



BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA DOMINICANA

F
0144



**XVIII Reunión de
técnicos de Bancos
Centrales del Continente
Americano**

**EL PRESUPUESTO GUBERNAMENTAL Y LA OFERTA MONETARIA EN
ECONOMIAS PETROLERAS ABIERTAS: TRINIDAD Y TOBAGO
1973 - 1980**

Por Terence W. Farrell

Santo Domingo
1-6 noviembre 1981
República Dominicana

F
0144

EL PRESUPUESTO GUBERNAMENTAL Y LA OFERTA MONETARIA EN ECONOMIAS PETROLERAS ABIERTAS: TRINIDAD Y TOBAGO, 1973 - 1980

por Terence W. Farrell

(Preparado para la XVIII Reunión de Técnicos de Bancos Centrales del Continente Americano, Santo Domingo, República Dominicana, 1 al 6 de noviembre de 1981).

BIBLIOTECA
815080

Departamento de Investigaciones

Banco Central de Trinidad y Tobago

Julio de 1981

EL PRESUPUESTO GUBERNAMENTAL Y LA OFERTA MONETARIA EN ECONOMIAS PETROLERAS ABIERTAS : TRINIDAD Y TOBAGO DE 1973 a 1980

por Terence W. Farrell

Tanto el modelo neo-Keynesiano como los macromodelos monetaristas de las economías metropolitanas han subrayado las vinculaciones entre presupuesto gubernamental con su modo de financiamiento y variación con los agregados macroeconómicos clave. Inclusive, algunos monetaristas han sostenido que los déficits de los gobiernos pueden tener una importante influencia sobre la expansión de la oferta monetaria y por ende, en la aceleración de las tasas de inflación. (1) Los déficits en los presupuestos oficiales también han sido identificados por los estructuralistas latinoamericanos como una de las mayores influencias sobre el proceso inflacionario latinoamericano y otros países del tercer mundo. (2)

A pesar de los anteriores esfuerzos, continúa siendo válido el que las ligas

BANCO CENTRAL DE LA REP. DOM.
BIBLIOTECA

09-359
22/02/06

fan.

entre el sistema fiscal y el sistema monetario no han sido explorados apropiadamente por lo que se refiere a economías abiertas y dependientes. Tal es positivamente el caso de las naciones del Caribe y el de algunas economías dependientes exportadoras de petróleo en los últimos tiempos, donde se ha presentado la aparente paradoja de un excedente presupuestario y una oferta monetaria en expansión junto con una creciente actividad económica. (3)

Resulta igualmente importante identificar, en términos generales, los diversos factores que ejercen su influencia sobre la oferta monetaria, ya que actualmente está emergiendo un consenso en el sentido de que el crecimiento y la variación en la oferta monetaria puede tener implicaciones importantes en cuanto al nivel de la actividad económica y la tasa de inflación. La identificación de los factores que influyen sobre la oferta monetaria y su importancia cuantitativa, resulta especialmente importante en el caso de las economías dependientes abiertas, donde la oferta monetaria es evidentemente endógena. Tal identificación permitiría una posterior estimación del grado al que es posible controlar la oferta monetaria.

1. El Déficit en el Presupuesto Nacional (4)

El análisis macroeconómica convencional de la relación que existe entre el presupuesto gubernamental y la oferta monetaria en una economía cerrada, suele comenzar con las restricciones gubernamentales de índole generalizada:

$$G = T + \Delta D + \Delta H_C \quad (1)$$

donde G es el gasto gubernamental total, T equivale a los ingresos totales del gobierno, ΔD es el cambio en la deuda gubernamental total, y ΔH_C es el

cambio en dinero de alto poder (base monetaria) proveniente de un cambio en el crédito neto del Banco Central. La Ecuación (1) nos muestra, de hecho, cómo se financian los gastos del gobierno. En el caso de una economía cerrada grande, con mercados financieros bien desarrollados, el déficit en el presupuesto del gobierno ($G - T > 0$) se financia ya sea incrementando el monto de la deuda interna (tomando prestado del sector privado) o expandiendo el monto del dinero base (tomando prestado del Banco Central), o bien mediante una combinación de ambos métodos.

En una economía abierta se dispone de un tercer modelo de financiamiento, es decir, los préstamos extranjeros, por lo que tenemos:

$$G - T = \Delta D_d + \Delta D_f + \Delta H_c \quad (2)$$

donde ΔD_f es el cambio en la deuda exterior por pagar, y ΔD_d es el cambio en la deuda interna por pagar. (5)

Las ecuaciones (1) y (2) son identidades y por lo tanto se sostienen para cualquier tiempo. Sin embargo, las variables ΔD_d , ΔD_f y ΔH_c no son independientes entre ellas y es probable que tras un cierto tiempo habrá cambios que compensen los cambios en estas variables. Por ejemplo, si se financia un déficit tomando prestado en el sector privado (ΔD_d), entonces, en ausencia de una acción compensatoria por parte de la banca comercial, se producirá una reducción temporal del dinero base (ΔH) y, ceteris paribus, una contracción temporal de la oferta monetaria. Esta reducción en la base monetaria y en la oferta monetaria se revertirá al irse produciendo los gastos gubernamentales.

El período a lo largo del cual se examinan estos cambios resulta importante, ya que los cambios a corto plazo pueden desviarse un poco de los cambios a plazo mediano y largo. Otra implicación importante más de la relación que se expresa en la ecuación (2) es que la determinación de cuatro (4) cualquiera de las cinco variables que contiene determinan automáticamente la quinta variable.

Las consideraciones sobre las restricciones presupuestarias generales nos llevan a opinar que el déficit presupuestario financiado mediante la creación de dinero de alto poder será expansionista y, a la inversa, que los excedentes del presupuesto que requieren de la extinción del dinero base, será contractionista. Sin embargo, en las economías exportadoras de petróleo, donde los préstamos internos al gobierno han sido escasos o insignificantes en los últimos tiempos, un excedente total del presupuesto se ha asociado a una rápida expansión de la oferta monetaria y esta paradoja aparente requiere de mayores explicaciones.

