

# **LAS VARIACIONES ESTACIONALES Y LA POLITICA MONETARIA**

+ Por el Ing. Com. JOSE C. CARDENAS,  
Sub-Decano y Profesor de la Facultad de  
Economía.

Uno de los problemas con que tropieza a menudo la política monetaria en los países subdesarrollados, especialmente en el área de las llamadas economías de exportación, es el de cómo conformar una política monetaria que se ajuste a las exigencias de economías en constante fluctuación y evolución, ya provenientes de su propio crecimiento (estructurales), ya de factores externos a través de la balanza de pagos (cambios cíclicos, estructurales, estacionales, accidentales o institucionales), ya de orden estacional dimanado principalmente de factores naturales en el propio país, etc., La oferta y la demanda de dinero, de hecho están sujetas a influencias que provisionalmente clasificaremos de la siguiente manera:

## **I.—Influencia de largo plazo:**

- a) Cambios estructurales en la demanda causados por el crecimiento económico, que a su vez puede tener varias causas: 1) Cambios en el ingreso real; 2) Cambios en la estructura de la economía; por ejemplo,

cuando el sector monetario está creciendo rápidamente a expensas del sector no monetario, etc.

La oferta de dinero tiene que ajustarse constantemente a estos cambios demandados por el desarrollo, inclusive los que causa el crecimiento de la demanda de liquidez para transacciones, equivalente en ciertos casos a una reducción de la velocidad del dinero.

Geométricamente podría representarse este cambio por un desplazamiento hacia la derecha y hacia arriba de la curva de demanda por dinero y liquidez (y casi - dinero) en el período largo, lo que implica al mismo tiempo cambios en la estructura del sistema financiero y de crédito de un país, del mercado de capitales, etc. Si la oferta de dinero no sigue, a través de una política monetaria adecuada, la tendencia de la demanda, es probable que ocurran distorsiones en el sistema, y la tasa de interés subirá consecuentemente a un nivel superior al que garantiza la oferta de ahorros libremente disponibles (o marginalmente flexibles). En el primer período de desarrollo del sistema bancario en muchos de nuestros países, cuando no se había centralizado el derecho de emisión, los banqueros privados llevaron este derecho mucho más allá de los límites impuestos por el patrón oro, que así debió ceder a las realidades del crecimiento económico, pues de otro modo no habría sido posible ajustar la oferta de dinero a las necesidades de la demanda impuesta por el desarrollo, y éste se habría paralizado o atenuado.

## **II.—Influencias de corto plazo:**

- a) Las variaciones cíclicas determinadas por el estado de la demanda y precios de los productos de exportación en los mercados internacionales. Esto se refiere no solamente a la incidencia de la demanda global de los centros cíclicos sobre la oferta de la periferia, sino también al comportamiento cíclico inherente a

ciertos productos como café, cacao, etc., pero que en esencia parece estar gobernado por aquella, y que tiene fundamental interés en el caso de ciertas economías en las que estos productos juegan un papel fundamental en la generación del ingreso y en la posición de la balanza de pagos. La política monetaria debe, en estos casos, ajustar la oferta de dinero a las variaciones legítimas de la Demanda, actuando al mismo tiempo en sentido compensatorio, para neutralizar, tanto como sea posible, dado el nivel de las reservas internacionales, el efecto de la balanza de pagos sobre la ocupación y el ingreso, dentro de un programa general preparado al efecto.

- b) Las variaciones estacionales, que pueden ser de dos clases: i) Exógenas, en relación con la fluctuación estacional de la demanda y precios por un determinado producto de exportación en el mercado internacional; y, ii) Endógenas, las generadas por las condiciones ambientales, geográficas, climáticas, sociales, etc., etc., de las diversas regiones de un determinado país, y que se vinculan en cierto modo a las anteriores. En ambos casos, pero particularmente en este último, se producen fluctuaciones en la ocupación y el ingreso del país, y es necesario también que la política monetaria actúe con sentido compensatorio, para neutralizar estas fluctuaciones, como lo demostraremos en el curso del presente trabajo.

### **III.—Influencias institucionales, accidentales, etc.**

- a) La influencia que puede ejercer sobre la relación de precios del intercambio de los países de la periferia un proceso inflacionario en los países del centro cíclico (y aún en aquellos países importantes de la periferia en relación con uno o varios de sus vecinos de me-

nor potencialidad económica), como parece estar ocurriendo en la actualidad, sea por razones de política fiscal o por medidas institucionales nacidas de la política social u otra causa —“built-in inflation”— debe merecer también la atención de la política monetaria nacional, para compensarla o neutralizarla mediante correctivos adecuados, aun cuando dada la potencialidad económica del país donde se genera la inflación de costos, por ejemplo, son los pequeños países principalmente los que quedan inermes, de no intentarse una acción común que hoy al menos aparece poco probable.

- b) Las variaciones accidentales provocadas en la balanza de pagos por malas cosechas, un conflicto político como el de Suez; etc., y la necesidad de financiar stocks de bienes de exportación o importación, exigen una actitud correspondiente de parte de la política monetaria.

En todos los casos mencionados, la oferta monetaria debe tener un comportamiento diferente frente a la demanda por dinero y crédito, y los diversos factores que inciden sobre ella, pueden sumarse agregativamente o mantener una posición contradictoria entre sí. La política monetaria deberá decidir entonces qué camino tomar para preservar la estabilidad, que es la posición que mejor garantiza un desarrollo económico ordenado y equilibrado, puesto que no existen las distorsiones que en la asignación de factores productivos origina un nivel de precios rápido y desigualmente creciente.

De allí la necesidad de que la política monetaria, en su proceso de ajuste de la oferta monetaria a las condiciones cambiantes de la demanda, no solamente tome en cuenta el comportamiento general o particular de otros tipos de política —la fis-

cal, por ejemplo— sino que debe específicamente considerar los factores que inciden en la demanda por dinero y crédito, de cualquier carácter que sean. Entre esos factores, las fluctuaciones estacionales internas, que afectan la demanda por dinero y crédito, han merecido hasta hoy poca atención. En el estudio que sigue tratamos de describir brevemente la situación en el Ecuador, país que ha mantenido una estabilidad relativamente sólida en el último decenio, la que ha estado acompañada en la mayor parte de ese período, por un crecimiento comparativamente rápido de su economía.

