

1995

**PROPUESTA DE  
DOLARIZACION**



# Tipos de sistemas cambiarios

Distintos países o instituciones se han pronunciado en los últimos semanas sobre la necesidad de hacer una revisión del sistema cambiario existente en el país. La discusión se ha centrado en la posibilidad de sustituir la economía y poco se ha dicho sobre las diferentes opciones que existen en el mundo en materia de sistemas cambiarios. El presente artículo muestra los nueve diferentes sistemas cambiarios que existen o han existido en diferentes países del mundo, además explica las ventajas y desventajas de cada sistema. Esto cambia los datos basados en un documento preparado por el Dr. Sebastián Edwards, quien se ha ocupado en estos momentos, profesor de la Universidad de Chile, de la Universidad de California (UCLA) y en estos momentos coordina un equipo de trabajo bajo los auspicios de FIDUCIA.

## Características

## Ventajas

## Desventajas

## Casos y comentarios

### I RESÍMEN DE FLOTACIÓN LIBRE

■ La característica principal es que permite que el mercado determine libremente el tipo de cambio de las monedas extranjeras. El tipo de cambio es determinado por el libre juego de la oferta y la demanda.

■ Después de "shocks" financieros externos, los ajustes se dan a nivel nominal absorbiendo la mayor parte de los costos. Se requiere un bajo nivel de dólares.

■ El tipo de cambio es variable. ■ Si la autoridad monetaria no es controlada, la inflación puede ser muy alta.

■ Actualmente, sólo Ecuador y Brasil tienen este tipo de política cambiaria. Estados Unidos, Suiza y Alemania se acercan bastante a este modelo.

### II FLOTACIÓN CON INTERVENCIÓN GUBERNAMENTAL

■ El Banco Central interviene las necesidades y la flexibilidad de la intervención varía de caso en caso. ■ La intervención incluye compras y ventas de dólares mientras una intervención indirecta, es decir a través de la manipulación de los tasas de interés y la liquidación.

■ Los ajustes de tipo de cambio pueden llevar a ajustarse ante "shocks" financieros externos, sin llegar a costos reales.

■ En algunos casos la intervención va enfocada a estabilizar las tasas de interés y puede ser totalmente desestabilizadora. ■ La tasa de intervención de la cantidad del Banco Central puede introducir incertidumbre financiera.

■ Muchos países desarrollados utilizan este enfoque. Canadá y Japón por ejemplo. México también lo ha utilizado desde 1985. Un sistema de flotación con intervención gubernamental es equivalente al sistema de bandas amplias.

### III BANDA ANCHA

■ El tipo de cambio nominal se mueve más o menos libre dentro de una banda establecida por la autoridad monetaria con un ancho y un nivel. ■ El centro de la banda es el tipo de cambio fijo, y se permite a una moneda o a una moneda de cambio. El ancho de la banda varía. ■ Este sistema puede equivaler a un tipo de cambio flexible con intervención.

■ Este sistema cambia los beneficios de alguna flexibilización con credibilidad. El público sabe que cuando la tasa de cambio se aproxima al máximo de la banda, el gobierno tiene el propósito de defenderla. En estos casos, la credibilidad del sistema se reduce.

■ En algunos casos, especialmente cuando la banda es demasiado angosta y cuando las políticas macroeconómicas son inconsistentes con una banda horizontal, el sistema como el peligro de desestabilización, llevando a los especuladores a atacar al hombre.

■ El mecanismo de tipo de cambio de la Unión Monetaria Europea es el ejemplo más conocido de este sistema. El sistema puede tener efectos negativos cuando las monedas comienzan a desalinearse.

### IV BANDA DE DESLIZAMIENTO

■ La autoridad monetaria no está obligada a mantener una paridad del tipo de cambio "para siempre". ■ Se permite que el nivel de paridad sea ajustado periódicamente para evitar una apreciación excesiva de la moneda. ■ Este sistema adopta el principio de banda para el caso de economías interconectadas.

■ Permite que países con una tasa de inflación superior a la inflación internacional, adopten una banda sin caer en la desesperanza o la sobrevaluación de su moneda.

■ Debido a que se desconoce el momento en que será ajustada la paridad, hay una alta grado de incertidumbre, reflejado en tasas de interés altamente variables. ■ Esto es útil determinar el ancho correcto de la banda.

■ Israel tuvo este sistema entre 1989 y 1991. La volatilidad asociada a este sistema lo vuelve menos atractivo que otras opciones.

### V "CRAWLING BAND" (Banda reptante)

■ El tipo de cambio varía a través del tiempo. Diferentes reglas se pueden utilizar para determinar la velocidad y la tasa de devaluación. ■ Las dos aproximaciones más importantes son: ■ una basada en diferencias de la inflación pasada y ■ devaluaciones basadas en las expectativas de la tasa de devaluación en el futuro.

■ Este sistema permite que los países con alta inflación adopten un sistema de banda sin tener que pasar por traumas y tener ajustes programados paso a paso.

■ Si se utiliza un método basado en la inflación pasada, una brecha inflacionaria considerable puede ser importada al interior del sistema. Si se utiliza un sistema basado en las expectativas de devaluación futura, un déficit errático, puede generar una sobrevaluación y dificultades para defender las bandas.

■ Israel adoptó este sistema en diciembre de 1991. Chile ha tenido un sistema de banda que se ha ido incrementando desde 1986. Italia también usó este sistema en forma efectiva entre 1979 y 1991.

### VI "CRAWLING" (reptante)

■ El tipo de cambio nominal es ajustado periódicamente de acuerdo con una serie de indicadores, usualmente llamados "diferenciales de inflación". ■ Una vez se utiliza para ajustar el cambio nominal por una tasa preestablecida, fijada deliberadamente bajo el nivel de inflación. ■ Esto se conoce como el régimen "Tabla".

■ Permite a los países con alta inflación evitar una sobrevaluación del tipo de cambio nominal real. El sistema de "tablar" permite que las expectativas sean guiadas y obtener una cantidad limitada de credibilidad.

■ Una desventaja básica es cuando el cambio nominal es ajustado mecánicamente basado en diferencias de inflación pasada. Esto introduce una brecha inflacionaria que puede hacer que a nivel macroeconómico se plantee el control. ■ Un sistema de tabla se puede mejorar en ciertos problemas si no es acompañado por una consistente política fiscal.

■ El sistema se volvió popular en los 60s y 70s en Chile, Colombia y Brasil. ■ Ha sido utilizado más tiempo en Colombia donde ha tenido un mayor nivel de brecha inflacionaria.

### VII FLUJO PERO AJUSTABLE

■ Esto es el sistema de Bretton Woods. El tipo de cambio está fijo, pero la autoridad no se encuentra forzada institucionalmente para no ajustarlo. ■ Las autoridades fiscales y monetarias no tienen limitaciones para seguir, si eso deciden, una política que sea inconsistente con el mantenimiento de un tipo de cambio fijo. ■ Cuando la tasa tiene que bajar, se ve.

■ En teoría este sistema provee una disciplina macroeconómica al mantener los precios de intercambio de los bienes. Asimismo al dar las autoridades una "cláusula de escape" que permite la devaluación en caso de ser necesario, el sistema se supone tiene cierta flexibilidad.

■ Este sistema ha sido asociado con grandes devaluaciones. Las autoridades han hecho uso de la "cláusula de escape", que ha resultado en una alta grado de incertidumbre y presiones inflacionarias. ■ Si está acompañado por las instituciones adecuadas, tal es el caso de un Banco Central independiente, los problemas asociados con las inconsistencias en el tiempo se supone tienen que reducirse.

■ Este es el sistema más común usado históricamente. ■ México hasta 1994 se suscribió a él, tal como lo hicieron (de hecho) muchos de las naciones del este asiático.

### VIII CAA DE CONVERTIBILIDAD (Currency Board)

■ Se establece un sistema estrictamente fijo de intercambio de la moneda, donde se encuentran restricciones institucionales (de carácter legal y constitucional) para el margen de acción respecto de la moneda. ■ La autoridad monetaria sólo puede crear dinero domesticamente si éste está respaldado por la moneda extranjera.

■ En este sistema la credibilidad aumenta y el tema de la "consistencia en el tiempo" se minimiza.

■ Este sistema es flexible y muy creíble. ■ "Shocks" externos de grandes dimensiones no pueden ser absorbidos por los tipos de cambio. ■ Los cambios externos son absorbidos completamente por cambios en el nivel de desempleo y la reducción de la actividad económica.

■ Actualmente Hong Kong y Estonia usan este sistema. ■ Argentina tiene un sistema muy cercano al de cajas de convertibilidad. ■ Algunos países que han usado este sistema, no han tenido éxito, de manera que al hacer frente a un fuerte "shock" externo algunos de ellos lo han abandonado.

### IX POLARIZACIÓN

■ Este es el nombre genérico que se le da a un tipo de sistema donde el país cede su moneda y adopta la moneda de otro país. ■ Esta es la forma extrema de un sistema de caja de convertibilidad.

■ La credibilidad se ve maximizada bajo este sistema. ■ Las autoridades económicas básicamente no tienen oportunidad de sorprender al público.

■ El sistema al tener un alto grado de credibilidad es poco flexible. ■ Shocks externos negativos son completamente absorbidos por la economía real, casi siempre a través del desempleo. ■ Una desventaja práctica de este sistema es que usualmente los países se resisten a él con argumentos nacionalistas y políticos.

■ Hay pocos ejemplos de dolarización. ■ El de Panamá ha trabajado relativamente bien. ■ Libertad desembarcó las series devaluaciones de este sistema. ■ Una emergencia las políticas están abiertas a cambiar las reglas del juego y la tasa cambiaria. ■ Los países que consideran este sistema deben pensar cuidadosamente.





