

INT-1515

Distr.
INTERNA

LC/IN.57
19 de diciembre de 1988

ORIGINAL: ESPAÑOL

C E P A L

Comisión Económica para América Latina y el Caribe

ESTUDIO SOBRE EL AHORRO NACIONAL PARA EL CASO
DE EL SAVADOR */

*/ Este trabajo fue preparado por el consultor señor Oscar Menjivar, en el marco del Proyecto Conjunto PNUD/CEPAL RLA/87/003, Módulo II "Financiamiento del Desarrollo". Las opiniones expresadas en este documento, el cual no ha sido sometido a revisión editorial, pueden no coincidir con las de la Organización.

88-12-1859

•

•

•

•

I. INTRODUCCION.

El propósito fundamental de este trabajo es exponer la evolución del Ahorro Nacional para el caso de El Salvador y de sus determinantes. A pesar de que se utilizan trabajos sobre la materia para orientar este estudio, su mayor preocupación no es la comprobación o rechazo de planteamientos teóricos en este campo, sino mas bien aportar al conocimiento de la dinámica del Ahorro Interno en America Latina.

El estudio considera el periodo que va de 1958 hasta 1985, manteniendo una clara distinción de dos sub-periodos: el de antes de 1979 y el posterior. El primero es considerado como de funcionamiento normal y el segundo recoge la crisis que vive El Salvador a partir de ese año. La diferencia entre ambos lapsos de tiempo se constata claramente en el comportamiento de los agregados económicos y de las relaciones entre ellos. La misma confiabilidad en las cifras permite llegar a conclusiones mas solidas sobre esa dinámica para los primeros veinte años que para el periodo mas reciente. No obstante las limitantes señaladas de anormalidad y menor certeza en las estadísticas, hemos creído apropiado exponer los cambios que se producen en el comportamiento del ahorro en una situación como la que tiene lugar en El Salvador despues de 1979, por lo que no se constriñó la serie temporal al periodo de estabilidad en el comportamiento social.

•

•

•

•

Con el objeto de darle un marco referencial al análisis, se exponen algunas características de la Economía Salvadoreña que se mantuvieron vigentes durante todo ese lapso, las principales transformaciones que se experimentaron y la situación de crisis que tuvo lugar. A ello se dedica la Primera Parte del estudio.

A continuación se analiza la evolución del Ahorro Financiero, vinculándolo con el desarrollo de la intermediación financiera a través del examen específico de su crecimiento, estructura institucional y los instrumentos que le fueron propios. Al hacerlo se ha tratado de definir el comportamiento de los agentes económicos a través del tiempo además de sus reacciones frente a los cambios institucionales y a la inestabilidad socio-política y a las variaciones en las tasas de interés sobre sus activos. La evaluación del desempeño de la intermediación, en relación con el comportamiento de los agentes económicos frente al ahorro financiero sirvió de base para sugerir medidas de política orientadas a elevar su eficacia en la movilización y canalización de recursos de ahorro, en tanto contribución idónea del Sistema Financiero al Desarrollo Económico Nacional.

La Tercera Parte del trabajo se dedica al análisis del Ahorro Real y sus principales determinantes. Al diseñar el estudio se concluyó, en este sentido, que resultaban de mayor relevancia, en la experiencia de El Salvador, las relaciones del ahorro con el Producto Interno, los ingresos provenientes de exportaciones y el comportamiento del Sector Público, principalmente en cuanto a la tributación, que lo que sería la incidencia de variables como la inflación, el ahorro externo y la distribución del ingreso. Considerando la relativa atipicidad de sus comportamientos en este caso, se estimó que su análisis poco aportaría a esclarecer la larga discusión sobre su influencia en los niveles de ahorro, que se encuentra aún vigente para el conjunto de países en desarrollo (1).

En una reflexión final se recogen las principales conclusiones y se entregan algunos alcances en términos de sugerencias Política Económica que de ellas surgen.

1.-Ver Mikesell, R. y Zinser, J. : " The Nature of the Savings Function in Developing Countries: A Survey of the Theoretical and Empirical Literature", The Journal of Economic Literature, Vol.XI, No. 1.

II.- RASGOS RELEVANTES DE LA ECONOMIA SALVADOREÑA.

Constituyen características básicas de la estructura económica del país el reducido tamaño de la base productiva, el alto grado de apertura al exterior y el peso preponderante del Sector Agrícola. Dentro de ese marco tuvo lugar, a partir de la Post-Guerra, un intenso proceso de modernización socio-económica que transformó, a diferentes niveles, el grado de urbanización, la amplitud de los sectores medios, la participación del sector industrial y la productividad del Sector Agrícola. Este proceso se interrumpe hacia 1978 con el inicio de una profunda crisis política que se trasladó con toda su intensidad al ámbito económico.

-Dinámica del Periodo 1958-1978.-

Dentro del empuje modernizador de la Economía Salvadoreña se generó una tasa promedio de crecimiento del PIB de 5% anual para los treinta años que culminan en 1978. Ello permitió que el Producto per Capita pasara de 203 dólares en 1950 a 347 en 1978, a pesar de las elevadas tasas de crecimiento poblacional. Durante los siguientes seis años de crisis se acumula una caída del 20 % del Producto Nacional llevando su valor real para 1985 al mismo nivel de diez años antes.

Durante ese periodo de crecimiento sostenido se produjeron transformaciones sustanciales en la estructura de la producción capaces de dar base y requerir una ampliación y profundización de la intermediación financiera. La participación del Sector Primario, en el total de la producción, se redujo del 41.9% al 27.7% entre 1950 y 1980, y la de la manufactura se elevó de 15 a 21% en el mismo periodo.

El proceso de industrialización fue posible dentro de un marco de Substitución de Importaciones a nivel regional, que implicó transformaciones sustanciales en el grado de apertura de la Economía y en la estructura del comercio exterior. Entre 1950 y 1980 el valor de las exportaciones de los dos productos agrícolas principales disminuye del 92.5% del total al 63.4%. Durante ese mismo periodo las exportaciones al resto de Centroamérica pasaron de participar con 3.8% del total a 24.3%, de manera que su relación con el PIB creció de 1% a 7%, mientras que para el caso de las dirigidas al resto del mundo se amplió ese coeficiente solamente de 17.7 a 21.6%. Es decir que se desarrolla un proceso de substitución de importaciones cuyo carácter regional determina una mayor apertura de la Economía Nacional.

Dicho proceso se limitó a su primera etapa. Ello se refleja claramente en el hecho de que para el conjunto de la Región Centroamericana, la participación de las importaciones de Bienes de Consumo No-duraderos se redujo de 35.2% a 13.8%, entre 1960 y 1980, al tiempo que la de bienes intermedios y de capital se incrementaba.

Por otra parte, el crecimiento de las actividades secundarias y terciarias descrito, indujo un fuerte proceso de urbanización que llevó la población de las ciudades del 18% al 44% del total, entre 1950 y 1980, y al surgimiento de sectores medios "modernos".

Esas transformaciones socio-económicas se dieron en una dinámica prácticamente libre de inflación hasta 1973, en que se experimentaron las primeras alzas significativas en los precios. Ello como producto de la confluencia del primer "shock" petrolero con tendencias deficitarias en la oferta de alimentos básicos. Hasta antes de esa fecha, el promedio de inflación anual, reflejado en el Índice de Precios al Consumidor, para el periodo 1958 y 1972 fué de 1%.

La estabilidad de los precios estuvo vinculada a políticas expresas que lograron la mantención de un tipo de cambio fijo desde 1934, en base a un esfuerzo permanente por equilibrar los balances interno y externo de la economía.

En el plano interno, hasta 1978 el Deficit Fiscal nunca superó el 2% del PIB. Como resultado de las transacciones con el exterior, el total de la Deuda Externa Desembolsada alcanzaba al 74% de las exportaciones en 1979 y su servicio al 5.7% de las mismas (2).

Algunos observadores de la Política Económica Salvadoreña se manifiestan gratamente sorprendidos al constatar que las autoridades económicas hayan estado aplicando el Enfoque Monetario de la Balanza de Pagos con gran anterioridad a su propia formulación. Obviando, en este trabajo, lo que sería una amplia discusión sobre la funcionalidad de tales principios de Política Económica para las necesidades propias del modelo de desarrollo vigente hasta 1978 y sobre la congruencia de sus metas con objetivos de estabilidad social en el largo plazo, quedaria por aportar solamente algunos antecedentes históricos que se cree incidieron en la rigida observancia de tales postulados.

2.-De los países Latinoamericanos solamente Guatemala presentó valores menores para estos coeficientes ese año. Ver: CEPAL, "Balance Preliminar de la Economía Latinoamericana", Años 1985 y subsiguientes.

En efecto esos principios ortodoxos de Política Económica fueron asumidos por el Estado como reacción a verdaderos traumas económicos colectivos producto de un prolongado periodo de inestabilidad cambiaria, inseguridad financiera, déficits fiscales y endeudamiento externo, que tuvo lugar antes de la crisis de los años treinta (3).

-La Crisis y sus Consecuencias.

El funcionamiento descrito se altera profundamente a partir de 1978. La fuerte caída del producto se combina con una mas drástica de la inversión privada y pública y a ello se suman fenómenos de inestabilidad cambiaria, incrementos del deficit fiscal, de la inflación y del desequilibrio externo.

Por otra parte, el cambio en la conducción política del país, que tiene lugar en Octubre de 1979, trajo consigo la implantación de reformas substanciales en la distribución de la riqueza y del papel del Estado en la dirección económica. Las medidas mas importantes, llevadas a cabo, fueron: la Reforma Agraria, que significó el traspaso del 21% de la tierra cultivable a trabajadores rurales en su mayoría organizados en

3.- El deficit fiscal se tradujo en largos atrasos en los sueldos de los empleados públicos, el endeudamiento externo en atentados a la Soberanía Nacional por parte de los acreedores y la inestabilidad cambiaria en caídas de los salarios reales y quiebras de empresarios, con altos costos políticos. Ver: Luna, David : " Manual de Historia Económica de El Salvador" y Rochac, Alfonso: " Evolución Monetaria de El Salvador".

cooperativas y la Estatización de las exportaciones de Café y Azúcar . Se realizó también la Reforma del Sistema Financiero, en un proceso de expropiación compensada de las acciones de las instituciones del Sector, que luego se venderían, hasta en un 49%, quedando el Estado con al menos el 51% , los Empleados de las instituciones con el 20% y ningún particular con mas del 1% del total.