La aparente paradoja se resuelve si se toma en cuenta que son los gastos gubernamentales internos los que constituyen una inyección a la corriente de flujos monetarios, y son igualmente los ingresos gubernamentales internos los que constituyen un retiro de la corriente de flujos monetarios. Si los egresos gubernamentales internos exceden los ingresos internos, es decir, si tenemos un déficit en el presupuesto interno, ello constituye una inyección neta a la oferta monetaria. En el caso de los países exportadores de petróleo, los ingresos provenientes del sector petrolero, que constituyen con mucho la mayor parte

de los ingresos totales, ingresan en forma de divisas extranjeras y por ello no representan un retiro de la corriente de flujos monetarios internos. Un desglose apropiado de la posición presupuestaria total ilustra que un déficit en el presupuesto interno - y por ello la expansión de la oferta monetaria - es totalmente consistente con un excedente presupuestario general:

$$G - T = (G_f - T_f) + (G_d - T_d) < 0 \quad (3)$$

donde G_f y T_f son los ingresos y egresos exteriores respectivamente, y G_d y T_d son los ingresos y egresos internos. $G_d - T_d (> 0)$ es el déficit presupuestario interno.

El déficit presupuestario interno puede ser financiado ya sea (i) tomando prestado en el sector privado interno, ΔD_d (ii) tomando prestado del Banco Central, ΔH_c (iii) la reducción de los excedentes acumulados, o un poco más remotamente, por (iv) préstamos obtenidos en el exterior.

$$G_d - T_d = \Delta D_d + \Delta D_f + H_c + (T_f - G_f) \quad (4)$$

el $(T_f - G_f)$ de la ecuación (4) es el excedente presupuestario en cuenta de divisas extranjeras, que se puede monetarizar para financiar el déficit en el presupuesto de la cuenta interna. El excedente presupuestario en cuenta de divisas extranjeras tiene su contraparte en el incremento de los depósitos del gobierno en el Banco Central, que se refleja en la ecuación (4) en una reducción en el crédito neto del Banco Central, o sea ΔH_c .

En las economías exportadoras de petróleo dependientes, estas maneras alternativas de financiar el déficit presupuestario interno no son todas igualmente fac-

tibles. El tomar préstamos del público, ΔD_d , queda limitado por el hecho de que los mercados financieros internos realmente no son lo suficientemente amplios ni profundos como para financiar un déficit presupuestario de cierta magnitud. Los valores del gobierno se emiten en cantidades relativamente pequeñas, para fomentar el crecimiento de los mercados financieros, y tal vez para crear los activos para que las instituciones financieras pueden llenar las relaciones de activos localmente estipuladas. Los préstamos del Banco Central, ΔH_C , pueden quedar limitados por reglamentaciones sobre la cantidad de valores gubernamentales que pueda poseer el Banco Central. Los préstamos del exterior, ΔD_f , para financiar el gasto interno, en general, debe evitarse a menos que las actividades generadas gracias a él sean capaces de generar divisas extranjeras suficientes para pagar el préstamo.

Esto nos deja el uso de los superávits acumulados, como método principal de financiar los déficits presupuestarios internos en economías exportadoras de petróleo dependientes. La identificación de estas opciones de financiamiento es importante, porque tienen diversas implicaciones para el proceso de la determinación de la oferta monetaria.

2. El Déficit en el Presupuesto Interno y la Oferta Monetaria.

En esta sección se especifica cómo el déficit presupuestario se relaciona con la oferta monetaria. Dada la siguiente identidad básica:

$$M_2 = C_p + DD + TD + SD \quad (5)$$

donde M_2 es la oferta monetaria amplia, C_p es la moneda en manos del público, y DD , TD y SD son los depósitos a la vista, los depósitos a plazo y los depósitos en cuentas de ahorro, respectivamente. Observando la igualdad entre activos y

pasivos en bancos comerciales así como la composición de sus activos, tenemos:

$$M_2 = C_p + C_b + LA_p + L_{bg} + U_b \quad (6)$$

donde C_b es el efectivo en caja, R son las reservas de la banca comercial (o sea, depósitos en el Banco Central), LA_p son los préstamos y adelantos al sector privado, a las empresas públicas y a las autoridades, L_{bg} son los créditos de la banca comercial al gobierno central, y U_b son 'otros activos' menos 'otros pasivos'. (6)

Los tres (3) primeros elementos de la ecuación (6), o sea $C (=C_p + C_b)$ y R , son elementos de pasivo en el balance del Banco Central y de hecho constituyen la base monetaria. Tales datos pueden expresarse en términos de otros elementos (activos y pasivos) del balance del Banco Central. Por lo tanto:

$$M_2 = NFA + (GB-GD) + BA + U_c + LA_p + L_{bg} + U_b \quad (7)$$

donde NFA son los activos externos netos del Banco Central, GB son los préstamos que toma el gobierno, GD los depósitos gubernamentales, BA son los préstamos que toma la banca comercial y U_c son 'otros activos' menos 'otros pasivos'. (7) La ecuación (7) puede interpretarse adecuadamente en cambios discretos a lo largo de un lapso específico:

$$\Delta M_2 = \Delta NFA + \Delta(GB-GD) + \Delta BA + \Delta LA_p + \Delta L_{bg} + \Delta U_b \quad (8)$$

La variación en activos netos del exterior (ΔNFA) puede desglosarse en el cambio que surge de las transacciones extranjeras del sector privado (ΔNFA_p), los cambios producidos por las transacciones gubernamentales (ΔNFA_g), y los cambios creados por las transacciones en las cuentas propias del Banco Central, ΔNFA_{cb} . En consecuencia, podemos escribir la siguiente ecuación:

$$\begin{aligned} \Delta M_2 = & \Delta NFA_g + \Delta NFA_p + \Delta NFA_{cb} + \Delta(GB - GD) + \Delta BA + \Delta LA_p + \Delta L_{bg} \\ & + \Delta U_b + \Delta U_c \end{aligned} \quad (9)$$

El impacto del déficit en el presupuesto interno sobre la oferta monetaria dependerá esencialmente de cómo y dónde se acumulan los ingresos por divisas extranjeras en el sistema bancario. En el caso de las naciones exportadoras de petróleo, tales ingresos han adoptado la forma de incrementos en los activos netos en divisas en la cuenta del gobierno (ΔNFA_g) y, a la vez, desde el punto de vista de los pasivos, también aumentos en los depósitos gubernamentales en el Banco Central (ΔGD). (8)

A partir de la ecuación (4) más arriba, podemos decir:

$$G_d - T_d = \Delta D_d + \Delta D_f + \Delta(GB - GD) + (T_f - G_f) \quad (10)$$

$\Delta(GB - GD)$ es el crédito total neto del Banco Central al gobierno, que, en el caso de las naciones exportadoras de petróleo, será negativo y cuantioso, por el volumen de ΔGD proveniente de acumulación de divisas extranjeras. De hecho, el gobierno es el prestamista neto al Banco Central, en vez de ser el prestatario.