## **Nogales, Gottret, Martins & Asociados -- Consultores Internacionales**

Casilla 2269, LA PAZ - BOLIVIA; TEL: (591-2)-794067/796875; FAX: (591-2)-797178 o 796875

### **EL SALVADOR:**

### **LA DOLARIZACION, LA ESTABILIDAD MONETARIA Y LA BANCA CENTRAL**

Xavier Nogales

Junio 16 de 1995  
La Paz - Bolivia

Informe final preparado para el  
**BANCO CENTRAL DE RESERVA DE EL SALVADOR**  
Oficina de la Presidencia  
San Salvador - El Salvador

ESDOLBCR.065



**EL SALVADOR:**

**LA DOLARIZACION, LA ESTABILIDAD MONETARIA  
Y LA BANCA CENTRAL**

**Abreviaturas**

AID	Agencia Internacional para el Desarrollo de los EUA
BID	Banco Interamericano de Desarrollo
BIRF	Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento
CEM	Certificado de Estabilización Monetaria del BCR
CSB	Comisión de Saneamiento Bancario
DEGs	Derechos Especiales de Giro del FMI
EUA	Estados Unidos de América
FMI	Fondo Monetario Internacional
FOSSAFI	Fondo de Saneamiento del Sistema Financiero
GOES	Gobierno de El Salvador
LETES	Letras del Tesoro de El Salvador
OMC	Organización Mundial de Comercio
PIB	Producto Interno Bruto
RIN	Reservas Internacionales Netas
SB	Superintendencia de Bancos



**EL SALVADOR:**  
**LA DOLARIZACION, LA ESTABILIDAD MONETARIA**  
**Y LA BANCA CENTRAL**

**Indice**

	<b><u>Pág.</u></b>
<b>I. Propósito del Estudio</b> .....	1
<b>II. Situación Económica de El Salvador y Opciones de Reforma Monetaria</b> .....	1
Situación Macroeconómica .....	1
Ventajas y Desventajas de las Opciones Cambiarias .....	2
Condiciones Necesarias para Implantar la Dolarización .....	9
Política Fiscal .....	10
Política Laboral .....	11
Política Arancelaria .....	11
Política de Precios y Tasas de Interés .....	12
Política Monetaria .....	12
Mecanismos de Retención para controlar Flujos de Capital .....	13
Política de Apoyo a la Estabilidad del Sistema Bancario .....	13
<b>III. Reestructuración del Banco Central</b> .....	15
Objetivos Principales del Nuevo Banco Central .....	15
Necesidades de Capitalización .....	15
Obligaciones del Tesoro de la Nación .....	15
Balance del BCR después de Cancelar Deudas .....	16
Balance del BCR después de la Dolarización .....	17
Necesidad de Reservas Internacionales y su Financiamiento .....	17
Política de Rentabilidad del BCR .....	18
Manejo del Encaje Legal en relación a la Política Monetaria .....	19
Política de Tasas de Interés .....	20
Manejo del Encaje en relación a la Política de Apoyo a la Banca .....	20
Supervisión Bancaria y Reforma a la Ley de Bancos .....	20
Tratamiento Fiscal a Instrumentos Financieros .....	21
Política Monetaria y su Programación .....	22
<b>IV. Reforma Normativa del Sistema Bancario</b> .....	22
Reforma Normativa y Prudencial .....	22
Capitales Bancarios .....	23
Bancos Extranjeros y Competitividad .....	23
Seguro de Depósitos .....	24
Apoyo de Liquidez al Sistema .....	25
Apoyo de Sovencia al Sistema .....	25
<b>V. Plan de Acción y Estrategia de Implantación</b> .....	29
Necesidad de Reservas Internacionales y su Financiamiento .....	29
Acuerdo/No Objeción del BID, FMI y BIRF .....	29
Problemas con la Reducción de Salarios Públicos .....	29
Enmienda Constitucional sobre Déficits Fiscales .....	29
Política de Pagos .....	30
Tratamiento Fiscal a Instrumentos Financieros .....	30
Ley Administrativa Financiera del Estado (SAFI) .....	31
Inicio Inmediato de Dolarización de Depósitos y Préstamos .....	31
Revisión del Impacto Fiscal y de la Política Impositiva .....	32
Ley Monetaria de "Dolarización" .....	32

**ANEXOS**

<b>ANEXO # 1</b>	<b>Breve Historia Monetaria Mundial</b> .....	33
<b>ANEXO # 2</b>	<b>Análisis de los Diferentes Sistemas Cambiarios</b> .....	37
<b>ANEXO # 3</b>	<b>El Salvador: Serie Histórica de Tipo de Cambio</b> .....	42







**EL SALVADOR:**  
**LA DOLARIZACION, LA ESTABILIDAD MONETARIA**  
**Y LA BANCA CENTRAL**

**I. Propósito del Estudio**

1. El propósito del presente estudio es analizar las ventajas y desventajas de diferentes opciones monetarias y cambiarias disponibles al Gobierno de El Salvador (GOES) para asegurar la estabilidad de la moneda en el mediano y largo plazos, con el fin específico de promover masivamente nuevas inversiones domésticas y extranjeras que permitan un crecimiento acelerado de la producción e ingreso nacionales. El esquema monetario y cambiario que decida adoptar el GOES debe ser lo más sólido posible e implantado en base a un programa estratégico a ser diseñado con el mayor cuidado. De tal manera, el presente estudio analiza los principales elementos y precondiciones que deben ser cumplidos antes de proceder con la implantación del nuevo esquema monetario y cambiario .

2. El borrador del presente estudio fue analizado con un grupo de trabajo del BCR, compuesto por las siguientes personas: Lic. Carmen Elena de Alemán, Lic. Jorge Escobar Polanco, Lic. Mauricio Campos, Lic. Luz María de Portillo y Lic. Valentín Carril. Además, existió la posibilidad de revisar el borrador con el Ministro de Hacienda, Lic. Manuel Enrique Hinds, y con el Presidente del BCR, ing. Roberto Orellana. Los puntos de vista del grupo de trabajo y los comentarios de las autoridades han sido incorporados en el presente informe final. A todas las personas mencionadas, el consultor les agradece especialmente por sus comentarios, opiniones y recomendaciones.

**II. Situación Económica y Opciones de Reforma Monetaria**

**Situación Macroeconómica de El Salvador**

3. Desde mediados de 1989 el GOES viene implantando exitosamente una estrategia de reforma estructural tendiente a alcanzar un crecimiento económico autosostenible, estable y con desarrollo social. Los principales logros de la estrategia del GOES han sido la recuperación de la actividad económica, la reducción de la inflación, el fortalecimiento de la balanza de pagos y la reducción de desequilibrios financieros. En una segunda etapa, con el propósito de profundizar la reforma económica, el plan del GOES tiene como objetivo incorporar de lleno la economía del país en el mercado internacional. Para tal propósito, las principales áreas de acción comprenden: (i) implantar un sistema de libre convertibilidad; (ii) reducir progresivamente los aranceles para aumentar la competitividad de la industria local; y (iii) lograr una mayor eficiencia del Estado a través de un programa efectivo de modernización del sector público. Las políticas económicas del GOES han imprimido un creciente dinamismo a la economía salvadoreña. Después de experimentar dificultades debidas en gran parte a la caída de los precios del café, la actividad económica entró en un proceso de franca recuperación. El PIB real creció a una tasa del 7.0% en 1993 y al 6.0% en 1994, gracias al dinamismo de la industria, la construcción, el comercio y el sector financiero, sectores que han crecido en los dos últimos años a una tasa superior al 7% anual. Simultáneamente, la inflación ha venido disminuyendo hasta alcanzar niveles de un solo dígito en los dos últimos años.



### Ventajas y Desventajas de los Diferentes Esquemas Cambiarios

4. Una revisión resumida de la historia monetaria mundial (Anexo # 1) nos señala con toda claridad que el desarrollo del comercio internacional y el crecimiento de la economía y del empleo mundiales dependen en gran manera de que el Sistema Monetario Internacional pueda garantizar plenamente la convertibilidad de la moneda de los países involucrados en los esquemas de comercio. La revisión subraya el dilema que existe entre encontrar la estabilidad externa y la estabilidad interna. Un sistema de cambio fijo es bueno para promover la estabilidad externa e interna. Sin embargo, cuando se presentan desajustes por variaciones de los términos de intercambio, los precios internos reales deben variar para permitir recuperar el equilibrio de la balanza de pagos. Los sistemas de cambio fijo no han permitido ajustes a las variaciones en los términos de intercambio y han terminado en graves desajustes cambiarios y en situaciones de inconvertibilidad de las monedas. Por otra parte, las tasas variables de cambio han sido buenas para equilibrar las balanzas de pagos y asegurar la convertibilidad de las monedas pero han dificultado el manejo de las variables internas.

5. Por otra parte, desde el punto de vista particular de El Salvador, también es claro que mientras mayor sea la confianza del mundo en relación a la estabilidad y convertibilidad de su moneda, mayor serán sus perspectivas de atraer inversiones y, por tanto, de lograr un mayor crecimiento económico y una mejor diversificación de sus exportaciones. Esto último, además, traería aparejado menores niveles de vulnerabilidad en el largo plazo y, por tanto, mayores niveles de estabilidad y credibilidad internacional, aún en situaciones temporales de deterioro de los términos de intercambio.

6. En relación a las políticas monetarias y cambiarias futuras, el análisis de las alternativas de tipo de cambio fijo y flexible es de la mayor importancia para El Salvador. Existen **tres opciones de esquemas básicos** a seguir:

- (i) contar con una moneda nacional y una **tasa de cambio variable**. Bajo este esquema básico, existen dos opciones diferentes: (1) tasa fijada por las fuerzas libres del mercado; y (2) tasa fijada administrativamente (*crawling peg*) para mantener en todo momento la tasa real de cambio alrededor de metas predeterminadas;
- (ii) contar con una moneda nacional y una **tasa de cambio fija** por períodos largos, pero ajustable de tiempo en tiempo, cuando ocurran shocks externos a los cuales debe ajustarse la economía para recuperar el equilibrio de la balanza de pagos; y
- (iii) no contar con una moneda nacional y, en vez, adoptar el **dólar como moneda de curso legal y poder liberatorio** en el país, a fin de asegurar una tasa de cambio totalmente fija en el largo plazo y, de tal manera, lograr una mayor credibilidad en el mercado internacional.

7. Claramente, en los tres esquemas existen beneficios y riesgos que deben ser entendidos con toda claridad a fin de determinar la mejor opción. Además, el éxito al final dependerá en su mayor parte de la disciplina fiscal y monetaria que tenga el país. Por esta razón, es necesario incluir en el análisis el impacto retroactivo que puedan tener los propios esquemas cambiarios y monetarios sobre la disciplina y política fiscales.