Dentro del clima general de incertidumbre se produjo una retracción del coeficiente de Inversión Fija del 19% al 11.7% entre 1978 y 1975. En términos absolutos la Inversión Privada experimentó una caída real del 52% en los mismos años (4).

Por el lado del Sector Público, los niveles de gasto fiscal elevaron su proporción con respecto al PIB de entre 10 a 15% en los años setenta a entre 20 y 25%, a partir de 1980. Tal incremento se orientó fundamentalmente al consumo, en especial en el Ramo de Defensa, por lo que, de todas formas, se contrajo la inversión real del Sector en 46.1%, entre 1979 y 1985. Al no tener este proceso una contrapartida por el lado de los ingresos, el deficit fiscal, que nunca había pasado del 2% del PIB, a partir de 1980 se ubica entre el 5 y 7% para todos los años.

4.- "Presupuesto Monetario de 1986", Banco Central de Reserva.

La disminución de la producción de bienes exportables, especialmente los manufacturados con destino a la Región Centroamericana, y la caída abrupta de los términos de intercambio, a partir de 1979, generaron los mayores déficits en Cuenta Corriente, después de los años treinta. Ello dió lugar a que la relación Deuda Externa/ Exportaciones incrementara en 179 puntos entre 1979 y 1985 (5).

Al haberse dado restricciones al acceso a préstamos privados, esos recursos provinieron fundamentalmente de instituciones oficiales y fueron canalizados hacia el Sector Público.

Todo lo anterior se tradujo en presiones, sin precedentes recientes, sobre el tipo de cambio que ubicaron, en algunos momentos, el diferencial entre el mercado negro y el oficial por encima del 100%. Ello obligó a las autoridades a adoptar un proceso de devaluación por etapas, consistente en ir dejando de atender pagos por importaciones con "divisas oficiales", permitiendo que se pagaran con "fondos propios".

5.- Esa relación incrementó en solo 116 para el conjunto de América Latina durante los mismos años. Fuente: idem, CEPAL.

El proceso de devaluación, junto con los desequilibrios apuntados, provocaron un fuerte incremento en las tasas inflacionarias llevandolas a alcanzar entre 25 y 30 % a partir de 1980, en una Economía que en la década anterior había recién experimentado los mayores incrementos en el nivel de precios de su Historia reciente, cuando fluctuaron entre el 10 y el 15% a partir de 1973. Dentro de esta situación el congelamiento de salarios que rigió desde 1981 hasta 1985 produjo caídas en los salarios mínimos reales de alrededor del 50% , mientras el desempleo abierto pasaba del 8 al 38%, según cifras oficiales.

III. DESARROLLO DE LA INTERMEDIACION Y EL AHORRO FINANCIERO. -

Asumimos, para propósitos de este estudio, que un mayor nivel de desarrollo financiero implica mayor capacidad de movilización de recursos y mas eficiencia en su canalización hacia las necesidades de inversión. Por tanto, a medida que se amplia el volumen y el papel de la intermediación financiera, se espera que existan mayores incentivos para ahorrar y que los recursos de los agentes excedentarios sean efectivamente atraídos al sistema financiero, para ser asignados a las alternativas de inversión que el mercado señale o bien que contribuyan con mayor eficacia al logro de objetivos establecidos de desarrollo.

Bajo ese enfoque, en este estudio, el Ahorro Financiero se vincula estrechamente al desarrollo de la intermediación, con la intención de que el análisis permita presentar sugerencias sobre medidas de Política Económica que logren elevar la movilización de ahorros, garantizando mayores niveles de acumulación de capital y de crecimiento económico.

-Crecimiento de la Intermediación Financiera.-

El empuje modernizador que caracteriza el desarrollo Salvadoreño durante los años previos a 1979, dió base a una fuerte ampliación tanto de los oferentes como de los demandantes de recursos financieros, creando así el espacio para un crecimiento sostenido de la intermediación. Los Activos Financieros del Sector Privado, como proporción del PIB, pasaron de un promedio para los primeros cinco años del periodo de .19, a .31 para los años 1981-1984 (6). De igual interés, como indicador de la ampliación de la intermediación financiera, resulta la tendencia del público, que se afirma a través del tiempo, a mantener una parte cada vez menor de sus activos financieros en forma de circulante. (Ver Cuadro 1). En el caso del crédito otorgado al Sector Privado por el Sistema Bancario esos mismos promedios crecieron de .20 a .31. En el Gráfico No.1 se puede notar que se dió un proceso de crecimiento sostenido de largo plazo de ambas variables en relación al PIB, y no solamente cambios coyunturales.

6.- Como total de Activos Financieros se ha tomado M2. Ello ha permitido un parametro comparable con otros países de América Latina. De esos países solamente cuatro mostraron una relación M2/PIB mayor que El Salvador en 1983. Para trabajos al respecto ver: Solis, Raúl: "Evolución Reciente y Perspectivas del Ahorro en Mexico" y Arellano, José Pablo: "Políticas para Promover el Ahorro en América Latina". Ambos en "El Desarrollo Financiero de América Latina y el Caribe en 1985", Instituto Interamericano de Mercados de Capital.

CUADRO # 1

COEFICIENTES DE LA MASA MONETARIA

ANOS	M1/PIB	Q/PIB	M2/PIB	N/M2	M1/M2	Q/M2
1958-62	0.13	0.06	0.19	0.34	0.69	0.31
1963-67	0.12	0.10	0.22	0.26	0.54	0.46
1968-72	0.12	0.12	0.24	0.23	0.50	0.50
1973-77	0.14	0.15	0.29	0.21	0.50	0.50
1979-80	0.16	0.13	0.27	0.29	0.55	0.45
1981-84	0.17	0.19	0.36	0.21	0.48	0.52

N: Numerario

M1: Dinero=Numerario + Depositos a la Vista

Q: Quasi-Dinero= Depositos de Ahorro y a Plazo.

M2: Masa Monetaria=M1+Q

Fuente: Revista Mensual del Banco Central de Reserva de El Salvador y Estadísticas Financieras Internacionales.

La ampliación de las operaciones de intermediación determinó que la participación del Sector Financiero pasara del 0.02% del Producto Interno Bruto en los años 1958-62 a 3.2% después de 1980, constituyéndose en el de mayor crecimiento en ese lapso.

Ademas de los indicadores expuestos sobre el crecimiento de la intermediación financiera, se suele sostener que, como parte de ese mismo proceso va perdiendo peso el ahorro en bienes tangibles (7).

Solamente con el proposito de ilustrar este proceso se analizó la relación entre el Consumo de Bienes Durables y el Ingreso Disponible, como ejemplo de una posible forma de ahorro en tangibles. Entre 1958 y 1978, se advierte una clara tendencia de esta relación a estabilizarse en el tiempo, permitiendo pensar que los bienes tangibles fueron perdiendo la función de absorber los ahorros de la sociedad y pasaron a jugar su propio papel como bienes de consumo durables en una proporción "histórica" del ingreso.

7.- Para un análisis amplio sobre este concepto ver: Wiseman, J. "The Mobilization of Savings in Developing Countries- A Position Paper", International Symposium on the Mobilization of Personal Savings in Developing Countries, Kingston, 4-9 February 1980. Working Paper No. 7.

El crecimiento del Sector Financiero y la evolución de las formas de canalización del ahorro estarían caracterizando un proceso "sui-generis" de "profundización financiera" dado que, en este caso, la ampliación del papel de la intermediación financiera en la movilización y canalización de recursos no se acompaña con incrementos en las tasas reales de interés y las políticas de liberalización que los han definido teóricamente y caracterizado su desempeño en otros países (8).

-Institucionalidad del Sistema Financiero y su Evolución.-

Las instituciones monetarias que formaron parte del Sistema Financiero durante el periodo anterior a 1985 fueron el Banco Central de Reserva y trece Bancos Comerciales, en los que se incluyen un banco extranjero y el Banco Hipotecario, de carácter semi-oficial. Como instituciones no-monetarias, captadoras de depósitos existen ocho Asociaciones de Ahorro y Préstamo, dedicadas a financiar la construcción de vivienda.

8.-El planteamiento teórico básico se expone en: McInnon, Ronald, I. "Money and Capital in Economic Development" y Shaw, Edward S. "Financial Deepening in Economic Development". Análisis sobre procesos de profundización y liberalización financiera en varios países Latinoamericanos se encuentran en Arellano, José Pablo Ops. Cit. y Díaz Alejandro, Carlos: "Good-bye financial repression, hello financial crash", Journal of Development Economics Vol 19, Nos 1/2.

Con fines de financiamiento específico, pero con mínimas y esporádicas captaciones de depósitos se crearon varias empresas estatales. Entre ellas las más importantes fueron el Instituto Salvadoreño de Fomento Industrial, el Banco de Fomento Agropecuario, el Fondo Social para la Vivienda y la Financiera Nacional de la Vivienda. Finalmente, existen otras siete instituciones que otorgan financiamiento pero sin derecho a captar recursos del público, entre estas se agrupan las sucursales de dos bancos extranjeros, una financiera privada y cuatro cooperativas de crédito.

Se destaca, dentro de la estructura institucional, la ausencia de una Bolsa de Valores, y por ende de instituciones dedicadas al corretaje. Su creación se enfrentó a la estrechez de las posibles transacciones accionarias, especialmente de mercado secundario.

Repetidos proyectos de crear un mercado abierto de capitales a nivel nacional y regional no llegaron a concretarse, dadas las rigideces del esquema de Integración Centroamericano con respecto al movimiento de factores (9).