Con este objetivo, hemos analizado los índices de variación estacional en alrededor de 60 series estadísticas relativas al sector de producción, exportación, importación y actividades fiscales, monetarias, crediticias y financieras, a fin de determinar la recurrencia de la fluctuación estacional y la actitud de la autoridad monetaria frente a la demanda por dinero y crédito en cada uno de los períodos estacionales así determinados.

## NATURALEZA DE LAS VARIACIONES ESTACIONALES EN EL ECUADOR

El término estacional denota en sí que existe un tipo de fluctuaciones en la actividad económica que se deriva principalmente del régimen de cosechas agrícolas, regido a su vez por factores naturales. En el Ecuador, el régimen de dos estaciones: la seca y la lluviosa, da origen a un tipo de economía marcadamente estacional, con la circunstancia de que tratándose de una economía de tipo fundamentalmente agropecuario y de exportación, esta estacionalidad domina la mayor parte de la actividad económica general y la fiscal. Así, por ejemplo, la falta de corrección de los fenómenos naturales, que podría manifestarse en la construcción de grandes obras de riego y drenaje, origina el que el régimen de lluvias domine fundamentalmente las cosechas de arroz, de las que existen dos: la de invierno, que es la mayor, y la de verano, que depende de la mayor o menor canti-

dad de lluvia caída en el invierno anterior. La cosecha de cacao depende asimismo del régimen de lluvias, no solamente en cuanto a la calidad y volumen de la cosecha, sino también en lo que se refiere a la incidencia de las enfermedades como la escoba de bruja y la monilla. Las cosechas de café y algodón, se realizan en la estación seca; pero sus rendimientos dependen en mucho del comportamiento de la estación lluviosa anterior; aquí un régimen adecuado de riego artificial podría aumentar notablemente los rendimientos. La producción bananera muestra asimismo una estacionalidad marcada, y, según ha podido observarse, el régimen de lluvias tiene una influencia notable en la mayor o menor incidencia de la sigatoka, aparte de que en la estación seca disminuyen el volumen, calidad y peso de la producción, aún en zonas bajo riego, donde también puede apreciarse la estacionalidad, moderada por la influencia del regadío. La producción de leche y carne en la Costa es básicamente estacional; los pastos prosperan en la época de lluvias, y con ellos, el ganado de carne y leche: la producción de esta última especialmente aumenta y los precios bajan hasta en un 50%, en tanto que en la época seca los pastizales se secan, el ganado enflaquece y su producción de carne y leche se reduce, con la consecuente elevación de los precios, a lo que se agrega la aparición de enfermedades y epizootias. La producción de maíz, que domina la industria avícola y porcina en la Costa y en la Sierra, es esencialmente estacional y coincide en ambas regiones, por lo que los precios sufren grandes fluctuaciones de hasta un 60%. El hecho es más significativo porque el maíz constituye la base de la alimentación serrana, especialmente de la población campesina y clases populares de las ciudades, y porque no existen actualmente medios de conservación que eviten, por una parte, la destrucción de éste y otros productos por insectos, hongos, humedad, etc., y las marcadas fluctuaciones en los precios que hoy ocurren. El mismo caso es el de los cereales, aun cuando tratándose del trigo, se han establecido sistemas de almacenamiento, controles de precios y calidades, y créditos especiales. El caso de las papas reviste especial impor-

tancia, porque es uno de aquellos productos en que se han logrado notables aumentos de productividad debido a mejoramientos técnicos que, sin embargo, están siendo desaprovechados por falta de mejores métodos de conservación.

El problema del algodón tiene tres fases: la del productor, que obtiene su cosecha y la vende a los intermediarios o directamente a las desmotadoras; la de las desmotadoras, que obtienen la fibra, y como subproductos, semillas oleaginosas; y la de los industriales textiles, que utilizan el algodón como materia prima. El crédito se localiza generalmente en la empresa textil, para que compre el algodón al contado, aunque es evidente que el productor carece de crédito, en el momento más oportuno, para financiar la cosecha y debe afrontar el perjuicio del crédito usurario. Igual ocurre con el trigo, en que el crédito se localiza por lo general del lado del molinero, tanto para la importación como para la compra de la producción interna. El caso del café es más relevante aún: el Banco Central concede la mayor parte del crédito para la movilización de cosechas, y esto hace que dicho crédito se concentre en los exportadores y mayoristas, por la índole de esta producción, en que existen millares de pequeños productores, y se hace necesario acumular stocks suficientes para preparar y exportar en volúmenes adecuados.

En resumen, el régimen natural de lluvias en el país, al determinar las épocas de preparación, siembra y cosechas, determina en cierto modo el régimen de actividad ocupacional y el ritmo de la actividad económica general, porque al afectar principalmente a las exportaciones, determina la fluctuación estacional de la balanza de pagos, ventas, ritmo de acumulación de stocks, ocupación, pago de impuestos y condiciones del mercado monetario. Desde luego, cabe advertir que el período de mayor actividad económica coincide con la estación seca, en que se movilizan las principales cosechas de exportación y de consumo interno, en tanto que el período de más baja demanda coincide, especialmente en la Costa, con la estación lluviosa; no obstante, en esta época se obtiene la mayor parte de la cosecha de cacao, y aumentan apreciablemente las exportaciones de bananos.

La variación estacional, sin embargo, está también bajo la influencia de la división regional del país, aunque ésta no es tan fuerte como para neutralizar a aquella. La economía depende fundamentalmente de sus actividades de exportación, y éstas regulan de modo general la actividad económica en las dos regiones, a través de su incidencia en las fluctuaciones de la demanda interna. En consecuencia, en la época de bajas exportaciones, la demanda de la Costa por los productos de la Sierra tiende a reducirse, y entonces se reduce también la actividad industrial y comercial de esta última región; en cambio, en la época de altas exportaciones, la demanda por los productos de origen industrial de la Sierra crece, lo que coincide con las cosechas en esta región y la mayor actividad industrial.

