 2.56/ -1.06
1978	8.75 / 10.0	8.74	+ 0.01/ +1.26
1979	8.75 / 10.0	13.59	- 4.84/ -3.59
1980	8.75 / 10.0	16.10	- 7.35/ -6.10
1981	8.75 / 10.0	13.29	- 4.54/ -3.29
1982	11.00 / 12.5	11.57	- 0.57/ +0.93

FUENTE: Memorias del Banco Central de Reserva de El Salvador y Estadísticas Internacionales, Fondo Monetario Internacional, 1982.

## CAPÍTULO V

### EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA DE TASAS DE INTERÉS EN EL SALVADOR DURANTE EL PERÍODO 1970- 1972

En el caso concreto de El Salvador, donde las tasas de interés son fijadas por las autoridades monetarias, tanto oferentes como demandantes de recursos se ven obligados a ajustar su comportamiento a esas decisiones: si las tasas de interés administradas son más altas que las que determinaría un mercado libre, se estimula el ahorro financiero pero se reprimen las inversiones, en el caso opuesto, los prestatarios se ven incentivados a emprender nuevas actividades productivas, pero los ahorrantes reducen sus depósitos en el mercado financiero.

No obstante, pese a que teóricamente hay consenso de que la forma más sana de financiar la producción es a través del ahorro interno, normalmente se cae en el simplismo de creer que las tasas de subsidio aceleran el desarrollo económico y que el ahorro se estimula con campañas publicitarias, haciéndose caso omiso de la doble función de las tasas de interés en la economía, es decir, por un lado que sirve para estimular al público a incrementar el ahorro financiero y, por el otro, lo que es más importante, hacer que los inversionistas utilicen más racionalmente esos recursos, o sea que los destinen a proyectos altamente rentables.

Si se toma en cuenta el proceso inflacionario, del cual no escapa la economía salvadoreña, al evaluar la doble función de la tasa de interés es importante diferenciar entre la tasa de interés nominal y

la real, ya que según la teoría neoliberal las tasas de interés real negativas desalientan el ahorro financiero y, en vez de propiciar las inversiones productivas que exige la promoción del desarrollo económico, estimulan la ineficiencia empresarial, porque permiten financiar actividades que no serían rentables sin tasas de interés de subsidio, lo anterior, además, con el agravante de que colateralmente generan la aparición de mercados extrabancarios, que sustraen recursos de control de las autoridades monetarias.

Por otra parte, las bajas tasas de interés no contribuyen a frenar la inflación, porque no reducen la demanda de crédito y estimulan la especulación en activos reales, tanto de los sectores que tienen acceso a los créditos, como de los ahorrantes que buscan defenderse de la inflación, por otra parte, si los depósitos disminuyen al grado que no alcancen para satisfacer la demanda de crédito, surgirán presiones para que el Banco Central cubra el faltante con nuevas emisiones, lo cual tampoco se puede aceptar dentro de una política anti-inflacionaria.

La política de mantener bajas tasas de interés propicia, además, la fuga de capitales, ya que resulta más atractivo para los inversionistas mantener sus depósitos en el exterior cuando la tasa de interés interna es inferior a la prevaleciente en el mercado internacional, por otro lado, cuando las tasas internas son menores que las del mercado internacional, se reduce el flujo de capitales extranjeros, - por cuanto que los inversionistas nacionales dejan de adquirir préstamos en el exterior, porque les resulta más fáciles y baratos los cré-

ditos que adquieren internamente.

Considerando estos aspectos generales, se plantea para el caso - de El Salvador, en lo que sigue de este capítulo, una evaluación sobre el manejo de la política de tasas de interés, considerando para ello el período 1970 - 1982. En primer lugar, se presenta el comportamiento de las variables monetarias durante el período referido, desde la perspectiva de las operaciones activas y pasivas de los bancos, - tomando en cuenta el comportamiento de los medios de pago (medio circulante más cuasidinero) y los créditos e inversiones de los bancos, tanto con recursos propios como con recursos ajenos. En segundo lugar, se evalúa y analiza la influencia que han ejercido las reformas a las tasas pasivas de interés sobre el ahorro interno bruto. En tercer lugar, se considera la influencia que las tasas activas de interés han ejercido sobre la formación de capital fijo; ésta última como indicador de la inversión interna bruta de la economía.

## 1. EFECTOS DE LAS TASAS DE INTERÉS SOBRE LAS OPERACIONES PASIVAS Y ACTIVAS DE LOS BANCOS COMERCIALES E HIPOTECARIO.

### 1- OPERACIONES PASIVAS

Los recursos financieros captados por los bancos comerciales e - Hipotecario, durante el período 1970 - 1982, han estado constituidos principalmente por depósitos a la vista, de ahorro y a plazo fijo, y en menor importancia por las cédulas hipotecarias y los títulos de capitalización.

A fines de 1980, a raíz de la fuerte fuga de capitales, se conside

dera conveniente incluir en dicha estructura los depósitos en divisas.

El comportamiento de tales depósitos, durante el período referido, se considera desde la perspectiva de sus variaciones en moneda de valor constante, para eliminar la ilusión monetaria generada por el proceso inflacionario interno a partir de 1973, para lo cual se tomó como base el índice de precios al consumidor obrero base 1972, por constituir éste el último año durante el cual hubo estabilidad de precios en la economía salvadoreña. La metodología utilizada para expresar las variables financieras en moneda de poder adquisitivo constante consistió en lo siguiente:

- a) Se utilizó el índice de precios al consumidor obrero base 1972=100 que se publica en los Indicadores Económicos y Sociales del Ministerio de Planificación y Coordinación del Desarrollo Económico y Social del año 1983 (Cuadro N° 5).
- b) Las cifras monetarias que publica el Banco Central en su Revista Mensual se deflactaron con el índice mencionado en el literal anterior.
- c) Se compararon las variables monetarias deflactadas, con el PTB a precios constantes, también con base 1972, y
- d) Se calcularon las tasas de crecimiento promedio de los diez últimos años con estabilidad de precios (1963-1972), a fin de comparar las con las correspondientes con el período afectado con el proceso inflacionario (1973-1982).

Los cálculos anteriores permitieron comprobar, en primer lugar,

CUADRO No. 5  
EL SALVADOR PRINCIPALES INDICADORES  
DEL COMPORTAMIENTO DE LOS PRECIOS

AÑO	Indice de Precios al Consumidor Obrero	Indice de Precios Implícitos del PTB	VARIACIONES ANUALES %	
			Indice de Precios al Consumidor Obrero	Indice de Precios Implícitos del PTB
1962	89.5	91.8		
1963	90.9	93.0	+ 1.6	+ 1.3
1964	92.4	93.8	+ 1.7	+ 0.8
1965	93.0	95.0	+ 0.6	+ 1.3
1966	91.8	93.9	- 1.3	- 1.2
1967	93.2	93.5	+ 1.5	- 0.4
1968	95.6	93.7	+ 2.6	+ 0.2
1969	95.4	94.1	- 0.2	+ 0.4
1970	98.1	98.6	+ 2.8	+ 4.8
1971	98.4	99.2	+ 0.3	+ 0.6
1972	100.0	100.0	+ 1.6	+ 0.8
1973	106.4	110.1	+ 6.4	+ 10.1
1974	124.4	122.4	+ 16.9	+ 11.2
1975	148.1	131.7	+ 19.1	+ 7.6
1976	158.6	161.3	+ 7.0	+ 22.0
1977	177.3	191.1	+ 11.8	+ 18.9
1978	200.8	192.7	+ 13.3	+ 2.8
1979	232.7	219.5	+ 15.9	+ 13.9
1980	273.1	248.9	+ 17.4	+ 13.4
1981	313.5	265.3	+ 14.8	+ 6.6
1982	350.2	290.6	+ 11.7	+ 9.5

FUENTE: Banco Central de Reserva.

CUADRO No. 6  
 MEDIOS DE PAGO TOTALES EN MONEDA DE VALOR CONSTANTE  
 (AÑO BASE: 1972 = 100)  
 (MILLONES DE COLONES)

AÑOS	B A N C O S								ASOCIACIONES DE (2)		TOTAL GENERAL	
	MEDIO CIRCULANTE		OTROS DEPOSITOS (1)		TITULOS VALORES		TOTAL		AHORRO Y PRESTAMO		SALDOS	VARIACION ANUAL (%)
	SALDOS	VARIACION ANUAL (%)	SALDOS	VARIACION ANUAL (%)	SALDOS	VARIACION ANUAL (%)	SALDOS	VARIACION ANUAL (%)	SALDOS	VARIACION ANUAL (%)		
1963	254.6		169.4		104.0		528.0		--	--	528.0	
1964	263.6	3.5	205.2	21.1	101.3	- 2.6	570.1	8.0	--	--	570.1	8.0
1965	268.8	2.0	219.7	7.1	103.4	2.1	591.9	3.8	1.4	--	593.3	4.1
1966	281.2	4.6	252.3	14.8	105.1	1.6	638.6	7.9	11.7	735.7	650.3	9.6
1967	282.8	0.6	253.4	0.4	104.3	- 0.8	640.5	0.3	7.9	- 32.5	648.4	- 0.3
1968	294.1	4.0	256.1	1.1	105.8	1.4	656.0	2.4	14.3	81.0	670.3	3.4
1969	319.5	8.6	287.0	12.1	109.9	3.9	716.4	9.2	19.6	37.1	736.0	9.8
1970	322.6	2.0	306.0	6.6	115.0	4.6	743.6	3.8	24.8	26.5	768.4	4.4
1971	350.2	8.6	348.4	13.9	112.6	- 2.1	811.2	9.1	31.7	27.8	842.9	9.7
1972	411.1	17.4	417.5	19.8	120.2	6.2	948.8	17.7	50.6	59.6	999.4	18.6
1973	463.7	12.8	461.9	10.6	113.8	- 5.3	1,039.4	9.9	70.2	38.7	1,109.6	11.0
1974	476.7	2.8	449.9	- 2.6	108.3	- 4.3	1,034.9	- 0.4	93.2	32.8	1,128.1	1.7
1975	467.9	- 1.9	475.8	5.8	78.8	-27.2	1,022.5	- 1.2	116.9	25.4	1,139.4	1.0
1976	629.7	34.6	538.3	13.1	77.8	- 1.3	1,245.8	21.8	151.0	29.2	1,396.8	22.6
1977	619.0	- 1.7	572.7	6.4	124.3	59.8	1,316.0	5.6	202.6	34.2	1,518.6	8.7
1978	592.8	3.7	575.7	0.4	119.7	- 3.7	1,287.7	- 2.2	235.8	16.4	1,523.5	0.3
1979	613.6	- 3.0	483.4	- 16.0	104.4	-12.8	1,201.4	- 6.7	179.6	- 23.8	1,381.0	- 9.4
1980	570.8	- 7.0	415.5	- 14.0	69.6	-33.3	1,055.9	- 12.1	170.5	- 5.1	1,226.4	-11.2
1981	500.3	- 12.4	445.6	7.2	65.5	- 5.9	1,011.4	- 4.2	164.0	- 4.2	1,175.4	- 4.2
1982	464.9	- 7.1	466.3	4.6	70.3	7.3	1,001.5	- 1.0	175.9	7.3	1,177.4	0.2
<u>Promedio</u>												
1963-1972		5.5		10.5		1.6		6.8		37.7		7.3
1973-1982		0.0		0.1		- 5.2		- 0.4		10.1		0.6

1/. Incluye Depósitos en Divisas

2/. Excluye Depósitos de las Asociaciones en los Bancos.

FUENTE: Banco Central de Reserva.

que los medios de pago, definidos en forma amplia, redujeron las tasas de crecimiento promedio de 6.8% a -0.4% en los bancos, de 37.7% a -10.1% en las asociaciones de ahorro y préstamo, y de 7.3% al 0.6% en el total general (Cuadro N°6). En segundo lugar, al observar únicamente el medio circulante, también se apreció una reducción en la tasa de crecimiento, de 5.5% a 0.03%, destacándose que esa baja se debe a que los depósitos a la vista se redujeron de 6.4% a -0.7%, ya que el numerario en público sólo disminuyó de 4.3% a 1.1%; dicho comportamiento puede atribuirse a la mayor cultura financiera de las personas que manejan los depósitos movilizables por cheques (Cuadro N°7). En tercer lugar, en el cuasidinero se observó igualmente una reducción en la tasa promedio general de crecimiento, de 8.8% a 1.1%, comprobándose grandes diferencias en el comportamiento de los rubros que lo integran, las cuales se explican fácilmente al considerar la liquidez y rentabilidad de cada uno de ellos (Cuadro N°8).

El anterior análisis a precios constantes permite observar, de manera general, que los aumentos efectuados a las tasas nominales de interés no han estimulado en forma real el ahorro financiero transferible o sean los depósitos bancarios en El Salvador; sin embargo, para interpretar correctamente la situación ya descrita, es necesario tomar en cuenta la expansión de la liquidez interna que se generó a raíz de la bonanza de los precios del café en 1976 y 1977, que para la economía nacional fue muy extraordinaria, al grado que el instituto emisor necesitó vender directamente al público bonos de estabilización en 1977, por un valor de ¢ 81.0 millones, con el evidente propósito de -

CUADRO No. 7  
MEDIO CIRCULANTE EN MONEDA DE VALOR CONSTANTE  
(AÑO BASE: 1972 = 100)  
(Millones de Colones)

AÑOS	Numerario en Público		Depósitos a la Vista		Medio Circulante	
	Saldos	Variación Anual (%)	Saldos	Variación Anual (%)	Saldos	Variación Anual (%)
1963	119.8		134.7		254.6	
1964	126.3	5.4	137.4	2.0	263.6	3.5
1965	120.3	- 4.8	148.5	8.1	268.8	2.0
1966	125.4	4.2	155.8	4.9	281.2	4.6
1967	131.2	4.6	151.7	- 2.6	282.8	0.6
1968	121.8	- 7.2	172.4	13.7	294.1	4.0
1969	139.9	14.9	179.6	4.2	319.5	8.6
1970	138.7	- 0.9	183.9	2.4	322.6	2.0
1971	147.6	6.4	202.6	10.2	350.2	8.6
1972	174.9	18.5	236.2	16.6	411.1	17.4
1973	189.0	8.1	274.7	16.3	463.7	12.8
1974	193.4	2.3	283.4	3.2	476.7	2.8
1975	170.7	- 11.7	297.2	4.9	467.9	- 1.9
1976	239.3	40.2	390.4	31.4	629.7	34.6
1977	243.7	1.8	375.3	- 3.9	619.0	- 1.7
1978	249.3	2.3	343.5	- 8.5	592.8	- 4.2
1979	319.3	28.1	294.3	- 14.3	613.6	3.5
1980	263.2	- 17.6	307.6	4.5	570.8	- 7.0
1981	224.3	- 14.8	276.0	- 10.3	500.3	- 12.4
1982	209.0	- 6.8	255.9	- 7.3	464.9	- 7.1
Promedio						
1963-1972		4.3		6.4		5.5
1973-1982		1.1		- 0.7		0.03

FUENTE: Banco Central de Reserva.