9.- Para un estudio de este aspecto ver Wyczałkowski, M. "Medidas Propuestas en relación con el Mercado de Capitales y las Tasas de Interés en El Salvador", 1972.

Al analizar los principales cambios que se registraron en la estructura del sector financiero durante el periodo bajo estudio, se llega a establecer una cierta continuidad, entre ellos, que apunta hacia un mayor control del Estado sobre la intermediación, que se inicia en una situación en que todas las instituciones financieras, incluyendo el Banco Central, pertenecían al Sector Privado y finaliza con la estatización del Sistema. El primer paso se dió en 1961, cuando el Gobierno se adjudica la propiedad de las acciones del Banco Central, lo que le confiere solamente el control parcial de su gestión, ya que se le otorgó al Sector Privado derecho a mantener representantes en la Junta Directiva.

El siguiente cambio institucional de significación se dio en 1966, al promulgarse la "Ley de Instituciones de Crédito y Organizaciones Auxiliares" que contemplaba dentro de sus objetivos "la estimulación y canalización del ahorro, la protección de los intereses del público y la orientación de los fondos en poder del Sistema hacia el Desarrollo Económico". Las medidas de mayor trascendencia contenidas en la Ley fueron: la eliminación del tope máximo existente para los depósitos de ahorro, el establecimiento de regulaciones sobre la relación activos/capital de los organismos bancarios y la creación de las Asociaciones de Ahorro y Prestamo.

Posteriormente, la creación de La Junta Monetaria, en 1973, le transfirió legalmente a este organismo, compuesto en su totalidad por miembros del Gabinete de Gobierno, las decisiones más importantes de Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, incluyendo la fijación del tipo de cambio y las tasas de interés bancarias, las condiciones de las líneas de redescuento del Banco Central y la aprobación de préstamos externos. Se dejó a la Junta Directiva del Banco Central, en la que mantenía participación el Sector Privado, la gestión propiamente administrativa de la Institución.

Finalmente, en 1980, por efecto de La Reforma del Sistema Financiero pasaron transitoriamente a propiedad del Estado las acciones de todas las organizaciones del Sector, proviendo el establecimiento eventual de un sistema de Banca Mixta. De las cuatro transformaciones institucionales, solamente este caso coincide con cambios perceptibles en los activos financieros privados, en los que seguramente también tuvo una fuerte incidencia la situación de inestabilidad socio-política de ese momento. En efecto, durante los años 1979-80 se incrementa la participación del Dinero (M1) en la Masa Monetaria Total, al tiempo que cae la del Quasi-Dinero. Mientras las preferencias por dinero se inclinan mayormente por el Numerario en 1979, al año siguiente comienza a bajar la participación de este en la Masa Monetaria, manteniéndose todavía creciente el coeficiente M1/M2. Este comienza a declinar a su vez en 1981, en favor de las

preferencias por depósitos de ahorro y a plazo, de forma que el promedio Q/M2 para 1981-84 se sitúa incluso un poco por encima del promedio para los diez años de 1968 a 1977. (Cuadro 1 y Gráfico 2).

En resumen, la preferencia inicial por activos líquidos, que se constata en 1979-80 resultó ser de carácter transitorio, ya que posteriormente se regresa a una composición de activos similar a la "histórica" (10). Si a ello se agrega que no se constatan cambios en la composición de activos financieros a consecuencia de las medidas "estatizantes" de 1961 y 1973, es dable afirmar que, en este caso, el mayor control del Estado sobre el Sector Financiero no constituyó un desincentivo para las captaciones de ahorros.

10.- En un análisis sobre el comportamiento de los coeficientes monetarios en 17 experiencias de Nacionalización Bancaria se constatan similares preferencias transitorias por Numerario. Ver: Fuentes, Juan Alberto "Nacionalización Bancaria: Aspectos Históricos, Estructurales y Monetarios", Cuadernos de Investigación del CEMLA, No.2, 1984.

- Instrumentos de Ahorro Financiero.

En el Marco Institucional expuesto, la inversión en activos financieros del Sector Privado se concentró en Depósitos de Ahorro y a Plazo, colocados principalmente en los Bancos Comerciales y en las Asociaciones de Ahorro y Préstamo.

Como instrumentos de renta fija, los bonos emitidos por organismos estatales, se transaron generalmente entre el Gobierno Central, las Empresas Públicas, el Banco Central y los Bancos Comerciales y estuvieron constituidos fundamentalmente por Bonos de la Deuda Pública y de Empresas Estatales para financiar proyectos de desarrollo. A partir de 1973 se registran solamente dos ocasiones de adquisiciones considerables de bonos estatales por parte del Sector Privado No-Financiero. La primera tuvo lugar en 1977, cuando el Banco Central emitió Bonos de Estabilización Monetaria, en condiciones particularmente atractivas de plazo y retribución, para absorber excesos de liquidez, provenientes del alza de los precios del café. La segunda adquisición fue de carácter involuntario, cuando en 1981 el Instituto Salvadoreño de Transformación Agraria compensó con bonos las expropiaciones de predios agrícolas, como parte del proceso de Reforma Agraria, decretado en Marzo de 1980 (11).

11.- Tomado de: "Sistema de Flujo de Fondos de la Economía Salvadoreña 1973-1981", Banco Central de Reserva de El Salvador, Agosto de 1984.

Más atractivos al Sector Privado, parecen haber resultado las Cédulas Hipotecarias y los Títulos de Capitalización. Las primeras son obligaciones emitidas exclusivamente por el Banco Hipotecario y respaldadas por la garantía de la cartera de sus créditos hipotecarios. Los títulos de capitalización los emitía el Banco Capitalizador, generalmente para financiar sus incrementos de capital, en una especie de práctica de "capitalismo popular". Sumados ambos a otros títulos de menor importancia la participación de estos instrumentos en el flujo de activos financieros totales se mantuvo por debajo del 5% entre 1973 y 1981. (12)

Al no existir un mercado secundario de valores abierto, las transacciones de acciones se limitaron generalmente a las situaciones siguientes: fundación de sociedades anónimas, (tratándose en muchos casos de empresas familiares), incrementos de capital de instituciones financieras, incorporación de capital extranjero y compras forzosas por parte del Estado, como parte del proceso de Nacionalización del Sistema Financiero.

12.-Idem, Banco Central de Reserva.

Todos los instrumentos descritos estuvieron denominados en unidades monetarias corrientes sin ningún tipo de corrección monetaria. El mismo antecedente histórico de estabilidad de los precios expuesto, determinó que no fueran necesarios instrumentos financieros de defensa del valor del dinero ni aun cuando se acelera la inflación, a partir de 1973.

La ausencia de expectativas de inflación, el mantenimiento del tipo de cambio fijo y las reducidas diferencias entre las tasas de interés nacionales e internacionales (Ver Cuadro 2), contribuyeron de manera determinante para que hasta 1978, las posiciones en dólares no hayan sido muy significativas en los activos financieros privados, a pesar del alto nivel de apertura de la Economía Salvadoreña. El hecho que el tipo de cambio "negro", que se genera al instituirse la Ley de Control de Cambios en 1961, no mostrara diferencias con el tipo oficial mayores del 10% hasta 1978, revela que no existieron presiones significativas de demanda de divisas para "posición propia", legalmente prohibidas. Como se analizara mas adelante, y en el contexto de la crisis, a partir de 1978-79 coincide una ampliación del circulante en manos del público con un crecimiento desmesurado del saldo negativo del rubro "Errores y Omisiones" de la Balanza de Pagos, explicables por la fuga de capitales que tuvo lugar desde ese momento.

Ademas de la inestabilidad politica, dicho fenómeno pudo haber estado incentivado por la ampliación de la diferencia entre las tasas de interés nacionales e internacionales, que tuvo lugar entre 1979 y 1981 y retroalimentado por las expectativas de mayores devaluaciones cambiarias, que el mismo proceso inducía.

-La Evolución de las Tasas de Interés.-

Hasta 1971, las tasas de interés no fueron controladas directamente por las Autoridades Monetarias. Las pasivas se normaban por acuerdo entre los cinco Bancos Comerciales existentes, generalmente fijando un tope máximo a las pagadas por depósitos de ahorro. Las activas quedaban a discreción de cada banco y se fijaban en forma "ad-hoc", dentro de cierto rango, de acuerdo a los antecedentes con que contaran sus clientes. Los costos para los bancos de las líneas de redescuento del Banco Central se trataban de igualar a las tasas pasivas y los márgenes de esas líneas eran fijados por los propios bancos, en forma similar que las activas. Bajo ese sistema las tasas de interés permanecieron prácticamente inalteradas hasta 1974. (13)

13.- Ver: Galvis, Vicente "Inflation and Interest Rate Policies in Latin America, 1967-76", Staff Papers, I.M.F., Vol.26 No.2, June 1979.

CUADRO 2: TASAS DE INTERES (1958-1984)

ANOS	NOMINAL (1)	REAL (2)	MONEY-MKT (3)	DIFERENCIA (4)
1958	4.000	-1.794	1.840	-2.160
1959	4.000	4.610	3.420	-0.580
1960	5.500	5.810	2.940	-2.560
1961	6.000	8.882	2.380	-3.620
1962	6.000	6.000	2.780	-3.220
1963	6.000	4.423	3.160	-2.840
1964	4.000	2.175	3.550	-0.450
1965	4.000	3.395	3.950	-0.050
1966	4.000	5.224	4.880	0.880
1967	4.000	2.493	4.330	0.330
1968	4.000	1.356	5.350	1.350
1969	4.000	4.295	6.690	2.690
1970	4.000	1.135	6.440	2.440
1971	4.000	3.714	4.340	0.340
1972	4.000	2.314	4.070	0.070
1973	4.000	-2.335	7.030	3.030
1974	5.125	-9.958	7.870	2.745
1975	6.250	-10.812	5.820	-0.430
1976	6.250	-0.809	5.050	-1.200
1977	6.250	-4.926	5.540	-0.710
1978	7.575	-5.021	7.930	0.355
1979	10.000	-4.073	11.200	1.200
1980	10.000	-6.280	13.360	3.360
1981	10.000	-4.181	16.380	6.380
1982	12.500	0.663	12.260	-0.240
1983	12.500	-0.662	9.090	-3.410
1984	12.500	0.841	10.230	-2.270

1.- Tasas Promedio de cada año. De 1958 a 1973 se tomó la tasa de interes sobre Depositos de Ahorro y de 1974 la de Depósitos a 180 días. Fuentes: Documentos del Banco Central de Reserva y de la Junta Monetaria de El Salvador.