Si, por otra parte, vemos que:

$$\Delta NFA_g = \Delta D_f + (T_f - G_f) \quad (11)$$

de donde

$$\Delta NFA_g = (G_d - T_d) - \Delta D_d - \Delta(GB - GD) \quad (12)$$

Si insertamos la expresión correspondiente a ΔNFA_g en la ecuación (12) en la identidad de la ecuación de la oferta monetaria de la ecuación (9), obtendremos:

$$\begin{aligned} \Delta M_2 = & (G_d - T_d - D_d) + \Delta NFA_p + \Delta NFA_{cb} + \Delta BA + \Delta LA_p + \Delta L_{bg} \\ & + \Delta U_b + \Delta U_c \end{aligned} \quad (13)$$

La expresión $(G_d - T_d - \Delta D_d)$ puede considerarse como el déficit neto del presupuesto interno. (9) Aisla aquella porción del déficit en el presupuesto interno cuyo modo de financiamiento da por resultado una expansión de la moneda base y de la oferta monetaria. El acudir a préstamos del sector privado, o sea de la banca comercial, así como del público no bancario, aparte de los efectos que ejerce sobre la distribución, dejará invariable el acervo de moneda base y la oferta monetaria a largo plazo. A corto plazo, habría efectos diferenciales, dependiendo de si el financiamiento se hace a través de préstamos bancarios, ΔL_{bg} , o recurriendo a préstamos del público no bancario, ΔB /(10)

La ecuación (13) relaciona la expansión de la oferta monetaria amplia a: (i) el déficit neto en el sector privado, (iii) los préstamos hechos por el Banco Central a la banca comercial, de haberlos, ΔBA ; (ii) las salidas (netas) de divisas extranjeras del sector privado, ΔNFA ; (iv) créditos de la banca comercial al sector privado, ΔLA_p ; y (v) 'otros' $\Delta U (= \Delta U_b + \Delta U_c)$. Por ello, vemos que la oferta monetaria está determinada por los actos del gobierno, inclusive el Banco Central, del público no bancario, y de la banca comercial.

El proceso de la expansión de la oferta monetaria en las economías exportadoras de petróleo dependientes, pueden contemplarse de la siguiente manera. Al inicio del período se produce un ingreso de divisas extranjeras provenientes de la tributación del sector petrolero, T_f , y tal vez de los empréstitos del exterior, ΔD_f , que se acumulan en la cuenta del gobierno, y que provoca

un incremento en los activos en divisas extranjeros netos, ΔNFA_g , y un aumento similar en los depósitos gubernamentales, ΔGD . Hasta este punto, aún no han quedado afectada ni la base monetaria ni la oferta monetaria (ecuación (9)). Los depósitos gubernamentales se emplean para financiar el déficit neto en el presupuesto interno. Ello constituye una inyección de fondos al sector privado y produce una expansión de la moneda base y de la oferta monetaria. El incremento neto en la oferta monetaria, sin embargo, dependerá de la medida en que el sector privado extingue el dinero primario o base durante el período, ya sea incurriendo en un déficit en su balanza de pagos, ΔNFA_p , o bien prestando al gobierno, ΔD_d . La oferta monetaria también quedará aumentada durante el período por la expansión de los créditos de la banca comercial al sector privado, ΔLA_p y los préstamos tomados por la banca comercial al Banco Central, ΔBA . (11) En la siguiente sección se evalúa la influencia del déficit en el presupuesto interno y otras determinantes sobre la oferta monetaria en Trinidad y Tobago a lo largo del período comprendido de 1973 a 1980.

3. El Déficit del Presupuesto Interno, Salidas de Divisas Extranjeras, Créditos Bancarios y Expansión de la Oferta Monetaria, de 1973 a 1980.

Aunque resulta relativamente fácil especificar los componentes de la oferta monetaria tal como aparece en la ecuación (13), es mucho más difícil, en cambio, definir y estimar las correlaciones empíricas de estas determinantes. En esta sección intentamos definir tales correlaciones, así como examinar el comportamiento de la oferta monetaria y sus componentes en el período comprendido de 1973 a 1980.

La oferta monetaria amplia, M_2 , creció más rápidamente en la década de los años 70, que en la de los años 60 (Cuadro 3.1). El crecimiento de la oferta monetaria fué dos veces más rápido en el período que va de 1973 a 1976 (32 por ciento anual) que en el período correspondiente a 1967-1970 (16 por ciento anual). Desde 1976, la tasa de crecimiento de la oferta monetaria se ha reducido a cerca del 24 por ciento anual. La oferta monetaria estrecha, M_1 , que crecía con mucha mayor lentitud que la M_2 hasta 1973, se aceleró marcadamente después de 1973 y ha venido creciendo con mayor rapidez que la M_2 desde entonces (Cuadro 3.1). El comportamiento de la oferta monetaria amplia, sobre una base trimestral, aparece en el Cuadro 3.1.

CUADRO 3.1.

CRECIMIENTO DE LA OFERTA MONETARIA 1967-1980
(En porcentaje anual)

Período	M_2	M_1
1967-1970	15.9	6.0
1970-1973	19.0	10.6
1973-1976	32.1	41.7
1976-1980	24.4	27.7
1970-1980	25.0	26.2

FUENTE: C.S.O. Financial Statistics, 1975-76

Banco Central de Trinidad y Tobago. (Serie revisada sobre oferta monetaria).

La tasa de tendencia al crecimiento (trimestral) permaneció por debajo del 5 por ciento, en términos generales, hasta el cuarto trimestre de 1974 y luego se elevó a cerca del 7 por ciento en el período que va del tercer trimestre de 1976 al segundo de 1978. Desde entonces, la tasa de tendencia al crecimiento ha ido fluctuando hacia abajo. Como era de esperar, los cambios a corto plazo en la oferta monetaria son mucho más volátiles que la tendencia y suelen anticipar los movimientos en las tendencias a largo plazo (Cuadro 3.1).

La correlación empírica del concepto teórico del déficit del presupuesto interno no es fácil de determinar por las dificultades a que nos enfrentamos en el concepto teórico mismo. Básicamente, el concepto teórico puede considerarse desde tres (3) ángulos, cada uno de los cuales generará una estimación empírica diferente. El primer método trata de medir el impacto del presupuesto sobre el gasto interno, o sea, la demanda de bienes y servicios internos, comparados con su impacto sobre la balanza de pagos. (Cabe notar que sólo se considera el primer efecto, o sea, el efecto de la primera vuelta). Este método abarca los procedimientos standard de balanza de pagos para la clasificación de las tran-sacciones. Sin embargo, pueden surgir ciertas anomalías. Por ejemplo, las compras internas de un importador tendrían que clasificarse como gastos internos, aun cuando tienen un impacto directo sobre la balanza de pagos.