Cómo se traduce lo anterior en la demanda por crédito y dinero? De modo general, podría decirse que habiendo menor actividad económica, la demanda por dinero y crédito se reduce también estacionalmente. Esto es verdad sólo parcialmente; quedan, sin embargo, dos aspectos importantes: en la agricultura, la necesidad de prefinanciar la preparación y levantamiento de las cosechas, que en buena parte ocurren precisamente en el período estacional de baja, y luego la actividad de acumulación de existencias de productos, que es la fase más importante de la comercialización tanto para el mercado interno como externo, lo cual requiere del financiamiento adecuado; en esta segunda fase juegan un papel importante los intermediarios que compran a miles de pequeños agricultores para acumular stocks suficientes que luego venden a los mayoristas, sea para consumo interno o para exportación, en cuyo caso son los exportadores los que intervienen también en esta fase de financiación y aún de prefinanciación de cosechas. La falta de una buena organización del crédito agrícola se siente precisamente en todas estas fases, pues ello obliga al pequeño y mediano agricultor a desprenderse de su cosecha a precios que no están de acuerdo con los niveles y tendencias prevalecientes en los mercados.

La industria, por otro lado, aprovecha la fase de baja actividad económica para liquidar sus pequeños saldos del perío-

do anterior y prepararse para confrontar la demanda de la nueva estación. Esto implica inversiones anticipadas en stocks de productos elaborados — y de materias primas. Ciertas industrias, como la textil y la de molinería, deben importar materia prima y además comprar la producción nacional de algodón y trigo, que son típicamente estacionales. Igual estacionalidad confronta la industria azucarera, cuya zafra dura de Julio a Diciembre, atrayendo en este período importantes contingentes de mano de obra serrana. Aún la industria de cemento tiene cierta estacionalidad en este aspecto de su producción. Las piladoras de arroz tienen una estacionalidad marcada, y así ocurre también con otras industrias; pero es fundamentalmente la estacionalidad de la demanda de los consumidores, determinada en su origen por la estacionalidad de las cosechas y de las exportaciones, lo que determina de modo preferente la estacionalidad en la producción industrial del país.

Aún ciertas actividades como la de la construcción, que hoy tiene ya una importancia de primer orden en la estructura ocupacional del país, son marcadamente estacionales; esto ocurre tanto en la construcción privada como pública, y ello se refleja en la demanda interna por bienes y servicios, afectando a las restantes actividades económicas.

Las actividades comerciales muestran también la influencia estacional en dos aspectos: el comercio interno y de importación decaen en el período de baja demanda general, con una ligera excepción en la Sierra, donde los meses de lluvia parecen elevar un poco la demanda, que luego decae en el verano, coincidiendo con las vacaciones escolares, la emigración estacional hacia las faenas agrícolas e industriales de la Costa, y las faenas de cosechas en la propia región serrana. Sin embargo, el pago de impuesto a la renta y la necesidad de acumular stocks para el nuevo período estacional de alta demanda, al menos en lo que se refiere al comercio importador, cuyas órdenes toman de tres a cuatro meses en cumplirse, exigen la disponibilidad de dinero y crédito en escala adecuada. El comercio de exportación, por su parte, interviene en el prefinanciamiento y financiamiento de

la producción exportable, lo que exige la disponibilidad de recursos precisamente en el período de bajas ventas al exterior; esta necesidad ha sido suplida en parte por el anticipo de fondos de los compradores extranjeros, por los recursos líquidos que los exportadores tienen en el extranjero, y que por lo general movilizan al país en esta época, y por el crédito interno.

La aparición del banano como primer producto de exportación del país, ha contribuído a moderar un poco la estacionalidad de la exportación, aunque si bien es verdad que la demanda crece en el período Enero-Mayo, la oferta no sigue el mismo ritmo debido a las dificultades de transporte; además, en los últimos dos años han habido dificultades provenientes de la competencia internacional, y últimamente de las enfermedades.

## EL MERCADO MONETARIO Y LAS VARIACIONES ESTACIONALES

Una primera inferencia lógica aparece de la constatación de variaciones estacionales en la actividad económica; la ocupación y el ingreso nacional y personal están también sujetos a estas variaciones.

El régimen de cosechas y la balanza de pagos aparecen así como la fuerza motriz de las variaciones en la demanda interna, jugando un papel secundario otros factores como la estacionalidad de la industria de la construcción, actividad escolar o la estacionalidad de ciertas industrias de transformación. La demanda de crédito varía consecuentemente, pero aparecen otros factores que tienden a mantenerla a un alto nivel, derivados de la necesidad de prefinanciación de la producción agropecuaria e industrial y la acumulación de stocks en el sector comercial. Obedeciendo a la influencia de la balanza de pagos y a las fluctuaciones del ingreso personal y de las empresas, el crédito bancario también fluctúa estacionalmente. En la época de la baja estacional, por ejemplo, las disponibilidades de los bancos disminuyen en la medida en que deben hacer frente a una re-

ducción del volumen de sus depósitos primarios o del ritmo de crecimiento de los mismos a una tasa mayor que la de la demanda por prefinanciamiento.

Esto nos lleva a la conclusión de que el mercado del crédito está caracterizado por dos tipos de demanda: en la época de auge estacional, por la **demanda de financiación corriente** de la producción, exportación y movilización interna de bienes y servicios para uso o consumo corrientes en el país y en el exterior; y en el período de baja estacional, por la **demanda de prefinanciación**, que implica la utilización presente de recursos reales y financieros para recuperarlos en el futuro período de auge estacional de la demanda, además de atender la financiación de la producción y demanda corrientes, que están a un nivel inferior que en el período de auge. Esto se refleja en las siguientes fluctuaciones de índole estacional, en la economía general y en el mercado del dinero y del crédito.

a) **Variación de la base monetaria.**—Como efecto de tres factores concurrentes, en el período estacional bajo se producen los siguientes fenómenos:

- i) **Reducción de la reserva monetaria internacional.**—Esta reducción, efecto de un volumen y valor comparativamente menores de las exportaciones, frente a un volumen y valor comparativamente mayores de importaciones, aumentados con la incidencia de ciertos servicios fijos como el de la deuda externa, refleja, mejor que otros hechos, el desequilibrio estacional de la balanza de pagos. El Banco Central, al absorber un mayor volumen de medios de pago —dinero de reserva— que el que entrega a la circulación, por ejemplo a través del sobregiro fiscal, produce un drenaje de los excedentes de encaje de los bancos, que reduce la posibilidad de expansión del crédito por estos;

- ii) **Recuperación de créditos por el Banco Central.**—Esto tiene el mismo efecto que el déficit de la balanza de pagos sobre la base monetaria, esto es, sobre los excedentes de encaje de los bancos y sus disponibilidades netas libres;
- iii) **Pago del impuesto a la renta y otros impuestos** (inclusive las contribuciones al Seguro Social).—Estos pagos que efectúan los empresarios al finalizar el primer trimestre del año, y el subsecuente depósito de estos fondos en el Banco Central, o su retención en la caja de las instituciones, tienen también un efecto contraccionista, aun cuando éste es moderado en parte por la concesión del sobregiro del Banco Central al Fisco.