2.- Calculada en base al Índice de Precios al Consumidor. Fuentes: Estadísticas Financieras Internacionales del F.M.I. y Op. Cit. de Vicente Galvis.

3.- Tasa pagada en el "Mercado de Dinero" de Estados Unidos por Depositos a 180 días. Fuente: idem, F.M.I.

4.- Tasa Nominal de Estados Unidos-Tasa Nominal de El Salvador.

El incremento en el nivel de precios que se presenta a partir de 1973 determinó la caída inmediata de las tasas reales. Ni las modificaciones que introdujo la autoridad monetaria en 1974 y 1978 de las tasas nominales, ni el aumento de los márgenes entre tasas activas y pasivas que se inicia en 1974, pasando de entre 2 a 3 puntos a un promedio de 5 para los años 74-78, logran restablecer los valores positivos de las tasas reales.

De hecho, a partir del brote inflacionario, se optó por una Política conciente de mantener bajos los costos del crédito, aun a riesgo de generar una reacción negativa de los niveles de ahorro. Esta posibilidad parece no haber existido en ese momento, ya que los activos financieros privados no muestran ningún cambio claramente atribuible a la caída en las tasas reales. El incremento en la tasa de inflación elevó el nivel de monetización de la economía que se refleja en el crecimiento de las relaciones entre M1 y M2 con el PIB para 1973-77 (Cuadro 1). Sin embargo, al comparar los promedios de estos años con los 1968-72, en que no hubo inflación, se constata que las preferencias del público entre activos que devengaban intereses (Quasi-Dinero) y los que no tienen retribución (M1) permanecieron inalteradas, al mismo tiempo que las tasas de interés reales pasaban de un promedio de 2.6 a -5.9 para esos años.

Un intento mínimo de defensa conciente, por parte del público, del valor del dinero se hubiera reflejado en la alteración de las preferencias por los activos financieros que al devengar intereses hubieran representado menores pérdidas dentro del proceso inflacionario.

La ausencia de reacciones negativas frente a los efectos de la inflación sobre el valor de los activos financieros fue una de las bases que sostuvo la política de traslado de excedentes en favor de los tomadores de crédito, implícitos en el mantenimiento de tasas de interés reales negativas.

En un mercado financiero libre y competitivo, el crédito subsidiado debiera haber generado una notable expansión de los tomadores de recursos relativamente baratos, presionando las tasas de interés al alza. Esa posibilidad se vió contrarrestada por la estructura oligopólica del Sector que fue capaz de limitar el acceso abierto al crédito y garantizar el otorgamiento selectivo de recursos. La conformación de la propiedad de los organismos financieros resultó aun más eficaz en el control selectivo de la canalización de fondos prestables en la medida que pertenecían a conglomerados económicos que a su vez controlaban grandes empresas productivas.(14)

14.- Información sobre la estructura de la propiedad empresarial se encuentra en Colindres, Eduardo "Fundamentos Económicos de la Burguesía Salvadoreña", 1975 y Sevilla, Manuel "Visión Global sobre la Concentración Económica en El Salvador", Boletín de Ciencias Económicas y Sociales, Mayo-Junio, 1984.

Otros factores que coadyuvaron a mantener controlada la demanda de créditos fueron la política de austeridad fiscal, que evitó la competencia del Estado como demandante de recursos baratos, y la falta de alternativas atractivas de colocación de recursos financieros para los sectores excedentarios. En este sentido, se ha señalado la ausencia de un mercado de valores y de una amplia gama de instrumentos de ahorro donde pudieran haber sido transferidos los recursos que a partir de 1973 comenzaron a tener tasas reales negativas.

Si se tiene en cuenta que en un clima sin expectativas de devaluación ni de inflación la comparación entre tasas de interés nacionales e internacionales probablemente se hizo en base a las tasas nominales, y que entre 1973 y 1977 solamente durante los años 73 y 74 la tasa del "Money Market" de Estados Unidos se ubicó por encima de la Nacional, se explica que tampoco se produjeran tomas masivas de posiciones en dólares al caer las tasas reales pasivas. (Cuadro 2)

Una ausencia similar de consecuencias acarreadas por el mantenimiento de tasas de interés reales negativas nacionales sobre las preferencias por activos extranjeros no resulta tan clara a partir de 1979, ya que de ahí en adelante se amplía el

En Opus Cit. Galvis, citando el ejemplo de El Salvador, cuestiona la operatividad del mercado en la determinación de tasas de interés de equilibrio "en países con sistemas financieros concentrados y poco sofisticados".

diferencial entre las tasas nacionales e internacionales y surgen expectativas de devaluación e inflación, hasta entonces inexistentes. De ahí que, aunque la fuga de capitales que se detecta a partir de la crisis haya estado fundamentalmente ligada a motivos de incertidumbre no es del todo descartable cierta incidencia en ese fenómeno de los bajos niveles de las tasas de interés. Sobre todo si se considera que el alza de las tasas reales, que se experimenta entre 1981 y 1984, coincidió con un incremento por las preferencias de depósitos de ahorro y a plazo en contra de la liquidez.

-Comportamiento del Ahorro de los Sectores Público y Privado.-

El análisis del financiamiento neto recibido y otorgado por los distintos agentes, agrupados por sectores, contribuye a determinar cuales de entre ellos presentaron excedentes financieros transferibles hacia otros. En este contexto el financiamiento neto de un sector resulta de restar su propio ahorro a lo que invierte, por lo que un signo positivo implica que la posición deudora (fuentes de fondos) resultó mayor que la posición acreedora (usos de fondos) de un sector para el año de que se trate.

Los datos de que se ha dispuesto para este análisis cubren solamente los años 1973 a 1981, por lo que más que determinar claras tendencias en el tiempo se trata de tener una imagen del

comportamiento de los distintos sectores en cuanto al ahorro financiero (15). No obstante, la información permite distinguir claramente el cambio de comportamiento de los agentes ahorrantes en el periodo normal del observado durante la crisis. Para los años 1973-1978 se puede constatar lo que podría ser el comportamiento mas o menos esperado de los agentes. (Cuadro 3)

En ese periodo, por el lado del Sector Público, el Banco Central, las Empresas Financieras Estatales y la Seguridad Social resultaron otorgantes netos de financiamiento. Resulta muy notorio que los organismos de Seguridad Social gubernamentales hayan realizado aportes netos de financiamiento relativamente reducidos, especialmente si se tiene en cuenta que durante los años 75 y 76 los incrementos sustanciales se debieron a fuertes alzas en las cotizaciones obligatorias del Fondo Social para la Vivienda. Aún así, para esos dos años El Salvador se encontraba entre los cinco países de América Latina con menor cantidad de ingresos por seguridad social como proporción del PIB (16).

15.- Los datos obtenidos del trabajo "Sistema de Flujo de Fondos de la Economía Salvadoreña", elaborado por el Banco Central, agregan el ahorro de familias y empresas bajo el rubro Sector Privado No-Financiero, por lo que los alcances en este sentido se elaboran en base a otras informaciones parciales de carácter interno obtenidas del Ministerio de Planificación.

16.- "El Costo de la Seguridad Social", OIT, Décima Encuesta Internacional 1975-1977, citado por Arellano, José Pablo en "Políticas para Promover el Ahorro en América Latina", El Desarrollo Financiero de América Latina y el Caribe, 1985, Instituto Interamericano de Mercados de Capital.

CUADRO 3: FLUJOS NETOS DE FINANCIAMIENTO 1973-1981
(Colones Corrientes)

SECTORES	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981
I.-Pública									
-Banco Central	9.3	-4.3	-16.2	-20.4	-46.0	-45.5	-42.8	-22.1	2.0
-Emp. Financ.	-8.1	-4.6	26.0	-22.8	51.1	-49.1	-40.6	14.0	6.9
-Emp. No-Finan.	19.6	37.1	169.0	81.3	71.1	93.4	171.5	220.5	198.7
-Seguridad Soc.	-2.1	0.5	-12.6	-39.0	-4.5	-30.7	-23.1	40.8	18.5
-Gov. Central	-5.0	7.6	32.9	2.3	-176.7	167.0	64.3	454.2	588.7
-Gov. Locales	0.1	10.8	1.5	-1.7	-3.0	-6.3	-6.1	1.5	8.4
-Inst. Desentr.	-14.6	-14.1	-10.5	-40.3	.6	-1.5	-6.9	14.8	-23.3
-Sub-Total	(0.8)	33.0	190.1	(40.6)	(107.4)	127.3	116.3	723.7	799.9
II.-Privado									
-Bancos Comerc.	-6.7	-10.9	-10.2	-15.0	-18.6	-28.8	-18.9	-11.4	-76.0
-Asoc. Ahorro	-5	2.3	-2.0	-2.0	-2.7	-7.8	-1.3	7.7	0.3
-Comp. Seguros	-1.8	-0.2	-3.1	-4.5	-9.2	-3.4	-0.6	10.9	-5.6
-Otras Financ.	14.1	72.6	125.8	-109.6	65.9	-14.8	-59.5	-4.0	38.4
-No-Financiero	87.2	221.8	-43.9	112.6	-5.1	631.7	-89.5	-803.4	-130.9
-Sub-Total	92.3	285.6	66.6	(18.5)	30.3	576.9	(169.8)	(800.2)	(173.8)
III.-Externo									
-Sub-Total	(91.6)	(318.6)	(256.6)	59.0	77.1	(714.5)	53.6	76.5	(626.2)
IV.-TOTAL									
(c) Disc.Estad.)	(0.1)	0.0	0.1	(0.1)	0.0	(10.3)	0.1	0.0	(0.1)

Los flujos de fondos del Gobierno Central estan, en buena medida, determinados por el deficit de cada ejercicio. Hasta 1978 el financiamiento neto recibido resultó relativamente moderado, incluso arrojando superavits en 1973 y 1977. El sector de "Instituciones Descentralizadas" agrupa los organismos de servicio público, que son receptores netos de transferencias del gobierno central; al descontar estas, como si se tratara de su ahorro, de la inversión que realizan, que en general es de proporciones reducidas, resultan con incrementos mayores en sus activos financieros que en sus pasivos.