El segundo método consiste en medir el impacto del presupuesto sobre los in-gresos internos. Tal enfoque evita problemas como el arriba señalado, ya que el gasto gubernamental en ese caso tiene impacto sobre los ingresos en di-visas extranjeras y por lo tanto, la transacción tendría que clasificarse en el

presupuesto externo. Sin embargo, basándonos en el criterio del ingreso, si por ejemplo una compañía petrolera residente (extranjera) pagara sus impuestos en moneda nacional, la cantidad correspondiente tendría que incluirse en el presupuesto exterior, ya que constituye un retiro del flujo de ingresos en divisas extranjeras.

Tanto el ingreso como el del egreso a que nos referimos, poseen ventajas y desventajas. El enfoque que aquí se usa trata de medir el impacto del presupuesto sobre la oferta monetaria y por ello separa las transacciones presupuestarias mediante este criterio. Aquí, por ejemplo, las compras internas de un importador se clasificarían en el presupuesto interno, porque la transacción afectaría la base monetaria y la oferta monetaria, ceteris paribus. Igualmente, si los ingresos por concepto de petróleo fueran a pagarse en moneda nacional, se clasificaría en el presupuesto nacional, ya que afectaría la oferta monetaria, mientras que de pagarse en divisas extranjeras, la transacción formaría parte del presupuesto externo, porque no hay un impacto inmediato sobre la oferta monetaria nacional.

El saldo del presupuesto nacional se mide, para los fines de este estudio, como un egreso gubernamental total, menos los pagos del gobierno en el extranjero, menos el ingreso total del gobierno, menos ingresos por concepto de petróleo, ya que se pagan en divisas extranjeras. El saldo del presupuesto nacional también puede estimarse desde el aspecto del financiamiento, utilizando la ecuación (4) que aparece más arriba. Las estimaciones se basan en datos sobre el

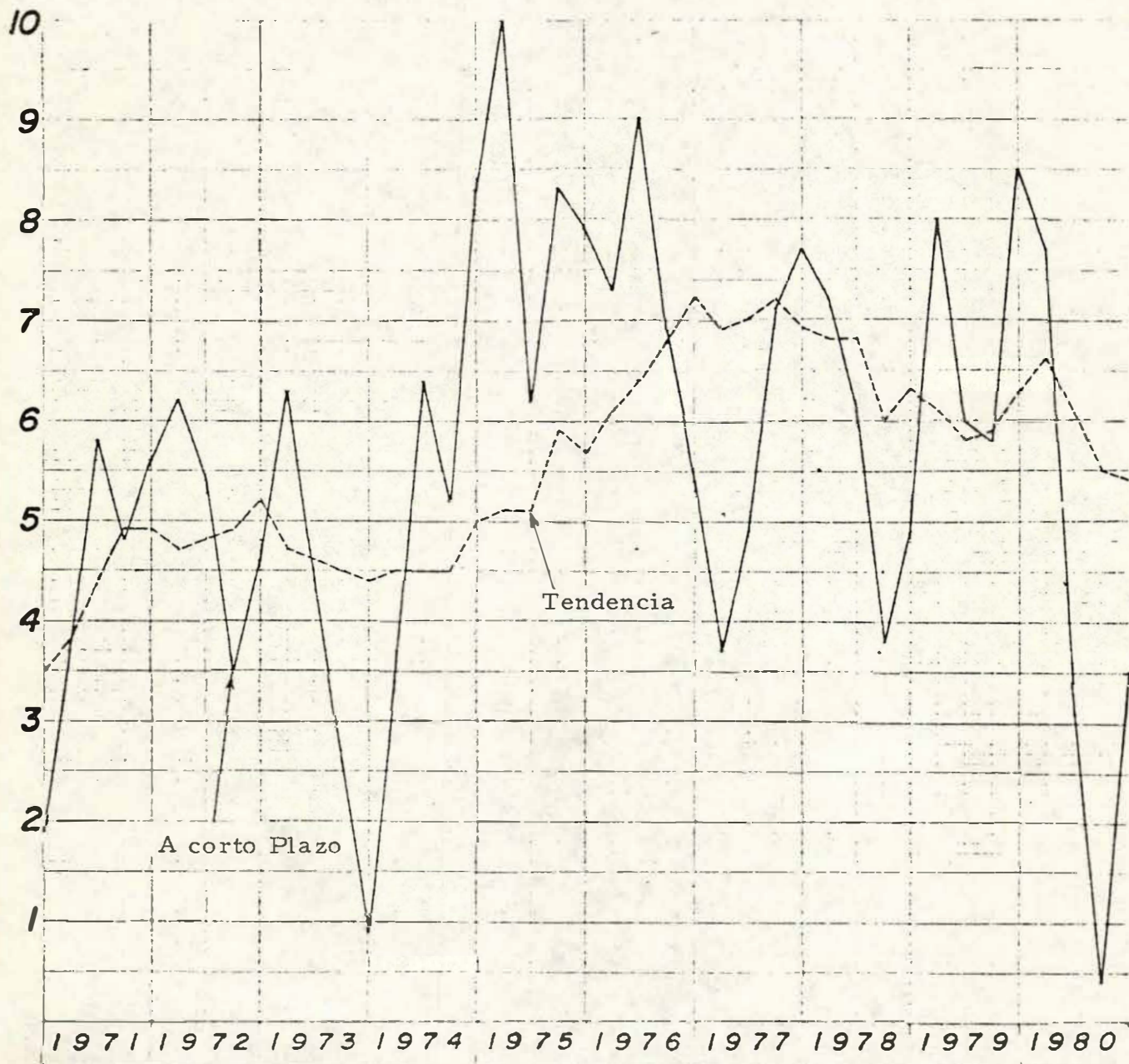
GRAFICA 3.1

TENDENCIA Y CAMBIOS A CORTO PLAZO EN LA OFERTA MONE-
TARIA (M_2)*

Trimestral

1971-1980

Cambios porcentuales (compuestos)



* La tendencia se mide como la tasa de crecimiento (compuesta) en los doce (12) trimestres anteriores. La tasa de crecimiento a corto plazo se mide a lo largo de dos (2) trimestres.

flujo de efectivo generados en las cuentas de operaciones gubernamentales en el Banco Central y sólo están disponibles a partir de 1973. Como lo muestra el Cuadro 3.2, el déficit neto en el presupuesto interno creció dramáticamente en el período 1973-1980, ya que aumentó a una tasa de cincuenta (50) por ciento anual en el período de siete (7) años.