CUADRO No. 8  
CUASIDINERO EN MONEDA DE VALOR CONSTANTE  
(AÑO BASE: 1972 = 100)  
(MILLONES DE COLONES)

AÑOS	B A N C O S								ASOCIACIONES DE				TOTAL GENERAL	
	DEP. DE AHORRO		DEP. A PLAZO		CEDULAS HIPOTEC.		TÍTULOS DE CAPIT.		TOTAL 1/		AHORRO Y PREST 2/		TOTAL GENERAL	
	SALDOS	VARIAC. ANUAL %	SALDOS	VARIAC. ANUAL %	SALDOS	VARIAC. ANUAL %	SALDOS	VARIAC. ANUAL %	SALDOS	VARIAC. ANUAL %	SALDOS	VARIAC. ANUAL %	SALDOS	VARIAC. ANUAL %
1963	70.8		93.9		92.5		11.5		273.4		-.-	-.-	273.4	
1964	85.6	20.9	116.3	23.9	89.3	- 3.5	12.0	5.3	306.5	12.1	-.-	-.-	306.5	12.1
1965	95.2	11.2	122.3	5.2	90.3	1.1	13.1	9.2	323.1	5.4	1.4	-.-	324.5	5.9
1966	105.1	10.4	145.0	18.6	91.9	1.8	13.2	0.8	357.4	10.6	11.7	735.7	369.1	13.7
1967	111.9	6.5	139.6	- 3.7	91.1	- 0.9	13.2	- -	357.7	0.1	7.9	- 32.5	365.6	- 1.0
1968	114.6	2.4	139.9	0.2	92.3	1.3	13.5	2.3	361.9	1.2	14.3	81.0	376.2	2.9
1969	129.4	12.9	156.0	11.5	95.5	3.5	14.4	6.7	396.9	9.7	19.6	37.1	416.5	10.7
1970	144.0	11.3	160.8	3.1	101.1	5.9	13.9	- 3.5	421.0	6.1	24.8	26.5	445.8	7.0
1971	158.9	10.3	188.8	17.4	99.1	- 2.0	13.5	- 2.9	461.0	9.5	31.7	27.8	492.7	10.5
1972	176.3	10.9	240.7	27.5	107.5	8.5	12.7	- 5.9	537.7	16.6	50.6	59.6	588.3	19.4
1973	187.3	6.2	274.2	13.9	101.2	- 5.9	12.6	- 0.8	575.7	7.1	70.2	38.7	645.9	9.8
1974	201.8	7.7	246.5	- 10.1	96.8	- 4.3	11.5	- 8.7	558.7	- 3.0	93.2	32.8	651.4	0.9
1975	215.3	6.7	259.8	5.4	67.5	-30.3	11.3	- 1.7	554.6	- 0.7	116.9	25.4	671.5	3.1
1976	262.0	21.7	274.9	5.8	65.1	- 3.6	12.7	12.4	616.1	11.0	151.0	29.2	767.1	14.2
1977	285.1	8.8	286.1	4.1	110.9	70.4	13.4	5.5	697.0	13.1	202.6	34.2	899.6	17.3
1978	286.8	0.6	286.6	0.2	105.8	- 4.6	13.9	3.7	694.9	- 0.3	235.8	16.4	930.7	3.5
1979	255.0	- 11.1	236.9	- 17.4	91.3	-13.7	13.1	- 5.8	587.8	- 15.4	179.6	- 23.8	767.4	- 17.6
1980	235.4	- 7.7	179.7	- 24.2	58.9	-35.5	10.7	-18.3	485.1	- 17.5	170.5	- 5.1	655.6	- 14.6
1981	251.1	6.7	192.9	7.3	56.5	- 4.1	9.0	-15.9	511.1	5.4	164.0	- 4.2	675.1	3.0
1982	255.1	0.2	206.2	6.9	62.4	10.4	7.9	-12.2	536.6	5.0	175.9	7.3	712.5	5.5
<u>Promedio</u>														
1963-1972		10.7		11.0		1.7		1.2		7.8		37.7 3/		8.8
1973-1982		3.5		- 3.1		- 5.2		- 4.1		- 0.8		10.1		1.1

1/: Incluye los Depósitos en Divisas

2/: Se han excluido los depósitos de las asociaciones en los bancos

3/. El promedio corresponde al período 1968-1972, por ser anormales los años anteriores

FUENTE. Banco Central de Reserva.

reducir el exceso de liquidez. La otra característica a tomar en cuenta es que el mercado financiero salvadoreño no ofrece alternativas de inversión que compitan en rentabilidad y liquidez con los depósitos, de allí que el mejor recurso que tiene el ahorrante es trasladar sus depósitos a las asociaciones de ahorro y préstamo, ya que comparados con los depósitos bancarios, tienen prácticamente la misma liquidez de las cuentas de ahorro y la rentabilidad de los depósitos a plazo.

Un hecho que confirma lo anterior, es la relativa facilidad con que el Banco Central colocó los mencionados bonos de estabilización, pues a pesar de ser su primera operación de mercado abierto, fueron vendidos en poco tiempo, indudablemente porque el público encontró muy atractivo el interés de 9% y el plazo de tres años. Lo anterior confirma que los ahorrantes reaccionan positivamente a la liquidez y rentabilidad de los activos financieros y que, si encontraran otras formas de inversión, reducirían sus depósitos en el sistema financiero; en otras palabras, las mencionadas tasas de crecimiento reflejan el escaso desarrollo del mercado de capitales, es decir, que si hubieran otras alternativas de inversión, que compitieran con los depósitos bancarios, en rentabilidad y seguridad, es casi seguro que la contracción de las variables monetarias en el período inflacionario habría sido mayor.

Finalmente, considerando la relación entre las variables financieras en moneda de valor constante y el PTB real, todos a precios de

1972, para evaluar si las variaciones observadas en los medios de pago en general, y en el medio circulante y el cuasidinero en particular, son congruentes con el comportamiento de la economía, se compararon las relaciones promedio del período 1963 - 1972 con las correspondientes a los años 1973 - 1982 y se observó lo siguiente: la relación entre los medios de pago totales definidos en forma amplia y el PTB - real aumentó de 29.4% a 36.7%, la del medio circulante, de 12.9% a 15.5%, y la del cuasidinero (depósitos de ahorro, a plazo, en divisas y títulos valores) de 16.5% a 21.2%, cifras que indican claramente - que el público ha tratado de colocar sus recursos en activos que les sean rentables, además, al observar las diferentes clases de depósitos, se encontró que todos han experimentado un crecimiento, pero que es más sostenido en el caso de depósitos a plazo y en los de ahorro, tanto de los bancos como de las asociaciones de ahorro y préstamo - (Cuadro Nos. 9 y 10).

Las cifras anteriores demuestran que los pasivos financieros en moneda de valor constante han aumentado su relación con el PTB real - (no obstante que se han reducido en los últimos cuatro años del período estudiado), comportamiento que contradice la hipótesis de que las tasas de interés reales negativas desalientan el ahorro financiero. Sin embargo, si se toma en cuenta que la situación prevaleciente en el país no ha sido propicia para realizar otro tipo de inversiones, y se suma ese factor a la tradicional ausencia casi total de oferta de títulos valores atractivos, se comprende que las personas que no han podido sacar sus ahorros del país, se hayan refugiado en los depósitos

CUADRO No. 9  
RELACION ENTRE LOS MEDIOS DE PAGO Y EL PRODUCTO TERRITORIAL BRUTO  
AMBOS A PRECIOS DE 1972  
(Millones de colones/porcentajes)

AÑOS	MEDIO CIRCULANTE	CUASI <u>1/</u> DINERO	MEDIOS <u>2/</u> DE PAGO	PTB REAL	M.C/ PTB	C.D/ PTB	M.P/ PTB
1963	254.6	273.4	528.0	1.821.1	13.9806	15.0129	28.9935
1964	263.6	306.5	570.1	1.990.1	13.2456	15.4012	28.6468
1965	268.8	324.5	593.3	2.097.0	12.8183	15.4745	28.2928
1966	281.2	369.1	650.3	2.249.2	12.5022	16.4103	28.9125
1967	282.8	365.6	648.4	2.369.7	11.9340	15.4281	27.3621
1968	294.1	376.2	670.3	2.446.0	12.0237	15.3802	27.4039
1969	319.5	416.5	736.0	2.531.2	12.6225	16.4546	29.0771
1970	322.6	445.8	768.4	2.607.9	12.3701	17.0942	29.4643
1971	350.2	492.7	842.9	2.725.7	12.8481	18.0761	30.9242
1972	411.1	588.3	999.4	2.881.9	14.2649	20.4136	34.6785
1973	463.7	645.9	1.109.6	3.026.0	15.3239	21.3450	36.6689
1974	476.7	651.4	1.128.1	3.221.9	14.7956	20.2179	35.0135
1975	467.9	671.5	1.139.4	3.400.0	13.7618	19.7500	33.5118
1976	629.7	767.1	1.396.8	3.537.4	17.8012	21.6854	39.4866
1977	619.0	899.6	1.518.6	3.750.4	16.5049	23.9868	40.4917
1978	592.8	930.7	1.523.5	3.991.3	14.8523	23.3182	38.1705
1979	613.6	767.4	1.381.0	3.921.3	15.6479	19.5700	35.2179
1980	570.8	655.6	1.226.4	3.582.4	15.9335	18.3006	34.2340
1981	500.3	675.1	1.175.4	3.259.1	15.3509	20.7143	36.0652
1982	464.9	712.5	1.177.4	3.052.5	15.2301	23.3415	38.5717
<u>Promedios</u>							
1963-1972					12.8610	16.5146	29.3757
1973-1982					15.5202	21.2230	36.7432

1/: Incluye Depósitos en Divisas

2/: Incluye Depósitos en Divisas

Fuente: Banco Central de Reserva

CUADRO No. 10  
RELACION ENTRE LOS DEPOSITOS Y EL PRODUCTO TERRITORIAL BRUTO  
AMBOS A PRECIOS DE 1972  
(Millones de Colones y Porcentajes)

AÑOS	DEPOSITOS			Asociaciones de Ahorro y Préstamo	PTB	RELACIONES			
	B A N C O S					Depósitos	Depósitos	Depósitos	Asociaciones de
	A la vista	De ahorro	A plazo			a la vis- ta Bancos/ PTB	Ahorro - Bancos/ PTB	a Plazo - Bancos/ PTB	Ahorro y Préstamo/ PTB.
1963	134.7	70.8	93.9	-. -	1821.1	7.3966	3.8878	5.1562	-. -
1964	137.4	85.6	116.3	-. -	1990.1	6.9042	4.3013	5.8439	-. -
1965	148.5	95.2	122.3	1.4	2097.0	7.0815	4.5398	5.8321	0.0668
1966	155.8	105.1	145.0	11.7	2249.2	6.9269	4.6728	6.4467	0.5202
1967	151.7	111.9	139.6	7.9	2369.7	6.4017	4.7221	5.8910	0.3334
1968	172.4	114.6	139.9	14.3	2446.0	7.0482	4.6852	5.7195	0.5846
1969	179.6	129.4	156.0	19.6	2531.2	7.0954	5.1122	6.1631	0.7743
1970	183.9	144.0	160.8	24.8	2607.9	7.0516	5.5217	6.1659	0.9510
1971	202.6	158.9	188.8	31.7	2725.7	7.4330	5.8297	6.9267	1.1630
1972	236.2	176.3	240.7	50.6	2881.9	8.1950	6.1175	8.3521	1.7558
1973	274.7	187.3	274.2	70.2	3026.0	9.0780	6.1897	9.0615	2.3199
1974	283.4	201.8	246.5	93.2	3221.9	8.7960	6.2634	7.6508	2.8927
1975	297.2	215.3	259.8	116.9	3400.0	8.7412	6.3324	7.6412	3.4382
1976	390.4	262.0	274.9	151.0	3537.4	11.0364	7.4066	7.7712	4.2687
1977	375.3	285.1	286.1	206.2	3750.4	10.0000	7.6018	7.6285	5.4981
1978	343.5	286.8	286.6	235.8	3991.3	8.6062	7.1856	7.1806	5.9078
1979	294.3	255.0	236.9	171.0	3921.3	7.5052	6.5029	6.0414	4.3608
1980	307.6	235.4	179.7	170.5	3582.4	8.5886	6.5710	5.0162	4.7594
1981	276.0	251.1	192.9	163.2	3259.1	8.4686	7.7062	5.9188	5.0075
1982	255.9	255.1	206.2	175.9	3052.5	8.3833	8.3571	6.7551	5.7624
Promedio:									
1963-1972						7.1534	4.9390	6.2497	0.7686
1973-1982						8.9204	7.0117	7.0665	4.4215

FUENTE: Banco Central de Reserva.

del sistema financiero, porque de las alternativas seguras que ofrece el mercado, los depósitos a interés son los más rentables y líquidos.

### CONSECUENCIAS ACTIVAS

Teóricamente, las tasas activas de interés constituyen el costo de la utilización de los recursos financieros y, en ese sentido, un aumento o disminución de ellas restringe o expande, respectivamente, la demanda de préstamos en el sistema financiero.

Obviamente, la relación entre las tasas activas de interés y la demanda de crédito puede ser débil en la realidad, principalmente si se considera que existen factores tales como el proceso inflacionario, las decisiones discrecionales sobre el nivel y estructura de -- las tasas de interés, y el cauce básico que se utilice para influir sobre las variables monetarias de la economía, los cuales afectan di cha relación.

