

## CONTENIDO

RESTRICCIÓN DE LIQUIDEZ EN LA ECONOMÍA SALVADOREÑA. UNA APROXIMACIÓN MACROECONÓMICA.

*Rommel Rodríguez* P. 1

ANÁLISIS DE LA POLÍTICA TRIBUTARIA EN EL SALVADOR.

*Rommel Rodríguez y Nelson Fuentes* P. 7

SITUACIÓN DEL FRIJOL ROJO EN EL SALVADOR.

*Rommel Rodríguez* P. 13

ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS DEL CENSO DE POBLACIÓN Y VIVIENDA 2007.

*Nelson Fuentes y Jhoana Castaneda* P. 27

FUNDE: ORGANIZACIÓN MIEMBRO DE TRANSPARENCIA INTERNACIONAL EN EL SALVADOR.

*Comunicado de prensa* P. 38

LINEAMIENTOS PARA SUPERAR LA CRISIS ALIMENTARIA Y EMPRENDER EL DESARROLLO TERRITORIAL EN EL SALVADOR.

*Comunicado de prensa* P. 39

NICARAGUA: LA DEMOCRACIA EN RIEZGO.

*Comunicado de prensa* P. 40

NOTICIAS FUNDE P. 41

### FUNDE

**Julio Ramírez**  
PRESIDENTE

**Roberto Rubio-Fabián**  
DIRECTOR EJECUTIVO

CONSEJO EDITORIAL  
**Alberto Enríquez Villacorta**  
COORDINADOR

**René Rivera Magaña**  
**Roberto Rubio-Fabián**

## Restricción de liquidez en la economía salvadoreña. Una aproximación macroeconómica.

*Rommel Rodríguez*

*San Salvador, Noviembre de 2008*

### INTRODUCCIÓN

En Estados Unidos estalló a mediados de 2007 la crisis por el impago de hipotecas de alto riesgo, también llamada “crisis subprime”. En un primer momento, algunos expertos y organizaciones multilaterales valoraron que estas dificultades de pago afectarían solamente los mercados financieros de dicha nación y de otros países que habrían comprado títulos valores de esa naturaleza. No obstante, a más de un año, una nueva ola de pánico ha afectado prácticamente todos los mercados financieros mundiales y amenaza seriamente con recortar el flujo de recursos de los países desarrollados a aquellos en vías de desarrollo.

En este contexto, es pertinente mencionar que las entidades multilaterales que consideraron que el estallido de la crisis no afectaría con fuerza a los países latinoamericanos, actualmente corrigen sus pronósticos y destacan las afectaciones severas que podrían darse en tales economías. Entre ellas, quizás la más importante, es la restricción de liquidez en la economía mundial que afectaría la captación de recursos en los mercados financieros internacionales por parte de los países en vías de desarrollo. Esto constriñe —al menos en el corto plazo— los avances en el desarrollo económico y social de dichos países.

## Consideraciones teóricas

En una economía dolarizada los desequilibrios de la balanza de pagos —superávit y déficit— afectan directamente el equilibrio entre la oferta y la demanda de dinero local. Un superávit de la balanza implica una entrada de recursos a la economía local, mientras que un déficit provoca una salida de los mismos.

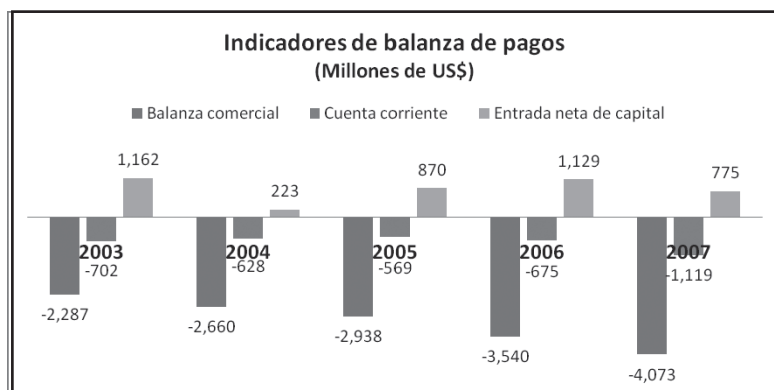
En una economía bajo tipo de cambio fijo, los desequilibrios de la balanza de pagos —que generan a su vez cambios en la oferta monetaria— son esterilizados por las autoridades monetarias para mantener el tipo de cambio y el equilibrio entre la oferta y la demanda de dinero. En una economía dolarizada, donde las autoridades del Banco Central no controlan la oferta monetaria, la cantidad de dinero que circula en la economía se encuentra determinada en mayor medida por la entrada de recursos de las ventas al exterior —exportaciones—, las entradas de capital a través de la Inversión Extranjera Directa (IED), desembolsos de préstamos a favor del sector público y privado, donaciones y la entrada de remesas —Transferencias Externas Netas—. También aumentan la liquidez local la repatriación de capitales y ahorros —principal e intereses colocados y ganados, respectivamente, en la banca extranjera y mercados financieros internacionales—, además de la repatriación de las utilidades de los empresarios nacionales que mantienen inversiones en otros países. En suma, todos estos movimientos registrados en la balanza de pagos dan lugar a un crecimiento del dinero circulante en la economía local.