El acelerado crecimiento del déficit en el presupuesto nacional refleja el rápido crecimiento del gasto interno y el crecimiento un tanto más lento de las entradas que no son por concepto de petróleo entre 1973 y 1980; el gasto interno total creció al 35 por ciento anual, mientras que las entradas nacionales aumentaron a 31 por ciento anual en el mismo lapso. Esta divergencia dió por resultado grandes incrementos en el déficit del presupuesto nacional neto. Los préstamos en el sector privado nacional no han sido significativos y, de hecho, han decrecido en términos absolutos, así como proporción de los préstamos totales tomados por el gobierno central. El que las entradas nacionales dejen de mantenerse al ritmo del gasto interno queda reflejado tanto en el hecho de que el déficit nacional neto ha aumentado constantemente su participación en el gasto interno total, desde un promedio de veinte (20) por ciento entre 1973 y 1976, hasta cerca de treinta y seis (36) por ciento entre 1977 y 1980.

El comportamiento de los cambios en los déficits del presupuesto interno neto y bruto, y las tasas de deceleración y aceleración de la oferta de M_2 , aparece en la gráfica 3.2. La cercanía de la relación observada es sugestiva, aunque desde luego no es concluyente, y se comprende mejor la relación si nos referimos al comportamiento de las salidas de divisas extranjeras, que ejercen un

efecto contraccionistas sobre la oferta monetaria. En 1974 aumentó el déficit neto del presupuesto nacional, pero las salidas de divisas extranjeras del sector privado se redujeron en realidad, lo cual reforzó el efecto expansionista del déficit en el presupuesto interno. Esto quedó revertido en 1975, cuando el déficit neto en el presupuesto interno aumentó en forma marcada, pero quedó ampliamente revertido por un aumento mayor aún en las salidas por concepto de divisas extranjeras, lo cual hizo caer dramáticamente la oferta monetaria en 1975.

En 1976, el incremento del déficit en el presupuesto interno neto, pese a ser sustancioso, quedó más que revertido por las salidas de divisas extranjeras del sector privado, que había hecho más que duplicarse y había moderado el crecimiento de la oferta monetaria. La tasa de crecimiento del déficit en el presupuesto interno decreció significativamente tanto en 1977 como en 1978, mientras que continuaron aumentando las salidas de divisas extranjeras. Ello se reflejó en una desaceleración en el crecimiento de la oferta monetaria durante esos dos (2) años. En 1979 el déficit neto en el presupuesto interno aumentó fuertemente y rebasó el nivel de salidas de divisas extranjeras del sector privado por primera vez desde 1975. Como resultado de lo anterior, la tasa de crecimiento de la oferta monetaria se aceleró agudamente. En 1980, el patrón quedó revertido cuando se registró un aumento masivo en las salidas de divisas extranjeras, mismas que excedieron el déficit en el presupuesto nacional y la tasa de crecimiento de la oferta monetaria de hecho quedó desacelerada.

El anterior análisis nos sugiere que las variaciones en la tasa de crecimiento de la oferta monetaria en Trinidad y Tobago en el período que va de 1973 a 1980, puede explicarse en términos de las variaciones en el déficit en el presupuesto nacional y las salidas de divisas extranjeras del sector privado. Una tercera variable, aunque menos significativa, son los créditos bancarios al sector privado, que generalmente refuerza los impulsos expansionistas del déficit en el presupuesto nacional.

La importancia cuantitativa de los componentes de la oferta monetaria, tal como se indica en la ecuación (13), aparece en el Cuadro 3.3 que descompone la aceleración y deceleración porcentuales de la oferta monetaria amplia en las contribuciones porcentuales de los diversos componentes. El cuadro nos confirma que, en términos generales, el déficit neto en el presupuesto nacional y las salidas de divisas extranjeras del sector privado son los factores determinantes de las variaciones en la oferta monetaria, seguidos inmediatamente por los créditos de la banca comercial al sector privado. No obstante, el Cuadro 3.3 nos indica también que los demás componentes pueden ejercer, y de hecho ejercen, una influencia considerable sobre la oferta monetaria de vez en cuando. Tal aconteció en el período de 1974 a 1976. Además, mientras que la influencia del déficit neto en el presupuesto nacional y los créditos bancarios generalmente son positivos, y los egresos de divisas extranjeras generalmente son negativos, estos otros componentes varían tanto en signo como en magnitud. Esto tiene importantes implicaciones para cualquier política destinada a controlar el crecimiento de la oferta monetaria. En la Sección 4 se discute en mayor detalle este punto.

CUADRO 3.2DEFICIT EN EL PRESUPUESTO NACIONAL Y SALIDAS DE DIVISAS EX-
TRANJERAS1973 - 1980 ¹

(\$Mn.)