Tomando en cuenta tal circunstancia, y en procura de descubrir la relación real que existe entre la tasa de interés y la demanda de crédito en la economía salvadoreña, se analizaron los créditos e in versiones de los bancos y asociaciones de ahorro y préstamo, en moneda de valor constante, para comparar el crecimiento promedio del período con estabilidad de precios (1963-1972) con el correspondiente al proceso inflacionario (1973 - 1982). Dicha comparación permitió comprobar que la tasa de crecimiento promedio anual del crédito e in versión con recursos propios de los bancos disminuyó de 5.7% a -1.1%, y que el de las asociaciones se redujo de 34% a 9.2%, al considerar el total del crédito e inversión con recursos propios, la tasa de cre-

cimiento de los mismos períodos mostró una contracción de 6.7% a - 0.5% (Cuadro N°11)

El comportamiento del crédito e inversión total, o sea con recursos propios y ajenos, en los mismos períodos, registró una reducción de 8.3% a 4.5% en los bancos, de 25.0% a 9.5% en las asociaciones, y de 9.1% a 4.9% para todo el sistema financiero (Cuadro N°12).

Tomando en cuenta lo anterior, si se compara la tasa de crecimiento del crédito otorgado con recursos propios por los bancos, con el total de créditos concedidos por los mismos, o sea con recursos propios y ajenos, se pone de manifiesto que el crecimiento del crédito total se debe a la expansión monetaria generada por el Banco Central de Reserva y al uso del financiamiento externo, fuentes que permitieron satisfacer la demanda de crédito de la economía salvadoreña, ya que, como se mencionó anteriormente, los depósitos no han crecido lo suficiente como para financiar la expansión del crédito total que muestra el sistema bancario.

Tal situación se aprecia con mayor profundidad si se considera, en primer lugar, que el volumen del ahorro captado por el sistema financiero constituye el límite máximo de los recursos internos disponibles para satisfacer la demanda de crédito de la economía y se tiene en cuenta que los depósitos expresados en moneda de valor adquisitivo constante han decrecido significativamente desde 1979 (Cuadros Nos. 7 y 8), y si este comportamiento se compara con el total de créditos e inversiones en el mismo período (Cuadro N°11), se comprueba que el -

CUADRO No. 11

CREDITO E INVERSIONES CON RECURSOS PROPIOS EN MONEDA DE VALOR CONSTANTE  
BANCOS COMERCIALES, BANCO HIPOTECARIO Y ASOCIACIONES DE AHORRO Y PRESTAMO  
(AÑO BASE: 1972=100)  
(Saldos en millones de colones)

AÑOS	BANCOS COMERCIALES E HIPOTECARIO						ASOCIACIONES DE AHORRO Y PRESTAMO		Total General	
	Al Sector Privado		Al Sector Público		Total		Saldo	Variación Anual (%)	Saldo	Variación Anual (%)
	Saldo	Variación Anual (%)	Saldo	Variación Anual (%)	Saldo	Variación Anual (%)	Saldo	Variación Anual (%)	Saldo	Variación Anual (%)
1963	351.2		3.7		354.9		-.-		354.9	
1964	399.7	13.8	6.3	70.3	406.0	14.4	-.-		406.0	14.4
1965	393.2	- 1.6	6.0	- 4.8	399.2	- 1.7	3.7		402.9	- 0.8
1966	434.1	10.4	5.9	- 1.7	440.0	10.2	13.5	264.9	453.5	12.6
1967	395.2	- 9.0	6.1	3.4	401.3	- 8.8	10.5	- 22.2	411.8	- 9.2
1968	397.6	0.6	5.9	- 3.3	403.5	0.5	17.0	61.9	420.5	2.1
1969	425.5	7.0	7.7	30.5	433.2	7.4	22.9	34.7	456.1	8.5
1970	456.8	7.4	6.7	- 13.0	463.5	7.0	28.7	25.3	492.2	7.9
1971	495.6	8.5	7.4	10.4	503.0	8.5	36.1	25.8	539.1	9.5
1972	576.2	16.3	6.5	- 12.2	582.7	15.8	55.0	52.4	637.7	18.3
1973	649.5	12.7	8.7	33.8	658.2	13.0	74.6	35.6	732.8	14.9
1974	631.1	- 2.8	17.6	102.3	648.7	- 1.4	91.0	22.0	739.7	0.9
1975	597.5	- 5.3	12.1	- 31.3	609.6	- 6.0	110.4	21.3	720.0	- 2.7
1976	671.5	12.3	19.6	62.0	691.1	13.4	138.4	25.4	829.5	15.2
1977	739.5	10.1	29.4	50.0	768.9	11.3	187.4	35.4	956.3	15.3
1978	795.7	7.6	27.0	- 8.2	822.7	7.0	225.7	20.4	1,048.4	9.6
1979	685.1	- 14.0	39.3	45.5	724.4	-12.0	188.4	- 16.5	912.8	-13.0
1980	555.9	-18.9	12.3	- 68.7	568.2	-21.6	166.2	- 11.8	734.4	-20.0
1981	528.9	- 4.9	34.8	183.0	563.7	- 0.8	157.9	- 5.0	721.6	- 1.7
1982	549.6	3.9	48.2	38.5	597.8	6.0	165.3	4.7	763.1	5.8
Promedio										
1963-1972		5.7		6.5		5.7		34.0 (1)		6.7
1973-1982		- 1.8		21.0		- 1.1		9.2		0.5

(1): El promedio corresponde al período 1968-1972 por ser anormales los años anteriores.

FUENTE: Banco Central de Reserva.

BIBLIOTECA CENTRAL  
REPUBLICA DE EL SALVADOR ;

CUADRO No. 12

## CREDITO E INVERSION TOTAL EN MONEDA DE VALOR CONSTANTE

(Año Base: 1972=100)

(Saldos en Millones de Colones)

Años	SISTEMA BANCARIO						ASOCIACIONES DE AHORRO Y PREST.		TOTAL GENERAL	
	AL SECTOR PRIVADO		AL SECTOR PUB.		TOTAL					
	Saldo	Variación Anual %	Saldo	Variación Anual %	Saldo	Variación Anual %	Saldo	Variación Anual %	Saldo	Variación Anual %
1963	390.6		76.8		467.4		-.-		467.4	
1964	442.7	13.3	75.9	- 1.2	518.6	11.0	-.-		518.6	11.0
1965	469.6	6.1	79.3	4.4	548.9	5.8	6.1		555.0	7.0
1966	532.0	13.3	83.7	5.5	615.7	12.2	13.5	121.3	629.2	13.4
1967	535.0	0.6	86.2	3.0	621.2	0.9	20.9	54.8	642.1	2.1
1968	535.3	0.1	105.0	21.8	640.3	3.1	29.5	41.1	669.8	4.3
1969	588.2	9.9	136.9	30.4	725.1	13.2	41.6	41.0	766.7	14.4
1970	628.8	6.9	123.6	- 9.7	752.5	3.8	51.0	22.6	803.5	4.4
1971	703.7	11.9	143.8	16.3	847.6	12.6	60.5	18.6	908.1	13.0
1972	797.1	13.3	157.0	9.1	954.1	12.6	71.8	18.7	1,025.9	13.0
1973	938.3	17.7	131.0	- 16.5	1,069.4	12.1	85.3	18.8	1,154.7	12.6
1974	964.8	2.8	218.8	67.0	1,183.6	10.7	104.4	22.4	1,288.0	11.5
1975	893.0	- 7.4	199.8	- 8.7	1,092.8	- 7.7	118.2	13.2	1,211.0	- 6.0
1976	997.2	11.7	200.6	0.4	1,197.9	9.6	144.3	22.1	1,342.2	10.8
1977	1,084.0	8.7	245.0	22.1	1,329.0	10.9	190.8	32.2	1,519.8	13.2
1978	1,105.8	2.0	221.6	- 9.6	1,327.0	- 0.1	233.0	22.1	1,560.4	2.7
1979	1,069.1	- 3.3	326.1	47.2	1,395.2	5.1	233.3	0.1	1,628.5	4.4
1980	842.5	- 21.2	680.9	108.8	1,523.4	9.2	200.4	- 14.1	1,723.8	5.9
1981	777.1	- 7.8	815.6	19.8	1,592.7	4.5	193.0	- 3.7	1,785.7	3.6
1982	785.4	1.1	801.8	- 1.7	1,587.2	- 0.3	193.4	0.2	1,780.6	0.3
Promedio										
1963-1972		8.2		8.2		8.3		25.0 (1)		9.1
1973-1982		- 2.0		22.3		4.5		9.5		4.9

(1)/: El Promedio corresponde al período 1968-1972 por ser anormales los primeros años.

crédito ha disminuido casi en la misma proporción de los depósitos, lo cual confirma la conocida influencia de los mismos sobre la oferta de créditos. En otras palabras, las tasas negativas de interés - sobre los depósitos no han permitido que aumente el crédito con recursos propios.

En segundo lugar, el análisis no sería completo si se dejara de mencionar la inestabilidad sociopolítica que ha afectado al país desde 1979, situación que ha frenado la iniciativa privada, deprimiendo las inversiones, lo cual permite reafirmar que las tasas de interés influyen en grado mínimo sobre las decisiones de inversión, y que - más bien tales decisiones están determinadas por la rentabilidad y - factibilidad de los proyectos, así como por la estabilidad sociopolítica imperante en el país.

Por último se puede concluir que el cauce básico del crédito, a través del cual se han transmitido los efectos monetarios en la economía salvadoreña, en el período estudiado, ha empuñado la relación entre la tasa de interés y la demanda de crédito, ya que los bancos son condicionados a orientar el crédito hacia actividades específicas y a tasas bajas de interés fijadas por las autoridades monetarias.

Si se considera la relación entre el crédito e inversiones en moneda de valor constante, con el PTB real, ambos a precios de 1972, para evaluar si los resultados expuestos anteriormente son congruentes con el comportamiento de la economía, se encuentra que al comparar las relaciones promedio del período 1963 - 1972 con las corres-

pendientes a los años 1973 - 1982, se observa que la relación entre el crédito e inversión con recursos propios y el PTB real aumentó - de 18.5% a 19.2% en los bancos, de 0.9% a 4.3% en las asociaciones, y de 19.3% a 23.5% en el sistema financiero (Cuadro N.º 13), y que en el crédito con recursos propios y ajenos se presentó el mismo fenómeno, pues la relación aumentó de 27.9% a 38.6% en los bancos, de 1.4% a 4.8% en las asociaciones, y de 29.1% a 43.5% en el total (Cuadro - N.º 14).

Tales relaciones ponen de manifiesto que el crédito, contrariamente a lo que se esperaba, tuvo un crecimiento positivo, a pesar de que la captación de depósitos fue insuficiente para satisfacer la demanda de financiamiento, lo cual se puede atribuir a la gestión del Banco Central, porque fue su expansión monetaria la que causó el crecimiento del crédito en el período analizado. Cabe advertir que, -- aunque el crecimiento del crédito hubiese seguido una tendencia constante, la relación con el producto territorial bruto siempre hubiera sido positiva, ya que el PTB mostró una tendencia descendente, principalmente en los últimos cuatro años del período analizado.

## 2. INFLUENCIA SOBRE EL AHORRO INTERNO BRUTO

El ahorro interno bruto constituye la base fundamental de que - dispone una economía, para hacerle frente a sus necesidades de inversión, dicho ahorro se amplía o reduce en función de la capacidad de absorción de cada país, porque dicha capacidad condiciona en gran medida la posibilidad de emplear recursos externos en la actividad productiva o la necesidad de colocar el ahorro interno en el exterior.

CUADRO No. 13

RELACION ENTRE EL CREDITO E INVERSION CON RECURSOS PROPIOS Y  
EL PRODUCTO TERRITORIAL BRUTO, AMBOS A PRECIOS DE 1972  
(Millones de colones y porcentajes)

AÑOS	CREDITO E INVERSION			PTB (REAL)	RELACIONES		CREDITO/PTB TOTAL
	BANCOS	ASOCIACIONES	TOTAL		BANCOS/PTB	ASOC./PTB	
1963	354.9	-.-	354.9	1.821.1	19.4882	-.-	19.4882
1964	406.0	-.-	406.0	1.990.1	20.4009	-.-	20.4009
1965	399.2	3.7	402.9	2.097.0	19.0367	0.1764	19.2131
1966	440.0	13.5	453.5	2.249.2	19.5625	0.6002	20.1627
1967	401.3	10.5	411.8	2.369.7	16.9346	0.4430	17.3777
1968	403.5	17.0	420.5	2.446.0	16.4963	0.6950	17.1913
1969	433.2	22.9	456.1	2.531.2	17.1144	0.9047	18.0191
1970	463.5	28.7	492.2	2.607.9	17.7729	1.1005	18.8734
1971	503.0	36.1	539.1	2.725.7	18.4539	1.3244	19.7784
1972	582.7	55.0	637.7	2.881.9	20.2192	1.9084	22.1277
1973	658.2	74.6	732.8	3.026.0	21.7514	2.4653	24.2167
1974	648.7	91.0	739.7	3.221.9	20.1340	2.8244	22.9585
1975	609.6	110.4	720.0	3.400.0	17.9294	3.2470	21.1764
1976	691.1	138.4	829.5	3.537.4	19.5369	3.9124	23.4494
1977	768.9	187.4	956.3	3.750.4	20.5000	5.0000	25.4900
1978	822.7	225.7	1.048.4	3.991.3	20.6100	5.6500	26.2600
1979	724.4	188.4	912.8	3.921.3	18.4735	4.8045	23.2780
1980	572.2	166.2	738.4	3.582.4	15.9725	4.6477	20.6119
1981	563.7	157.9	721.6	3.259.1	17.2962	4.8449	22.1411
1982	597.8	165.3	763.1	3.052.5	19.5839	5.4054	25.0000
Promedio:							
1963-1972					18.5480	0.8941 (1)	19.2632
1973-1982					19.1788	4.2802	23.4582

(1) Corresponde al período 1965-1972

FUENTE: Banco Central de Reserva.