8. El cuadro a continuación--en base al análisis incluido en el Anexo # 2--resume las características principales de las opciones de los esquemas cambiarios disponibles y sus ventajas y desventajas:

**Cuadro # 1: Ventajas y Desventajas de los Esquemas Cambiarios**

ESQUEMA	MONEDA	CARACTERISTICA PRINCIPAL	VENTAJAS	DESVENTAJAS
TASA VARIABLE	Local	Tasa de Libre Mercado	1. Permite mantener el equilibrio de la balanza de pagos y generar alta credibilidad por ser un mecanismo de libre mercado.	<p>1. Permite discrecionalidad fiscal y monetaria a las autoridades, viabiliza procesos inflacionarios y posibilita la institucionalización del impuesto inflacionario.</p> <p>2. Al entrar capitales de corto plazo, el aumento en la oferta de divisas tiende a estabilizar la tasa de cambio a pesar que la inflación doméstica sea mayor que la internacional, lo cual incentiva --en un ciclo vicioso-- el ingreso cada vez de mayores capitales especulativos, acrecentando las distorsiones. Al salir precipitadamente los capitales especulativos, el ajuste se vuelve muy doloroso y costoso socialmente.</p> <p>3. Si bien genera confianza en el exterior, no maximiza la atracción de capitales externos, puesto que dificulta la comprensión por los inversionistas extranjeros del futuro de la tasa real de cambio puesto que es difícil y subjetivo proyectar la influencia de las fuerzas libres del mercado.</p>
		Tasa Fijada Administrativamente ( <i>Crawling Peg</i> )	<p>1. Permite mantener <b>permanentemente</b> el equilibrio de la balanza de pagos y, en especial, de la cuenta comercial, al poder mantener una tasa real satisfactoria.</p> <p>2. Minimiza el ingreso de capitales especulativos, puesto que mantiene una tasa de devaluación alrededor del diferencial de inflaciones (interna-externa), evitando grandes disparidades entre las tasas de interés internas y externas.</p>	<p>1. Permite discrecionalidad fiscal y monetaria, viabiliza procesos inflacionarios y posibilita la institucionalización del impuesto inflacionario.</p> <p>2. Si bien genera confianza en el exterior, no maximiza la atracción de capitales externos, puesto que dificulta la comprensión del futuro de la tasa de cambio real. Es difícil y subjetivo proyectar la diferencia entre las tasas de inflación y devaluación.</p>



ESQUE- MA	MONE- DA	CARACTERISTICA PRINCIPAL	VENTAJAS	DESVENTAJAS
TASA SEMI- FIJA (pero llamada de "Cambio fijo")	Local	La Tasa de Cambio queda fija hasta que la situación se convierte en insostenible, en cual caso ocurre una maxi-devaluación.	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Al inicio del sistema se genera una gran confianza, promoviendo el comercio exterior y la repatriación de capitales.</li> <li>2. Promueve un proceso de convergencia entre los precios internos y los externos, pues la inflación interna tiende a ser igual a la externa más la devaluación.</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Al quedar fija la tasa, mientras la inflación interna sea mayor a la externa, se generará automáticamente un desequilibrio de la balanza de pagos, hasta que la situación se torne insostenible y el ajuste altamente traumático.</li> <li>2. Mientras la inflación interna sea mayor a la externa, promueve el ingreso de capitales especulativos de corto plazo, haciendo que cuando salgan aceleradamente, el ajuste sea muy costoso socialmente.</li> <li>3. En situación de libre comercio, reduce grandemente la capacidad de manejo monetario, ya que esta dependerá totalmente del nivel de reservas internacionales.</li> <li>3. No genera mucha confianza en el exterior para atraer masivamente inversiones productivas, pues el potencial inversionista continuará temiendo por la posible pérdida del valor de su inversión, debido a que el peligro de una devaluación siempre existirá mientras haya moneda nacional.</li> <li>4. No existe transparencia y paralelismo entre los precios internos y los externos. En caso de una revaluación, permite que los salarios reales aumenten más rápido que la productividad, castigando primero a las empresas más eficientes (las exportadoras).</li> </ol>
TASA FIJA PERMA- NENTE	Dólar	La Tasa de Cambio, en efecto, nunca puede variar por no existir una moneda local propia	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Facilita la inversión privada, nacional y extranjera, por no existir riesgos de cambio. Esto podría permitir obtener metas ambiciosas de los niveles de inversión (un 35-40% del PIB) y tasas de crecimiento anual del orden del 10%.</li> <li>2. Facilita la expansión del comercio exterior, particularmente de las exportaciones, por la estabilidad de los costos de producción y su transparencia y paralelismo en relación a los precios externos.</li> <li>3. La transparencia de precios cuando existe una sola moneda es máxima, permitiendo que la evolución de los precios internos sea paralela a la de los internacionales. Los salarios reales evolucionarían en línea con los aumentos de productividad y no por variaciones alcatorias en las paridades cambiarias.</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Pérdida del señoreaje (un 0.25% del PIB).</li> <li>2. Exige variaciones en los precios nominales internos para restaurar el equilibrio de la balanza de pagos. Sería particularmente difícil lograr disminuciones del salario nominal.</li> <li>3. En situación de libre comercio, reduce grandemente la capacidad de manejo monetario, ya que esta dependerá totalmente del nivel de reservas internacionales.</li> <li>4. En caso de una corrida grande de depósitos bancarios, la economía sufrirá una gran recesión, esta vez no por devaluación sino por cesación de pagos, acompañada de la pérdida de la credibilidad externa.</li> </ol>

9. En base a una comparación de las ventajas y desventajas de los diferentes sistemas, se llega a las siguientes conclusiones:

- (a) el sistema de cambio "semi-fijo" sería el menos adecuado pues no produce el efecto total de confianza que puede lograrse bajo el sistema de dolarización (tasa fija permanente) pues mientras existan dos monedas, siempre existirá el riesgo de devaluación de una moneda en relación a la otra. El sistema, más bien, asegura que el ajuste sea siempre traumático, pues solo permite ajustar cuando la situación es insostenible. Si el ajuste se hiciera más frecuentemente, el sistema dejaría de ser de cambio "semi-fijo" y pasaría a ser un sistema de cambio variable administrado. Además, el sistema de cambio "semi-fijo" induce ingresos de capitales especulativos de corto plazo que tratan de beneficiarse temporalmente de las altas tasas nominales de inflación --debidas a una inflación interna mayor que la internacional-- y de la tasa de cambio fija, lo cual asegura tasas equivalentes en dólares mucho mayores que las internacionales mientras la tasa de cambio permanezca fija. Sin embargo, debe entenderse que la situación mejoraría grandemente si el país contara con mecanismos constitucionales que exijan una gran disciplina monetaria y fiscal, haciendo que los resultados sean similares a los del sistema de dolarización. Sin embargo, es parte de la esencia del sistema de cambio "semi-fijo" el buscar mantener la capacidad de ejercer políticas monetarias y fiscales anti-cíclicas en caso de situaciones recesivas;
- (b) el sistema de tasa variable de cambio de mercado, comparte muchos de los problemas del sistema de cambio "semi-fijo", porque después de producir el primer shock de confianza, tiende a inducir el ingreso de capitales especulativos de corto plazo que buscan aprovechar una situación de tasa de cambio estabilizada (casi fija, temporalmente) simultánea con un nivel de inflación interna mayor que la internacional, creando un círculo vicioso que puede terminar en un desastre financiero, tal como sucedió en la Argentina de Martínez de Hoz o, recientemente, en México. Cuando los capitales especulativos salen, el proceso negativo es acelerado y culmina en una pérdida rápida de reservas internacionales, una gran devaluación y una pérdida grave de la confianza internacional en la economía, las políticas económicas y la moneda nacional. Además, durante el proceso ocurre un fenómeno paradójico de fuerte revaluación de la moneda (compatible con las fuerzas del mercado) que tiende a debilitar gravemente al sector exportador y presiona al banco central a acumular reservas, para lo cual debe emitir moneda nacional, haciendo aumentar los niveles de inflación, apoyando aún más el proceso perverso que atrae capitales especulativos de corto plazo. El sistema de tasas variables de mercado puede mejorar grandemente si viniese acompañado de restricciones al ingreso de capitales de corto plazo, tales como un impuesto de retención sobre los intereses de generen (withholding tax) y niveles elevados de encaje a los depósitos extranjeros;
- (c) el sistema de tasa de cambio variable administrada es bastante más ventajoso y sostenible en el largo plazo, pues permite a la autoridad monetaria ir ajustando la paridad cambiaria a una meta dada para la tasa de cambio real que asegure el equilibrio de la balanza de pagos y, aún más, que asegure el equilibrio de la cuenta corriente. En caso de deterioro de los términos de intercambio, los ajustes a la tasa de cambio real se pueden dar de manera lenta y gradual que permita la viabilidad política del ajuste. Esta ventaja de la viabilidad política del ajuste es uno de los méritos mayores del sistema pues permite asegurar el equilibrio de la balanza de pagos y permite variar precios internos de manera



no traumática. En relación al sistema de cambio variable de mercado, el sistema tiene la virtud de evitar grandes disparidades en las tasas de interés equivalentes en divisas (p.ej., dólares) ya que la devaluación tiende a ser igual al diferencial de inflaciones, interna y externa. La diferencia entre las tasas de interés interna y externa tiende a ser similar y, de tal manera, no crea la tentación de arbitraje a los capitales especulativos. De tal manera, el sistema variable administrado no induce los procesos especulativos que inducen los sistemas de cambio "semi-fijo" y "variable de mercado". Este sistema variable administrado es una variación nueva que ha funcionado desde 1968, cuando Colombia lo adoptó para resolver de una vez por todas sus crisis cambiarias.<sup>1/</sup> Sus resultados han sido excelentes hasta el momento y no se conoce de grandes fracasos debidos al sistema en ningún país. Si este sistema estuviera acompañado de mecanismos constitucionales que aseguren, además, una gran disciplina fiscal y monetaria, podría ser un esquema óptimo a adoptar; y

- (d) el sistema de dolarización--equivalente a un sistema de cambio fijo permanente-- ofrece las ventajas de un tipo de estable, sin los problemas de especulación de los capitales de corto plazo. La ausencia de la posibilidad de devaluación es un gran elemento que asegura mayores niveles de confianza y, por tanto, de atraer masivamente inversión privada que permita alcanzar niveles del orden del 35-40% del PIB, similares a los obtenidos por las economías del sudeste asiático y, de tal manera, alcanzar tasas de crecimiento (del orden del 10% anual) bastante superiores a las tasas de crecimiento demográfico, requisito imprescindible para aumentar de manera perceptible los ingresos per cápita de la población de un país. <sup>2/</sup> Este sistema, además, permite aumentar rápidamente el comercio exterior, especialmente las exportaciones, por la gran transparencia que ofrece el contar con una sola moneda. El sistema permite que la evolución de los precios internos sea paralela a la evolución de los precios internacionales y no por variaciones aleatorias en las paridades cambiarias. Finalmente, este sistema no induce el ingreso de capitales especulativos de corto plazo pues nunca genera disparidades grandes entre las tasas de interés interna y externa. De tal manera, no ofrece el gran peligro del sistema de cambio "semi-fijo" o del cambio "variable de mercado". El problema de este sistema es que si llegase a ocurrir un grave deterioro de los términos de intercambio que dure más allá de lo que las reservas internacionales permitan, entonces el país deberá entrar en un ajuste penoso de reducción de los precios internos nominales.<sup>3/</sup> Es particularmente difícil políticamente reducir los salarios nominales. A medida que pase el tiempo, sin embargo, el riesgo de esa ocurrencia iría disminuyendo al diversificar las exportaciones de El Salvador. Mientras más diversificadas estén las exportaciones, menor será el riesgo de un deterioro de la balanza de pagos por variaciones en los términos de intercambio. Aún en ese caso, todavía quedaría el arancel como protección (párrafo 23) y, en todo caso, siempre se podría volver a un sistema de cambio variable administrado.