Como es previsible dentro del Sector Gubernamental, las Empresas No-Financieras resultaron ser las principales receptoras netas de recursos, dadas las inversiones productivas que realizaron. Al agregar sus flujos financieros con los del resto de las Instituciones Públicas, el conjunto del Sector resultó otorgando fondos durante tres años y recibiendo durante igual número.

A partir de 1979 cambia radicalmente el comportamiento de los agentes del Sector Público. Durante 1980 y 1981 las Empresas Financieras del Estado y la Seguridad Social se convierten en receptores netos de fondos. Por otra parte los fuertes incrementos en el deficit fiscal se reflejan con nitidez en los flujos netos recibidos por el Gobierno Central a partir de 1979.

Ademas de lo anterior, las Empresas Públicas productivas aumentan considerablemente los recursos netos recibidos. Ello fué producto principalmente del comportamiento del Instituto Nacional del Café, que se añade a este grupo a partir del momento en que se funda, en 1980, para instrumentar la nacionalización de las exportaciones del grano. Sus necesidades de financiamiento estuvieron determinadas por la caída de los precios internacionales del café y el manejo de sus stocks. Se debe señalar que existen provisiones legales que facultan al instituto para establecer un Fondo de Estabilización de precios que no se llegó a implementar.

En cuanto al Sector Privado, durante 1973-78, los Bancos Comerciales, las Asociaciones de Ahorro y las Compañías de Seguros se comportaron como otorgantes netos de financiamiento. Aunque con diferentes implicaciones, por tratarse de ahorro voluntario, el comportamiento señalado, con respecto a las Instituciones gubernamentales de Seguridad Social consistente en canalizar escasos recursos a través de organismos de previsión, se advierte también en lo reducido de los aportes netos de financiamiento de las Compañías de Seguros privadas.

Para los años previos a 1980, el comportamiento del grupo "Otras Financieras Privadas", se encuentra principalmente determinado por la Compañía Salvadoreña de Café y la Cooperativa Algodonera Salvadoreña, las cuales exportaban, compraban internamente y daban crédito a los productores de sus respectivos rubros. Las posiciones netas de financiamiento de esas empresas se vinculan muy de cerca a la dimensión de los stocks que mantuvieron durante cada año.

Por otra parte, el Sector Privado No-Financiero, que comprende familias y empresas, aparece como el gran receptor de fondos, reflejando, como es de esperar, que la inversión realizada por estos agentes supero sus ahorros para casi todos los años entre 1973 y 1978.

Este Sector también experimenta un cambio radical de comportamiento en su flujo de fondos a partir de 1979. De ese momento en adelante se convierte en otorgante neto de recursos, por tanto sus activos financieros comienzan a crecer más que sus pasivos. Tales excedentes se produjeron al combinarse la fuerte retracción de la inversión real con incrementos en las utilidades no distribuidas, que ocurre en 1979 y 1980, tal como se constata en el Cuadro 4.

INDICE DE INVERSION NETA Y UTILIDADES NO DISTRIBUIDAS
SECTOR PRIVADO NO-FINANCIERO

ANOS	INVERSION	EXCEDENTES Y UTILIDADES
	NETA	NO-DISTRIBUIDAS(*)
1973	100.00	100.00
1974	128.07	72.72
1975	150.87	158.51
1976	202.06	181.74
1977	244.39	245.15
1978	272.32	272.21
1979	231.22	335.79
1980	147.57	461.36
1981	112.47	77.74

(*) Excedentes de Ingresos menos Gastos de las familias y utilidades no-distribuidas de las empresas.

-Fuente: idem.

Desde la perspectiva de este Sector en sus Usos de Fondos se detecta la forma en que las familias y empresas fueron canalizando esas fuertes sumas de recursos financieros excedentarios. En 1979 se produce el mayor incremento del rubro "Caja", junto con la única caída en Depósitos de Ahorro y a Plazo de toda la serie. Los demás "Usos" mostraron un comportamiento normal. El año siguiente el movimiento más notorio fue el inusitado auge del rubro "Otros Activos", y en menor medida el de

los Depósitos a la Vista. En 1981 se produce un vuelco en favor de los Depósitos de Ahorro y a Plazo a costa de Caja y de Depósitos a la Vista, produciendo el mayor incremento de los primeros y la mayor caída de los otros para todo el periodo 1973-81. Este manejo del Sector Privado No-Financiero de sus fuertes excesos de fondos es congruente con el análisis realizado sobre la evolución de los coeficientes monetarios durante el periodo crítico. (Pag.21)

Como se ha señalado ese proceso coincidió también con la expansión de las necesidades de liquidez de los mercados extra-oficiales de dólares y el incremento en las tasas reales de interés que se inicia a partir de 1981.

-Auto-Financiamiento.-

Por la forma de agrupación de los datos sobre el Sector Privado no se puede distinguir en el flujo de fondos las transferencias de excedentes entre las empresas y las familias, como para analizar separadamente el comportamiento de esos sub-sectores con respecto al auto-financiamiento. Por ello se han debido tomar en conjunto, al tratar de definir la amplitud de dicha práctica utilizando como indicadores las relaciones entre Inversión Neta, realizada por todo el Sector, y las Utilidades No-distribuidas, el Financiamiento Neto y los flujos de créditos de largo plazo.

Como se puede observar en la Columna 2 del Cuadro 4, excepto en 1978, los flujos netos de financiamiento recibidos por el Sector, nunca estuvieron por encima del 50% de su inversión. Por otra parte, de los nueve años analizados, durante seis los ahorros del Sector cubren mas del 60% de sus gastos netos de inversión. Los Créditos de Largo Plazo se definen por tener plazos mayores de un año, como tales excluyen los créditos para capital de trabajo que tienen 360 días como plazo máximo, y se orientan a financiar los gastos en construcciones y maquinaria y equipos. Los montos recibidos de tales recursos, por este Sector, se ubicaron entre el 20 y 40% de los gastos en esos rubros. Ello implicaría que, entre 1973 y 1981, el Sector Privado financió entre el 60 y el 80% de su Inversión Neta.

CUADRO 4: INDICADORES DE AUTO-FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PRIVADO

ANOS	1	2	3	4.
1973	384.10	0.23	0.61	0.36
1974	491.90	0.45	0.35	0.34
1975	579.50	-0.08	0.64	0.24
1976	776.10	0.15	0.55	0.27
1977	938.70	0.01	0.61	0.29
1978	1046.00	0.60	0.61	0.41
1979	888.10	-0.10	0.89	0.31
1980	566.80	-1.42	1.91	0.20
1981	432.00	-0.30	0.42	0.41

1) Inversión Neta

2) Financiamiento Neto/ Inversión Neta

3) Excedentes y Utilidades No-distribuidas/ Inversión Neta

4) Créditos de largo Plazo (un año o más)/ Inversión Neta.

Fuente: ídem, Banco Central.

Por el conjunto de indicadores se puede concluir que existió, para los años 1973-81, auto-financiamiento en las unidades empresariales y familiares. La canalización de recursos excedentarios al margen del Sistema Financiero, que ello implica, pudo deberse, por una parte, a que las retribuciones pagadas por instrumentos financieros hayan estado notoriamente por debajo de los beneficios obtenidos en inversiones en activos reales. Fenómeno que se sostuvo por la selectividad en el otorgamiento de créditos a bajo costo, que permitió la estructura de propiedad de los organismos financieros.

IV.- DETERMINANTES DEL AHORRO REAL.-

En este apartado se tratan de establecer las variables que tuvieron una mayor incidencia sobre los niveles y la tasa de Ahorro Interno real. Este se entiende, tal como se define en las Cuentas Nacionales, como la parte del ingreso no consumida, y por tanto dedicada a la formación de capital. A diferencia del ahorro financiero, que puede existir en unos sectores y ser consumido por otros, mayores niveles de ahorro real significan mayores aportes a la acumulación de capital. El Ahorro Interno se extrae como un residuo al descontar el Ahorro Externo, que es el déficit de la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos, de la Inversión realizada. Al financiamiento de la Formación Bruta de Capital por tanto, concurren el Ahorro Interno Neto, la Depreciación y el Ahorro Externo.