La acción combinada de estos factores reduce los depósitos primarios del sistema bancario, y con ello sus excedentes de encaje y disponibilidades netas, reduciendo el crédito bancario en términos absolutos, esto es, los saldos de cartera bajan, y aún puede reducir a niveles mínimos los excedentes de encaje y las disponibilidades netas de los bancos. Sin embargo, éstos han mantenido tradicionalmente un nivel mínimo de liquidez, alcanzado el cual dejan de prestar sin acudir al redescuento en el Banco Central, excepto en unos pocos casos, con lo que la presión por crédito se traslada al Banco Central.

Lo contrario ocurre en el período estacional de expansión. Las exportaciones aumentan más que las importaciones, y esto produce un superávit de la balanza de pagos y la consiguiente recuperación de la reserva; el dinero de reserva emitido por el Banco Central fluye al sistema bancario en forma de depósitos primarios, los bancos ven aumentar sus disponibilidades netas y excedentes de encaje, y con ello pueden afrontar la mayor demanda de crédito que implica la expansión de la actividad económica general. El Banco Central, a su vez, comienza a operar a un ritmo mayor en sus relaciones con el público y Bancos.

El Gobierno aumenta el ritmo de sus inversiones, especialmente en lo que se refiere a obras públicas, y lo propio hacen las demás entidades oficiales. Las industrias de mayor estacionalidad, como la de azúcar, entran en un período de intensa actividad, y de manera general, con el crecimiento de la demanda, crecen la ocupación y el ingreso. El mercado monetario se expande, y los bancos pueden satisfacer ampliamente la demanda por dinero y crédito, pues al mismo tiempo están aumentando sus depósitos a un ritmo mayor que el de los créditos, y la velocidad del dinero aumenta, sirviendo a un número mayor de transacciones por unidad.

b) **Fluctuación estacional de los tipos de cambio y las tasas de interés.**—En los períodos de baja, la moneda nacional se aprecia en términos de otras monedas extranjeras, por dos razones: la primera, la escasa oferta de dinero y crédito, y la segunda, el hecho de que muchos exportadores reciben ingresos anticipados de divisas por concepto de futuras exportaciones, o introducen temporalmente al país sus recursos mantenidos en el exterior, porque resulta más conveniente correr un riesgo de cambio que pagar un alto tipo de interés, aprovechando al mismo tiempo los beneficios extraordinarios que deja el prefinanciamiento de las cosechas de exportación, y que son considerables. El tipo de interés tiende a subir como efecto de la contracción del crédito y la demanda por recursos para la prefinanciación. La demanda de los productores por dinero es mayor que la demanda de los consumidores por los bienes de aquellos en el mercado. Se origina así una brecha **deflacionaria**. Esta se produce porque al reducirse los ingresos de los empresarios y aumentar la necesidad de inversiones anticipadas en preparación del próximo período de expansión, hay un monto no determinado de inversiones para el cual no existe financiación a base de los recursos corrientes de no haber este financiamiento anticipado, el nivel de actividad económica bajaría aún más, produciéndose la brecha deflacionaria que debe ser corregida mediante la creación de dinero nuevo. Si la base monetaria es sufi-

ciente, la prefinanciación deben realizarla los bancos privados; si no lo es, deberá intervenir el Banco Central mediante una política compensatoria adecuada a las necesidades de la prefinanciación y de ninguna manera en forma exagerada, pues esto no haría otra cosa que sembrar un potencial inflacionario que se pondría de manifiesto en el período de expansión estacional.

En el período de alza se produce, por el contrario, una **brecha inflacionaria**, de no oponerse políticas correctivas. Se asienta la tendencia a la expansión, y si ésta es acompañada por una continuada y excesiva creación de dinero, en que incluso coopere el Banco Central, puede darse curso a movimientos inflacionarios que resulta difícil corregir.

c) **Fluctuaciones del ingreso y de la ocupación.**—Ya hemos anotado que el ingreso personal y de las empresas fluctúa estacionalmente, como efecto de la variación en la actividad económica. En el período de auge, los ingresos de los consumidores aumentan, porque aumenta la ocupación y la demanda de los productores por sus servicios; los empresarios ven subir sus ventas y sus beneficios; esto aumenta sus posibilidades de autofinanciación, y les permite ampliar sus actividades, planear nuevas inversiones y también el aumento de sus stocks, aunque éstos están reduciéndose a un ritmo mayor que la posibilidad de aumentarlos, contando con la base de una demanda internacional sostenida por exportaciones. En el período de baja, la ocupación se reduce, pero no al límite que garantiza la demanda sino a uno mayor, porque surge el problema de acumular stocks para la próxima estación, dando origen a la demanda por prefinanciamiento, que al no ser atendida con los recursos existentes, exige la acción compensatoria del Banco Central.

d) **Variación estacional de los gastos e inversiones del sector público.**—La Administración General, que tiene gastos fijos, sufre también los efectos de las variaciones estacionales de la actividad económica y del ingreso. Para atender este déficit estacional, la Ley de Régimen Monetario ha establecido

los créditos que contempla el Art. 60, destinados a mantener a un nivel razonable los servicios e inversiones del Estado. Este tipo de crédito es, por esto, de un marcado carácter antiestacional.

e) **Fluctuaciones en el financiamiento de la producción nacional.**—La financiación de la producción nacional de bienes y servicios, tiene dos fases bien distintas: En la fase de auge estacional, el ingreso proveniente de las exportaciones, con su efecto multiplicador, estimula la demanda interna y la actividad económica general, inclusive la fiscal; las posibilidades de autofinanciación del Estado y los empresarios aumentan, crece su liquidez y pueden pagar los créditos contraídos en el período anterior, quedando a veces remanentes para expansión de actividades y servicios. En el período de baja estacional, la balanza de pagos actúa en sentido contraccionista: los ingresos de los empresarios se reducen y con ello se reduce la capacidad de autofinanciamiento con recursos propios: surge entonces la necesidad de financiación a base de la creación de dinero para complementar los recursos financieros que han de servir para completar el proceso productivo en marcha.