---

<sup>1/</sup> La tasa promedio de crecimiento de Colombia entre 1968 y 1994 ha sido del 5.4% anual, la más alta del continente latinoamericano en el período.

<sup>2/</sup> El promedio de inversión en China, Tailandia, Indonesia, Malasia y Corea del Sur fue del 37% en los dos últimos años, permitiendo un crecimiento promedio de las economías del 8.9% en el período.

<sup>3/</sup> Por ejemplo, si viniese una caída total repentina del mercado del café (p.ej., si se declarase cancerígeno al café), el ajuste podría ser sustancial. La pregunta difícil de analizar, es cuáles serían las diferencias en ese caso entre un sistema dolarizado y uno con moneda propia. Es probable que el costo sea menor bajo el sistema dolarizado por una menor fuga de capital.



10. Si bien se perdería en parte el derecho de señoreaje (emitir sin costo para cubrir la liquidez en manos del público), **el esquema de dolarización tendría las siguientes ventajas sobre un esquema de cambio fijo**, incluyendo uno con patrón dólar a ser manejado por una "Caja de Conversión": 4/

- (i) la confianza del público nacional en la nueva moneda sería inmediata, evitando entrar en una etapa temporal peligrosa, en la cual una gran parte del público se reservaría el otorgar su confianza a la nueva moneda local (p.ej., con paridad 1:1 con el dólar), hasta poder comprobar experimentalmente las bondades del nuevo sistema. Lograr esta confianza es fundamental, pues permitiría asegurar desde un comienzo la confianza tanto de los trabajadores como de los depositantes de cuentas bancarias, en aceptar que sus salarios y depósitos mantendrían totalmente su valor al convertirlos de colones a dólares. En un esquema de nueva moneda nacional con paridad unitaria en relación al dólar, podría ser mucho más difícil en lograr dicha aceptación, lo cual podría promover una corrida de la nueva moneda hacia el dólar, con efectos claramente desestabilizantes. De esta manera, se podría contar con un esquema favorable desde el punto de vista de evitar fugas de capital y, más bien, promover el ingreso de capitales hacia El Salvador;
- (ii) sería mucho más transparente para el público aceptar que los precios en dólares vigentes en el mercado local estén sujetos en el futuro a aumentos, plenamente en línea con el aumento de los precios internacionales;
- (iii) la confianza del inversionista extranjero sobre la estabilidad de la moneda en El Salvador, sería mucho más grande que en relación a esquemas de cambio fijo, tal como sucedió recientemente en México y en Argentina. Esta confianza evitaría tendencias a corridas de la liquidez y de los depósitos, hacia el dólar. Claramente, al tener ya dólares de los EUA en forma de liquidez o en las cuentas bancarias, no existiría la necesidad de volver a canjearlos por dólares de los EUA. La corrida a otras monedas ocurriría sólo en caso que suceda una corrida mundial del dólar hacia otras divisas, situación de probabilidad mínima;5/
- (iv) la confianza en la total estabilidad de la moneda en El Salvador, *ceteris paribus*, atraería claramente mayores niveles de inversión extranjera y, por lo tanto, permitiría lograr mayores tasas de crecimiento económico y de empleo; y
- (v) la estabilidad de los precios locales de mano de obra e insumos, facilitaría grandemente el poder determinar la viabilidad de mediano y largo plazo de nuevos proyectos de inversión productiva, orientados a la exportación, eliminando los riesgos por variaciones en la tasa de cambio. Esto aumentaría las perspectivas de crecimiento de las exportaciones no tradicionales y de crecimiento económico. Este aspecto es de la

---

4/ El FMI ha estimado recientemente que en el caso de El Salvador la pérdida de señoreaje significaría un costo del orden del 0.4% del PIB anualmente, monto relativamente menor. Si la autoridad monetaria imprimiera moneda metálica (p.ej., hasta de cinco dólares) el costo se reduciría notablemente.

5/ Aún en ese caso, sin embargo, se podría evitar las corridas si en El Salvador se permite mantener libremente la liquidez y los depósitos en cualesquier monedas diferentes al dólar.

mayor importancia en un país pequeño para el cual la demanda mundial por sus exportaciones sería casi infinita (en términos relativos), puesto que permitiría enfrentar transparentemente un proceso de crecimiento halado por la locomotora exportadora. Otra ventaja de este esquema, es que el precio de la mano de obra iría aumentando de manera gradual y paralela al aumento de la productividad en el país, evitando las distorsiones de aumentos en los costos locales por simples razones de disparidad cambiaria (tal como ha venido ocurriendo en los últimos años en El Salvador, bajo el esquema de cambio variable).

11. Por otra parte, las **desventajas del esquema de dolarización total**, serían los siguientes:
- (i) en caso de un deterioro importante en los términos de intercambio, sería necesario que los precios internos varíen a fin de permitir que las importaciones disminuyan y las exportaciones aumenten y, de tal manera, se restituya el equilibrio de la balanza de pagos. Esto significaría lograr menores costos (tanto nominales como reales) de la mano de obra principalmente en el caso de la producción de las exportaciones y una recesión general para disminuir la demanda por importaciones. En el caso del salario, es claramente difícil lograr reducciones del salario nominal por deterioros en los términos de intercambio. La única manera de lograrlo, es el permitir una flexibilización total del mercado laboral por la cual las empresas estén en libertad total de disminuir el número de empleados en situaciones en que su rentabilidad no les permita mantener los niveles anteriores o de disminuir libremente, por negociación con los trabajadores, los niveles salariales a fin de evitar despidos. Las reducciones salariales en el sector privado exigirían también ajustes en el sector fiscal. No es claro, sin embargo, cómo se comportaría el sector público en estas situaciones. Una primera tendencia sería reducir las inversiones públicas para mantener altos los niveles de gasto corriente, especialmente en salarios a fin de evitar el costo político por disminución de los salarios públicos o del número de empleados públicos. En ausencia de políticas claras al respecto, se generaría distorsiones complicadas que darían preferencias al empleo público, debido a la mayor incertidumbre en el sector privado;
  - (ii) en caso de una caída de la confianza en el país, por cualesquiera razones, habría una tendencia peligrosa en favor de la fuga de capitales, lo cual podría hacer aumentar rápidamente el nivel de las tasas de interés creando aún mayores perspectivas recesivas. La única manera de poder contrarrestar estos impactos de reacción acelerada ante eventos negativos, sería a través de una política monetaria que permita incrementar parcialmente la oferta monetaria en base a niveles confortables de reservas internacionales en manos de la autoridad monetaria antes de la crisis. En otras palabras, sería necesario, desde un comienzo, acumular mayores niveles de reservas internacionales a fin de poder disminuir el encaje legal promedio en ciertas situaciones de dificultad recesiva y, de tal manera, poder aumentar el multiplicador bancario minimizando la recesión y los consecuentes aumentos en las tasas de interés;
  - (iii) en caso de ocurrencias negativas que promuevan la fuga de capitales, la reacción hacia la disminución de depósitos sería elevada y acelerada, haciendo peligrar la estabilidad del sistema bancario. Claramente, una caída de depósitos podría crear una crisis de liquidez en el sistema bancario, terminando en cesaciones generalizadas de pagos. De



tal manera, sería necesario contar con mecanismos efectivos de apoyo de liquidez que aseguren la estabilidad del sistema bancario nacional (para. 44).

12. Las ventajas o desventajas son realmente un asunto de gradualidad e intensidad, más que un problema de diferencias cualitativas. Lo importante, es que de todas formas, independientemente del esquema cambiario que se adopte, se pueda contar con mecanismos complementarios que regulen no sólo la política cambiaria, sino también la fiscal y la monetaria, estableciendo: 6/

- (i) un límite objetivo y razonable al déficit fiscal agregado, en base a la capacidad de endeudamiento interno y externo que tenga el gobierno y el país en su conjunto; 7/
- (ii) límites máximos y mínimos a los niveles de reservas internacionales. El límite máximo dirigido a evitar que el Instituto Emisor emita moneda de manera inflacionaria, aumentando las reservas internacionales más allá de lo necesario y el límite mínimo dirigido a asegurar que posibles aumentos repentinos en la demanda por divisas sean absorbidos cómodamente y de tal manera se eviten pánicos que a la larga puedan resultar en fugas generalizadas de capital y de las reservas internacionales y que traigan inestabilidad monetaria por falta de confianza suficiente en las políticas internas;
- (iii) límites al aumento del crédito interno total, en base a un crecimiento sano de las variables monetarias, para evitar niveles altos de inflación y desajustes en la balanza de pagos.

13. En el caso de ir a un tipo de cambio "fijo permanente" (la dolarización), en vez de mantener el sistema actual, la diferencia en el retro-impacto para lograr una mayor disciplina fiscal y monetaria sería evidente. En el caso de ir a la dolarización, claramente se requeriría una reforma constitucional que regule estrictamente la política fiscal, para encausar cada año el proceso presupuestal a ser aprobado por la Asamblea, en base a las reglas de prudencia presupuestal que imponga la reforma constitucional. También, se requeriría una reforma laboral que asegure una alta flexibilidad salarial, y de contratación y despido, en caso de ir a la dolarización. La política arancelaria debe ser, asimismo, modificada para permitir ajustes temporales en la balanza de pagos en caso de shocks externos graves. Finalmente, la política de apoyo al sistema bancario para evitar su desestabilización debe ser revisada de manera fundamental.

#### Condiciones Necesarias para Implantar un Esquema de Dolarización Plena

14. En resumen, un esquema de dolarización plena podría tener grandes ventajas sobre los esquemas basados en una moneda nacional. Habría una confianza plena en el dólar desde un comienzo, evitando los problemas que recientemente han sufrido México y Argentina. Se facilitaría la inversión extranjera al contar con estabilidad en los precios de la mano de obra y los

---

6/ De manera similar a lo que normalmente hace un programa de estabilización acordado con el Fondo Monetario Internacional (FMI).

7/ Los límites al máximo endeudamiento interno y externo deben ser establecidos en base a parámetros establecidos por Ley de la República (p.ej., máximo de 35% de endeudamiento total--externo e interno--en relación al PIB; 35% de servicio de deuda interna en relación a los ingresos fiscales totales--sin incluir deudas; y 35% de servicio de deuda externa en relación al total de las exportaciones). Además, debería contarse con otro parámetro legal que minimice el *crowding out* de la inversión privada, por lo que el endeudamiento interno público no debería sobrepasar un 25% del total del crédito interno, ni el endeudamiento externo un 50% del total del endeudamiento externo.



insumos en relación a los precios internacionales. Se evitaría las tendencias hacia la fuga de capitales y más bien se promovería el ingreso de capitales extranjeros a El Salvador y se crearía las condiciones para un crecimiento acelerado de la economía y del empleo, basados en el crecimiento de nuevas exportaciones. La ventaja sería mayor, mientras menos países sigan el ejemplo de El Salvador, pues claramente permitiría a los inversionistas extranjeros diferenciar más claramente entre El Salvador y los demás países.