CUADRO No. 14

RELACION ENTRE EL CREDITO E INVERSION TOTAL Y  
EL PRODUCTO TERRITORIAL BRUTO  
AMBOS A PRECIOS DE 1972  
(Millones de Colones y Porcentajes)

AÑOS	CREDITO E INVERSION TOTAL			PTB REAL	RELACIONES		
	BANCOS	ASOCIACIONES	TOTAL		BANCOS/PTB	ASOCIACIONES/ PTB	CREDITO TOTAL/ PTB
1963	467.4	--	467.4	1.821.1	25.6658	--	25.6658
1964	518.6	--	518.6	1.990.1	26.0589	--	26.0589
1965	548.9	6.1	555.0	2.097.0	26.1754	0.2908	26.4663
1966	615.7	13.5	629.2	2.249.2	27.3741	0.6002	27.9743
1967	621.2	20.9	642.1	2.369.7	26.2142	0.8819	27.0962
1968	640.3	29.5	669.8	2.446.0	26.1774	1.2060	27.3834
1969	725.1	41.6	766.7	2.531.2	28.6464	1.6434	30.2899
1970	752.5	51.0	803.5	2.607.9	28.8546	1.9555	30.8102
1971	847.6	60.5	908.1	2.725.7	31.0965	2.2196	33.3162
1972	954.1	71.8	1.025.9	2.881.9	33.1066	2.4914	35.5980
1973	1.069.4	85.3	1.154.7	3.026.0	35.3403	2.8189	38.1592
1974	1.183.6	104.4	1.288.0	3.221.9	36.7360	3.2403	39.9764
1975	1.092.8	118.2	1.211.0	3.400.0	32.1411	3.4764	35.6176
1976	1.197.9	144.3	1.342.2	3.537.4	33.8638	4.0792	37.9431
1977	1.329.0	190.8	1.519.8	3.750.4	35.4391	5.0875	40.5237
1978	1.327.4	233.0	1.560.4	3.991.3	33.2573	5.8377	39.9112
1979	1.395.2	233.3	1.628.5	3.921.3	35.5800	5.9496	41.5296
1980	1.523.4	200.4	1.723.8	3.582.4	42.5247	5.5940	48.1186
1981	1.592.7	193.0	1.785.7	3.259.6	48.8618	5.9209	54.7827
1982	1.587.2	193.4	1.780.6	3.052.5	51.9967	6.3358	58.3325
Promedio:							
1963-1972					27.9370	1.4111 (1)	29.0659
1973-1982					38.5741	4.8340	43.4895

(1) Corresponde al período 1965-1972

FUENTE: Revista del Banco Central de Reserva

Al respecto, es oportuno señalar que la salida de capitales no siempre obedece a que haya exceso de recursos en el país, por cuanto que aún siendo escaso puede resultar atractivo trasladar el ahorro a otros mercados porque se busque mayor rentabilidad o seguridad de las inversiones.

En el caso de una economía cerrada, la inversión interna bruta es igual al ahorro interno bruto ( ex-post ), dado que la inexistencia de relaciones con el exterior anula la posibilidad de facilitar o recibir recursos de otros países. Sin embargo cuando se trate de una economía abierta, el ahorro interno bruto es igual al ahorro doméstico más o menos el ahorro externo; en este caso, los préstamos e inversiones de extranjeros permiten ampliar el volumen de inversiones internas, en tanto que la fuga de capitales dreña el potencial del país.

Para los propósitos del presente trabajo, se considera como ahorro externo el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos, - con signo cambiado, en tanto que como ahorro interno bruto se toma el monto de la inversión interna bruta. De tal manera que el ahorro doméstico estará determinado por la suma algebraica del ahorro interno bruto y el ahorro externo.

### 3. RESULTOS DE CÁLCULO DEL AHOorro INTERNO BRUTO

En promedio, el ahorro interno bruto a precios corrientes estuvo constituido, durante el período de 1970 a 1982, en un 86.5%, por el ahorro doméstico y en un 13.5% por el ahorro externo. Siendo que el

ahorro doméstico es la suma algebraica del ahorro externo y el ahorro interno bruto, ello significa que tal magnitud será menor que el ahorro interno bruto cuando el ahorro externo sea positivo, es decir, - cuando haya ingreso de recursos provenientes del exterior en la economía; asimismo, el ahorro doméstico será mayor que la inversión interna bruta cuando el ahorro externo sea negativo, o sea cuando la economía haya colocado recursos en el exterior. Tal comportamiento se debe a la circunstancia de que, como el ahorro externo viene representado por el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos con signo cambiado, significa que un saldo negativo representa disponibilidad de recursos en el exterior y un saldo positivo ingreso de recursos - provenientes del exterior. Las cifras presentadas en el Cuadro N°15 - ponen de manifiesto que, durante el período 1970-1982, la sumatoria de los ahorros colocados en el exterior por la economía salvadoreña ascendieron a ¢ 299.2 millones, en tanto que la totalidad de los recursos recibidos del exterior en concepto de ahorro externo muestra una cantidad de ¢ 2,311.9 millones, lo cual pone de manifiesto en forma general la insuficiencia del ahorro doméstico para hacer frente a las necesidades de inversión. Es importante destacar que la salida de ahorro nacional fue apreciable en 1972, 1976-77 y 1979-80; asimismo, - que la afluencia de ahorro externo hacia el país fue más significativa en 1973-75, 1978 y 1981-82.

Si se compara el comportamiento del ahorro interno bruto con el producto territorial bruto, ambos en valores corrientes, durante todo el período, se observa que el ahorro interno bruto presenta una tasa de crecimiento de 16.5% y que el producto territorial bruto se expan-

CUADRO No. 15

ESTRUCTURA Y PARTICIPACION DEL AHORRO INTERNO BRUTO  
DURANTE EL PERIODO 1970-1982 EN MONEDA DE VALOR CORRIENTE  
(Millones de Colones)

AÑOS	AHORRO DOMESTICO*		AHORRO EXTERNO		AHORRO INTERNO BRUTO	
	CANTIDAD	PARTICIPACION %	CANTIDAD	PARTICIPACION %	CANTIDAD	PARTICIPACION %
1970	341.1	101.0	- 2.5	- 1.0	340.6	100
1971	386.0	91.5	+ 35.7	8.5	421.7	100
1972	439.7	107.7	- 31.5	- 7.7	408.2	100
1973	505.0	83.7	+104.1	17.0	609.2	100
1974	553.8	62.0	+338.4	38.0	892.2	100
1975	760.4	76.7	+230.1	23.3	990.5	100
1976	1.178.5	105.3	- 59.0	- 5.3	1.119.5	100
1977	1.754.8	104.5	- 76.1	- 4.5	1.678.7	100
1978	1.409.3	70.2	+596.4	27.7	2.005.7	100
1979	1.609.7	103.4	- 53.6	- 3.4	1.556.1	100
1980	1.259.5	106.5	- 76.5	- 6.5	1.183.0	100
1981	605.0	49.1	+626.1	50.9	1.231.1	100
1982	750.2	66.3	+381.1	33.7	1.131.3	100
PROMEDIO PARTICIPACION		86.8		13.1		100

\* Ahorro Doméstico = Ahorro Interno Bruto + Ahorro Externo.

FUENTE : Revista Banco Central de Reserva.

dió con una tasa de 10.9% (Cuadro N°16). Si esta comparación se efectúa en moneda de valor constante, base 1972 = 100, el ahorro interno bruto presenta un decrecimiento de - 0.6% y el producto territorial bruto un crecimiento de 1.3% (Cuadro N°17). De acuerdo a lo anterior, se puede afirmar que el ahorro doméstico no ha sido suficiente para respaldar la inversión necesaria para elevar los niveles reales del producto territorial bruto, es decir, que la expansión del PTB ha sido generada en base al financiamiento externo.

### E. INFLUENCIAS DE LAS TASAS PASIVAS DE INTERÉS SOBRE EL AHORRO PRIVADO

Tomando en cuenta que la forma ideal de financiar el desarrollo económico y social es mediante la captación y canalización del ahorro doméstico, es decir, de la parte de ahorro generado dentro de la economía nacional, resulta de suyo importante evaluar hasta que punto - las tasas de interés vigentes en El Salvador, durante el período de - 1970 a 1982, han logrado estimular el ahorro interno. Obviamente, dicha evaluación debe efectuarse particularmente sobre el ahorro doméstico, es decir, sobre el ahorro de las empresas, las familias y el gobierno, pero haciendo énfasis en el análisis sobre el ahorro privado, o sea el ahorro de las empresas y las familias, por constituir éstos los agentes económicos que pueden responder a las variaciones de la - tasa de interés.

El ahorro doméstico en valores corrientes, estuvo conformado durante el período 1973-82 en un 95.1% por el ahorro de las familias y

CUADRO No. 16  
RELACION ENTRE EL AHORRO INTERNO BRUTO Y  
EL PTB, EN MONEDA DE VALOR CORRIENTE  
(MILLONES DE COLONES)

AÑO	AHORRO INTERNO BRUTO (AIB)		PRODUCTO TERRITORIAL BRUTO (PTB)		RELACION AIB/PTB
	TOTAL	CRECIMIENTO %	TOTAL	CRECIMIENTO %	
1970	340.6		2.571.4		13.2
1971	421.7	23.8	2.703.9	5.2	15.5
1972	408.2	- 3.2	2.881.9	6.6	14.1
1973	609.0	49.2	3.331.6	15.6	18.2
1974	892.2	46.5	3.943.6	18.4	22.6
1975	990.5	11.0	4.472.7	13.4	22.1
1976	1.119.5	13.0	5.705.9	27.6	19.6
1977	1.678.7	49.9	7.167.1	25.6	23.4
1978	1.834.3	9.2	7.692.2	7.3	23.8
1979	1.556.1	- 15.1	8.607.2	12.0	18.1
1980	1.183.0	- 24.0	8.916.6	3.6	13.3
1981	1.231.1	4.1	8.646.5	- 3.0	14.2
1982	1.131.3	4.4	8.870.5	2.6	12.8
PARTICIPACION PROMEDIO					17.8
CRECIMIENTO PROMEDIO		10.5			10.9

FUENTE: Revista Mensual Banco Central de Reserva.

CUADRO No. 17

CRECIMIENTO DEL AHORRO INTERNO BRUTO Y SU PARTICIPACION EN  
EL PTB DURANTE EL PERIODO 1970-1982, EN MONEDA DE VALOR CONSTANTE  
(Año Base: 1972 = 100)  
( Millones de Colones)

AÑO	AHORRO DOMESTICO * (AD )		AHORRO INTER BRUTO (AIB)		PRODUCTO TERRITORIAL BRUTO		RELACIONES	
	CANTIDAD	CRECIMIENTO %	CANTIDAD	CRECIMIENTO %	CANTIDAD	CRECIMIENTO %	AD/PTB	AIB/PTB
1970	349.8	-	347.2	-	2.607.9	-	13.4	13.3
1971	392.3	12.1	428.6	23.4	2.725.7	4.5	14.4	15.7
1972	439.7	12.0	408.2	- 4.8	2.881.9	5.7	15.2	14.2
1973	474.6	7.9	572.4	40.2	3.026.0	5.0	15.7	18.9
1974	445.2	- 6.2	717.2	25.2	3.221.9	6.4	13.8	22.3
1975	513.4	15.3	668.8	- 6.8	3.400.0	5.5	15.1	19.7
1976	743.1	44.7	705.9	5.5	3.537.4	4.0	21.0	20.0
1977	989.7	33.1	946.8	34.6	3.750.4	6.0	26.4	25.2
1978	701.8	- 29.1	998.9	5.5	3.991.3	6.4	17.6	25.0
1979	691.7	- 1.4	668.7	- 33.1	3.921.3	- 1.8	17.6	17.0
1980	461.2	- 33.4	443.2	- 35.2	3.582.4	- 8.7	12.9	12.4
1981	193.0	- 58.2	392.7	- 9.3	3.259.1	- 9.3	5.9	12.4
1982	214.2	10.9	323.0	- 17.7	3.052.5	- 6.3	7.0	10.6
PARTICIPACION							15.1	17.4
CRECIMIENTO		- 4.1			- 0.6	1.3		

\* Ahorro Doméstico = Ahorro Interno Bruto + Ahorro Externo.

FUENTE : Revista del Banco Central de Reserva.

empresas, y en 4.9% por el ahorro del gobierno. El crecimiento promedio anual del ahorro doméstico durante el período fue de 4.5%, observándose que el ahorro de las familias y empresas creció con una tasa promedio de 9.1% y que, en cambio, el ahorro del gobierno mantuvo un crecimiento promedio anual entre 1973 y 1979 de 25.4%, que se revirtió en un decrecimiento promedio anual de 49.3% durante los años de 1980 a 1982 (Cuadro N.º 18). Ahora bien, si se consideran tales relaciones en moneda de valor constante, se aprecia que el ahorro doméstico total decreció con una tasa promedio anual de -8.5% y que el ahorro privado (familias y empresas) disminuyó con un promedio anual de 4.4%, por su parte, el ahorro del gobierno mantuvo un ritmo de crecimiento promedio anual de 10% entre 1973 y 1979, pero decreció con un promedio anual de 31.8% en los años de 1980 a 1981 (Cuadro N.º 19)

Si se toma en cuenta que durante el período 1973-82 se han efectuado cuatro importantes reformas de las tasas pasivas de interés y que simultáneamente se observa un decrecimiento del ahorro doméstico de la economía nacional, falta por ver el comportamiento del ahorro financiero transferible, para juzgar los efectos de las reformas efectuadas a las tasas de interés. Para ello, se parte de los saldos de ahorro de los bancos al final del año y de sus incrementos anuales, los que se comparan con el ahorro privado generado en la economía, a fin de evaluar hasta qué punto las tasas de interés han logrado que el ahorro privado real se transfiera a las instituciones financieras nacionales, para que éstas puedan financiar las inversiones necesarias para estimular el desarrollo económico y social del país.