En el caso de El Salvador, los esfuerzos por mantener el equilibrio externo de la Economía determinaron una alta participación del Ahorro Interno en el financiamiento de la inversión hasta 1978. Entre 1972 y 1978, periodo de fuerte endeudamiento para el conjunto de América Latina, el Ahorro Interno cubrió el 62% de la Inversión, mientras que en el periodo 1979-84, este representó solamente el 48% de la misma, a pesar de la fuerte caída que sufre la formación de capital en esos años. (Cuadro 5)

FINANCIAMIENTO DE LA FORMACION DE CAPITAL
(Colones Corrientes)

ANOS	1	2	3	4
1958	164	66	-4.75	102.75
1959	128	68	-1.5	61.5
1960	219	72	69.25	77.75
1961	192	72	1.25	118.75
1962	194	78	-6.25	122.25
1963	215	84	25.25	105.75
1964	317	95	58.25	163.75
1965	308	99	31.5	177.5
1966	361	104	101.25	155.75
1967	327	110	52.5	164.5
1968	255	113	37.75	104.25
1969	281	119	49.5	112.5
1970	341	125	-21.75	237.75
1971	422	134	35.5	252.5
1972	408	137	-31	302
1973	609	148	109.75	351.25
1974	892	176	335.5	380.5
1975	991	198	232.25	560.75
1976	1119	230	-59	948
1977	1679	269	-77	1487
1978	1834	318	714.5	801.5
1979	1556	356	-53.5	1253.5
1980	1183	369	-76.5	890.5
1981	1231	358	626	247
1982	1185	371	381	433
1983	1224	417	162.5	644.5
1984	1394	472	611	311

- 1.- Inversión Bruta
- 2.- Depreciación
- 3.- Ahorro Externo
- 4.- Ahorro Interno

-Incidencia del Producto Interno Bruto.-

Para establecer la relación empírica con el Ahorro Interno se tomó el Producto Interno Bruto, como la variable para representar el Producto por ser la que permite establecer comparaciones con otros trabajos sobre este tema realizados sobre otros países en desarrollo. (17)

Como se ha señalado, entre 1958 y 1978 se experimentó un sostenido crecimiento del producto, capaz de ejercer una incidencia definida sobre los niveles y las tasas de ahorro. En consecuencia, se advierte un claro incremento en la Tasa Media de Ahorro cuyo promedio de 0.07 para los primeros cinco años del periodo se dobló a 0.14 para los años 1974 a 1978. Así, en el caso de El Salvador al pasar de un nivel del Producto a otro superior se elevaron no solo los volúmenes de ahorro, sino también la propensión a ahorrar. (18)

Durante el periodo crítico la caída del Ahorro Interno fue considerablemente mayor que la del Producto lo que provocó que la Tasa Media de Ahorro cayera en 1981 al nivel más bajo de los 27 años observados.

17.- Ver Ops. Cits. de Ocampo, Arellano, Solís y Mikesell.

18.- No se han constatado procesos similares para la mayoría de países de América Latina. Se da como una posible explicación que al incrementar el Ingreso se adquiere mayor conciencia de las oportunidades de consumo. Ver Mikesell, R., Op. Cit.

AHORRO INTERNO Y PRODUCTO INTERNO BRUTO
(Colones Corrientes)

	1	2	3
AÑOS	PIB	AHORRO INTERNO	2/1
1958	1401.00	102.75	0.07
1959	1422.00	61.50	0.04
1960	1397.00	77.75	0.06
1961	1405.00	118.75	0.08
1962	1590.00	122.25	0.08
1963	1694.00	105.75	0.06
1964	1867.00	163.75	0.09
1965	1992.00	177.50	0.09
1966	2110.00	155.75	0.07
1967	2216.00	164.50	0.07
1968	2292.00	104.25	0.05
1969	2382.00	112.50	0.05
1970	2571.00	237.75	0.09
1971	2704.00	252.50	0.09
1972	2882.00	302.00	0.10
1973	3332.00	351.25	0.11
1974	3944.00	380.50	0.10
1975	4478.00	560.75	0.13
1976	5706.00	948.00	0.17
1977	7167.00	1487.00	0.21
1978	7692.00	801.50	0.10
1979	8607.00	1253.50	0.15
1980	8917.00	890.50	0.10
1981	8647.00	247.00	0.03
1982	8966.00	433.00	0.05
1983	10152.00	644.50	0.06
1984	11657.00	311.00	0.03

Elaborado en base a datos del Banco Central de Reserva, las Estadísticas Financieras Internacionales del FMI y las Estadísticas de Cuentas Nacionales de la ONU.

Esa dinámica se constata al asimilar la relación entre Ahorro Interno y PIB a una función típica Keynesiana de la forma: (19)

$$A = a + bY + D,$$

donde "A" representa el ahorro, "a" es la constante, "b" el coeficiente, "Y" el Producto Interno Bruto y "D" una variable ficticia que permite diferenciar entre el periodo normal y el crítico. Se obtuvo:

a	b	D	R2	DW
-116.3	.1483	-661.17		
(-1.11)	(4.96)*	(-2.89)*		
			.57	1.59

(Niveles de significación por encima del 1%).

Los signos negativo de la constante y positivo del coeficiente "b" indican que al incrementar el ingreso, la tasa marginal superó a la tasa media de ahorro. De igual forma, el valor negativo de la variable ficticia indica el desplazamiento "hacia abajo" de la curva de regresión, reflejando la drástica caída en la tasa media de ahorro que se experimenta entre 1978 y 1985.

19.- Para una aplicación similar de esta función a varios países Latinoamericanos ver Chennery, H. y Eckstein, P. "Development Alternatives for Latin America", Journal of Political Economy, July- August 1970.

Con el objeto de eliminar la incidencia de las oscilaciones del Producto, se ha establecido una relación entre el Ahorro Interno y la evolución del Ingreso "Permanente" o "Esperado" como variable independiente, calculado en base a promedios móviles tri-anales. Ello ha permitido también diferenciar el efecto de los "ingresos transitorios" que, de acuerdo a algunos postulados teóricos y trabajos empíricos tendería a ser ahorrado en una proporción sustancialmente mayor que los ingresos esperados.(20) Para ello se ha trabajado con la ecuación:

$$A = a + b_1 Y_p + b_2 Y_t + D \quad \text{donde,}$$

Y_t representaría el ingreso transitorio, equivalente a la diferencia entre el "ingreso permanente" y el que realmente se dió para cada año. Se obtuvieron los siguientes resultados:

a	b1	b2	D	R2	DW
-133.7	.16	1.68	-621.7		
(-2.26)	(9.55)*	(7.94)*	(-4.82)		
				.87	1.93

(Niveles de Significación por encima del 1%)

20.- La propuesta básica pertenece a Friedman, Milton " A Theory of the Consumption Function", 1957.

Como se puede apreciar, la Tasa Marginal de Ahorro del Ingreso Transitorio resulta muy elevada, mientras que la del Ingreso Esperado es similar a la encontrada para el Ingreso Corriente en la prueba anterior. Considerando la alta validez estadística de los parámetros, ello implicaría que se ha tendido a ahorrar en una relación estrecha con las expectativas sobre el ingreso y que los ingresos "no esperados" se dedican preferencialmente al ahorro.

Esa tendencia se corroboró en otras pruebas en que se encontró que la Tasa Media de Consumo de Bienes Durables no incrementaba con la evolución positiva del Ingreso. Tal comportamiento del consumo de durables abona en favor de lo expuesto anteriormente en el sentido de que se tendió a establecer una relación "histórica" con el ingreso, excepto en los años de crisis en que cae abruptamente. (Pag. 15)

-Incidencia de Las Exportaciones.-

En el caso de El Salvador, gran parte de las oscilaciones del Producto, y por tanto de la magnitud del Ingreso Transitorio se debieron a los cambios en los ingresos por exportaciones, dada su alta participación en el Producto Nacional. De ahí que para definir los determinantes del Ahorro Interno, sea necesario distinguir la incidencia específica de esas "bonanzas de divisas", sobre los niveles de ahorro. Se han tomado los valores

de las exportaciones como un indicador de tales procesos al constatar que estas mostraban una mayor asociación con el Ahorro que el total de Ingresos de Divisas.(21) De suyo ello podría estar implicando que los otros ingresos de la Cuenta Corriente, donde el más importante son las Transferencias Oficiales, tienen menor incidencia sobre el ahorro que las exportaciones; lo cual es especialmente relevante para los años posteriores a 1978 en que los flujos de ayuda externa se ampliaron notablemente.

A efecto de establecer con mayor claridad la incidencia de las exportaciones sobre el ahorro, evitando la colinearidad entre las variables independientes, se han regresado sus valores contra las exportaciones y la parte no exportada del PIB.(22)

Para ello se utilizó la función:

$$Y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + D \quad \text{donde:}$$

Y representa el ahorro, X1 el valor de las exportaciones y X2 es igual al PIB menos las exportaciones.

21.- Para un análisis similar ver: Ocampo, José Antonio et al. "Ahorro e Inversión en Colombia", Coyuntura Económica, Vol. XV No. 2, Junio 1985.

22.- Funciones similares fueron utilizadas para diferenciar las Propensiones Marginales al Ahorro de las exportaciones y de la parte no exportada del PIB por Maizels, A. "Exports and Economic Growth in Developing Countries", 1968 y Lee, J.K. "Exports and the Propensity to Save in LDCs", Economic Journal, June 1971.

Se obtuvieron los valores siguientes:

a	b1	b2	D	R2	DW
-88.9	.62	-.03	-362.1		
(-1.87)	(12.32)*	(-1.53)	(-3.36)		
				.92	2.1

(Significación mayor al 1%).

Se constata el peso preponderante, y la validez estadística, que tiene sobre la determinación del ahorro el valor de las exportaciones. Contrariamente, la relación entre la parte no exportada del PIB con los niveles de ahorro interno fue prácticamente inexistente. Por su parte, el valor negativo de la variable ficticia estaría reflejando la incidencia de la crisis sobre esta relación, en el sentido que los incrementos en el ahorro, por efecto de las exportaciones serían menores para los años de 1979, en adelante que para el periodo 1958-1978.

Dada la apertura la economía salvadoreña y la fuerza de la relación entre exportaciones y ahorro se ha separado la incidencia de las no-tradicionales de la ejercida por los principales productos agro-exportados. Para ello se regresaron conjuntamente, como variables independientes las agro-exportaciones (la suma del valor de los dos productos tradicionales más importantes) y el valor del resto de las exportaciones. Resultó que solamente las agro-exportaciones arrojan una relación válida con los niveles de Ahorro Interno,

con una disminución de la misma para el periodo crítico. Al tomar separadamente los sub-periodos se comprobó que las exportaciones no tradicionales no tuvieron incidencia clara sobre los niveles de ahorro. Este ejercicio toma mayor relevancia por haberse dado un proceso de diversificación de las exportaciones (Ver Pág.6), en que las de tipo "no-tradicional", en general con mayores niveles de procesamiento industrial, tomaron un peso mayor dentro del conjunto.