15. Sin embargo, para poder establecer el esquema de dolarización total y evitar un colapso eventual en el mediano y largo plazos, es necesario cumplir con las siguientes pre-condiciones:

- (i) control estricto de la política fiscal;
- (ii) flexibilización del mercado laboral;
- (iii) política arancelaria no sesgada en contra de las exportaciones, pero ajustable en situaciones de deterioro grave de los términos de intercambio;
- (iv) política de precios libres de mercado y eliminación total de controles de precio, incluyendo tasas de interés;
- (v) política monetaria que permita minimizar los problemas de liquidez del sistema productivo en épocas recesivas; y
- (vi) nueva política sólida de apoyo al sistema bancario, para asegurar la estabilidad del sistema, a toda prueba.

#### Política Fiscal

16. La política fiscal necesita ser anclada de manera definitiva, bajo la premisa de que el crecimiento económico se dará principalmente por efecto de nueva inversión privada y no por aportes gubernamentales. En ese marco, la nueva función del Gobierno será principalmente la de invertir en infraestructura social y la de facilitar el proceso privado de inversión, incluyendo en sectores tales como los de infraestructura de servicios públicos y transporte.

17. En consecuencia, la política fiscal debe estar supeditada a las siguientes reglas fundamentales:

- (a) el déficit fiscal debe ser totalmente financiable por crédito disponible, manteniendo parámetros aceptables de endeudamiento;
- (b) el crédito interno no podrá, en ningún caso, ser otorgado por la autoridad monetaria. De tal forma, el endeudamiento interno vendría enteramente a través de la emisión de letras o bonos en el mercado local y sujetos a topes legales (p.ej., 10% de los ingresos tributarios de los últimos tres años. Adicionalmente, se debería requerir que el saldo de letras baje a cero por 30 días continuos durante el año. Se tomaría especial cuidado, además, para evitar que ciudadanos extranjeros (o nacionales residentes en el extranjero) adquieran estos bonos o letras, por lo que sería aconsejable que sean penalizados por un impuesto alto en caso de su tenencia por parte de extranjeros o de nacionales residentes en el extranjero;
- (c) los niveles máximos de crédito total (interno y externo) al fisco, deben estar sujetos a un parámetro de solvencia, por el cual el saldo de crédito total no sobrepase un límite en relación al PIB (p.ej., 35%);

- (d) en caso de la deuda externa, además, el servicio de deuda externo total del país no podría exceder un porcentaje razonable de las exportaciones brutas (p.ej., 30%). Por otra parte, el crédito fiscal externo no debería sobrepasar del 60% del total del crédito externo, a fin de evitar el efecto de *crowding out*; y
- (e) estos límites, preferiblemente, deberían quedar establecidos por una enmienda constitucional. En un segundo lugar de preferencia, por una Ley Especial, a ser votada por una mayoría relativa especial (p.ej., tres cuartas partes de la Asamblea Legislativa).

18. No sería conveniente establecer parámetros más estrictos que los aquí recomendados, tales como ir al extremo de buscar la eliminación de los déficits fiscales (o limitar el déficit a un porcentaje dado del PIB), pues el país no debería quedar excluido de los mecanismos internacionales que existan para proveer crédito externo a los países en desarrollo. Por otra parte, aún si existiera exceso de este tipo de recursos, los límites recomendados en los párrafos anteriores evitarían caer en situaciones de riesgo porque se estaría utilizando al máximo el crédito interno y externo, pero dentro de parámetros que aseguren el servicio oportuno de la deuda externa e interna.

#### Política Laboral

19. La flexibilidad en el sector laboral debe ser elevada. En primer lugar, debe haber flexibilidad salarial tal, que permita reducciones en términos nominales. De otra manera el ajuste tendría que hacerse simplemente aumentando las tasas de desempleo, lo cual sería aún más traumático socialmente.

20. En segundo lugar, la nueva ley laboral debe buscar en lo posible que los aumentos salariales estén ligados a aumentos de productividad, por ejemplo a través de impuestos altos a aumentos salariales que se efectúen por encima del aumento de productividad. Un mecanismo complementario sería el de crear bonos--exentos de impuestos--en caso que reflejen estrictamente aumentos de productividad, como por ejemplo bonos que paguen distribuciones de utilidades a los trabajadores. Sería urgente que el GOES encargue a la brevedad un estudio específico sobre este tema.

#### Política Arancelaria

21. En relación a la política arancelaria, sería necesario igualar la protección efectiva a través de un arancel lo más plano posible, por ejemplo, un arancel único del orden del 10% que se vaya reduciendo a cero en un período de hasta cinco años, incluyendo muy pocas excepciones. Esa política permitiría reducir gradualmente los sesgos anti-exportadores al permitir que la asignación de recursos a la producción se base en una competencia justa entre las actividades exportadoras y las de sustitución de importaciones.

22. Una política de "arancel cero" permitiría, por otra parte, llevar los conceptos de zona franca y de maquila hacia los trabajadores, en vez de tener que llevar los trabajadores hacia las zonas francas y las maquilas. La importancia de esto estriba en que permite emplear parcialmente la mano de obra para la producción de valor agregado exportable. Muchos trabajadores estarían dispuestos a trabajar por un ingreso marginal, fuera de las horas de sus



trabajos principales. Para los trabajadores rurales, esto podría significar un aumento importante en el total de sus ingresos.<sup>8/</sup>

23. La política arancelaria, por otra parte, podría hacerse cargo excepcionalmente de gran parte del problema suscitado por los shocks externos. La mayor preocupación de un sistema de tasa totalmente fija--como lo es la dolarización--es que un deterioro de términos de intercambio o de fuga de capitales no permitiría un fácil ajuste de la balanza de pagos, debido a la inflexibilidad a la baja de los precios nominales, especialmente del salario. La política arancelaria, sin embargo, podría suplir las funciones de una devaluación en situaciones de gravedad especial. Si se aplica un impuesto a las importaciones y simultáneamente un subsidio a las exportaciones, por el mismo monto, ambos tendrán efectos contrarios que se anulan mutuamente, por lo cual no se modifican los precios relativos ni se afecta la asignación de recursos. Los precios monetarios internos del bien importable y del bien exportable suben en el mismo monto como consecuencia de la tarifa y del subsidio, de manera igual a la que se obtendría a través de una devaluación. Por tanto, la aplicación de un impuesto a las importaciones y un subsidio simultáneo por el mismo monto a las exportaciones es estrictamente igual a una devaluación. Además, si el arancel fuera totalmente plano sin excepciones, las distorsiones que se generasen se limitarían a un estricto mínimo.

24. Dado que una política arancelaria demasiado variable sería causa de grandes confusiones y de objeciones por parte de la Organización Mundial de Comercio, se debería limitar este papel monetario y cambiario del arancel, a situaciones de excepcional gravedad. En todo caso, es importante entender que en caso de shocks externos fuera de lo común, siempre habría defensas que eviten que todo el peso del ajuste caiga únicamente sobre los niveles de empleo.

#### Política de Precios y Tasas de Interés

25. Para que todo lo anterior pueda funcionar, imprescindiblemente, debe haber una política totalmente libre en relación al establecimiento de precios por parte de los agentes económicos a través de las fuerzas del mercado. En el caso de monopolios, sin embargo, debe haber reglas claras que permitan el establecimiento de los precios en base a la cobertura de los costos marginales y de metas objetivas de eficiencia. Los precios más vulnerables a ser controlados son el salario y las tasas de interés. En el caso de las tasas de interés, estas deberían necesariamente ser fijadas en todo momento por las fuerzas del mercado.

#### Política Monetaria

26. Sin embargo, es evidente la autoridad monetaria debería tener la capacidad de afectar las tasas de interés a través de los siguientes instrumentos monetarios: (i) movimientos del encaje legal, que permitan afectar directamente el multiplicador bancario y por tanto la oferta monetaria; y (ii) operaciones de mercado abierto para absorber o ampliar la liquidez, también en base a las reservas internacionales de la autoridad monetaria.

---

<sup>8/</sup> En la China, las estadísticas muestran que en la actualidad el 54% del total del ingreso de los trabajadores rurales proviene de actividades manufactureras llevadas a cabo por familiares de trabajadores o por trabajadores agrícolas que laboran en manufactura en horas diferentes a las de las faenas agrícolas.



27. Mientras mayores sean los niveles iniciales de las reservas internacionales, mayor será la capacidad de la autoridad monetaria de actuar de manera anti-cíclica, a fin de minimizar los traumas que tienden a causar los shocks externos. Por esta razón, sería importante que se aproveche las épocas de abundancia de divisas para acumular reservas en manos de la autoridad monetaria, especialmente a través de mayores niveles de encaje legal, política que permitiría aumentar reservas internacionales de manera no inflacionaria.

28. Sin embargo, para poder aumentar los niveles de encaje y no tener que aumentar los impuestos implícitos sobre la intermediación financiera, es preciso que los encajes sean remunerados. Lo más práctico y eficiente sería que **los recursos de encaje legal sean depositados en el exterior en calidad de fideicomiso y que los intereses recibidos por cuenta de tales depósitos sean cancelados en su totalidad al sistema bancario.** Esto permitiría variar las tasas de encaje legal (promedio o marginal) sin afectar mayormente el diferencial entre tasas activas y pasivas, a excepción del impacto por la variación del equilibrio entre la oferta y demanda de los recursos financieros. De esta manera, la autoridad monetaria podría ganar una clara influencia sobre los agregados monetarios: (i) sin imponer un nuevo impuesto a las transacciones bancarias el caso de aumentar el encaje legal; y (ii) sin tener que incurrir en pérdidas por causa de costos generados por las operaciones de mercado abierto. Los CEMs si bien tienen la ventaja de minimizar el uso del encaje legal como instrumento monetario y ayudar al desarrollo del mercado del dinero, tienen la desventaja de ser caros para el BCR, generando pérdidas en el largo plazo.

29. Por definición, la tasa interna de interés será igual a la internacional más el riesgo país. En consecuencia, el diferencial de riesgo país (unos 2-3 puntos porcentuales anuales) sería el costo financiero neto del BCR en caso de los CEMs, mientras que en el caso del encaje legal, el costo financiero para el BCR sería cero si el encaje se maneja vía fideicomiso. El costo del encaje (el riesgo país), sería parte del costo de intermediación financiera y no del BCR, ayudando importantemente a lograr la meta de rentabilidad real del BCR.