CUADRO No. 18

PARTICIPACION Y CRECIMIENTO DEL AHORRO DOMESTICO  
DURANTE EL PERIODO DE 1973-1982 EN MONEDA DE VALOR CORRIENTE

(MILLONES DE COLONES)

AÑO	AHORRO FAMILIAR Y EMPRESAS			AHORRO GOBIERNO			AHORRO DOMESTICO		
	CANTIDAD	PARTICIPA CION %	CRECIMIENTO %	CANTIDAD	PARTICIPA CION %	CRECIMIENTO %	CANTIDAD	PARTICIPA CION %	CRECIMIENT TO %
1973	430.2	85.2	-	74.8	14.8		505.0	100	-
1974	481.6	87.0	11.90	72.2	13.0	5.0	553.8	100	9.7
1975	655.8	86.2	36.2	104.6	13.8	32.0	760.4	100	37.6
1976	985.7	83.6	50.3	192.8	16.4	84.3	1.178.5	100	55.0
1977	1.284.7	73.2	30.2	470.1	26.7	143.8	1.754.8	100	48.9
1978	1.248.3	88.3	- 2.8	161.3	11.7	- 65.8	1.409.3	100	- 19.7
1979	1.318.5	81.9	5.6	291.2	18.1	80.5	1.609.7	100	14.2
1980	1.347.2	106.7	2.2	- 87.7	- 6.7	-130.0	1.259.5	100	- 21.8
1981	800.8	132.4	- 40.6	-195.8	- 32.4	- 23.3	605.0	100	-108.2
1982	945.7	126.1	18.1	-195.5	- 26.1	- 0.2	750.2	100	24.0
PROMEDIO PARTICIP.		95.1			4.9			100	
PROMEDIO CRECIM.			9.1	CREC.1973-1979		25.4			4.5
				DCREC.1980-1982		49.3			

CUADRO No. 19  
 CRECIMIENTO DEL AHORRO DOMESTICO DURANTE EL PERIODO  
 1973-1982 EN MONEDA DE VALOR CONSTANTE  
 (Año Base: 1972 = 100)  
 (Millones de Colones)

AÑO	AHORRO FAMILIAS Y EMPR.		AHORRO GOBIERNO		AHORRO DOMESTICO	
	CANTIDAD	CRECIMIENTO %	CANTIDAD	CRECIMIENTO %	CANTIDAD	CRECIMIENTO %
1973	404.3	-	70.3	-	474.6	-
1974	387.1	- 4.3	58.1	- 17.4	445.2	- 6.2
1975	442.8	14.4	70.6	21.5	513.4	15.3
1976	621.5	41.3	121.6	72.2	743.1	44.7
1977	724.6	16.6	265.1	118.0	989.7	33.1
1978	621.4	- 14.2	80.3	-69.7	701.8	- 29.1
1979	566.6	- 8.8	125.1	55.8	691.7	- 1.4
1980	493.3	- 12.9	-32.1	-125.7	461.2	- 33.4
1981	255.4	- 51.8	-62.5	-194.7	193.0	- 58.2
1982	270.0	5.7	-55.8	-189.3	214.2	10.9
			Promedio 1973-1979	10.0		
PROMEDIO		- 4.4	Promedio 1980-1981	31.8		- 8.5

FUENTE: Informe complementario de la Hacienda Pública y Revista del  
 Banco Central de Reserva.

Al comparar los incrementos del ahorro financiero con los valores anuales del ahorro privado total, ambos en moneda de valor constante base 1972, se aprecia que cuando estuvieron vigentes las tasas de interés establecidas en febrero de 1974, el ahorro financiero captado por los Bancos Comerciales e Hipotecario decreció  $\text{¢}$  18.7 millones en 1974 y  $\text{¢}$  2.7 millones en 1975, después de que en 1973 había registrado un incremento anual de  $\text{¢}$  38.1 millones. Si se compara el incremento de 1973 con los decrementos de 1974-1975, se pone de manfiesto que las reformas a las tasas de interés no lograron los objetivos que perseguían, en lo relativo a incrementar la captación de recursos en la economía.

Si se considera el ahorro financiero total, o sea incluyendo las asociaciones de ahorro y préstamo, se observa que el crecimiento fue positivo, en los mismos años, en  $\text{¢}$  4.3 y  $\text{¢}$  21.0 millones, respectivamente, estableciéndose que en 1974 y 1975 las instituciones financieras captaron 1.1% y 4.7% del ahorro privado de la economía, respectivamente, no obstante, esos porcentajes son sustancialmente pequeños comparados con la captación de 1973, que fue de 14.3%, con lo cual se reafirma lo expuesto anteriormente, aunque los incrementos del ahorro financiero total hayan sido positivos para esos años (Cuadro N.º 20). Por otro lado, es conveniente señalar que el crecimiento de los depósitos de ahorro de los bancos y asociaciones, indica que el público trasladó sus recursos hacia esas instituciones porque le representaban la mejor alternativa de inversión, en términos de rentabilidad y liquidez, en otras palabras, si en el mercado se hubieran ofrecido títulos valores más rentables y fácilmente li-

CUADRO No. 20  
COMPARACION DE LOS INCREMENTOS ANUALES DEL AHORRO FINANCIERO CON EL AHORRO PRIVADO GENERADO EN LA  
ECONOMIA, DURANTE EL PERIODO 1973-1982 EN MONEDA DE VALOR CONSTANTE  
(Año Base: 1972 = 100)

AÑO	DEPOSITO DE AHORRO		DEPOSITO A PLAZO		CEDULAS HIPO-TECARIAS		TITULOS DE CAPI-TALIZACION		TOTAL		ASOCIACION DE AHORRO Y PREST.		TOTAL GENERAL		AHORRO PRIVADO
	INCREM.	PART.	INCREM.	PART.	INCREM.	PART.	INCREM.	PART.	INCREM.	PART.	INCREM.	PART.	INCREM.	PART.	CANTIDAD
1972-73 *	11.3	2 7	33.5	8.3	- 6 3	- 1.6	- 0 1	-0.02	38.10	9.4	19.6	4.8	57.7	14.3	404.3
1973-74	14 8	3.8	-27.7	- 7.1	- 4 4	- 1.1	- 1.1	-0.30	- 18.70	- 4 8	23.0	5.9	4.3	1.1	387.1
1974-75	13.5	3.0	13.3	3.0	- 29.3	- 6.6	- 0.2	-0.05	- 2.70	- 0.6	23 7	5.4	21.0	4.7	442 8
1975-76	46 7	7 5	15 1	2.4	- 2.5	- 0.4	1.7	0.30	60.80	9.8	34.1	5.5	94.9	15.3	621 5
1976-77	23.1	3.2	11.2	1.5	45.8	6.3	0.7	0.10	80.8	11.2	55.2	7.6	136.0	18.8	724.6
1977-78	1.7	0.3	0.5	0 09	- 5 1	- 0.8	0 5	0.09	- 2.4	- 0.4	29.6	4.8	9.6	1.5	621.4
1978-79	-31 1	-5.5	-49.7	- 8.8	- 14.8	- 2.6	- 0.8	-0.1	- 96.8	-17.1	- 64.8	-11.4	-144.1	-25.4	566.6
1979-80	-19 6	-4.0	-57.2	11.6	- 32.4	- 6.6	- 2.4	-0.5	-111.60	-22.6	- 0 5	- 0.1	-112.1	-22.7	493 3
1980-81	15 7	6 1	13.2	5.20	- 34 5	-13 5	- 1.7	-0.7	24.8	9.7	- 7 3	- 2.9	17.5	6.9	255.4
1981-82	4.0	1.5	13.2	4.90	5.9	2.2	- 1.1	-0.4	22.10	8 2	12.9	4.8	34.8	12.9	270.0

\* Debe de considerarse como el incremento en el año de 1973.

UENTE: Revista Mensual del Banco Central de Reserva.

quidables, es posible que los bancos y asociaciones hubieran sufrido una mayor disminución de los depósitos.

El ahorro financiero captado por los bancos comerciales e Hipotecario se incrementó en ₡ 60.8 y ₡ 80.8 millones durante los años de 1976 y 1977, que al sumarlos al aumento de las asociaciones de ahorro y préstamo alcanzan las cifras de ₡ 94.9 y ₡ 136.0 millones, respectivamente, lo cual significa que las instituciones financieras captaron el 15.3% y el 18.8% del ahorro privado de esos años.

Lo anteriormente expuesto podría dar lugar a pensar que las reformas introducidas en abril de 1976 a las tasas de interés incentivaron el ahorro financiero. Sin embargo, si se toma en cuenta que los objetivos que perseguían las autoridades monetarias al modificar las tasas de interés, eran contrarrestar el alto grado de liquidez de la economía, derivada de la bonanza de los precios del café, y que dichas reformas básicamente se orientaron a modificar la estructura de tasas de interés aplicables sobre las operaciones pasivas, se concluye que tales volúmenes de ahorro obedecieron obviamente al alto grado de liquidez imperante en la economía y a la conocida característica de no contar el sistema financiero con otras alternativas de inversión que compitan ventajosamente en rentabilidad y liquidez con los depósitos. Al respecto, es oportuno señalar que los depósitos de ahorro en los bancos y asociaciones también mostraron en estos años los mayores crecimientos, lo cual podría indicar que el público estaba a la expectativa de encontrar otras alternativas de inversión que le parecieran más atractivas.

No obstante el incremento de las tasas de interés, la captación de ahorro financiero fue insuficiente en proporción con el alto grado de liquidez imperante en 1977, situación que obligó al instituto emisor a vender directamente al público bonos de estabilización monetaria, por un valor de ₡ 81.0 millones, como una medida complementaria a las reformas apuntadas. En el mismo sentido, el sector público acumuló recursos en el sistema bancario y pagó por adelantado varios préstamos externos, medidas que también contribuyeron a neutralizar la excesiva liquidez de la economía.

El ahorro financiero captado por los bancos comerciales e Hipotecario decreció en ₡ 2.4, ₡ 96.8 y ₡ 111.6 millones durante los años de 1978, 1979 y 1980, respectivamente, pero se incrementó en ₡ 24.8 millones en 1981. Al incluir las asociaciones de ahorro y préstamo, el ahorro financiero total se incrementó en ₡ 9.6 y 17.5 millones en 1978 y 1981, respectivamente, decreciendo en ₡ -144.1 y ₡ -112.1 millones en 1979 y 1980, de lo cual resulta que durante los años de 1978 y 1981 el sistema financiero logró captar el 1.5% y 6.9% del ahorro privado de esos años, mientras que en 1979 y 1980 sufrió un desahorro de 25.4% y 22.7% respectivamente. Las cifras anteriores ponen de manifiesto que no se lograron los objetivos que perseguía la reforma de julio de 1978, de fijar tasas sobre las operaciones pasivas que compensaran el deterioro de la capacidad adquisitiva del ahorrante, propiciada por el proceso inflacionario, y tasas activas más acordes con las prevalcientes en los mercados internacionales, ya que el galopante proceso inflacionario las transformó en tasas pas-

vas reales negativas, aun en el mismo año en que se implantaron. Podría agregarse que el desahorro de 1979 y 1980 se debió al conflicto armado que comenzó a mediados de 1979, el cual no permitió que tales medidas surtieran los efectos esperados, asimismo, que el retiro de los ahorros también refleja la intranquilidad que causó la nacionalización de la banca, del comercio exterior y la reforma agraria, decretadas a principios de 1980.

El ahorro financiero captado por los Bancos Comerciales e Hipotecario se incrementó en ₡ 24.8 y ₡ 22.1 millones en 1981 y 1982 respectivamente; además, incluyendo las asociaciones de ahorro y préstamo, el ahorro financiero total para los mismos años se incrementó en ₡17.5 y ₡ 34.8 millones, lo cual constituyó el 6.9% y 12.9% del ahorro privado generado en la economía, evidentemente, dichos incrementos no fueron suficientes para recuperar el ahorro que el público retiró en 1979 y 1980. Los objetivos que perseguía la modificación de las tasas de interés en febrero de 1982, estaban orientadas a apoyar las reformas estructurales efectuadas a la economía salvadoreña en 1980 y a disminuir el diferencial entre las tasas internacionales de interés con respecto a las prevalecientes en el mercado nacional, para reducir la salida de capitales que se agudizó desde octubre de 1979.

En ese contexto, se puede afirmar que el ahorro financiero ha reaccionado positivamente ante la última reforma a las tasas de interés, lo cual se demuestra por la mayor participación de la captación de recursos por parte de los Bancos Comerciales e Hipotecario, pese a que las tasas de interés siguen siendo negativas, pero si en menor pro

porción que los años anteriores. Cabe advertir, sin embargo, que sus efectos se reflejarán en los años subsiguientes, de manera positiva o negativa, en la medida en que se controle eficazmente la inflación y haya un clima de estabilidad sociopolítica, así como que dichas tasas sean lo suficientemente elevadas para contrarrestar el proceso inflacionario del país y garantizar rendimientos positivos al ahorrente.

En general, se puede afirmar que las reformas adoptadas sobre las tasas pasivas de interés, durante el período analizado, no estuvieron acordes al proceso inflacionario, afirmación que se sustenta en el hecho de que, al deflactar las tasas nominales de interés vigentes durante todo el período, resultaron ser negativas en términos reales. Sin embargo, no se puede afirmar que tal circunstancia por sí sola haya provocado la sensible baja de los depósitos en moneda de poder adquisitivo constante, ya que el período en estudio se vio afectado por circunstancias sociopolíticas que generaron crisis en la economía salvadoreña y, por ende, sobre el ahorro interno, lo cual vino a contrarrestar los efectos de las políticas adoptadas en materia de tasas de interés para esos años.

No obstante, es importante destacar el período de 1976 a 1978, en el que la economía experimentó una gran liquidez debido al alza en los precios internacionales del café, ya que las reformas adoptadas sobre las tasas de interés no lograron estimular en grado suficiente la captación del ahorro doméstico, para financiar en forma

sostenida y creciente la inversión interna bruta, lo cual generó por el contrario un estímulo para la colocación de recursos en el exterior, porque las tasas de interés en los mercados internacionales - eran más favorables que las prevalecientes en el mercado nacional. - Por otra parte, el mercado financiero salvadoreño no ha ofrecido alternativas de inversión que compitan en rentabilidad y liquidez con los depósitos de los bancos, dejando casi como única opción para el ahorrante el trasladar sus depósitos a las asociaciones de ahorro y préstamo, que son prácticamente a la vista y ofrecen tasas de interés sobre los depósitos de ahorro que compiten con los depósitos a plazo de los bancos.