No obstante, ello sólo es una parte del análisis, pues el flujo neto de recursos —la entrada de dólares *versus* la salida de ellos— también contempla la salida de fondos debido a los desembolsos por el pago de préstamos del sector público y privado, un saldo negativo de los Ingresos Netos de Factores del Exterior asociados a la repatriación de las ganancias de las empresas transnacionales y las compras a otros países que se expresa en el total de importaciones. De igual forma, también incluye la salida de capitales por inversión en otros países y el ahorro de nacionales en el exterior, que pueden tener como destino una cuenta de ahorro en la banca internacional o la compra de títulos valores en los mercados bursátiles internacionales.

## La problemática en El Salvador.

Desde 2001 hasta la fecha, y en el marco de una economía dolarizada, la economía salvadoreña ha registrado un permanente déficit en su cuenta corriente. Esto se encuentra asociado a que las remesas que entran a la economía son insuficientes para financiar el déficit de la balanza comercial, que a medida que pasan los años, se torna mayor. En los últimos años se ha notado que el déficit en cuenta corriente ha sido compensado con un superávit en la cuenta de capital de la balanza de pagos. Ello ha sucedido gracias a los préstamos destinados al sector público y privado, y al arribo de Inversión Extranjera Directa, principalmente. (Ver Gráfico 1).

Gráfico 1



Fuente: Banco Central de Reserva de El Salvador.

Actualmente, el país percibe un riesgo de restricción de liquidez: al cierre de este año, como ya es una característica notable de la economía salvadoreña, se registrará nuevamente un déficit de cuenta corriente que difícilmente se podrá cubrir en su totalidad con un superávit en la cuenta de capital. La restricción de liquidez de la economía salvadoreña está asociada a la dificultad de la entrada de nuevos fondos debido a la convulsión en los mercados financieros internacionales, que se ha traducido a su vez en una restricción de la liquidez internacional.

A raíz de lo anterior, el proceso de ajuste de la economía pasa por un desequilibrio entre la oferta y la demanda de dinero. La demanda de recursos por parte de los agentes económicos para el desarrollo de actividades productivas y comercio sería superior a la oferta de dinero que existe en la economía local. El mecanismo de ajuste de la demanda de dinero hacia el nivel de la oferta, determinado por los movimientos de la balanza de pagos apunta hacia una contracción de la demanda, acompañada por una reducción en la tasa de crecimiento de las importaciones.

Visto de una manera más detallada, en los últimos años el déficit comercial ha crecido porque entre otras cosas la tasa de crecimiento de las importaciones supera la correspondiente a las exportaciones. Dicho de otra forma, entre 2003 y 2007, el déficit comercial ha crecido a una tasa promedio del 16.6%. Sin duda, este déficit contribuye en buena parte al incremento del déficit en la cuenta corriente. En términos monetarios, y enfocándose exclusivamente en la balanza comercial, esto representa una salida neta de recursos porque un alto nivel de importaciones tiene como contrapartida la salida de dólares al mercado internacional. Así, el saldo de la balanza comercial también reduce la oferta de recursos en la economía local.