**Métodos para corregir la variación estacional en el mercado monetario.**—Existen varios métodos para corregir la variación en la oferta de dinero, desde el punto de vista estacional:

a) **Política de mercado abierto.**—Fue ensayada por primera vez con algún éxito por los Bancos de la Reserva Federal en la década de 1920, con el fin de eliminar las variaciones estacionales de la tasa de interés. Los Bancos de la Reserva Federal, mediante la compra de valores del Gobierno en poder de los Bancos o del público, proporcionaban reservas al sistema bancario, para mantener el crédito a niveles razonables, eliminando las fluctuaciones estacionales de la tasa de interés. En nuestros países no es posible desarrollar una política de mercado abierto, debido a la escasez de valores del Gobierno en po-

der del público o los Bancos. Se ha pensado en utilizar para ello otro tipo de valores mobiliarios como la cédula hipotecaria; sin embargo, dada la finalidad que tienen estos valores, no sería aconsejable utilizarlos como instrumento de una política de mercado abierto; en todo caso sería conveniente utilizar para ello las cédulas calificadas. (1) La Ley de Régimen Monetario, contempla en su Capítulo III, Art. 69 al 73, la posibilidad de utilizar diversos instrumentos de la política de mercado abierto, para operar con fines estabilizadores. Una de las agencias que estaría en capacidad de cooperar en este tipo de política, sería la Comisión Nacional de Valores; es ella la institución destinada a servir de núcleo central de un auténtico mercado de valores, y a canalizar el ahorro privado hacia las inversiones de desarrollo. Un esfuerzo para que esta entidad cumpla las finalidades que tuvieron en mente quienes propugnaron su establecimiento, tendría el efecto de poner en manos del público valores que en un momento dado servirían para realizar mejor una política de mercado abierto y, sobre todo, hacer que el Estado acuda a su propio crédito — y no al del Central— cuando requiera financiamiento adicional para sus gastos e inversiones.

b) **Tasa de redescuento.**—Otro método consiste en reducir en el período estacional bajo, las tasas de redescuento, para estimular las operaciones del sistema bancario con el Banco Central, proveyendo así las reservas adicionales para una expansión adecuada del crédito. Sin embargo, tanto en los países más desarrollados como en los menos desarrollados, los Bancos

---

(1) La cédula calificada es un valor mobiliario que, al igual que la cédula hipotecaria común, se emite por el Banco Nacional de Fomento y los bancos privados, con garantía hipotecaria, pero debido a la calificación previa que sobre las emisiones efectúa la Comisión Nacional de Valores, estos valores pueden negociarse a la par en dicho organismo, el que también garantiza la recompra a la par, a los tenedores de cédulas calificadas. El crédito así otorgado sirve para financiar inversiones destinadas a promover el desarrollo agrícola o industrial del país.

Privados tienen la tendencia a no recurrir al redescuento sino en circunstancias excepcionales.

c) **Variación de los requisitos de encaje.**—Este sistema consiste en reducir los porcentajes del encaje en el período estacional bajo, con el fin de ampliar la base monetaria y permitir la expansión del crédito con fines de prefinanciamiento, evitando que la ocupación y la actividad económica se reduzcan considerablemente. No es posible adoptar este sistema en forma automática, ya que las variaciones estacionales no tienen una recurrencia exacta, pues están influenciadas además de los factores naturales, que son variables, por la fase particular del ciclo en que ocurren, por el momento particular del desarrollo porque atraviesa un país, por los propios esfuerzos en pro de ese desarrollo, y por múltiples factores sociales y políticos, que exigen la presencia permanente de la autoridad monetaria, con el fin de que no se escapen a su análisis de los problemas del mercado del dinero y del crédito, los innumerables factores que sobre él operan en cada momento determinado.

d) **Métodos selectivos.**—Los sistemas de control selectivo del crédito, destinados fundamentalmente a reducir la demanda de dinero y crédito, pueden aplicarse en forma inversa para promover una expansión del crédito en las direcciones deseadas, reduciendo el nivel de las restricciones sobre la demanda, cuando así convenga desde el punto de vista de la autoridad monetaria. Si estuviesen en vigor los depósitos anticipados de importación, por ejemplo, que constituyen un instrumento de control selectivo tanto de las importaciones como del crédito, podría reducirse estacionalmente su nivel para permitir al comercio importador mantener sus pedidos a niveles compatibles con una prudente acumulación de existencias en el período estacional bajo, siempre y cuando así lo garanticen las condiciones y perspectivas de la balanza de pagos. En determinadas circunstancias, al mismo tiempo que las autoridades monetarias deciden una expansión monetaria de tipo compensatorio anties-

tacional, se requiere una salvaguardia que proteja la balanza de pagos contra una presión indebida de la demanda por importaciones, proveniente de la expansión monetaria; en el Ecuador, la experiencia de 1955 y 1956 demuestra que los depósitos anticipados de importación, que operan directamente sobre dicha demanda, y además ayudan a controlar otros efectos indeseables de la expansión secundaria resultante, parecen haber desempeñado esta función de salvaguardia con algún éxito.