Por lo tanto, se sostiene que si se establecieran tasas reales de interés positivas sobre los depósitos, se estimularía la captación de ahorro financiero interno, ya que el público reacciona positivamente ante las alternativas financieras de inversión, siempre - que prevalezca un clima de estabilidad sociopolítica y se logren equiparar las tasas internas con las de los mercados internacionales, garantizando un rendimiento positivo sobre los depósitos.

### 3. INFLUENCIA DE LA TASA DE INTERÉS SOBRE LA FORMACIÓN DEL CAPITAL FIJO

La formación de capital fijo permite cuantificar el efecto que - las tasas de interés ejercen sobre la inversión interna bruta, porque la primera variable excluye la variación de inventarios, magnitud que en un momento determinado puede afectar el análisis de la inversión - interna bruta, ya que en las existencias se consideran valores que se

transfieren de un período a otro, es decir, parte del producto de otros períodos.

La inversión interna bruta está consagrada como uno de los más importantes determinantes del desarrollo económico. Teóricamente, cabe esperar que el nivel y estructura de las tasas activas de interés determinan en cierta medida la inversión privada, por lo que al evaluar la formación de capital fijo se hace énfasis en la formación de capital fijo privado, ya que es sobre esa variable que ejerce su influencia la tasa de interés, principalmente sobre las inversiones en bienes de producción, que son los que generan el crecimiento sostenido de la producción a largo plazo y conducen a elevar los niveles de empleo e ingreso de la colectividad. Es oportuno hacer notar que las inversiones en construcción, si bien contribuyen al crecimiento económico, sólo generan empleo e ingresos por un corto período; de allí la importancia que tienen las inversiones en bienes de producción, porque son las que amplían permanentemente la capacidad productiva del país.

### 1. INFLUENCIA DE LAS TASAS ACTIVAS DE INTERÉS SOBRE LA INVERSIÓN

El comportamiento de la formación de capital fijo a precios corrientes, durante el período 1970-1982, revela que el sector privado mantuvo un crecimiento promedio anual de 7.9% y el sector público de 18.3%, para un crecimiento promedio total de 11.4%. Se destaca que la inversión en bienes de producción del sector público mostró una tasa de crecimiento promedio anual de 30.5%, que comparado con las

inversiones del sector privado en los mismos bienes, cuyo crecimiento promedio alcanzó una tasa de 5.9% anual, descubre a primera vista el esfuerzo compensatorio del sector público, especialmente a partir de 1979, año en que la inversión privada comenzó a decrecer (Cuadro No. 21).

Si dicho comportamiento se analiza a precios constantes, base 1972= 100, el resultado es aún más convincente, indicando que en promedio anual la inversión privada decreció en -3.0%, en tanto que la pública creció en 6.4%, siendo el crecimiento de la inversión en bienes de producción privada negativo en -4.8% y el de la inversión pública positivo en 17.3%, en tasas promedio anual. No obstante, pese al crecimiento observado en la inversión pública, la formación de capital fijo total sólo creció en 0.2% promedio anual, lo cual permite afirmar que la función compensatoria del sector público logró contrarrestar la disminución de la inversión del sector privado, pero que no fue suficiente para estimular de manera significativa la formación de capital fijo total (Cuadro No. 22).

Al hacer un examen más minucioso sobre la formación de capital fijo total y compararla con el producto territorial bruto a precios corrientes, se observa que en el período 1970-1982, dichas variables presentaron crecimientos promedio anuales de 11.4% y 10.1%, respectivamente. En cambio, a precios constantes, base 1972=100, la inversión total presentó un crecimiento promedio anual de 0.2% y el producto territorial bruto de 1.3%. Este bajo crecimiento del PTB se podría

CUADRO No. 21  
 CRECIMIENTO DE LA FORMACION DE CAPITAL FIJO PRIVADA Y PUBLICA DURANTE LOS AÑOS DE 1970 - 1982  
 EN CIFRAS ABSOLUTAS Y PORCENTAJES  
 (PRECIOS CORRIENTES EN MILLONES DE COLONES)

AÑO	CAPITAL FIJO PRIVADO						CAPITAL FIJO PUBLICO							
	BIENES DE PRODUC.	CREC. ANUAL	CONSTRUC.	CREC. ANUAL	TOTAL	CREC. ANUAL	BIENES DE PRODUC.	CREC. ANUAL	CONSTRUC	CREC. ANUAL	TOTAL	CREC. ANUAL	TOTAL GENERAL	CREC ANUAL
1970	167.7	-	68.0	-	235.7	-	8.1	-	64.2	-	72.3	-	308.1	-
1971	193.1	15.1	70.5	3.8	263.6	11.8	13.8	69.6	81.9	27.6	95.7	32.4	359.3	16.6
1972	261.4	35.4	84.7	20.0	346.0	31.3	22.6	63.8	105.6	28.9	128.2	33.9	474.2	32.0
1973	288.5	10.4	94.5	11.7	383.0	10.7	40.4	78.5	103.6	- 1.8	144.0	12.4	527.1	11.1
1974	375.2	30.1	133.2	40.9	508.4	32.8	55.9	38.2	154.1	48.8	210.0	45.8	718.5	36.0
1975	552.7	47.3	120.9	- 9.2	673.6	32.5	70.0	25.3	287.0	86.2	357.0	70.0	1.030.6	43.4
1976	645.6	16.8	145.8	20.5	791.4	17.5	92.8	32.5	261.2	- 9.0	354.0	- 0.8	1.145.4	11.1
1977	786.5	21.8	208.9	43.3	995.5	25.8	104.2	12.3	420.9	61.1	525.1	48.3	1.520.5	32.8
1978	924.0	17.5	278.5	33.3	1.202.5	20.8	108.7	4.3	340.7	-19.1	449.4	-14.4	1.651.8	8.6
1979	709.2	-23.2	280.4	0.7	989.6	-17.7	108.3	- 0.4	413.8	21.5	522.0	16.2	1.511.7	- 8.5
1980	357.0	-49.7	217.6	-22.4	574.6	-41.9	214.0	97.7	421.5	1.9	635.5	21.7	1.210.1	-20.0
1981	362.9	1.6	176.3	-19.0	539.2	- 6.2	232.6	8.7	401.2	- 4.8	633.8	- 0.3	1.173.0	- 3.1
1982	333.4	- 8.1	253.3	43.7	586.7	8.8	198.1	-14.8	346.5	-13.6	544.6	14.1	1.131.3	- 3.6
CRECIMIENTO PROMEDIO		5.9		11.6		7.9		30.5		15.1		18.3		11.4

FUENTE. Revistas mensuales del Banco Central de Reserva.

CUADRO No. 22  
 CRECIMIENTO DE LA FORMACION DE CAPITAL FIJO DURANTE EL PERIODO 1970-1982  
 EN MONEDA DE VALOR CONSTANTE  
 (AÑO BASE: 1972 = 100)  
 (Millones de Colones)

AÑO	CAPITAL FIJO PRIVADO						CAPITAL FIJO PUBLICO							
	BIENES DE PRODUC.	CREC. ANUAL	CONSTRUC.	CREC. ANUAL	TOTAL	CREC. ANUAL	BIENES DE PRODUC.	CREC. ANUAL	CONSTR.	CREC. ANUAL	TOTAL	CREC. ANUAL	TOTAL GENERAL	CREC. ANUAL
1970	171.0	-	69.3		240.3	-	8.3		65.4		73.7		314.0	
1971	196.2	14.7	71.7	3.4	267.9	11.5	14.0	69.1	83.2	27.3	97.2	31.9	365.1	16.3
1972	261.4	33.2	84.7	18.1	346.1	29.2	22.6	61.2	105.6	26.8	128.2	31.8	474.3	29.9
1973	271.1	3.7	88.9	5.0	360.0	4.0	38.0	67.8	97.4	- 7.8	135.3	5.5	495.3	4.5
1974	301.6	11.3	107.1	20.5	408.8	13.5	44.9	16.6	123.9	26.6	168.8	24.7	577.6	16.6
1975	373.2	23.7	81.7	-23.7	454.9	11.3	47.3	5.2	193.8	56.4	241.0	42.8	695.9	20.5
1976	407.1	9.1	91.9	12.6	499.0	9.7	58.5	23.7	164.7	-16.3	223.2	7.4	722.2	3.8
1977	443.6	9.0	117.8	28.2	561.5	12.5	58.8	0.5	237.4	44.4	296.2	32.7	857.6	18.8
1978	460.2	3.7	138.7	17.7	598.8	6.7	54.1	- 7.9	169.7	-28.5	223.8	-24.4	822.6	- 4.1
1979	304.8	-33.8	120.5	-13.1	425.3	-29.0	46.5	-14.1	177.8	4.8	224.3	2.4	649.6	-21.0
1980	130.7	-57.1	79.7	-33.9	210.4	-50.5	78.4	68.5	154.3	13.2	232.7	3.7	443.1	-31.8
1981	115.7	-11.5	56.2	-29.4	172.0	-18.3	74.2	- 5.4	128.0	-17.1	202.2	-13.1	374.2	-15.6
1982	95.2	-17.8	72.3	28.6	167.5	- 2.6	56.6	-23.8	98.9	-22.70	155.5	-23.1	323.0	-13.8
1970-1982		- 4.8%		0.4		- 3.0%		17.3%		3.5%		6.4%		0.2%
1973-1982		-11.0		-2.3		- 8.1		4.5		0.2		1.6		- 4.6

FUENTE. Banco Central de Reserva.

considerar que fue ocasionado por la escasa inversión generada en la economía salvadoreña, especialmente a partir de 1978. La formación de capital fijo total mantuvo una tasa de crecimiento promedio de 12.8%, en moneda de valor constante base 1972, durante el período 1970-1978, en cambio, registró una sensible baja durante el período 1979-1982, en que sufrió un decrecimiento promedio anual de -20.8% (Cuadros Nos. 23 y 24).

Si se toma en cuenta que el cauce del crédito ha constituido en la economía salvadoreña, el medio a través del cual tradicionalmente se transmiten los efectos de la política monetaria a las variables reales, es razonable medir la influencia que el crédito otorgado por los Bancos Comerciales e Hipotecario, así como el de las asociaciones de ahorro y préstamo, ha ejercido sobre el comportamiento de la formación de capital fijo, durante el período en referencia.

Cabe advertir que, teóricamente, la expansión o contracción del crédito, a causa de la baja o alza de las tasas activas de interés, estimulará o restringirá las inversiones, respectivamente, particularmente en lo que se refiere a la inversión privada, que es sobre la cual ejerce mayor influencia la tasa de interés.

En el caso concreto de El Salvador, las tasas nominales de interés sobre los créditos han mostrado una tendencia alcista, en las cuatro principales reformas del período apuntado, habiéndose ampliado su estructura, especialmente en las reformas de 1982, en las que se establecieron préstamos a tasas preferenciales de interés. Por su

CUADRO No. 23

CRECIMIENTO Y CONTRIBUCION DE LA FORMACION DE CAPITAL FIJO COMPARADA CON EL PIB EN CIFRAS ABSOLUTAS  
Y PORCENTAJES DURANTE EL PERIODO 1970-1982 EN MONEDA DE VALOR CONSTANTE

(AÑO BASE: 1972 = 100)

(MILLONES DE COLONES)

AÑO	FORM. DE CAP. FIJO Priv. (FCEPriv)		FORM. DE CAP. FIJO Pub. (FCFPub.)		FORM. DE CAP. FIJO TOTAL (FCFT)		P. T. B.		RELACIONES		
	CANTIDAD	CRECM %	CANTIDAD	CRECM %	CANTIDAD	CRECM %	CANTIDAD	CRECM %	FCFPriv/PIB	FCFPub/PIB	FCFT/PIB
1970	240.3		73.7		314.0		2 607.9		9.20	2.8	12.00
1971	267.9	11.5	97.2	31.9	365.1	16.3	2 725.7	4.5	9.80	3.6	13.40
1972	346.0	29.2	128.2	31.8	474.2	29.9	2 881.9	5.7	12.00	4.5	16.50
1973	360.0	4.0	135.3	5.5	495.3	4.5	3 026.0	5.0	11.90	4.5	16.40
1974	408.8	13.5	168.8	24.7	577.6	16.6	3 221.9	6.4	12.70	5.2	17.90
1975	454.9	11.3	241.0	42.8	695.9	20.5	3 400.0	5.5	13.40	7.1	20.50
1976	49.0	9.7	223.2	7.4	722.2	3.8	3 537.4	4.0	14.10	6.3	20.40
1977	561.5	12.5	296.2	32.7	857.6	18.8	3 750.4	6.0	15.00	7.9	22.90
1978	598.8	6.7	223.8	- 24.4	822.6	- 4.10	3 991.3	6.4	15.00	5.6	20.60
1979	425.3	- 29.0	224.3	2.4	649.6	- 21.00	3 921.3	- 1.8	10.90	5.7	16.60
1980	210.3	- 50.5	232.7	3.7	443.1	- 31.80	3 582.4	- 8.7	5.90	6.5	12.40
1981	172.0	- 18.3	202.2	- 13.1	374.1	- 15.60	3 259.1	- 9.3	5.30	6.2	11.50
1982	167.5	- 2.6	155.5	- 23.1	323.0	- 13.80	3 052.5	6.3	5.50	5.1	10.60
PROMEDIO PART.									10.80	5.5	16.30
CRECM. 1970-1982				- 3.0%	6.4%		0.2%		1.3		
CRECM. 1973/1982				- 8.1%	1.6%		- 4.6%		1		

FUENTE: Banco Central de Reserva

CUADRO No. 24  
 CRECIMIENTO DE LA FORMACION DE CAPITAL FIJO Y EL P.T.B.  
 DURANTE LOS AÑOS 1970 - 1982 EN CIFRAS ABSOLUTAS Y PORCENTAJES  
 (PRECIOS CORRIENTES EN MILES DE COLONES)

AÑOS	FORMACION DE CAPITAL FIJO						P. T. B.	
	PRIVADO	CRECIMIENTO ANUAL	PUBLICO	CRECIMIENTO ANUAL	TOTAL	CRECIMIENTO ANUAL	TOTAL	CRECIMIENTO ANUAL
1970	235.7		72.3		308.1		2,571.4	
1971	263.6	12.0	95.7	32.0	359.3	17.0	2,703.9	5.0
1972	346.0	31.0	128.2	34.0	474.2	32.0	2,881.9	6.6
1973	383.0	11.0	144.0	12.0	527.1	11.0	3,331.6	15.6
1974	508.4	33.0	210.0	45.0	718.5	36.0	3,943.6	18.4
1975	673.6	33.0	357.0	70.0	1,030.6	43.0	4,477.7	13.5
1976	791.4	17.0	354.0	- 1.0	1,145.4	11.0	5,705.9	27.4
1977	995.5	26.0	525.1	48.0	1,520.5	33.0	7,167.1	25.6
1978	1,202.5	21.0	449.4	- 14.0	1,651.8	9.0	7,692.2	7.3
1979	989.7	- 18.0	522.0	16.0	1,511.7	- 8.5	8,607.2	12.0
1980	574.6	- 42.0	635.5	22.0	1,210.1	- 2.0	8,916.6	3.6
1981	539.2	- 6.0	633.8	- 0.3	1,173.0	- 3.0	8,646.5	- 3.0
1982	586.7	9.0	544.6	- 14.0	1,131.3	- 4.0	8,870.5	2.6
PROMEDIO CRECIMIENTO		7.9		18.3		11.4		10.1

FUENTE: Revistas mensuales del Banco Central de Reserva.

parte, las tasas de redescuento del Banco Central de Reserva se han venido equiparando paulatinamente a las tasas activas de los bancos; sin embargo, si estas tasas activas se consideran en términos reales, resulta sorprendente comprobar que son negativas en gran parte del período, lo cual debería haber estimulado el aumento de la demanda de crédito de los bancos y por ende una mayor inversión.