Si a lo anterior se agrega que se obtuvo un coeficiente positivo y un alto nivel de validez estadística en una regresión entre la Tasa Media de Ahorro y la relación Agroexportaciones/PIB, puede plantearse que existe una mayor propensión a ahorrar por parte de las exportaciones agrícolas, o bien mayores beneficios en esas actividades que en las dedicadas a producir rubros no tradicionales de exportación.

Para adentrarse en el análisis de la mayor inclinación de los exportadores agrícolas hacia el ahorro, se ha intentado distinguir entre el efecto de los ingresos transitorios de las agro-exportaciones y de los ingresos permanentes o esperados de las mismas. Este análisis cobra relevancia dado que los valores agro-exportados se determinan, en gran medida, por las continuas variaciones de los precios internacionales de los productos básicos. Se trata, por tanto, de acercarse a una evaluación del impacto de esa variabilidad sobre los niveles de ahorro

nacional. Para ello se ha trabajado con el caso del café por ser, por mucho, el producto principal de exportación y que presenta, a su vez, amplias variaciones en sus cotizaciones internacionales y en menor medida en sus volúmenes de cosecha.

Al incluir en una misma función los ingresos permanentes y transitorios por exportaciones de café, se obtuvieron valores para los coeficientes de 1.05 y 1.24 respectivamente, ambos con validez por encima del 1%. Llama la atención que la diferencia en las propensiones a ahorrar, en este caso, resulte mucho menor que cuando se tomó el ingreso permanente y transitorio a nivel Nacional. Se podría afirmar, en base a ello, que la tendencia encontrada para el conjunto en cuanto a ahorrar una proporción mucho mayor del Ingreso Transitorio que del Ingreso Permanente es bastante menos pronunciada con respecto a los ingresos por exportaciones de Café, y que, por tanto, en este caso, los ingresos no esperados posiblemente se dedicaron en mayor medida al consumo que a la acumulación de capital.

Una derivación, resultante del análisis anterior, sería que el establecimiento de mecanismos estabilizadores de los ingresos recibidos por los agro-exportadores no tendrían mayor incidencia sobre el comportamiento de los niveles de ahorro. (Pag.30)

-Incidencia de los Niveles de Tributación.-

En esta parte se examina la relación entre el Ahorro Interno y los Ingresos Tributarios. Su aporte, en este caso, sería explorar la respuesta del Ahorro Interno a incrementos en la tributación, ya que por el bajo nivel que se observa de la Carga Tributaria durante todo el periodo estudiado podría existir un cierto margen para elevarse.

A juzgar por los resultados de las pruebas estadísticas, en el caso de El Salvador, los incrementos en la Carga Tributaria no parecen afectar negativamente la tasa media de ahorro. Dichas variables mas bien se han movido en la misma dirección estableciendo una relación positiva válida. Utilizando la ecuación: (23)

$$A/PIB = a + b (T/PIB) + D,$$

donde A/PIB es la tasa de ahorro y T/PIB es la Carga Tributaria se obtuvieron los siguientes valores:

a	b	D	R ²	DW
-.16	2.18	-.04		
(-3.98)	(6.54)*	(-3.2)	.66	1.47

(Significación por encima del 1%).

23.- Landau, L. encontró similares resultados para esta función. Ver: "Differences in Saving Ratios Among Latin American Countries", 1969.

Si bien, a pesar de su validez estadística, estos resultados podrían no ser suficientes para afirmar taxativamente que un punto porcentual de incremento en la carga tributaria elevaría la tasa media de ahorro en más de dos puntos, si se puede sostener, en base a ellos, que las alzas en la imposición muestran efectos positivos sobre el ahorro. Ello se vio reafirmado en otras pruebas efectuadas en que se estableció también una relación positiva y válida no solo entre los volúmenes de ahorro interno y el de los ingresos tributarios, sino también entre estos y los de Ahorro Privado.

-Incidencia de las Tasas Reales de Interés.-

En el análisis econométrico de esta relación no se encontró ningún tipo de relación entre los volúmenes internos de ahorro y los valores de la Tasa de Interés Real. Resultados similares se obtuvieron al comparar su evolución con la Tasa Media de Ahorro. En el apartado sobre Ahorro Financiero se comentó la dificultad de los ahorrantes con respecto a la percepción ex-ante de las tasas reales. La ausencia de relación entre el Ahorro Real y dichas tasas abunda en los resultados de aquel análisis y coincide con estudios realizados sobre esta relación para un amplio número de Países en Desarrollo.(24)

24.- Ver Ops. Cits. de Ocampo, José Antonio; Mikesell, R.; Solís, R. y Díaz Alejandro, C.

V.- REFLEXIONES FINALES.-

-Los Condicionantes para Una Política de Ahorro.-

Cualquier formulación de Política Económica para el caso de El Salvador, deberá tomar en cuenta aspectos generales que condicionaran su desempeño, al menos en el mediano plazo. En primer lugar, se debe considerar que el logro de niveles de estabilidad socio-política, como para garantizar un clima propicio que de fluidez a la inversión privada ha probado ser un proceso de largo plazo. Igualmente se puede preveer que se mantendran los niveles del Gasto Público a los que se ha llegado como consecuencia del conflicto bélico. Aún si se llegara a una solución de dicho conflicto a corto plazo, es muy difícil esperar que, como producto de ello, se produzcan reducciones substanciales del Deficit Fiscal en forma inmediata.

Como consecuencia de los aspectos anteriores, es de preveer que el Ahorro Externo mantenga una considerable participación en el financiamiento de la inversión. Muy probablemente, bajo las circunstancias prevalecientes, esos recursos deberán provenir de Instituciones Oficiales.

Finalmente, en términos de funcionamiento, resulta muy difícil esperar que se reviertan los cambios que introdujo la crisis en el ámbito económico Salvadoreño, para retornar a una

economía sin inflación, de tipo de cambio fijo, fiscalmente austera, con una mínima deuda externa y en cuya dirección el Estado tenía una participación relativamente limitada.

-Papel de los Sectores Público y Privado.-

En este aspecto, importa recalcar que la misma retracción de la inversión privada en activos reales y la expansión experimentada por la participación del Estado en lugares estratégicos de la Economía, le asignan a éste la responsabilidad primordial en cualquier esfuerzo de recuperación del crecimiento la acumulación de capital y la movilización del ahorro.

En cuanto al Sector Privado, vale la pena rescatar algunas conclusiones sobre su comportamiento. La tendencia a generar excedentes de ahorro para auto-financiar sus inversiones hace que al retraerse ésta, durante la crisis, el Sector genere excesos de recursos financieros, que se mantienen en formas líquidas y posteriormente son colocados en instrumentos de ahorro y a plazo en el Sistema Financiero, para entonces ya estatizado.

Al examinar ese proceso más de cerca, en relación cronológica con los acontecimientos nacionales, se encuentra que el momento de mayor preferencia por dinero en billetes, 1979, que incluso genera la circunstancia que más se puede asimilar a una "corrida de depósitos", coincide con el arribo de un nuevo

Gobierno, cuyos objetivos programáticos no llegaron a aclararse durante el resto de ese año. El año siguiente, a pesar de que se realizan la Reforma Agraria, Financiera, y la de Comercio Exterior, por encima de la oposición expresa de los organismos gremiales privados, la tenencia de dinero en billetes disminuye en favor de las Cuentas Corrientes, colocadas en los organismos financieros recién estatizados. El altísimo nivel de inestabilidad política de 1981, que fue el año de mayor actividad bélica de los grupos irregulares incluyendo el lanzamiento de la "Ofensiva Final", no impidió que se trocaran las tenencias en dinero por depósitos de ahorro y a plazo.

De lo anterior se puede derivar la reflexión de que las actitudes de cautela del Sector, reflejadas en su preferencia por mayor liquidez, estuvieron más vinculadas a la incertidumbre sobre posibles cambios en las "reglas del juego" a ser introducidos por un nuevo Gobierno, que a la ejecución de reformas por parte del Estado, manifiestamente contrarias a lo expresado por sus gremios, e incluso que a la inestabilidad política, en sentido amplio. Sin extrapolar estas reflexiones, podría al menos plantearse, que las medidas en el ámbito financiero deberán evitar la estimulación de la incertidumbre sobre las "reglas del juego", al menos en la situación actual.

-Sugerencias de Medidas de Política para Elevar el Ahorro.-

Frente a los condicionantes expuestos, se podría plantear también una premisa de tipo general en el sentido que para elevar los niveles de ahorro es condición indispensable recobrar la estabilidad socio-política. Esa posición dejaría, sin embargo, un vacío en cuanto a propuestas de Política Económica para una situación en la que se van a tomar decisiones y medidas en ese campo, aunque permanezca la situación crítica. Se ha preferido, frente a ello, formular algunas propuestas, dentro del contexto reseñado, tomando en cuenta las relaciones económicas encontradas, los vacíos detectados en la Política Económica pasada y la evolución observada en el comportamiento de los agentes.

Con respecto a medidas para elevar el ahorro financiero, hace falta comprobar en un análisis para los años posteriores a 1984, si el surgimiento de expectativas de inflación y devaluación y la mayor familiaridad con los mercados financieros internacionales, que trajo consigo la crisis, han transformado la actitud de los ahorrantes frente a las tasas de interés real. De ser así el mantenimiento prolongado de valores negativos de las mismas podría acarrear serias consecuencias para la movilización y canalización del ahorro. La corrección de esa tendencia adquiere mayor importancia si se considera que, en las condiciones actuales, sería casi imposible combinar un necesario y serio

impulso reactivador con una disminución de la inflación.