El problema de utilizar la política compensatoria antiestacional se complica, sin embargo, en los países poco desarrollados, por el factor limitante que impone la balanza de pagos a la acción de las autoridades monetarias. Esto ocurre principalmente en las economías típicamente de exportación como la nuestra, en las cuales la posición de la balanza de pagos y el nivel de la reserva monetaria internacional juegan un papel preponderante en la acción de las autoridades monetarias. Por ejemplo si la reserva internacional es baja y el período de auje estacional inmediatamente anterior ha dejado al sistema bancario bien provisto de reservas, sería poco plausible embarcarse en una política antiestacional de carácter compensatorio, que continúe la expansión a costa de la reserva monetaria. Las perspectivas de la demanda internacional por los productos de exportación, o las condiciones de oferta de éstos en el propio país, deben entrar también en el análisis con el fin de no imponer factores de desequilibrio que luego resulta difícil corregir. Si, en otro ejemplo, el Gobierno del País está desarrollando una política fiscal deficitaria, con recursos del Banco Central, resultaría contraproducente embarcarse en una política compensatoria que no tome en cuenta aquel factor expansionista.

De todo lo anterior se concluye que la política compensatoria antiestacional no debe constituir un fin en sí misma, sino un instrumento cuya utilización debe ajustarse a las conveniencias de más largo plazo de una política de estabilidad monetaria y de acumulación de reservas internacionales que esté de acuerdo con las necesidades del crecimiento económico.

En alguna ocasión se ha propuesto la adopción de un requisito de encaje variable, que se ajuste en cierto modo automáticamente a las variaciones estacionales de la actividad económica y de la oferta de dinero y crédito, con sentido anti - estacional. La primera y fundamental objeción a una propuesta de este género, es la de que al variar el encaje (o reserva de depósitos) en forma automática, se pierden de vista importantes aspectos de orden institucional y psicológico, así como la posición de la reserva monetaria y las perspectivas de la balanza de pagos, la expansión del período anterior de auge estacional, la fase particular del ciclo económico por la que atraviesa la economía, los esfuerzos del desarrollo que está realizando un país, con sus inversiones correspondientes, y los efectos generales de la política fiscal sobre la economía. La tarea de la autoridad monetaria es precisamente la de estar atenta a todo el complejo de fenómenos que operan en el campo monetario, crediticio y cambiario, con el fin de regularlos adecuadamente y mantener la estabilidad que especialmente en ese campo requiere la economía para su normal desenvolvimiento. Lo antedicho se refiere especialmente a la experiencia ecuatoriana de 1955 - 56, en que el Banco Central pudo efectuar su acostumbrada política compensatoria antiestacional, no obstante la política fiscal deficitaria y una posición peligrosa en la balanza de pagos, debida principalmente al deterioro de la relación de intercambio por causa de la baja de precios del cacao y el café, todo lo cual alentó las tendencias especulativas sobre una posible devaluación del sucre. En estas circunstancias, los depósitos de importación cumplieron un papel significativo, porque mientras el Banco Central ejerció su política compensatoria, mediante su acción directa en el mercado monetario, impidió a través de tales propósitos que el comercio importador aprovechara su refinanciamiento para aumentar desmedidamente sus órdenes al exterior. El efecto de esta medida de naturaleza eminentemente monetaria, equivale, en términos generales, al que se produciría con una elevación del nivel de encaje legal de los bancos privados, sólo que actúa en forma mucho más selectiva y cumple dos objetivos: a) Uno de tipo monetario

propriadamente dicho, al exigir anticipadamente la cantidad requerida en moneda nacional, para financiar el mismo volumen de importaciones, lo que ejerce presión sobre los recursos líquidos de los importadores y, por ende, de los bancos y otros tenedores de tales disponibilidades, las que disminuyen al ser transferidas al Banco Central, restándose también con ello la capacidad de monetizar el crédito, al mismo tiempo que eleva el costo de financiación, porque el dinero en depósito bajo tales condiciones no sólo que no gana interés alguno, sino que además, el importador debe satisfacer intereses al procurarse el dinero necesario para constituir el depósito. b) Otro de carácter cambiario, porque al limitar la capacidad financiera del importador, restringe su demanda por nuevas importaciones y le obliga a reducir al mismo tiempo el volumen acumulado de sus existencias de mercaderías.

En 1957, al mejorar las perspectivas del comercio exterior ecuatoriano, se decidió una reducción considerable del nivel de restricciones, pero al mismo tiempo el Banco Central adoptó una actitud neutral, que dejó en manos de la banca privada, exclusivamente, el financiamiento compensatorio antiestacional. Esto produjo un reajuste saludable en el campo monetario, requerido para completar el restablecimiento de la confianza en el mantenimiento de la estabilidad monetaria interna y externa, y preparar al país para un nuevo avance en su proceso de desarrollo.

Lo anterior revela la conveniencia de que, dada la naturaleza misma de este problema y tomando como punto de partida la posición de la reserva monetaria internacional y las nuevas inversiones públicas y proyectos de desarrollo en ejecución o por iniciarse, la autoridad monetaria no puede adoptar medidas de carácter automático, sino que cada una de sus decisiones debe ser el reflejo de las condiciones en los diversos sectores e índices de la situación económica general, entre los cuales merecen especial atención las perspectivas de la balanza de pagos, que sintetiza en cierto modo las condiciones tanto externas como internas de la economía.

Es lógico que la aptitud de cautela de la política monetaria, no merezca la aprobación de todos los sectores, particularmente de

aquellos que son afectados por la restricción crediticia. Esto es simplemente natural y humano. Pero la política monetaria es uno de aquellos asuntos en que no se toman decisiones para obtener el aplauso público, sino para corregir una situación de desequilibrio o ayudar al normal desenvolvimiento de las actividades económicas, entre las cuales deben merecer consideración especial las que tienen relación directa con el desarrollo.

### **Manejo del Encaje Bancario**

En la década de 1930, los encajes bancarios fueron considerados como uno de los más poderosos y efectivos instrumentos de política monetaria, particularmente en los Estados Unidos; sin embargo, ante la enorme afluencia de oro en ese país — y en la Argentina de 1935 a 1938— debido a las condiciones políticas de Europa, fue necesario adoptar otras medidas, y especialmente reforzar el efecto de los encajes bancarios mediante arbitrios de la política de mercado abierto. Durante la Segunda Guerra Mundial, la política monetaria en general estuvo subordinada a la política fiscal, empeñada en financiar la guerra en los países beligerantes. En los países de América Latina, no directamente beligerantes, la enorme expansión monetaria originada en una balanza de pagos muy favorable y la imposibilidad de poder utilizar los altos niveles de reservas monetarias internacionales, hizo necesaria la adopción de medidas complementarias a las alzas de los encajes bancarios, para controlar la inflación y fue así como, entre otras medidas, se adoptó la emisión de certificados oro por el Banco Central, para absorber una buena parte del exceso de liquidez de los Bancos; además, los cambios del encaje se hicieron en forma gradual, para evitar cualquier efecto desfavorable sobre los bancos pequeños. Esta fue la forma de doble encaje, adoptada en el Ecuador en 1943; sin embargo, en 1944 se eliminó el encaje secundario de certificados oro, y luego se redujo el encaje primario mínimo hasta que en 1948 con la expedición de la Ley de Régimen Monetario, el control de su manejo pasó a la Junta Monetaria, que a su vez lo redujo hasta su nivel

actual de 25% para los depósitos monetarios y de plazo menor, y de 15% para los de plazo mayor y de ahorro.