No obstante lo anterior, debido al ya comentado escaso crecimiento real de los depósitos, el financiamiento total otorgado con recursos propios por los bancos, en moneda de valor constante de 1972, registró una pequeña tasa de crecimiento promedio anual de 0.5% durante el período de 1973-1982, en tanto que la formación de capital fijo presentó un decrecimiento promedio anual de -4.6%. En cambio, al considerar solamente los créditos al sector privado, se aprecia que presentaron un decrecimiento promedio de -1.8% anual, menor que la correspondiente a la inversión privada en bienes de producción que fue de -11.0%, lo cual permite advertir que las negativas tasas de interés activas permitieron que el crédito se desviara hacia el consumo o la fuga de capitales, la inversión privada en bienes de producción, que disminuyó en un promedio anual de 11.0% en el período bajo estudio, confirma en mayor proporción el mismo comportamiento. Si se observan los crecimientos anuales de la inversión privada en bienes de producción, se destaca 1975, año en el cual alcanzó su crecimiento máximo de 23.7%, el cual se podría considerar producto de la fuerte influencia del ahorro externo durante 1974 y 1975, años en que contribuyó a incentivar esa variable. En cambio, en 1976 y 1977 se mantuvo un crecimiento sostenido del 9%, que se revirtió

en el período 1979-1982, al caer la inversión a niveles extremadamente negativos, que provocaron igualmente la caída real del producto territorial bruto, el crecimiento de 1976 y 1977 se puede atribuir a la liquidez generada por la ya comentada bonanza de los precios del café. (Cuadros Nos. 22 y 23).

Por otra parte, si se toma en cuenta que los pasivos monetarios totales de los bancos y asociaciones de ahorro y préstamo (depósitos y títulos valores, en términos de poder adquisitivo constante), mínimamente alcanzaron en el período una tasa de crecimiento promedio anual del 1%, se confirma que el escaso crecimiento del crédito con recursos propios es atribuible a la limitada captación de ahorro financiero transferible por parte de esas instituciones (Cuadro No.8).

Tomando en cuenta lo anterior, se puede inferir que el deterioro de la inversión privada, durante el período de estudio, es producto del comportamiento negativo del ahorro financiero, así como de la crisis política generada en El Salvador a partir de 1979; cuyos efectos han venido acentuando cada vez más el proceso inflacionario, el cual a su vez ha propiciado la fuga de capitales y ha deteriorado la iniciativa privada. Tal razonamiento asigna a las tasas de interés - un papel de segundo orden en el estímulo a la inversión, porque prevalecen en las expectativas de los empresarios las condiciones de inestabilidad política e inseguridad social, como los factores que determinan las decisiones de inversión, lo cual pone de manifiesto - que, en el caso de adoptar una política de tasas reales de interés -

positivas, no se desestimularía la inversión privada, por lo menos - mientras las condiciones políticas no sean estables y no se logre - frenar el proceso inflacionario.

Para complementar lo anterior, se analiza el financiamiento de la formación fija de capital, tomando en cuenta el crédito concedido por los bancos con recursos propios y ajenos, siempre en moneda de - valor constante, base 1972= 100. Al respecto, en el Cuadro No. 12 se observa que el crédito e inversiones totales de los bancos y asociaciones de ahorro y préstamo, para el período 1973-1982, presentó un crecimiento promedio anual de 4.9% que, comparado con el 0.5% de cre - cimiento promedio anual del crédito con recursos propios, demuestra claramente que la expansión crediticia total se debió principalmente a la creación monetaria del Banco Central de Reserva, financiamiento que fue canalizado en mayor medida hacia el sector público.

También es pertinente destacar la significativa función compensa - toria que desempeñó el sector público en la formación de capital fijo, al incrementar sus inversiones a partir de 1979, cuando la inversión privada comenzó a decrecer aceleradamente. Dicha función compensato - ria se puso de manifiesto principalmente en 1960, cuando la inversión privada alcanzó su decrecimiento máximo de -50.5% y las inversiones - públicas registraron un pequeño crecimiento de 3.7%, que obviamente - fue insuficiente para reactivar la economía (Cuadro No. 22).

Pese a la citada función compensatoria del sector público y a la expansión crediticia del Banco Central, el efecto sobre la formación

de capital fijo total o sobre la inversión total fue negativo en -4.6%; además, si se toma en cuenta que la asistencia crediticia del Banco Central se efectuó básicamente a tasas preferenciales de interés, orientadas a estimular las actividades productivas consideradas prioritarias - para la economía, se refuerza la conclusión de que en las circunstancias del período bajo estudio, las tasas de interés no ejercieron mayor influencia sobre el comportamiento de la inversión, por lo que no habría razón para pensar que tasas reales de interés positivas sobre los créditos puedan obstaculizar el desarrollo y crecimiento en la economía salvadoreña, porque los empresarios están más preocupados por la seguridad de sus empresas y por la estabilidad de los mercados, tampoco habría razón para continuar castigando a los sectores ahorrantes, a los cuales no se les podrá remunerar con tasas de interés reales positivas mientras se continúe con la política de subsidiar el crédito.

## CAPÍTULO VI

### CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

#### 1. CONCLUSIONES

1. En su concepción ortodoxa la Teoría y Política Monetaria Clásica consideran que la tasa de interés es el aliciente o la recompensa que se paga por posponer el consumo presente y que no ejerce ninguna influencia sobre las variables reales de la economía, porque se supone que ésta funciona a nivel de pleno empleo de los factores productivos y con una perfecta movilidad de esos factores productivos, condiciones que hacen del dinero un recurso deseable únicamente como medio de cambio, es decir, únicamente necesario para solventar las dificultades que ocasionaba el trueque, en otras palabras, se estima que el dinero es neutro en la actividad económica y que, por lo tanto, no tiene un precio como los demás factores de producción.
2. La Teoría y Política Monetaria de los keynesianos consideran que el dinero es un activo que permite acumular riqueza y que, en ese sentido, la tasa de interés es la recompensa por transferir la disponibilidad sobre la riqueza en forma líquida, además, sostienen que la tasa de interés tiene efectos directos sobre el comportamiento de las variables reales de la economía, al considerar que ésta funciona muchas veces a niveles inferiores del pleno empleo de los factores productivos, es decir, con

- posibilidades de ampliar las inversiones, siempre y cuando la eficacia marginal de capital sea superior a la tasa de interés.
3. La controversia entre neocuantitativistas y poskeynesianos pone de manifiesto que la tasa de interés representa para los primeros el rendimiento esperado sobre la masa de dinero, el cual compite con el rendimiento esperado de toda la gama de activos existentes; por su parte, los segundos aceptan que la tasa de interés es el rendimiento esperado sobre la masa de dinero, pero afirman que sólo compite con el rendimiento de los activos financieros más próximos al dinero.
  4. En la década de los setenta surgen las teorías neoliberales que incorporan la tasa de inflación entre los determinantes de la tasa de interés, con lo cual adquiere relevancia la distinción entre la tasa de interés nominal y la real; al respecto, sostienen que el mantenimiento de tasas reales positivas de interés, a nivel de equilibrio, garantizan el rendimiento positivo del dinero y estimulan el crecimiento económico, especialmente en los países subdesarrollados.
  5. La política de tasas de interés en los países subdesarrollados, muestra generalmente una fuerte tendencia a mantener tasas de interés reales negativas, ya que los gobiernos no permiten, con frecuencia, que aumenten las tasas de interés nominales, pese a que muchos de esos países tienen una tasa de inflación relativamente alta, en otras palabras, la determinación de la tasa de interés descansa en decisiones discrecionales de la autoridad monetaria, que fijan su nivel y estructura en base a normas legales, la mayor parte de veces sin tomar

en cuenta el comportamiento de la oferta y demanda de dinero, ni - el nivel de la tasa de inflación, y mucho menos de las tasas de interés prevalecientes en el mercado financiero internacional.

6. La experiencia sobre el manejo de las tasas de interés en El Salva dor, durante el período 1963-1982, permite comprobar que las tasas reales de interés sobre los depósitos de los bancos y asociaciones de ahorro y préstamo decretadas por las autoridades monetarias, - fueron positivas hasta 1972, pero se volvieron negativas a partir de 1973, pese a los ajustes efectuados en las reformas de 1974, - 1978 y 1982.
7. Las reformas efectuadas sobre la tasa de interés en El Salvador, - durante el período de 1970 a 1982, se han regido por decisiones - discrecionales de la Junta Monetaria, organismo que ha manifestado tener el propósito de mantener tasas de interés competitivas con - las del mercado internacional y compensar la pérdida del poder adquisitivo del dinero, originado por el aumento del proceso inflacionario que ha azotado la economía desde 1973.
8. Con relación a las decisiones que al respecto ha tomado la Junta Monetaria de El Salvador, de manera general se puede afirmar que - la rigidez con que se han manejado las tasas de interés durante el período de 1970 a 1982, no ha permitido contrarrestar efectivamente el proceso inflacionario que ha experimentado la economía, ya - que las tasas reales de interés han sido negativas; asimismo, que

el nivel de las tasas de interés internas no han sido competitivas con las del mercado internacional.

9. Entre las reformas sobre la tasa de interés en el período en referencia, se destacan dos: la de septiembre de 1978 y la de febrero de 1982, especialmente por la flexibilidad que se otorgó a las tasas pasivas, con miras a maximizar la captación de recursos. No obstante, dicho objetivo se ha visto contrarrestado por la rigidez con que se han manejado las tasas activas y por el carácter oligopolístico que prevalece en el sistema financiero.
10. El crecimiento promedio de los medios de pago totales, tanto para los bancos como para las asociaciones de ahorro y préstamo, fue positivo durante el período 1963-1972. En cambio, las tasas de interés reales negativas prevalecientes durante el período 1973-1982 propiciaron la disminución de dicha tasa de expansión, contracción que ha sido mayor en los pasivos a interés de los bancos, fenómeno que se puede atribuir a la mayor tasa de interés nominal que pagan las asociaciones a sus depositantes, las cuales hacen menos negativas las tasas reales.
11. Las reducciones de las variables financieras en el período de 1973 a 1982 no reflejan fielmente los efectos de las tasas de interés reales negativas, porque están influenciadas por la expansión extraordinaria de la liquidez en 1976 y 1977, por la falta de alternativas de inversión que compitan con los depósitos bancarios y -

por la crisis sociopolítica que viene afectando al país desde mediados de 1979. Sin embargo, las diferencias en las tasas de crecimiento de los distintos pasivos monetarios, confirman que los ahorrantes reaccionan positivamente a la liquidez y rentabilidad de los depósitos.

12. La relación entre los medios de pago totales definidos en forma amplia y el producto territorial bruto, ambos en moneda de valor constante base 1972=100, ha aumentado notablemente en el período 1973-1982, con respecto al período con estabilidad de precios 1963-1972, tal circunstancia pone de manifiesto el aumento del grado de monetarización de la economía salvadoreña. Es conveniente hacer notar que el aumento de la relación en los años de 1979 a 1982, se debe fundamentalmente a la drástica reducción del PTB, por cuanto que los medios de pago se contrajeron menos en ese período; además, ello confirma que los depósitos a interés no se han reducido como era lógico esperar, porque la economía no ofrece otras alternativas de inversión que sean atractivas para los ahorrantes.
13. Si se comparan las tasas de crecimiento de los créditos otorgados con recursos propios, con los créditos concedidos con recursos propios y ajenos, se observa que los últimos han sido superiores, comportamiento que pone de manifiesto que el aumento del crédito total es producto de la expansión monetaria generada por el Banco

Central de Reserva y por el uso del financiamiento externo, por un lado, dicha situación refleja la insuficiente captación de recursos por parte de los bancos y, por otro, la significativa participación del Banco Central de Reserva en la generación de recursos, para hacer frente a la demanda de crédito.

14. La relación entre el crédito e inversión total y el producto territorial bruto real, ambos a precios constantes base 1972, muestra una tasa de crecimiento positiva durante el período 1973-1982, lo cual pone de manifiesto que a pesar de haber mostrado un crecimiento positivo, el crédito no ha sido capaz de generar el crecimiento sostenido del producto territorial bruto real. La situación anterior obedece principalmente al uso ineficiente de los recursos financieros, que en algunos casos son orientados a financiar actividades que no estimulan el crecimiento real de la economía, también se debe a las presiones sociopolíticas generadas a partir de 1979, que han provocado crisis en el aparato productivo nacional, desestimulando la iniciativa privada.
15. Los incrementos anuales del ahorro financiero durante el período de 1973 a 1982, en moneda de valor constante base 1972= 100, expresan de manera general la insuficiente captación de ahorro financiero por parte de los bancos del sistema y las asociaciones de ahorro y préstamo, con respecto al ahorro privado total (familias y empresas) generado dentro de la economía. Tal circunstancia

cia confirma el deterioro que han propiciado las tasas reales negativas de interés que se han determinado para las operaciones pasivas de los intermediarios financieros, y que buena parte del público no transfiere sus recursos a través de las instituciones financieras.