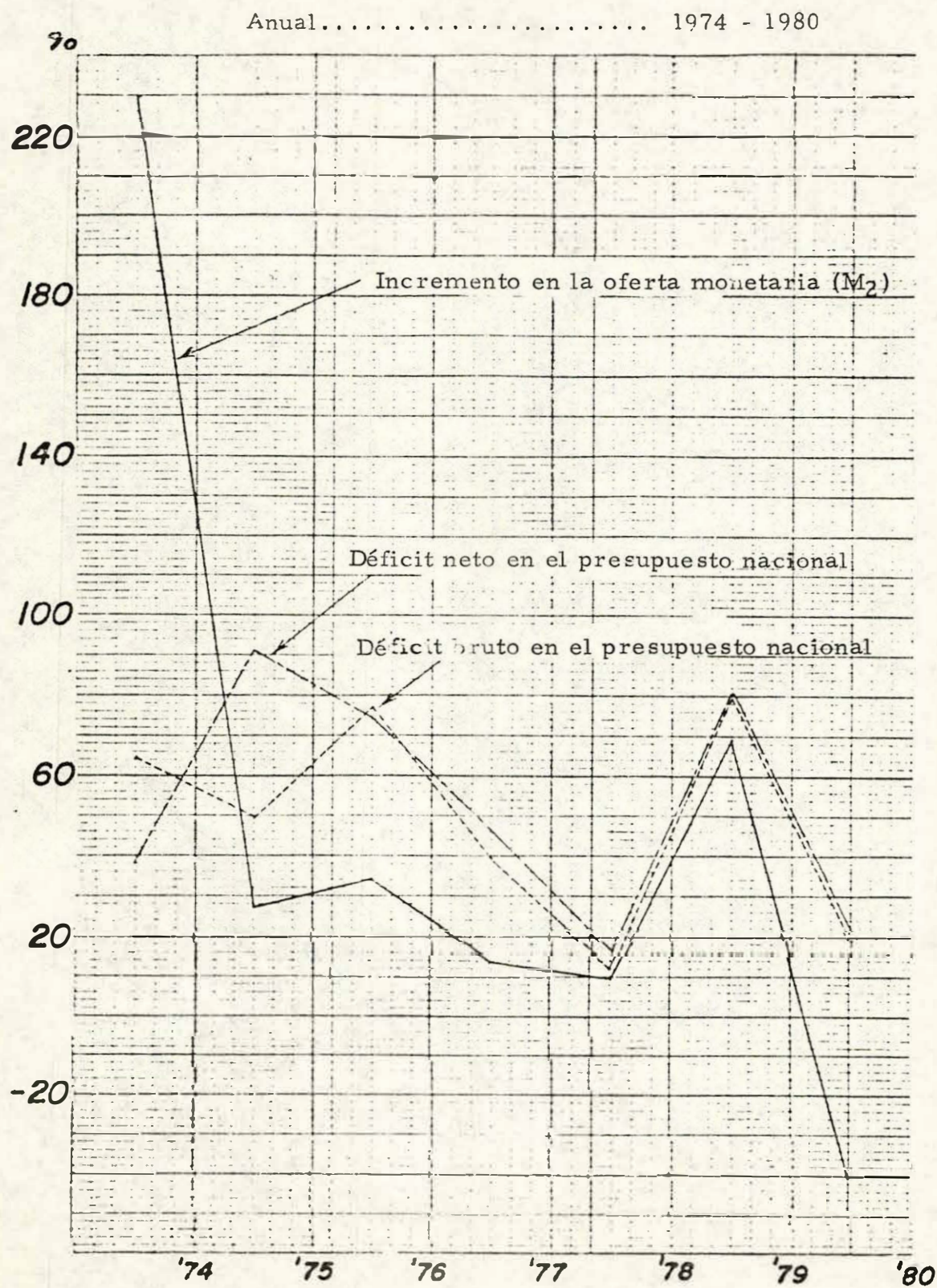
Año	Déficit en el Presupuesto Nacional (1)	Déficit neto del presupe_ sto Nacional (2)	Gasto Interno Total (3)	(2)/(3) (%) (4)	Salidas div. extr. (5)
1973	147.8	124.5	698.2	17.8	174.0
1974	243.0	171.8	956.5	18.0	134.4
1975	363.7	328.4	1,712.2	19.2	301.4
1976	642.8	571.6	2,649.8	21.6	751.3
1977	896.9	835.5	2,675.2	31.2	937.3
1978	1,004.1	972.8	2,967.9	32.8	1,198.2
1979	1,800.3	1,757.1	4,179.9	42.0	1,518.1
1980	2,140.7	2,133.0	5,743.7	37.1	2,368.8

FUENTE: Banco Central de Trinidad y Tobago.

1. Estas estimaciones del déficit en el presupuesto nacional se han deri
vado del lado financiamiento (ecuación (4) o ecuación (10) y aún no se
han reconciliado plenamente con las estimaciones obtenidas a partir
de la ecuación (3).

GRAFICA 3.2

CAMBIOS EN EL DEFICIT BRUTO DEL PRESUPUESTO INTERNO
EL DEFICIT NETO EN EL PRESUPUESTO INTERNO Y EL INCRE
MENTO EN LA OFERTA MONETARIA (M_2).



4. Algunas Implicaciones para la Política Económica.

La política monetaria en economías petroleras abiertas se ocupa esencialmente de (i) controlar la tasa de inflación; (ii) ayudar a controlar la demanda agregada; y (iii) ayudar a controlar la balanza de pagos y proteger las reservas de divisas extranjeras. Estos objetivos se interrelacionan, ya que la tasa de inflación está determinada en gran medida por un exceso en la demanda agregada, lo cual afecta también la balanza de pagos, a través de la función importación.

El análisis realizado en esta sección parte del supuesto de que en economías petroleras abiertas existe una relación, sea directa o indirecta, entre los cambios en la oferta monetaria y la demanda agregada, dada la demanda de dinero, y que existe una relación, ya sea directa o indirecta, entre la demanda agregada y las importaciones, y entre la demanda agregada y la tasa de inflación. Estas relaciones aún no han sido sometidas a pruebas sistemáticas por lo que respecta a Trinidad y Tobago, pero basándonos en las pruebas obtenidas en otros países desarrollados y en vías de desarrollo, podemos suponer que existen. También sería importante saber: (i) si la variable blanco apropiada es M_1 ó M_2 ; (ii) si la demanda de función monetaria es estable, sensible a los intereses y elástica según los ingresos; y (iii) la medida en que la tasa de inflación interna responde a los cambios en la oferta monetaria y el largo de los retrasos a que se refiere. Sin embargo, vamos a dejar de lado estos puntos en la discusión que sigue.

Los análisis realizados en las Secciones 2 y 3 anteriores nos indican que la política presupuestaria ejerce una gran influencia sobre los cambios en la oferta

monetaria. Tal influencia se extiende más allá del déficit en el presupuesto interno mismo, ya que es probable que las salidas de divisas extranjeras del sector privado y los créditos bancarios sufran una influencia directa e indirecta del déficit en el presupuesto nacional. Cabe subrayar especialmente las relaciones existentes entre las salidas de divisas extranjeras y el déficit en el presupuesto nacional, ya que significa que hay una moderación automática, aunque tal vez desfasada, del aumento en la base monetaria y de la oferta monetaria que surge del déficit en el presupuesto interno. (12)

A pesar de esta moderación automática del crecimiento en la oferta monetaria, el déficit en el presupuesto nacional continúa siendo una variable política de importancia. Los motivos para ellos son varios.