Pasado el período inmediato de portguerra, en que la corrección de los procesos inflacionarios en marcha en muchos países exigió la adopción de medidas a veces drásticas, surgió como reacción a la subordinación en que la política fiscal mantuvo a la política monetaria en el período bélico y post-bélico un poderoso vigorizamiento de esta última, que se hizo ostensible en Europa y particularmente en los Estados Unidos, donde la Federal Reserve Board decidió a su favor el conflicto con la Secretaría del Tesoro acerca de los puntos de vista que ambos mantenían en el manejo de la deuda pública, y que hacía inaplicables las herramientas tradicionales de control monetario, inclusive el manejo del encaje bancario, ante una banca privada bien provista de valores del Gobierno que podía transformar en efectivo a voluntad, y la política fiscal de mantener la deuda a bajo tipo de interés, lo que exigía la acción de soporte de los Bancos de la Reserva Federal.

En la actualidad las fluctuaciones del encaje constituyen nuevamente uno de los más eficaces instrumentos de la política monetaria, y se han adoptado formas nuevas de aplicación en las modernas legislaciones sobre banca central, vigentes en muchos países del mundo, como el sistema de encajes marginales, que también existe en la legislación ecuatoriana.

Cuál es el significado del encaje? Al esterilizar en el Banco Central una parte del dinero de reserva en poder del sistema bancario, se regula el poder de creación de dinero por éstos. Si el encaje bancario es del 25%, el poder teórico de creación de dinero por los bancos será el cuádruplo del encaje; sin embargo, esta creación es también una función del drenaje de caja que soportan los bancos para atender a las transacciones del público, drenaje que a su vez está regulado por la costumbre de utilizar especies monetarias para estas transacciones, lo que exige de los Bancos la necesidad de mantener disponibilidades líquidas en Caja, con lo cual se reduce su poder de creación de dinero. Factores de orden especulativo pueden también incidir en este

poder. Además, como sucede en nuestro país, los bancos mantienen excedentes mínimos de encaje para aumentar su liquidez. Cuando existen encajes diferenciales, para depósitos no monetarios y monetarios, como en el caso de nuestro país, en los períodos de restricción crediticia, los bancos pueden hacer arreglos con sus clientes importantes para trasladar sus fondos de cuenta corriente a depósitos a plazo, sobre los que existen menores requisitos de encaje, a fin de poder tener una mayor capacidad de expansión del crédito. Esta experiencia parece haber ocurrido en años recientes en ciertos países latinoamericanos.

En el caso de nuestro país, si tomamos como ejemplo el saldo del encaje legal a Junio de 30 de 1.957, encontraremos que éste fue de 188.5 millones de sucres, sobre un total de depósitos monetarios y de plazo mayor y menor, de 805.6 millones de sucres, lo que equivale a una reserva efectiva del 23.4%. Sobre esta base, el poder teórico de creación de dinero por los bancos privados es de más de 4 veces. Sin embargo, a la misma fecha, los bancos tenían disponibilidades totales, excluidos los depósitos interbancarios y en moneda extranjera, de 282.0 millones de sucres, equivalentes a un encaje efectivo del 35%, lo que reduce el poder teórico de creación de dinero a uno efectivo de cerca de tres veces dicha reserva global. (1).

---

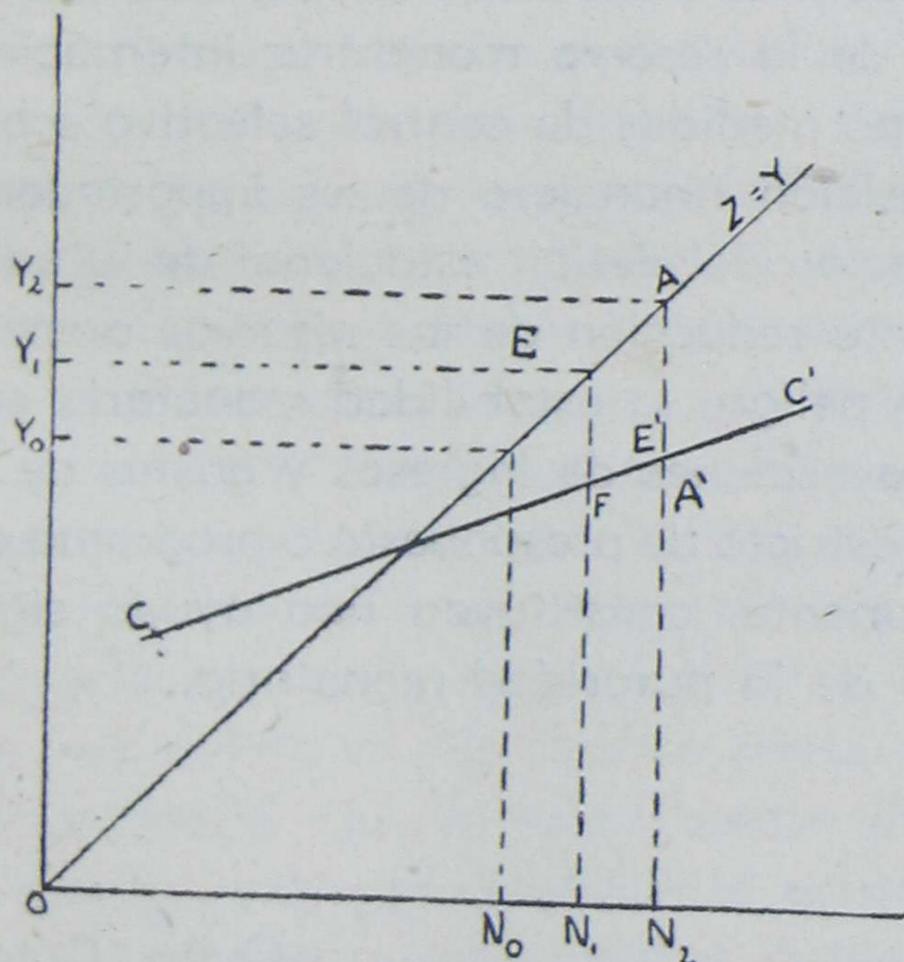
(1) En ocasiones se critica a los Bancos Privados por no utilizar al máximo sus disponibilidades netas o lo que se denomina sus "excedentes de encajes", para continuar expandiendo el crédito. Existen varias razones en favor de la actitud de cautela del sistema bancario, y una de ellas es la de que, como en cualquier negocio de intermediación —y el de dinero y crédito es uno de ellos— es necesario disponer de un margen de seguridad para operar y, además, de un stock de la mercancía en que se negocia, según sea el volumen de las ventas, puesto que el encaje legal no les habilita para hacer frente a cambios inesperados, ya que como herramienta de control monetario carece de flexibilidad desde el punto de vista de las empresas bancarias. Esto es más evidente en los períodos (estacionales o cíclicos) de restricción crediticia, cuando dichos márgenes de seguridad alcanzan un mínimo.