#### Uso de Mecanismos de Retención para el Control de Flujos de Capital

30. Se piensa que podría ser difícil controlar flujos de capital en una situación de exceso de confianza en el país. Por una parte los flujos de capital al aumentar tenderán a bajar la tasa de mercado, aproximando los niveles internos a los externos y minimizando el riesgo país. Esto mismo debe tender a corregir el exceso de flujos de capital. Sin embargo, en casos de desequilibrios largos en los que pueda demorarse la rebaja de tasas de interés a los niveles internacionales y que los aumentos de oferta monetaria puedan empezar a tener un fuerte impacto sobre los precios de los productos no transables y sobre el salario, el BCR podría recurrir al uso de mecanismos de retención (p.ej., encajes no remunerados) a fin de penalizar el ingreso de flujos de capital, especialmente los de corto plazo. Dado que este mecanismo no tendría un carácter recaudatorio sino de control de flujos de capital, su administración estaría bajo control del BCR. Además, sería conveniente que el BCR instituya registros voluntarios sobre ingresos de capital. Los capitales que no estén registrados quedarían sujetos al mecanismo de retención. Los capitales de corto plazo que decida penalizar el BCR estarían sujetos al mecanismo aun cuando se registren.

31. Sería necesario también estudiar la necesidad de imponer un impuesto por parte del fisco a las repatriaciones de ganancias de los trabajadores residentes en el exterior, no solo por razones fiscales, sino para evitar que a través de ese mecanismo ingresen capitales especulativos al país.

### **III. Reestructuración del Banco Central**

#### **Objetivos Principales del Nuevo Banco Central**

32. Desde la nueva perspectiva, el Banco Central tendría un solo objetivo principal que es **asegurar la estabilidad de la economía de El Salvador**, en base a tres funciones principales:

- (a) El mantenimiento de niveles suficientes de reservas internacionales (divisas plenamente convertibles) que permitan ejercer **política monetaria** efectiva que posibilite:
  - (i) un crecimiento de la oferta monetaria paralelo al crecimiento de la economía en base a manejos de la política de encaje legal y del multiplicador bancario. Por otra parte, en situaciones de tendencias recesivas, el manejo monetario buscaría mantener la oferta monetaria lo más constante posible; y
  - (ii) otorgar un apoyo efectivo de liquidez al sistema bancario, especialmente en situaciones de crisis de confianza--como cuando quiebra un banco--para asegurar la estabilidad bancaria nacional;
- (b) Ejercer una vigilancia sobre la evolución del sistema financiero--incluyendo los sectores bancario y crediticio, de seguros, de mercado de valores--a fin de tomar medidas y recomendar políticas y legislación adecuadas que aseguren la estabilidad del mismo; y
- (c) Vigilar el comportamiento fiscal a fin de tomar medidas y recomendar políticas y legislación adecuadas que aseguren la estabilidad económica de la nación.

33. Para cumplir los nuevos objetivos, el BCR se organizaría en cinco departamentos operativos: (i) el Departamento de Tesorería encargado del manejo de las RIN; (ii) el Departamento Monetario, encargado de la política monetaria (encaje legal, multiplicador bancario y operaciones de mercado abierto); (iii) el Departamento de Valores, encargado de asegurar un mercado ordenado de los CEMs; (iv) el Departamento de Supervisión Bancaria, básicamente compuesto por lo que sería la SB fortalecida; y (v) el Departamento de Apoyo de Liquidez y Saneamiento Bancario, encargado de llevar a cabo las funciones de apoyo al sistema bancario. Todos estos departamentos operativos, junto a los de apoyo (Estudios Económicos, Contabilidad y Administración) dependerían del Gerente General, quien a su vez dependería del Directorio.

#### **Necesidades de Capitalización del Banco Central**

34. En base al balance al 31 de diciembre de 1994, las necesidades de aportes del Tesoro de la Nación al Banco Central de Reserva (BCR) serían del orden de US\$1.125 millones, en calidad de deudas anteriores (US\$735 millones) y de cobertura de las pérdidas que el BCR ha incurrido en su calidad de autoridad monetaria (US\$390 millones). Después de los aportes, el



patrimonio neto del BCR sería de US\$219 millones. La relación de activos a patrimonio a esa fecha, después del aporte, sería de 10.5, en línea con los requerimientos legales para el resto de bancos del país.

### Obligaciones del Tesoro de la Nación

35. Después de iniciar el proceso de dolarización total, las obligaciones totales del GOES--como ya se indicó anteriormente--sería de US\$1.125 millones, las cuales se distribuirían en tres grupos: (i) US\$446 millones para cubrir sus propias obligaciones (US\$128 millones a largo plazo y US\$318 millones a corto plazo);<sup>9/</sup> (ii) US\$429 millones en LETEs con el BCR a 10 años; y (iii) US\$250 millones de crédito externo nuevo (a un plazo de unos 15 años), que se utilizará para fortalecer las reservas internacionales del BCR.

**Cuadro # 2:**  
**Banco Central de El Salvador**  
Balance Original al 31 de mayo de 1995  
(en millones de dólares)

ACTIVO		PASIVO	
RIN	831	Circulante ***	346
Deuda del GOES */	724	Encaje Legal	777
Resto Gobierno */	6	CEMs	241
INCAFE/INAZUCAR */	5	GOES ***	35
Sector Privado	4	GOES **	200
BMI	304	Resto Gobierno ***	15
Aportes FOSSAFI */	310	Resto Gobierno **	118
Pérdidas Diferidas */	80	Pasivos M/L Plazos **	128
Otros Activos	31	Inst. Fin. No Monet.	9
		Bonos FOSSAFI	92
		AID	1
		CDP/Otros	113
		<b>TOTAL DEUDAS</b>	<b>1.579</b>
		<b>PATRIMONIO</b>	<b>220</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>2.295</b>	<b>TOTAL PASIVO &amp; PATR.</b>	<b>1.799</b>

\*/ Cobertura del GOES vía LETEs por un total de US\$1.125 millones.

\*\*/ Transferencia al Estado contra LETEs, por un total de US\$792 millones.

\*\*\*/ Pago de Depósitos con divisas, por un total de US\$50 millones.

<sup>9/</sup> Una porción importante de estos recursos están ya comprometidos para financiar proyectos bajo la cooperación de organismos multilaterales.

Balance del Banco Central después de Cancelación de Deudas

36. Parte de los aportes del Tesoro Nacional se efectuarían contra obligaciones que tiene el BCR a mediano plazo. El resto los efectuaría en forma de Letras del Tesoro. Las obligaciones del BCR de corto plazo al Gobierno central y entes descentralizados, los pagaría el BCR en divisas. El balance resultante del BCR, después de las cancelaciones correspondientes, sería como sigue:

**Cuadro # 3:**  
**Banco Central de El Salvador**  
Balance Ajustado después de Cancelar Deudas con el Fisco  
al 31 de mayo de 1995  
(en millones de dólares)

ACTIVO		PASIVO	
RIN	781	Circulante ***	346
Deuda del GOES */	679	Encaje Legal	777
Resto Gobierno */	0	CEMs	241
INCAFE/INAZUCAR */	0	GOES ***	0
Sector Privado	4	GOES **	0
BMI	304	Resto Gobierno ***	0
Aportes FOSSAFI */	0	Resto Gobierno **	0
Pérdidas Diferidas */	0	Pasivos M/L Plazos **	0
Otros Activos	31	Inst. Fin. No Monet.	9
		Bonos FOSSAFI	92
		AID	1
		CDP/Otros	113
		<b>TOTAL DEUDAS</b>	<b>1.579</b>
		<b>PATRIMONIO</b>	<b>220</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>1.799</b>	<b>TOTAL PASIVO &amp; PATR.</b>	<b>1.799</b>

\*/ Cobertura del GOES vía LETEs.

\*\*/ Transferencia al Estado contra LETEs, incluye pasivos de M y L plazo por US\$128 millones.

\*\*\*/ Pago de Depósitos con divisas, por un total de US\$50 millones.

37. Después del pago cruzado de obligaciones para simplificar el balance del BCR, el patrimonio neto del BCR seguiría siendo US\$220 millones, su deuda total de US\$1.579 millones y sus activos totales de US\$1.799 millones, de los cuales las reservas internacionales netas representarían el 43%, la deuda del GOES el 38% y el resto de activos el 19%. La relación de activos totales a patrimonio neto del BCR sería de 8.2:1, mejor que antes del cruce de pasivos y las cancelaciones del GOES.



Balance del BCR después de Canjear todos los Colones por Dólares

38. Para entrar en el esquema de dolarización, el primer paso sería que el GOES obtenga un crédito de largo plazo de un banco multilateral del orden de US\$250 millones. Estas divisas las entregaría el GOES al BCR a cambio de LETEs. De tal manera, el balance del BCR, después de canjear US\$250 millones de LETEs y de canjear todos los Colones en circulación por dólares, sería como sigue:

**Cuadro # 4:**  
**Banco Central de El Salvador**

Balance Después de Dolarizar  
Al 31 de mayo de 1995  
(en millones de dólares)

ACTIVO		PASIVO	
RIN ****/	685	Circulante ***	0
Deuda del GOES ****/	429	Encaje Legal	777
Resto Gobierno	0	CEMs	241
INCAFE/INAZUCAR	0	GOES ***	0
Sector Privado	4	GOES **	0
BMI	304	Resto Gobierno ***	0
Aportes FOSSAFI	0	Resto Gobierno **	0
Pérdidas Diferidas	0	Pasivos M/L Plazos **	0
Otros Activos	31	Inst.Fin. No Monet.	9
		Bonos FOSSAFI **	92
		AID	1
		DEGs	113
		<b>TOTAL DEUDAS</b>	<b>1.233</b>
		<b>PATRIMONIO</b>	<b>220</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>1.453</b>	<b>TOTAL PASIVO &amp; PATR.</b>	<b>1.453</b>

- \*/ Cobertura del GOES vía LETEs  
 \*\*/ Transferencia al Estado contra LETEs  
 \*\*\*/ Pago de Depósitos con divisas  
 \*\*\*\*/ Incluye US\$250 millones del GOES contra LETEs.

Necesidades de Reservas Internacionales y Política de Financiamiento

39. Para actuar en su papel de regulador de la oferta monetaria y, además, en el papel de soporte del sistema bancario, el BCR necesita del mayor monto posible de reservas internacionales. Por una parte, uno de los objetivos del nuevo sistema cambiario es el de posibilitar la rebaja de las tasas de interés al sector privado a niveles internacionales a fin de mejorar su competitividad internacional. Por otra parte, sería necesario adecuar al BCR con los

instrumentos necesarios para jugar su papel de manera adecuada y eficiente. De tal manera, debe fortalecerse primero las reservas internacionales del BCR lo antes posible, para proceder a la etapa de buscar la rebaja de los intereses nacionales hacia los niveles internacionales, minimizando las cargas y costos monetarios. Lo importante es iniciar el proceso con un nivel de RIN de por lo menos el 15 % del total de los depósitos bancarios.