Primero, porque (i) los incrementos de la moneda base que surgen del déficit en el presupuesto nacional tienden a ser grandes e inciertos, y (ii) porque la respuesta endógena de las salidas de divisas extranjeras del sector privado y los créditos bancarios pueden producirse con un retraso, la oferta monetaria tenderá a estar sujeta a fluctuaciones amplias y frecuentes (Gráfica 3.1). Estas fluctuaciones podrían tener efectos nocivos sobre las actividades económicas. Segundo, tal vez sea inadecuado hacer un intento por confiar en las salidas de divisas extranjeras del sector privado, que tenderá a ser miope y egoísta en cuando a su óptica de la disponibilidad y distribución apropiada de los recursos en divisas extranjeras. Para formular nuestro aserto de otra manera, dire-

mos que las salidas de divisas extranjeras del sector privado es en sí es una variable que necesita ser controlada, ya que tiene importantes implicaciones para la balanza de pagos y para las reservas de divisas, que son objetivos políticos por derecho propio. En tercer lugar, el déficit del presupuesto nacional responderá a una política fiscal que, dado que persigue objetivos de desarrollo a largo plazo, tal vez no esté en consonancia con una política monetaria destinada a controlar a corto plazo la oferta monetaria y la demanda global.

Las preguntas a formular respecto a la política monetaria en economías petroleras abiertas, son: (i) qué variables debe tratar de controlar o influir la política, y (ii) cómo se puede lograr tal control o influencia, es decir, cuáles instrumentos políticos son los adecuados. Ciertas cuestiones adicionales, como la selección de las variables del indicador, la oportunidad de las iniciativas políticas, etc., surgen igualmente, pero no las tomaremos en consideración en este contexto.

El análisis de la Sección 3 anterior indica que no bastaría reducir y controlar el déficit en el presupuesto nacional para controlar la oferta monetaria. Ello se debe a que los demás componentes de la oferta monetaria son capaces de ejercer una influencia independiente considerable sobre los cambios en la oferta monetaria. El control de la oferta monetaria necesitará de controles independientes sobre la expansión del crédito bancario y de las salidas de divisas extranjeras. Dado que los componentes residuales de los balances de la banca comercial y del Banco Central también son capaces de producir shocks en el crecimiento de la oferta monetaria, podría resultar necesario supervisar estos com-

CUADRO 3.3

DESCOMPOSICION DE LA TASA DE CAMBIO ANUAL DEL INCREMENTO EN LA OFERTA MONETARIA, 1974 - 1980

(Porcentual)

Año	(1) ΔM_2	(2) $\Delta NDBD$	(3) ΔNFA_p	(4) ΔNFA_p	(5) ΔLA_p	(6) ΔL_{bg}	(7) ΔU_b	(8) ΔU_c
1974	229.70	58.61	49.07	74.34	-117.97	91.44	93.80	-19.58
1975	27.20	58.85	-62.76	64.30	62.23	-21.38	-22.85	-51.18
1976	34.36	71.85	-132.91	11.91	31.34	7.75	-0.12	44.55
1977	13.76	58.03	-40.90	-34.50	41.07	1.50	0.92	-12.36
1978	9.64	26.53	-50.43	32.45	19.86	-2.94	-8.45	-7.40
1979	68.76	138.25	-56.39	11.52	-32.87	3.08	10.59	-5.43
1980	-40.75	39.26	-88.86	-3.32	26.18	-3.54	-19.23	9.06

(los componentes posiblemente no arrojen una suma exactamente igual al cambio total en el incremento de la oferta monetaria, porque hemos redondeado las cifras).

- (1) $\frac{\Delta(\Delta M)}{\Delta M}$ - el cambio porcentual en el incremento a la oferta monetaria amplia.
- (2) $\frac{\Delta NDBD \cdot NDBD}{NDBD \cdot \Delta M}$ - cambio porcentual en el déficit neto del presupuesto nacional, ponderado por su participación en el cambio en la oferta monetaria.
- (3) $\frac{\Delta(\Delta NFA_p)}{\Delta NFA_p} \cdot \frac{\Delta NFA_p}{\Delta M}$ - cambio porcentual en las salidas de divisas extranjeras del sector privado, ponderado por su participación en la oferta monetaria.

- (4) $\frac{\Delta(\Delta NFA_{cb})}{\Delta NFA_{cb}} \cdot \frac{\Delta NFA_{cb}}{\Delta M}$ - cambio porcentual en la variación en los activos netos en divisas extranjeras provenientes de las transacciones en la 'cuenta propia' del Banco Central, también ponderadas.
- (5) $\frac{\Delta(\Delta LA_p)}{\Delta LA_p} \cdot \frac{\Delta LA_p}{\Delta M}$ - cambio porcentual en la variación en préstamos al sector privado, igualmente ponderado.
- (6) $\frac{\Delta(\Delta L_{bg})}{\Delta^2 L_{bg}} \cdot \frac{\Delta L_{bg}}{\Delta M}$ - cambio porcentual en la variación en préstamos bancarios al gobierno, igualmente ponderados.
- (7) $\frac{\Delta(\Delta U_b)}{\Delta U_b} \cdot \frac{\Delta U_b}{\Delta M}$ - cambio porcentual en la variación en los activos netos de la banca comercial menos pasivo neto, igualmente ponderado.
- (8) $\frac{\Delta(\Delta U_c)}{\Delta U_c} \cdot \frac{\Delta U_c}{\Delta M}$ - cambio porcentual en la variación en los activos netos del Banco Central menos pasivo neto, igualmente ponderado.

ponentes e identificar renglones que sean lo suficientemente grandes y/o volátiles para colocarlos igualmente bajo control. Los instrumentos que se pueden usar para controlar el crédito bancario son las variaciones tradicionales en el encaje legal y, hasta donde lo permitan las circunstancias institucionales, la tasa de redescuento y los controles directos a los créditos.

En términos generales, la política monetaria no podrá afectar la magnitud ni la oportunidad de las expansiones del dinero base, causadas por el déficit en el presupuesto interno. Sin embargo, si las autoridades monetarias están prevenidas contra los fuertes flujos hacia el sistema bancario, podrían adoptar la acción apropiada para mitigar sus efectos sobre el sistema bancario. Resultan potencialmente útiles dos (2) instrumentos en este contexto: el primero de ellos consistiría en elevar la relación de encaje, anticipándose a las entradas previstas, para así esterilizar todas o la mayor parte de las entradas y nulificar o reducir su efecto sobre la oferta monetaria. La relación de encaje puede reducirse gradualmente para permitir el aumento de créditos y oferta monetaria hasta una cantidad adecuada. Este enfoque tiene dos (2) problemas. El primero es que dado que las entradas a cuenta de gastos gubernamentales suelen ser grandes, irregulares y a veces frecuentes, las variaciones en la relación de reservas tendrían que ser igualmente grandes, irregulares y frecuentes, lo cual probablemente causaría problemas en el sistema bancario. El segundo es que en este enfoque se supone que el Banco Central dispone oportunamente de una gran cantidad de información, no sólo sobre ingresos y egresos gubernamentales, sino también sobre la liquidez bancaria excedente, creación de créditos, entradas por otros depósitos, así como otros factores aleatorios más que afectan el comportamiento de la banca, de manera que pueda fijar con precisión la proporción del encaje en un momento dado. De no ser éste el caso, como no lo será en la mayoría de las naciones menos desarrolladas, la intervención del Banco Central a través de la proporción del encaje podría ser desestabili-

zante en vez de estabilizadora.