16. Considerando que el ahorro privado (familias y empresas) presentó durante el período 1973 a 1982, una tasa de crecimiento promedio anual negativa de  $-4.4\%$ , y que el producto territorial bruto real registró un crecimiento promedio anual positivo de  $1.3\%$ , ambos en moneda de valor constante base 1972, se puede afirmar que el ahorro privado no ha sido suficiente para respaldar la inversión necesaria para elevar los niveles reales del producto territorial bruto.
17. Las reformas adoptadas sobre las tasas pasivas de interés durante el período analizado, se vieron contrarrestadas por el proceso inflacionario a que ha estado sometida la economía salvadoreña, por los altos intereses prevalecientes en los mercados internacionales y por las circunstancias sociopolíticas que generaron crisis en el país. Por lo tanto, se sostiene que si se establecieran tasas de interés reales positivas sobre los depósitos, siempre y cuando prevalezca un clima de estabilidad sociopolítica, y se equiparen las tasas internas con las del mercado internacional, se estimularía la formación y captación de ahorro financiero interno.

18. La inversión privada en moneda de valor constante, base 1972, mantuvo un crecimiento promedio de 12.8% durante el período 1970-1978, el cual se tornó negativo en -20.8% durante el período 1979-1982. Como se sabe, tal deterioro es producto de la crisis sociopolítica generada en la economía salvadoreña a partir de 1979, y que esa - circunstancia asigna a las tasas de interés un papel de segundo orden en el estímulo de la inversión, desde este punto de vista, no habría razón para pensar que tasas reales de interés negativas sobre los créditos puedan estimular el crecimiento de la economía salvadoreña, y que más bien podrían causar una mayor fuga de capitales.
19. Tomando en cuenta la limitada captación de ahorro financiero por - parte de los bancos, se advierte más claramente que la expansión - crediticia total observada durante el período en estudio, se debe a la creación monetaria del Banco Central de Reserva, financiamiento que fue canalizado en mayor medida hacia el sector público, el cual desempeñó en la formación de capital fijo total una función compensatoria, especialmente a partir de 1979, cuando la inversión privada comienza a decrecer, logrando contrarrestar tal disminución, pero no de manera suficiente para estimular la inversión total en una cuantía que revierte la tendencia declinante del PTB real.
20. Considerando que las tasas de crecimiento para la inversión total - fue de 0.2% y la del PTB real de 1.3%, ambos en moneda de valor - constante base 1972 = 100, durante el período 1970-1982, se conclu

ye que el bajo crecimiento observado en el PIB es producto de la -  
 escasa inversión generada en la economía salvadoreña, especialmen-  
 te durante 1979-1982, cuyo crecimiento promedio fue negativo en el  
 orden de -20.8%, como consecuencia de la sensible baja observada -  
 en la inversión privada.

21. Las tasas activas y pasivas en El Salvador, aún considerando las -  
 más altas, no tienen un nivel que asegure la efectividad que ese -  
 instrumento debe tener sobre la inversión y el ahorro, sin embargo,  
 esa situación se puede mejorar, ya que en ocasiones anteriores los  
 usuarios de crédito han aceptado tasas más altas por préstamos con  
 recursos externos, porque las tasas activas sólo significan una pe-  
 queña parte de los costos de producción y porque las decisiones de  
 los inversionistas se rigen principalmente por criterios de rentabi-  
 lidad, seguridad y estabilidad sociopolítica, en tal sentido, no -  
 existen mayores obstáculos para implementar una política de tasas -  
 de interés reales positivas, siempre que la rentabilidad y seguri-  
 dad de las inversiones sean adecuadas.
22. Para que las tasas de interés nominales de los depósitos no estimu-  
 len la fuga de capitales, deben de tener por lo menos un nivel simi-  
 lar al del mercado financiero internacional; pero si se quiere esti-  
 mular el uso de ahorros externos, deben ser superiores, por lo me-  
 nos en la cuantía que permita igualar las tasas de interés de los -  
 créditos con recursos internos con la de los préstamos externos.

## 2. RECOMENDACIONES

1. Dada la atomización del sistema bancario, producto de la expansión anterior a 1979, sería recomendable la fusión de los bancos con menor volumen de operaciones, con aquellos que se ubican a nivel intermedio, a fin de reducir los costos fijos de operación del sistema, fortalecer financieramente los bancos y hacerlos más competitivos entre sí.
2. Estimular la emisión de títulos valores a mediano y largo plazo, por parte de los bancos comerciales e Hipotecario, con tasas de interés atractivas que permitan captar recursos para financiar las inversiones del sector privado.
3. Mientras se mantenga la política de administrar las tasas de interés, dejar un sector del mercado que determine sus tasas en función de la oferta y demanda de recursos, a fin de que las Autoridades Monetarias puedan disponer de un indicador que les permita evaluar el nivel que determinen para las tasas de interés del resto del mercado; dicho sector podría constituirse con las emisiones de títulos valores que se mencionan en el numeral anterior.
4. En el caso de El Salvador, cuya estructura financiera es propia de un país subdesarrollado, la política de tasas de interés debe estar orientada a impulsar el desarrollo económico y, por lo tanto, tiene que propugnar por lo menos los siguientes objeti-

vos: estimular el uso de tasas reales positivas de interés sobre las operaciones activas y pasivas, maximizar los niveles de ahorro doméstico, y canalizar los recursos financieros en forma racional, con miras a elevar la producción interna, la eficiencia empresarial y la competitividad de los intermediarios financieros.

5. En cuanto a las tasas pasivas de interés se propone lo siguiente:

#### DEPOSITOS DE AHORRO

- a) Para los depósitos de ahorro, sería apropiado fijar una tasa de interés real positiva que remunere adecuadamente tales depósitos, y reducir el diferencial entre las tasas de interés que aplican los bancos comerciales e hipotecario, con las de las asociaciones de ahorro y préstamo, con el propósito de estimular la competitividad dentro del sistema financiero en cuanto a la captación de tales recursos.
- b) No permitir el funcionamiento de cuentas de ahorro a la vista y, al contrario, hacer efectivo lo dispuesto en el Artículo - No. 73 de LICOA, el cual establece el aviso previo para el retiro de fondos en las mencionadas cuentas de ahorro, así:
  - I- Hasta un mil colones, a la vista
  - II- Más de un mil hasta dos mil colones, con previo aviso de quince días
  - III- Más de dos mil hasta cinco mil colones, con previo aviso de veinte días.

IV- Más de cinco mil colones, con previo aviso de treinta días.

### DEPOSITOS A PLAZO

Para los depósitos a plazo resultaría conveniente fijar únicamente tres estratos, a saber.

- A) De 30 a 90 días
- B) De más de 90 a 180 días
- C) Mayor de 180 días

de los cuales los primeros dos estratos serían fijados por la Junta Monetaria y el tercero quedaría libre a juicio de las instituciones financieras, para pactar plazos en condiciones convenientes para ambas partes (depositantes e intermediarios financieros), a fin de estimular la competitividad del sistema financiero nacional.

### TITULOS VALORES

Para la emisión de títulos valores, se recomienda una tasa libre de interés que corresponda al plazo para el cual se emitan dichos títulos.

6. En cuanto a las tasas activas de interés, se considera apropiado establecer una estructura de tasas activas de interés que contenga únicamente tres estratos, que estén alrededor de una tasa básica previamente determinada por la Junta Monetaria y que sean -

de aplicación general para todas las actividades sujetas a financiamiento. Siendo los tres estratos los siguientes:

- A) Tasa discriminatoria mayor que la básica, como mínimo dos puntos arriba de la tasa básica normal.
- B) Tasa básica o normal
- C) Tasa preferencial menor que la básica, como mínimo dos puntos abajo de la tasa básica normal.

7. Dada la crisis que presenta el aparato productivo salvadoreño, especialmente en su sector agropecuario, podría pensarse en estimular la producción de los rubros considerados estratégicos - dentro de la economía nacional, mediante el uso de tasas preferenciales de interés con aplicación general, tales recursos los canalizaría el Banco Central a través del sistema bancario nacional, dos puntos abajo de la tasa preferencial de interés aplicada al usuario final del crédito.

## BIBLIOGRAFIA

- 1- ARGANDONA, ANTONIO. 'La Teoría Monetaria Moderna', Editorial Ariel, BARCELONA, ESPAÑA, 1972.
- 2- FURTADO, CELSO. "La Economía Latinoamericana, Formación Histórica y Problemas Contemporáneos", Editorial Siglo XXI, 10a. Edición, 1977.
- 3- ACKLEY, GARDNER. 'Teoría Macroeconómica'. Editorial UTEHA, MEXICO 1970.
- 4- BRANSON, LITVACK. "Macroeconomía", Editorial HARLA S.A. de C.V., - MEXICO 1979.
- 5- CEMLA (REUNIONES Y SEMINARIOS). 'Vínculo entre las Políticas Monetaria y Fiscal', MEXICO. 1979.
- 6- CEMLA (REUNIONES Y SEMINARIOS). "Economía Monetaria", MEXICO, 1977.
- 7- CEMLA (REUNIONES Y SEMINARIOS). 'El Uso de Políticas de Tasas de Interés como Estímulo para el Crecimiento Económico', MEXICO, 1977.
- 8- CHANDLER, LESTER V. "Economía de Moneda y Banca", Editorial TEA, - Buenos Aires, 1970.
- 9- DILLARD, DUDLEY. "La Teoría Económica de John Maynard Keynes, Teoría de una Economía Monetaria", Editorial Aguilar, MADRID, 1964.
- 10- EINZING, PAUL. "Finca y Medios de Política Monetaria", Editorial SEIX S.A., BARCELONA, 1964.

- 11- FERRARI, ALBERTO. "La Política Monetaria en su Perspectiva Histórica", CEMLA, MEXICO, 1961.
- 12- FOUSEK, PETER G. "Los Instrumentos de la Política Monetaria", CEMLA, MEXICO, 1959.
- 13- FRIEDMAN, MILTON. 'Teoría Cuantitativa del Dinero. Una nueva Exposición', F.M.I. CEMLA, WASHINGTON, 1971.
- 14- HASEN, ALVIN H. 'Guía de Keynes', FCE, 1957.
- 15- KEYNES, JOHN MAYNARD. 'Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero' FCE, MEXICO, 9a. Edición, 1977.
- 16- KURIHARA, KENNETH K. "Teoría Monetaria y Política Pública", FCE, MEXICO, 1971.
- 17- MAKINNON, RONALD I. "Dinero y Capital en el Desarrollo Económico", CEMLA, MEXICO, 1974.
- 18- TAMAGNA, FRANK. "Formulación y Ejecución de la Política Monetaria", CEMLA, MEXICO, 1964.
- 19- TAMAGNA, FRANK. "La Banca Central en América Latina", CEMLA, MEXICO. 1963.
- 20- FOLLETOS DEL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (FMI).
  - 1) 81-S-57 "Mecanismo Transmisor de la Política Monetaria".
  - 2) 81-S-60 "Enfoque Monetario de la Política Económica".
  - 3) Short, Brock. "Límites Máximos de los Tipos de Interés de los

flujos de crédito: Algunas Posibilidades Teóricas', 1975.

- 4) Galvis, Vicente. "Aspectos Teóricos de la Política de Tipos de Interés en los Países menos Desarrollados", 1975.
- 5) "Política Monetaria bajo el Régimen del Patrón Oro Internacional 1880-1914", MEXICO 1970.

## 21- PUBLICACIONES DEL BANCO CENTRAL

- 1) "Evaluación General de la Política Monetaria en El Salvador durante los años 1970-1975", 1976.
- 2) "Propuestas de Algunas Medidas de Política Monetaria para 1978", 1978.
- 3) "Propuestas sobre la reorientación y Ajuste en los principales Instrumentos Monetario-Financieros". (Versión Preliminar). Mayo 1981.

22- "Las Tasas de Interés Real en El Salvador". Ponencia del Lic. Sarbelio Armanilo Girón presentada en la XVI Reunión de Técnicos de Bancos Centrales del Continente Americano, realizada en San José, Costa Rica, 1979. Banco Central de Costa Rica, Folleto Mimeografiado, 1979.

23- HUMPHREY, THOMAS M. "Demanda de Dinero, Evolución del Concepto de Demanda de Dinero, la Teoría Cuantitativa del Dinero: Su Evolución Histórica y Papel en los Debates de Política Económica", Folleto - XXIV-A-5, Departamento de Publicaciones de la Universidad de El Salvador, 1976.

24- HURTARTE, VICTOR HUGO. -CONFERENCIAS-

- 1) "Aspectos Relevantes de la Vinculación del Colón Salvadoreño con el Dólar Centroamericano", 1976.
  - 2) "Nuevo Enfoque de la Política Monetaria Orientada al Desarrollo del Sistema Financiero, Dentro de un Marco de Mayor Libertad de Mercado", 1978.
- 25- NAPOLEONI, CLAUDIO. "Diccionario de Economía Política", Ediciones Castilla, S.A., MADRID, ESPAÑA, 1965.
- 26- BRAND, SALVADOR OSWALDO. "Diccionario de Ciencias Económicas y Administrativas", IMPRESORA SALVADOREÑA, 1978.
- 27- Memorias Anuales del Banco Central de Reserva de El Salvador, 1965-1982.
- 28- Ley de Instituciones de Crédito y Organizaciones Auxiliares - (LICOA), 1979.
- 29- Ley Orgánica del Banco Central de Reserva de El Salvador, 1979.
- 30- Ley de Creación de la Junta Monetaria de El Salvador.
- 31- Ley de Régimen Monetario de El Salvador, 1982.
- 32- Informe Complementario de la Hacienda Pública de El Salvador, - 1970-1982.