**Cuadro # 5:**  
**Dolarización: Requerimientos de Divisas**  
(montos en millones de dólares)

PARTIDA	CRITERIO	MONTO
Colones en circulación	100 %	346
Encaje legal	64 %	500
Bonos de Encaje (a 10 años)	36 % (US\$271 m.)	--
Capital Trabajo GOES	100 %	100
Manejo Monetario	10 % RIN	100
TOTAL		1.046
MONTOS EXISTENTES	Al 31/05/95	831
FALTANTE	Al 31/05/95	215

**FUENTE:** Estimaciones del Consultor

40. Esto significa que se requeriría un nivel de reservas netas del orden de US\$500 millones (15 % de los depósitos bancarios, párrafo 39, 45) para atender problemas de liquidez del sistema bancario, las cuales sumadas a US\$100 millones de capital de trabajo del Gobierno, US\$100 millones para actuar con la política monetaria y US\$350 millones para convertir la moneda actual por dólares, alcanzarían a un gran total de US\$1.046 millones, en comparación con US\$830 millones disponibles a fines de mayo de 1995. Es decir, el faltante sería de US\$215 millones, monto que podría ser obtenido a través de un préstamo de ajuste sectorial de inversiones del BID.

#### Política de Rentabilidad del Banco Central

41. La política debe requerir que el BCR obtenga una utilidad positiva en cada período. La mayor ventaja del sistema de dolarización es que evita la "magia de la banca central". Las pérdidas del BCR serían ahora, pérdidas efectivas en dólares y no habría manera de cubrirlas con emisión abierta u oculta. Por esta razón, el BCR debe evitar pérdidas a toda costa o debe ser reembolsado por el GOES, creando una situación clara de gasto fiscal a ser cubierto por ingresos fiscales reales. El cuadro a continuación muestra que, efectivamente, el BCR podría pagar intereses sobre la totalidad del encaje y, además, generar una utilidad positiva. Si la tasa que se reciba por las RIN fuese del 6.0 % y del BMI del 10.0 %, por tanto se pagase el mismo 6.0 % al encaje legal, la tasa de las LETEs, CEMs, Bonos FOSSAFI, y otras obligaciones del BCR fuese del 8.0 %, entonces la rentabilidad antes de costos administrativos sería de alrededor de US\$23.2



millones, dada la estructura financiera del BCR, equivalente al 10.5% del patrimonio de la institución. La utilidad después de cubrir el nivel actual de gastos administrativos de US\$14 millones, sería de US\$9.2 millones anuales, equivalente al 4.2 % del patrimonio del BCR.

**Cuadro # 6:**  
**Banco Central de Reserva:**  
**Estado Anual de Pérdidas y Ganancias**  
 (en base al Balance anterior, p.-17-)  
 Montos en millones de dólares

PARTIDA	TASA	MONTO
<b>INGRESOS:</b>		
RIN	6.0%	41.1
LETes	8.0%	34.3
Sector Privado	9.0%	0.4
BMI	10.0%	30.4
Total Ingresos	6.6%	106.2
<b>COSTOS:</b>		
Encaje Legal	6.0%	46.6
CEMs	8.0%	19.3
Bonos Fossafi	8.0%	9.0
Otros	8.0%	8.1
Total Costos Financieros	6.7%	83.0
<b>DIFERENCIAL FINANCIERO</b>		23.2
Costos de Operación		14.0
<b>GANANCIAS</b>	4.2%	9.2

FUENTE: Estimación del Consultor

#### Manejo del encaje legal en relación a la política monetaria

42. No sería conveniente rebajar el nivel del encaje legal actual, pues no se quisiera tener una situación de inflación en dólares bajo el nuevo esquema de dolarización. Al contrario, si las condiciones lo exigen para minimizar las presiones inflacionarias en dólares, podría ser aún necesario aumentar los niveles de encaje en una primera etapa de implantación del nuevo esquema monetario. De tal forma, lo preferible sería dejar en un inicio los niveles de encaje legal al nivel actual de alrededor del 25%. Para lograr el objetivo de que el manejo del encaje sea neutral desde el punto de vista de costos del BCR, sería recomendable dejar un tramo de encaje de hasta 15% sin remuneración, a fin de incrementar los actuales costos del BCR en relación a la remuneración del encaje (podría incluir total o parte de los bonos a 10 años). Sin embargo, de ahí en adelante, se pagaría la tasa internacional por el encaje, permitiendo encontrar un punto medio que minimice los costos futuros del BCR y que, a la vez, reduzca al máximo los costos para el sistema bancario (o sea los impuestos implícitos para los prestatarios).

### Política de Tasas de Interés

43. La política de intereses del BCR, igualmente, debe ser transparente. Por los CEMs, el BCR debe pagar tasas competitivas de interés. Por el encaje legal debe pagar la misma tasa que reciba de sus RIN, aunque en los primeros años, podría pagar esta tasa sólo al aumento de encaje, dejando que el encaje total al momento de la dolarización quede congelado a los niveles actuales. De manera gradual, la tasa de remuneración de ese encaje "base" podría ser aumentada hasta llegar a los niveles de mercado. Por otro lado, la tasa de los bonos FOSAFFI podría seguir una mecánica similar. La tasa de interés del BMI al BCR debe ser una tasa de mercado que esté en línea con la tasa internacional de largo plazo (p.ej., 2 puntos por encima de la tasa del Tesoro de los EUA de bonos de 10 años de plazo). No sólo se evitaría distorsionar el mercado financiero con dicha tasa--permitiendo que eventualmente se desarrolle el mercado de capitales en El Salvador, sino que se facilitaría la posibilidad de lograr una rentabilidad positiva en el BCR.

### Manejo del Encaje en Relación a la Política de Apoyo al Sistema Bancario

44. La política de encaje legal también será imprescindible para poder acumular un nivel importante de reservas internacionales que permitan proporcionar un apoyo efectivo de liquidez al sistema bancario en épocas de caídas de depósitos. Es claro que en cualquier esquema--pero más transparentemente en el caso de una dolarización total--que una corrida de depósitos traería el colapso de la economía, esta vez no por una devaluación sino por una cesación de pagos. En general, los niveles de encaje legal deberían ser similares o iguales al porcentaje de depósitos que podrían ser retirados en una situación de grave crisis. Para disminuir el grado de vulnerabilidad de la economía por causas inesperadas o de calamidad, el sistema debería poder aguantar--sin quebrar--una caída de depósitos bancarios del orden del 15%.

45. En las peores épocas de la reciente guerra, los depósitos en El Salvador cayeron en 8%, por lo que un porcentaje de protección del orden del 10% podría ser suficiente, especialmente si se tiene en cuenta que en ese entonces no existían los requisitos de política fiscal y monetaria que se estarían incorporando bajo el esquema propuesto. Por otra parte, la reciente crisis Argentina (que ocurrió en ausencia de violencia), indica que un porcentaje mayor--del orden del 17%--podría ser necesario para atender situaciones de crisis internacional. <sup>10/</sup> En consecuencia, sería recomendable pensar en un nivel de reservas del 15% del total de los depósitos para prestar un apoyo efectivo de liquidez al sistema bancario.

### Supervisión Bancaria y Reformas a la Ley de Bancos

46. La Supervisión bancaria debe ser efectuada por el propio BCR, dada la elevada magnitud de reservas internacionales que debe defender. Alternativamente, si se prefiere que la SBEF siga supervisando al sistema, no debe seguir siendo autónoma, sino que debe estar bajo el estrecho escrutinio del BCR, el cual mediría continuamente la eficiencia de la SBEF y buscaría extremar medidas correctivas para minimizar las pérdidas bancarias.

---

<sup>10/</sup> Entre el 15 de diciembre de 1994 y el 30 de abril de 1995 los depósitos bancarios argentinos cayeron de US\$46.500 millones a US\$38.500 millones, por lo que la caída fue del 17.2%. Al 31 de mayo los depósitos volvieron a subir a US\$40.000 millones.



47. Además, para poder dar un fuerte apoyo de liquidez al sistema bancario, sería necesario desde un comienzo revisar nuevamente la normativa prudencial bancaria, induciendo a los bancos a operar de manera más segura y eficiente. Un elemento básico del nuevo sistema sería contar con una calidad de supervisión bancaria mucho más eficiente que la actual. La Superintendencia de Bancos (SB) debería buscar un nivel profesional bastante mayor y debería apoyarse mucho más en auditorías profesionales efectuadas por auditores externos del mayor calibre mundial. Los costos de las auditorías deberían ser cubiertas por los propios bancos, pero la contratación de los auditores debería ser hecha por la SB, a fin de evitar conflictos de interés por parte de los auditores externos. La lealtad de un proveedor de servicios normalmente está con quien le contrata y paga. De tal forma, sería fundamental que los contratos y pagos los efectúe directamente la SB y que los costos incurridos sean reembolsados por los bancos.

48. Adicionalmente, es necesario que los bancos estén sujetos a la calificación de firmas internacionales de Calificación de Empresas para el Mercado de Valores (p.ej., Standard & Poor's, Moody's). Sería recomendable que el BCR contrate los servicios de estas calificadoras para que inicien el proceso de calificación. La cobertura de estos costos debería efectuarse por parte de la banca, de manera proporcional a sus activos y, posiblemente, a través de una comisión de servicio, a ser estimada específicamente para lograr la cobertura total de manera anual.

49. La Ley de Bancos necesita ser reforzada en algunos aspectos. A diferencia de la recomendación del FMI de cambiar definiciones sobre el valor de las revaluaciones de activos fijos bancarios, los cuales deberían perder importancia en caso de una reducción esperada permanente en los niveles de inflación, sería necesario fortalecer cinco aspectos básicos de normativa de prudencia bancaria: (i) aumentar el patrimonio mínimo a 10% de los activos ponderados; (ii) modificar la estimación de provisiones, en relación a la categoría de clasificación de un préstamo y en relación a la base de estimación de la provisión, evitando dar el beneficio de la duda a las garantías colaterales; (iii) reclasificación de refinanciaciones (roll-over) para evitar mora escondida; (iv) eliminación de los créditos vinculados con accionistas del banco; y (v) minimizar la transformación de plazos por parte de los bancos. Finalmente, los factores de ponderación de los activos de riesgo merecen una nueva revisión, así como los mecanismos de ajuste de dichos parámetros.

#### Tratamiento Fiscal a Instrumentos Financieros

50. Es importante eliminar el tratamiento diferenciado entre instrumentos financieros que resulten en inequidades y sesgos. La propuesta que el gobierno tiene en frente para implantar es que: (i) la venta de los títulos valor debe estar exenta de impuestos y que los impuestos deben ser cobrados a los tenedores de los mismos, dependiendo de su tratamiento fiscal; (ii) los emisores pueden voluntariamente decidir descargar sus costos financieros en sus declaraciones de renta; (iii) los compradores de títulos que descargan costos financieros en su declaración de renta quedarían sujetos al pago de impuestos sobre sus ingresos financieros; y (iv) los compradores que no descarguen costos financieros, quedarían exentos de impuestos sobre sus ingresos financieros.