*De igual forma, una de las mayores fuentes de liquidez para la economía salvadoreña es el flujo permanente de remesas.*

De igual forma, una de las mayores fuentes de liquidez para la economía salvadoreña es el flujo permanente de remesas. No obstante, la tasa de crecimiento anual de la entrada de estos fondos ha caído considerablemente de un promedio del 18% para los años 2004, 2005 y 2006, al 6.5% en 2007. No hay duda de que esto se encuentra ligado a la contracción de la economía estadounidense donde obtienen sus ingresos una gran cantidad salvadoreños en el exterior. La agudización de las condiciones de desempleo de los salvadoreños que viven en dicho país ha dificultado seriamente el arribo de estos flujos. Más recientemente, las remesas presentaron una contracción de 2.08% con respecto a agosto de 2007, aspecto que se suma a la reducción de la oferta de recursos a nivel local. Por si esto fuera poco, al mes de octubre, también las remesas presentaron una contracción en dos sentidos: las remesas se redujeron

en 6.02% con respecto a las de octubre del año pasado —variación punto a punto— y cayeron muy ligeramente en 0.13% con respecto a las de septiembre de 2008 —variación mensual<sup>1</sup>—. Ahora bien, es importante destacar que las caídas absolutas registradas en los meses de

agosto y octubre son hechos sintomáticos, pues desde hace muchos años no había sucedido dicho fenómeno en el flujo de remesas. Sin embargo, si la tendencia se mantiene y se profundiza en los meses siguientes —las variaciones mensuales y “punto a punto” negativas en el flujo de remesas—, ello estaría apuntando claramente a un cambio estructural de gran relevancia en la economía nacional, ya que las remesas representan un poco menos de la quinta parte del PIB. Con todo, aún no se muestra una tendencia definida en el mediano y largo plazo.

A los aspectos citados se debe agregar otro de suma importancia: la venta de las Letras del Tesoro (LETES) por parte del gobierno para financiar las actividades del Sector Público No Financiero. Esta medida restringe la liquidez a nivel local, ya que



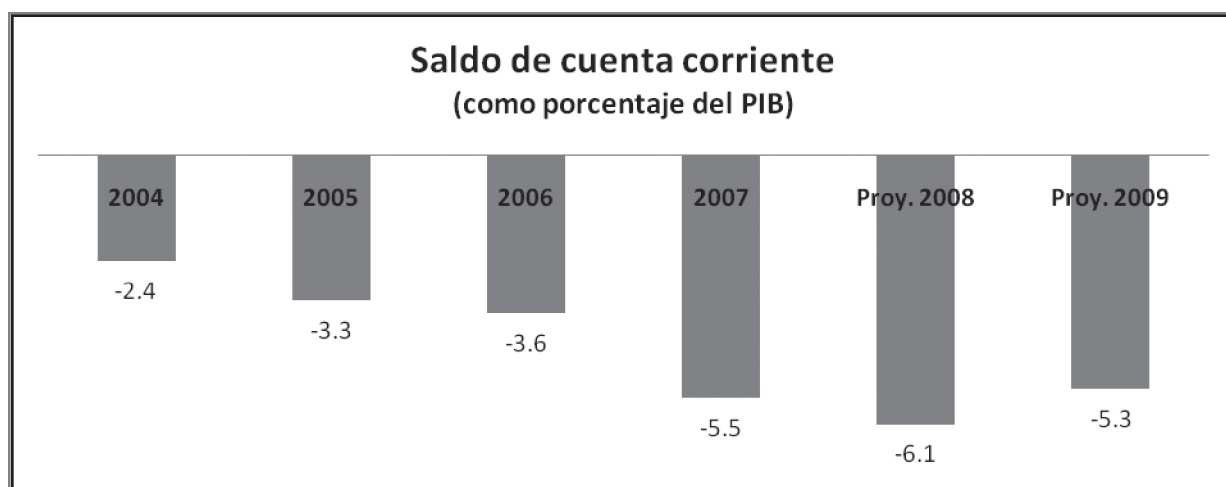
retira dinero “contante y sonante” que circula en la economía local. Ahora bien, esto en principio no constituye un problema en sí mismo, ya que es un mecanismo de mercado que coadyuva a que el Estado financie sus actividades; además que el dinero que se retira siempre se encuentra en el país. El problema estriba cuando ese ejercicio es recurrente y entra en competencia con las necesidades de financiamiento —demanda de dinero— del sector privado. Dicho de otra forma, y visto desde la óptica macroeconómica, sucede el fenómeno “crowding out”, ya que las continuas necesidades de financiamiento del sector público se traducen en un alza del tipo de interés que “expulsa” la inversión del sector privado en la economía local<sup>2</sup>.