Un segundo instrumento potencial podría ser la emisión de valores gubernamentales o del Banco Central siempre y cuando se anticipen fuertes entradas. Dado el desfase normal entre la creación de una liquidez excesiva en el sistema bancario y su reducción a través de la creación de créditos, los bancos preferirían poseer valores productores de intereses, en vez de depósitos que generen bajos o nulos intereses en el Banco Central. Si los valores emitidos son razonablemente competitivos, habrá cierta sustitución entre tales valores y los préstamos al sector privado, lo cual ayudará a reducir la tasa de expansión de los créditos. Este método permite la aplicación de la política a las tasas de interés, puesto que la sustitución entre los activos bancarios rentables quedará afectada por las variaciones de la tasa de interés sobre los valores. Este método de revertir y controlar el déficit en el presupuesto interno es menos preciso y menos seguro que las variaciones en los requisitos de encaje, pero posee la ventaja de que (i) es menos demandante en cuanto a sus requisitos de información. (ii) no es tan molesto como las variaciones en los requisitos de encaje, y los bancos conservan cierto control discrecional sobre sus carteras, y (iii) tiene probabilidades de alentar y estimular el crecimiento y desarrollo de los mercados financieros.

5. Resumen y Conclusiones.

En este trabajo hemos tratado de demostrar que la variable oferta monetaria puede desagregarse de una manera más significativa, para mostrar la influencia del presupuesto gubernamental sobre la oferta monetaria. Demostramos que el déficit neto en el presupuesto interno indudablemente ha ejercido una influencia considerable sobre la oferta monetaria en el período que va de 1973 a 1980, aunque también han sido importantes otros factores, especialmente las salidas de divisas extranjeras del sector privado. En la medida en que la oferta monetaria tiene implicaciones para la inflación, la balanza de pagos y el ritmo de la actividad económica, el control de la oferta monetaria es una parte importante del paquete que es la política económica. En economías petroleras abiertas como Trinidad y Tobago, esto significa la coordinación de la política monetaria y fiscal y el uso juicioso de los instrumentos de política monetaria disponibles para estabilizar el sistema financiero y para promover el crecimiento de los mercados financieros. En economías como la de Trinidad y Tobago puede ser posible, en su actual etapa de desarrollo, investigar el uso de la deuda gubernamental y/o del Banco Central, como medio para incursionar en operaciones limitadas del mercado abierto para controlar el crédito y la oferta monetaria, así como para propiciar el desarrollo de los mercados financieros.

NOTAS

- (1) Ver, entre otras, la obra de Aghevli y Khan (1), Hamburger y Zwick (7) y Hein (8) en cuanto a evaluaciones en este contexto.
- (2) Ver Kirkpatrick y Nixon (10).
- (3) El FMI ha realizado trabajos sobre los principales países exportadores de petróleo. Ver la referencia citada en Chand (3). Para los modelos macroeconómicos del Caribe, se han omitido en gran medida el sector monetario. Ver Seers (12), Kennedy (9), y Bruce (2).
- (4) La literatura sobre el saldo del presupuesto interno existe esencialmente en el FMI. Ver Shand (3), (4), Cheliah (5), White (14), Stillson (13) y Morgan (11).
- (5) ΔD_d son los préstamos totales que toma el sector privado. Sin embargo, más adelante nos parece útil separar los préstamos totales tomados por el sector privado interno (i) de la banca comercial, ΔL_{bg} y (ii) del público no bancario, ΔB .
- (6) 'Otros activos' es un residuo que se define como los activos totales, menos $(C_b + R + LA_p - L_{bg})$. 'Otros pasivos' también es un residuo definido como el total de pasivos menos $(DD + TD + SD)$.
- (7) 'Otros activos' del balance del Banco Central se define como los activos totales menos $(NFA + GB + BA)$, y 'Otros pasivos' se define como el total de pasivos menos $(GB + C + R)$. U_c es el total de pasivos menos $(GD - C - R)$. U_c es 'Otros activos' menos 'Otros pasivos'.

- (8) Los ingresos en divisas extranjeras del gobierno se 'entregan' formalmente al Banco Central, el cual los acredita al gobierno central con su equivalente en moneda nacional. Por lo tanto, las divisas pertenecen formalmente al Banco Central. Es por este motivo que se distinguen las NFA_{cb} (o sea las transacciones sobre la cuenta propia del Banco Central). Los intereses devengados sobre las inversiones de divisas extranjeras en el exterior se le acumulan al Banco Central. Las utilidades netas se depositan al final del año en el Fondo Consolidado del gobierno central.
- (9) En la literatura del FMI, a esto se le denomina 'saldo de la liquidez interna'. Debido a que 'liquidez' tiene varias connotaciones, preferimos la expresión que aquí se emplea.
- (10) Los efectos a corto plazo pueden complicarse por: (i) la posición de exceso de encaje de la banca comercial, y (ii) si los bancos tienen totalmente comprometidos sus créditos, dependerá de si hay un acomodo automático en el banco central. Los efectos de distribución surgen porque cuando se toman préstamos del público se produce una redistribución de la riqueza pública, que puede acarrear ciertos cambios en el comportamiento económico.
- (11) Ver Farrell (6) donde aparece un modelo diagramático del proceso de oferta monetaria en economías petroleras abiertas.

- (12) Una buena proporción del flujo de los egresos gubernamentales fluyen hacia las empresas estatales, algunas de las cuales se encuentran en su etapa de gestación de proyectos de gran escala en el sector industrial basado en los energéticos. El contenido de importaciones de estos proyectos es elevado en esta etapa y no deja de ser usual que una entrada de fondos vaya seguida inmediatamente de una salida de divisas extranjeras para pagar las importaciones.

El impacto indirecto del gasto gubernamental opera a través del multiplicador interno asociado para la demanda e importaciones globales, y esto se produce con un desfase.

/lmm.