En el esfuerzo por evitar que las tasas reales de interés caigan a niveles fuertemente negativos podría coadyuvar la ampliación de la gama de instrumentos de inversión financiera. Se ha llamado la atención sobre la falta de dinamismo en este campo de la Política Financiera, que durante todo el periodo analizado, se orientó fundamentalmente a mantener la "sanidad" de las finanzas y a encontrar mecanismos de priorización para la asignación de recursos crediticios.

Con la corrección de los valores fuertemente negativos de las tasas reales de interés y con la ampliación de la gama de instrumentos financieros se trata de fortalecer la intermediación, teniendo en cuenta que el actual Sistema Financiero no posee ni los antiguos vínculos con el resto de actividades económicas ni los mecanismos de control sobre la demanda de crédito, que conllevaban, al no tomar ese tipo de medidas se podría estar arriesgando su sobre-expansión o una asignación poco eficiente del mismo, de serias consecuencias para la solvencia de las instituciones financieras. Similares consecuencias para la viabilidad de esos organismos podría acarrear evadir ese tipo de medidas optando por estrechar los márgenes de intermediación, como comenzó a ocurrir en 1982.

En el proceso de ampliación de la participación del Estado en la Economía se generaron una serie de instrumentos, que junto con obligaciones y acciones de algunas de sus Empresas, podrían engrosar la oferta de instrumentos para captar excedentes financieros, incluso en un mercado abierto de valores, cuya creación ha sido largamente postergada.

A una Bolsa de Valores podrían concurrir también los organismos de la Previsión Social, en un esfuerzo por mantener su viabilidad, sin tener que recurrir continuamente a los recursos del Estado ni forzar su privatización.

En cuanto al "Ahorro Institucional", pareciera existir un amplio margen para elevar las recaudaciones de los organismos de Seguridad Social, tanto por la ampliación de los participantes como del tipo de cobertura, que como se vió mantuvieron tradicionalmente muy bajos niveles. Las bases para ello vendrían dadas por el crecimiento del número de Empleados Públicos, y por la mayor tuición que adquirió el Estado sobre algunos sectores sociales, especialmente en el área rural.

En este mismo aspecto cabe señalar que el mecanismo existente de estabilización de precios internos del Café podría utilizarse para forzar ahorros en ese sector, provenientes de alzas transitorias en los precios internacionales, capaces de cubrir, cuando menos, las operaciones de comercialización.

En términos de medidas mas amplias de Política Económica se debe tener en cuenta la relación positiva encontrada entre el Ahorro Real y la Carga Tributaria, por lo que medidas Fiscales orientadas a elevarla resultarían otra forma de forzar un incremento de los recursos dedicados a la Formación de Capital.

En la formulación de Políticas de Incentivos a la Producción sería necesario considerar la fuerte incidencia constatada de las exportaciones, sobre el Ahorro Interno, especialmente en el caso de las de productos agrícolas tradicionales.

Finalmente se quiere enfatizar la estrecha relación que se comprobó entre el Ahorro Real y el Producto Interno Bruto. Se encontró que mayores niveles de producción generaban incrementos no solamente en los volúmenes ahorrados sino también en la Tasa Media de Ahorro. Podemos plantear, para concluir, que su recuperación y posterior crecimiento supone una política que de la mas alta prioridad al crecimiento, dentro de las necesarias condiciones en cuanto a la captación de Ahorro Externo y participación estatal que se han señalado. Frente al deterioro de la base productiva, generada por la caída de la inversión que comienza en 1979, la ausencia de un esfuerzo expansivo implicaría prolongar las actuales condiciones críticas y postergar indefinidamente la recuperación de los niveles de acumulación de capital, empleo y crecimiento económico.

GRAFICO 1: CREDITO PRIVADO Y M2
(PROPORCIONES DEL PIB)

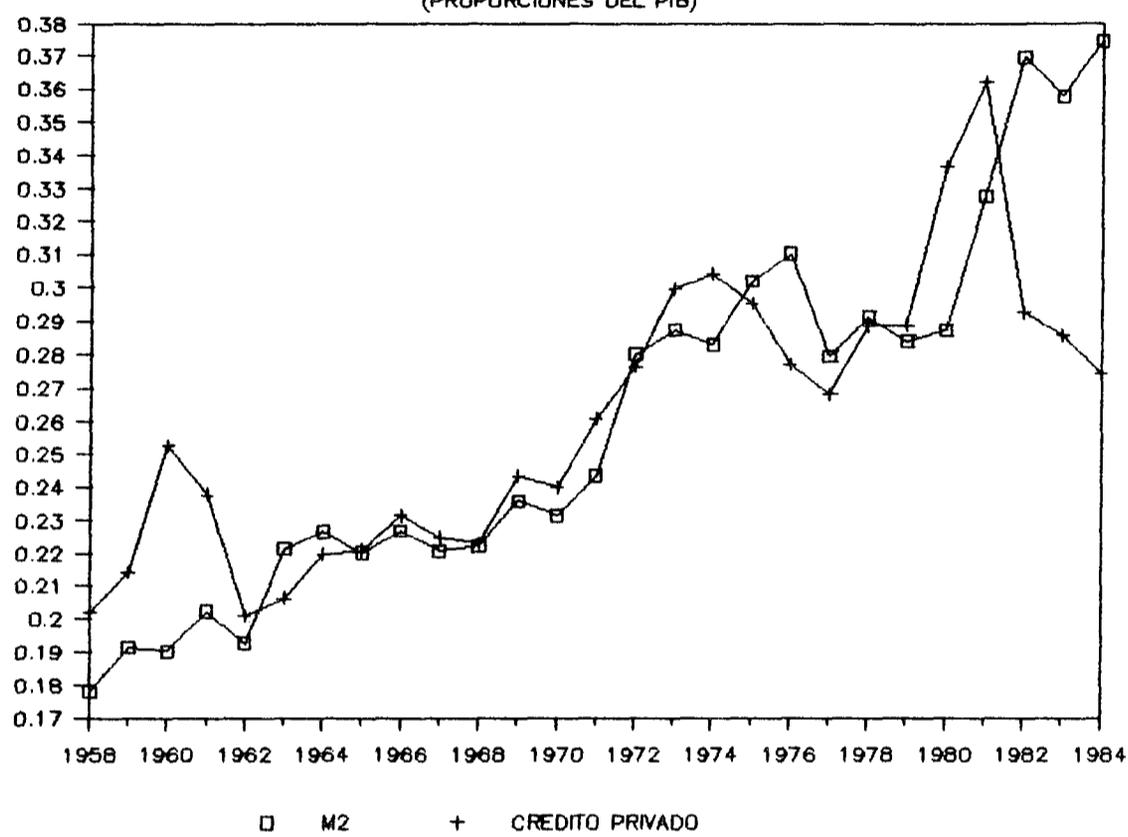
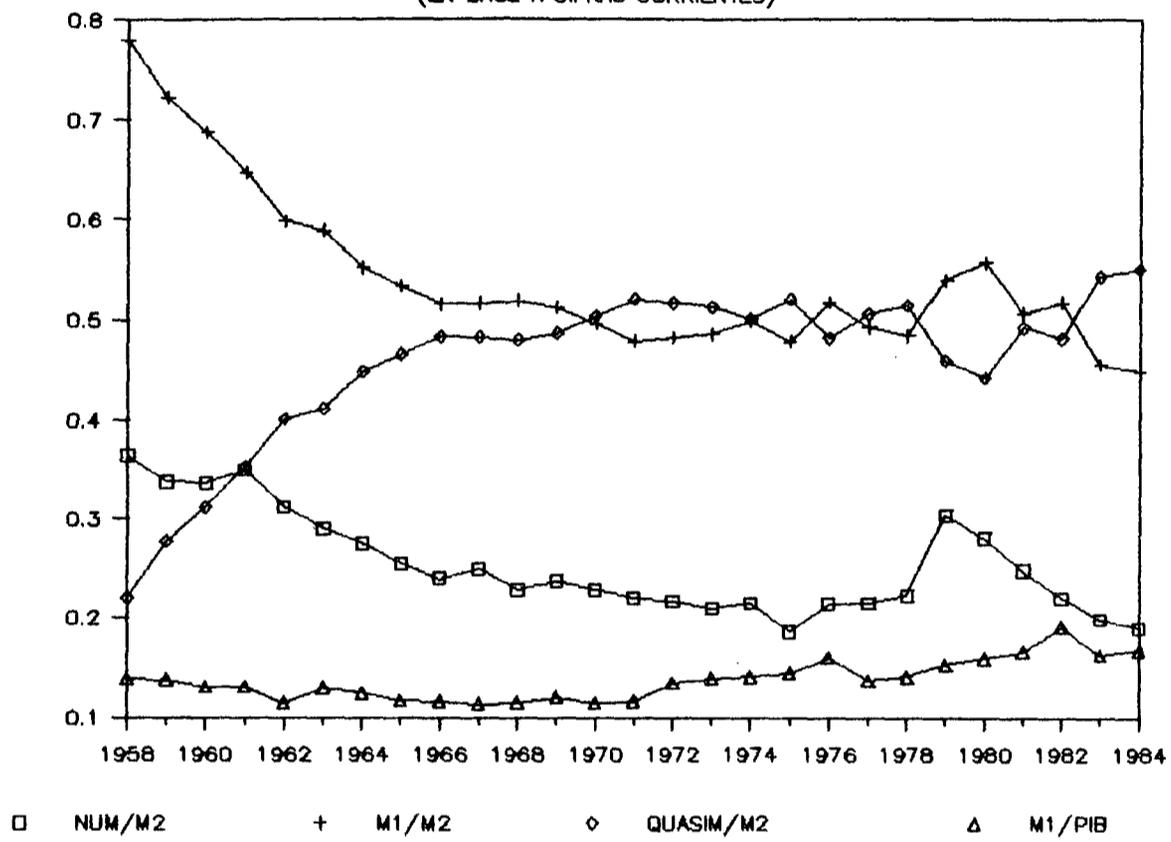


GRAFICO 2: COMPOSICION DE M2
(EN BASE A CIFRAS CORRIENTES)



1

2

3

4

1

2

3

4

5