Bajo este contexto, puede agudizarse aún más la restricción de liquidez en la economía salvadoreña, a raíz de que la oferta de dinero tiende a ser menor que la demanda del mismo. Como resultado, recientemente han aumentado los tipos de interés para la atracción de capitales foráneos, pero éste aumento también inhibe la inversión local ya que encarece

los empréstitos, lo cual reduce el crecimiento del producto y tiende a disminuir las importaciones para que la demanda de dinero se ajuste a los cambios de la oferta resultado de los desequilibrios en la balanza de pagos. La reducción de la demanda interna podrían generar una contracción de la importaciones; pero de igual forma, en un contexto de desaceleración de la economía mundial, las exportaciones podría mostrar menor dinamismo. Si a la postre, la caída en las importaciones supera a la reducción de las exportaciones, esto abonaría a un posible superávit de la balanza comercial.

Es interesante destacar que este proceso de ajuste se adecua perfectamente a los pronósticos que sobre el país ha realizado el Fondo Monetario Internacional. Según la entidad, en 2009, El Salvador crecerá a una tasa de 2.6%, y como dato interesante, después de registrar durante varios años un déficit creciente en cuenta corriente, el mismo se verá reducido a 5.3% del PIB. Este ajuste está relacionado a una contracción en la demanda de importaciones<sup>3</sup> (Ver Gráfico 2).

Gráfico 2



Fuente: Fondo Monetario Internacional. Perspectivas económicas: Las Américas, Octubre 2008, p. 79.

En este contexto, se proponen las siguientes medidas para enfrentar dicha problemática:

- a) La creación de un Comité de Crisis, que aborde la problemática financiera desde una perspectiva técnica, y busque una solución a los desequilibrios externos de la economía local. Según el Fondo Monetario Internacional, en el próximo año, los países no desarrollados con déficits considerables en su cuenta corriente pueden verse en dificultades de financiamiento debido a la falta de liquidez en la economía internacional. Además, también destaca que “para algunos países, la flexibilidad en el tipo de cambio facilitará el ajuste”<sup>4</sup>. “En el ambiente mundial actual —menciona la entidad internacional—, la flexibilidad de los tipos de cambio seguirá siendo un amortiguador natural frente a este tipo de shock en muchos países”<sup>5</sup>. En otras palabras, países con regímenes cambiarios flexibles podrían sortear con mayor facilidad las turbulencias financieras. Desde esta perspectiva, El Salvador, por poseer una economía dolarizada, enfrentaría dificultades asociadas a los desequilibrios externos y estructurales que caracterizan a la economía. Ahora bien, no se puede soslayar un debate muy importante a raíz de la apreciación reciente del dólar en los mercados financieros internacionales: si bien en las economías con tipo de cambio fijo —incluyendo a las economías dolarizadas—, el proceso de ajuste macroeconómico debido a los desequilibrios externos podría ser más difícil que aquellas que mantienen esquemas flexibles, también es menester destacar que el dólar se está convirtiendo para la mayoría de inversionistas internacionales en moneda “refugio de valor”<sup>6</sup>.
- b) La reducción del encaje para que se amplíe la oferta de dinero a nivel local. Una reducción de las reservas permitirá

que dichos fondos puedan ser prestados a terceros, propiciando el crecimiento del dinero circulante y los depósitos a la vista. El crecimiento de ambas variables aumentaría la oferta de dinero, facilitaría un mayor número de transacciones y podría contribuir a la actividad económica. La reducción del encaje es uno de los mecanismos de mayor impacto para aumentar la oferta de dinero en el corto plazo, por su rápida capacidad de expansión del circulante. La reducción del encaje debe establecerse con base a criterios técnicos sólidos, tomando muy en cuenta los cambios en la oferta monetaria a raíz de una leve reducción porcentual en el encaje —la elasticidad de la oferta monetaria a variaciones en el encaje legal—. Una reducción del encaje que resulte en un aumento de la oferta de dinero más allá de la demanda de los agentes privados, podría desembocar, a la postre, en un exceso de saldos reales que podría traducirse en una salida de recursos. Así, el problema de restricción de liquidez se complicaría aún más, por ello es importante que la medida pueda contar con una evaluación técnica.