Lo anterior es relevante para apreciar el efecto que tendría en la oferta monetaria una reducción del encaje mínimo. Así por ejemplo, a base de la situación al 30 de Junio, por cada uno por ciento que se reduzca el encaje, se libera dinero de reserva equivalente a 8.0 millones de sucres, lo que supone la posibilidad de monetizar crédito por un monto de alrededor de 24 millones de sucres, con la circunstancia de que el poder de creación de dinero sube aceleradamente a medida que se reduce la tasa del encaje. Esto revela la importancia que tiene, desde el punto de vista del control monetario, esta poderosa herramienta de política monetaria, y la necesidad que existe, en casos como el de las llamadas economías de exportación, que operan con frecuencia con niveles reducidos de reservas monetarias internacionales, de acompañar estos cambios con depósitos de importación, que den la seguridad de que la expansión no tendrá un efecto sensible sobre la demanda por importaciones, intensificando el déficit estacional de la balanza de pagos. Las decisiones de las autoridades monetarias al respecto, deben, sin embargo, considerar los demás factores ya mencionados en otra parte de este trabajo, para que así sea factible el prefinanciamiento sin menoscabo del propósito fundamental de mantener la estabilidad monetaria, tanto interna como externa, que con tanto afán ha realizado la autoridad monetaria en cerca de una década, en el caso del Ecuador.

## RESUMEN Y CONCLUSIONES

1.—La economía ecuatoriana está sujeta a una recurrente y marcada fluctuación estacional, que tiene dos fases asociadas a su balanza de pagos y actividad económica interna: a) una fase de baja, que comienza a hacerse presente al finalizar el año y que dura hasta alrededor del mes de Mayo, y, b) una fase de expansión, que se inicia al rededor de Junio y dura hasta fines del año. En un modelo teórico, el gráfico que sigue representaría, en términos reales, la fluctuación estacional,  $Y_2$  y

$N_2$  representan el período de auge estacional en la ocupación y el ingreso;  $Y_0$  y  $N_0$  representarían el período de máxima contracción de la ocupación y el ingreso, de no existir la inversión anticipada necesaria para atender la demanda del período de expansión estacional; este volumen de inversiones anticipadas está representado por  $EE'$ , que en buena parte son inevitables porque están asociados a los gastos requeridos para obtener las cosechas; son estas inversiones que requieren el prefinanciamiento adecuado, con lo cual se consigue elevar el nivel del ingreso y la ocupación a  $Y_1$  y  $N_1$ . En el aspecto industrial y comercial, es simplemente lógica la actitud de los empresarios, que se anticipan a la expansión de la demanda, lo que depende también en buena parte de sus expectativas respecto del futuro inmediato, regidas en mucho por las perspectivas de la balanza de pagos, la política monetaria y fiscal, etc. En el propio campo agrícola, las expectativas de los productores, como sucede en el caso del arroz, están regidas además por los resultados de la cosecha inmediata anterior, especialmente los precios, que determinan su actitud en los nuevos cultivos, así como las perspectivas de la demanda.



2.—Dada la contracción que en el campo monetario y crediticio origina el déficit estacional de la balanza de pagos, es necesario, en la mayoría de los casos, complementar los recursos de los empresarios con dinero nuevo para atender las actividades de prefinanciamiento. Esta decisión debe estar basada, sin embargo, en numerosos factores de orden interno y externo entre los cuales reviste especial importancia la política fiscal, las perspectivas de la balanza de pagos, el nivel de las reservas monetarias internacionales y la liquidez de la banca privada, que quizás podría permitirle atender este prefinanciamiento sin el concurso del Banco Central.

3.—Dadas las circunstancias anotadas, y que las variaciones estacionales no tienen una recurrencia exacta, porque están regidas por factores naturales, políticos y sociales, y además directamente influenciadas por el ciclo económico internacional, a través de las fluctuaciones en la demanda y precios por nuestras exportaciones, no es conveniente expedir reglas automáticas que regulen las fluctuaciones del encaje bancario, con carácter compensatorio.

4.—Es necesario que cualquier política compensatoria que se adopte, con sentido antiestacional, considere fundamentalmente la posición de la reserva monetaria internacional, utilizando al mismo tiempo medidas de control selectivo sobre las importaciones y la posición financiera de los importadores, para evitar una intensificación del déficit estacional de la balanza de pagos y la consiguiente reducción de las reservas monetarias, que podrían poner en peligro la estabilidad monetaria externa. En este sentido, las proyecciones de ingresos y gastos de divisas, sin tener un sentido estricto de presupuesto o programa que ha de cumplirse taxativamente, constituyen una ayuda significativa para las previsiones de la autoridad monetaria.

Quito, Octubre 1957