- c) El aumento del fondo de garantía de depósitos por parte de Instituto de Garantía de Depósitos (IGD). En la actualidad el IGD garantiza hasta un máximo de \$8,500 los depósitos de ahorro, a plazo y de cuenta corriente de los depositantes en un banco del sistema financiero local. En un contexto de restricción de liquidez, donde los agentes económicos temen poner sus recursos en los bancos por la dificultad de hacer líquidos a la mayor brevedad posibles sus depósitos en el futuro, un alza considerable en la garantía por esos depósitos podría incentivar a los tenedores de dinero a colocar sus recursos en los bancos. Si esto sucediera, el dinero circulante y el número de depósitos podrían aumentar gracias a la lógica bancaria que se

basa en el método de reserva fraccionaria. La reducción del encaje y el posible impacto que podría tener en los depositantes el aumento del fondo de garantía de depósitos deben ser analizados meticulosamente, ya que el resultado de combinar ambas medidas tiene un alto poder expansivo de la oferta monetaria. Como se dijo anteriormente, si la oferta de recursos supera a la demanda de los agentes privados, bajo un esquema de tipo de cambio fijo, ese exceso de liquidez puede traducirse en una salida de dinero que agravaría la situación económica del país.

- d) Acceder al Servicio de Liquidez de Corto Plazo que recientemente ha creado el Fondo Monetario Internacional (FMI). El 29 de octubre pasado, “el Directorio Ejecutivo del FMI aprobó la creación del Servicio de Liquidez a Corto Plazo (SLC) [...] Estos fondos permitirán otorgar rápidamente financiamiento a países con problemas transitorios de liquidez en los mercados mundiales de capital”<sup>7</sup>. Como ya se mencionó líneas atrás, El Salvador podría verse en dificultades para financiar su déficit de cuenta corriente en el próximo año debido a la falta de liquidez en los mercados internacionales; por ello, no debería tardar en acceder a los servicios de financiamiento de corto plazo que propone el FMI.

- e) Es necesario que el préstamo de \$500 millones otorgado por el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) al Gobierno de El Salvador sea canalizado adecuadamente para estimular la inversión privada. En este proceso de financiamiento se deberían tener presentes los aspectos siguientes —entre otros—: que la inyección de liquidez vaya a procesos productivos de corto plazo —no mayores a un año— para que su maduración sea rápida y el retorno de los recursos invertidos suceda lo más pronto posible. Las inversiones agrícolas podrían ser una opción, debido a su corto periodo de maduración y a que la demanda en el mercado interno podría estar asegurada a través del consumo de alimentos. Otro aspecto de suma importancia es que la inyección de liquidez debe ir destinada a la reactivación de las actividades económicas que estimulan la ampliación y el desarrollo del mercado interno. En este sentido, los empréstitos deberían canalizarse a las empresas que estimulan la oferta y la demanda local, más que aquellas que producen bienes exportables o se dedican a la importación, ya que el declive de la actividad económica internacional les podría favorecer poco en su ejercicio. De lo que se trata es de dinamizar el “circuito” de la economía local. No hay que olvidar que a la postre, un auge en el ciclo económico debe traducirse en mejoras salariales y más facilidades de crédito productivo para obtener bienes y servicios de consumo y/o de capital.

## NOTAS

<sup>1</sup> Banco Central de Reserva. Véase: [http://www.bcr.gob.sv/estadisticas/Sector\\_externo/sectorexterno\\_remesas\\_familiares.html](http://www.bcr.gob.sv/estadisticas/Sector_externo/sectorexterno_remesas_familiares.html)

<sup>2</sup> De Gregorio Rebeco, José. *Macroeconomía. Teoría y Políticas*. Pearson Educación, México, 2007. p. 167-170.

<sup>3</sup> Fondo Monetario Internacional. “*Perspectivas económicas. Las Américas. Lidando con la Crisis Financiera Mundial*”. Octubre de 2008. *Estudios económicos y financieros del FMI*. p. 79

<sup>4</sup> *Ibíd.* p. 7

<sup>5</sup> *Ibíd.* p. 29

<sup>6</sup> En este marco, el análisis económico se torna más complejo, ya que el permanecer anclados a una moneda que se aprecia, podría restar competitividad a las exportaciones y abaratar las importaciones, lo cual contribuiría poco al ajuste macroeconómico.

<sup>7</sup> Fondo Monetario Internacional. “El FMI crea el Servicio de Liquidez a Corto Plazo para países con acceso a los mercados”. *Comunicado de Prensa No. 08/262 (S)*. 29 de octubre de 2008. Véase en [8262s.htm](http://www.imf.org/external/spanish/np/sec/pr/2008/pr08262s.htm)