51. Para evitar cobrar impuestos a los pequeños depositantes, se podría permitir declarar exentos de impuestos los intereses generados por los primeros US\$5.000 dólares de depósitos personales. Si bien esto sería una distorsión, es preferible a mantener el problema actual que tiene

mayores costos fiscales y que no permite el desarrollo vigoroso y transparente del mercado de capitales.

#### Política Monetaria y su Programación

52. La política monetaria, de tal manera, podría manejarse teniendo los niveles de la oferta monetaria como meta. Las tasas de interés se igualarían a las internacionales a través del impuesto de retención y no crearían ingresos indeseables de capitales especulativos. Esto permite que las tasas internas se puedan mover libremente a fin de conseguir los niveles deseados de oferta monetaria. Sería lógico, que las tasas de interés internas tendrán como límite menor el nivel de las tasas internacionales, lo cual evitará que se trate de inflar la economía más allá de lo descable y sano, aún cuando las condiciones de crisis por causa de los shocks externos sean exageradamente graves. En todo caso debe subrayarse las limitaciones de la política monetaria contractiva en una situación como la de la dolarización, pues si la confianza internacional conlleva grandes influjos de capitales, no será posible limitar el crecimiento de los medios de pago con la política monetaria y habrá que aceptar aumentos en los precios de los no transables, incluyendo el salario real. Esto sin embargo, no debe verse como un problema sino como uno de los grandes beneficios de la política de estabilidad monetaria y confianza en la economía, el cual oligará a buscar mayores aumentos en la productividad y el ingreso nacional.

53. Por otra parte, la política monetaria si puede permitir compensar caídas menores en los ingresos nacionales por causa de deterioros temporales en los pesos términos de intercambio, para lo cual la programación monetaria debe ser efectuada anualmente para buscar mantener una oferta monetaria que crezca al nivel del crecimiento económico esperado más la inflación esperada del dólar. El BCR, claramente, debe tener la libertad de poder ejercer política anti-cíclica, limitada solamente por el nivel de las RIN. Cuando el BCR vea caer los niveles de sus reservas internacionales por debajo del 15% de los depósitos bancarios, habrá logrado su máxima capacidad de ejercer política anti-cíclica. Este porcentaje debería quedar establecido en la nueva Ley del Banco Central, la cual debe ser emitida antes de proceder con el cambio del sistema cambiario.

### **IV. Reforma Normativa del Sistema Bancario**

#### Reforma normativa y prudencial

54. La Ley de Bancos necesita ser reforzada en cuatro aspectos principales:

- (i) previsionamiento a los montos vigentes brutos (no netos de garantías) de la cartera y su clasificación por calidad;
- (ii) revisión de las modalidades de refinanciamiento (*roll-over*) para evitar que exista mora encubierta;
- (iii) revisión de las normas sobre crédito vinculado a los accionistas de los bancos, buscando la prohibición del mismo, dado los serios conflictos de interés que implican; y



- (iv) revisión de las normas en relación a la transformación de plazos que se permita a los bancos. El nivel relativo de capital mínimo bancario debe ser aumentado tal como las autoridades lo han concebido, al 10% del total de los activos de riesgo. Los factores de ponderación de los activos de riesgo merecen una nueva revisión, así como los mecanismos de ajuste de dichos parámetros.

#### Capitales bancarios

55. Es necesario promover la capitalización de los bancos vía el mercado de valores, permitiendo en un comienzo que los recursos de personas naturales o jurídicas destinados a comprar nuevas acciones bancarias estén exentos de algunos impuestos. Sin embargo, parecería difícil poder movilizar recursos sustanciales en el mercado local, por lo que sería necesario llevar a cabo una promoción en el extranjero para buscar bancos internacionales que se puedan interesar en trabajar en El Salvador. Podría ser necesario ofrecer algunas ventajas impositivas en un comienzo para atraer los primeros tres bancos extranjeros. También sería necesario ofrecer algunas ventajas tributarias a los bancos actuales que decidan asociarse con capitales extranjeros para aumentar su base patrimonial.

#### Bancos Extranjeros y Competitividad

56. La experiencia panameña de la época de la guerra de invasión reciente, muestra la importancia de contar con bancos internacionales, especialmente cuando se cuenta con una economía totalmente dolarizada. Cuando vino la estrangulación de divisas al retenerse los ingresos por paso del Canal, vino una gran caída de depósitos en el sistema bancario que hubiera sido imparable, de no contar con grandes bancos internacionales. Estos decidieron que a pesar de ser subsidiarias establecidas bajo el derecho privado panameño--y no sucursales de sus casas matriz--de honrar los retiros de depósitos para no perjudicar su buen nombre; asunto que se facilitó al poder ofrecer a los depositantes colocarles los recursos en otras sucursales de los bancos. Este hecho, claramente, evitó entrar en una situación de cesación de pagos.

57. El ingreso de bancos off-shore en El Salvador es un tema importante de analizar. Por un lado, sería ventajoso pensar en un esquema que permita la banca off-shore instalada en territorio salvadoreño. Por otra parte, la actual banca comercial salvadoreña está procurando mejorar su condición financiera para atender el mercado nacional en mejores condiciones de seguridad.

58. La competencia que traería la banca extranjera sería saludable desde todo punto de vista. La asociación con bancos extranjeros sería también muy deseable. La mayor dificultad para llevar a cabo la idea de traer bancos extranjeros a El Salvador sería la falta de interés por parte de los principales bancos internacionales de venir inmediatamente al país. Sin embargo, el propio esquema de dolarización llamará eventualmente la atención de algunos bancos para instalarse en el país en un futuro relativamente cercano, especialmente si empieza un crecimiento importante de la actividad exportadora.

59. Lo mejor sería darle tiempo al tiempo y pensar, más bien, que en una primera etapa, se continuaría trabajando con los bancos nacionales en base a una normatividad prudencial mejorada. Que posiblemente en base a incentivos tributarios temporales se podría lograr eventualmente traer algunos importantes bancos internacionales. Que cuando empiece el proceso de incorporación al país de bancos extranjeros, se consideraría la posibilidad de un desarrollo de la banca off-shore



en base a un tratamiento tributario favorable para el desarrollo de este tipo de banca. Dado que la banca off-shore para ser competitiva no puede depender de tasas de encaje legal alto, u otro tipo de impuestos, parecería prudente dejar esto para una segunda etapa, cuando el esquema se haya consolidado y el BCR cuente con un nivel importante de RIN.

### Seguro de Depósitos

60. Existe la propuesta de establecer un Fondo de Seguro de Depósito que permita evitar el colapso de bancos, aún cuando éstos entren en situación de quiebra. La principal función de un Fondo de Seguro de Depósitos, es tener la capacidad de intervenir un banco en calidad de accionista, evitando el colapso del banco y--por supuesto pérdidas a los depositantes. Dado que el patrimonio de un banco es una fracción menor del total de depósitos de un banco, es claramente más barato gastar recursos en adquirir el banco y cubrir sus pérdidas de cartera que tener que pagar a los depositantes. Una vez intervenido el banco y, asegurado que los accionistas actuales cubran las pérdidas en primer lugar con su patrimonio propio, el Fondo pasa a comprar la cartera morosa del banco y ponerlo en venta a otros accionistas privados. En todo momento el banco sigue funcionando y los depositantes continúan asegurados de no incurrir en pérdidas, por lo que se evita crisis de confianza en el sistema bancario y la economía.

61. Los problemas que surgen en la práctica para el establecimiento de un Fondo de Seguro de Depósitos en un país de las características de El Salvador son las siguientes:

- (a) existe una elevada concentración del volumen de los depósitos en pocos depositantes. Esto significa que la mayor parte del volumen de los depósitos está en manos de depositantes con montos elevados. Si el seguro cubre depósitos sólo hasta un monto relativamente menor (p.ej., US\$10.000), se estaría indicando explícitamente que los depósitos mayores no estarán cubiertos por el seguro. Dado que estos depositantes son los mejor informados en el país sobre los aspectos económicos y financieros, la decisión de intervención de un banco puede precipitar aún más aceleradamente la temida fuga de depósitos; y
- (b) el iniciar un Fondo de Seguro de Depósitos sin un capital alto de entrada, hace que el sistema sea insostenible en los primeros años de funcionamiento. Como consecuencia adicional, la tasa de seguro tendría que ser muy elevada para permitir un crecimiento rápido del patrimonio del Fondo.

62. De tal manera, sería más conveniente que sea el propio BCR quien juegue el papel de "Fondo de Seguro de Depósito" pero sin limitar el seguro a depósitos a montos menores. Siempre existirá la manera de convencer, de manera ex-post, a depositantes grandes a dejar parte de sus recursos en depósito o convertirlos en acciones del nuevo banco.

63. El BCR, en esta concepción, sería la institución encargada de vigilar la evolución del sistema y de cada institución bancaria en particular. Será, pues, de su interés el solucionar los problemas que se vayan presentando a tiempo y no cuando sea ya imposible. Primero daría préstamos de liquidez a una institución en problemas. Si los problemas persistieran, en una segunda etapa de gravedad, pasaría a ser propietario del banco en cuestión, canjeando parte de sus préstamos de liquidez por la totalidad de las acciones del banco a su valor ajustado después de previsiones. En ese momento lo pondría en venta, cubriendo pérdidas adicionales que pudiera haber



con compras de cartera mala, con o sin pacto de recompra por parte del banco afectado. En el interim, si los depositantes quisieran seguir sacando depósitos, el BCR continuaría dando créditos de liquidez al banco en problemas, pero tratando de inducir a los depositantes a pasar sus depósitos a otros bancos del sistema, a fin de evitar una caída mayor de sus reservas internacionales. Ninguna otra institución fuera del BCR tendría la capacidad de aguantar las necesidades de liquidez que surgen en una situación de desconfianza bancaria.

#### Apoyo de Liquidez al Sistema

64. Por esto, las reservas internacionales del BCR deben mantenerse--por requisito de Ley--del 20% de los depósitos totales del sistema bancario, 15% de los cuales se destinarían a proporcionar apoyo al sistema bancario y 5% para otros propósitos. Las reservas actuales, el crédito a obtener en un banco multilateral y el aumento de encaje legal remunerado a los depósitos, son fundamentales para lograr las metas indicadas. Por otra parte, no sería recomendable que las reservas fueran exageradamente altas, por el costo recesivo que tendrían. Con un PIB del orden de US\$7.5 miles de millones anuales, un superávit fiscal de un punto porcentual sobre el PIB, se generaría un aumento de reservas del orden de US\$75 millones anuales. El 15% de los depósitos para apoyo bancario significaría una necesidad máxima de RIN del orden de US\$1.000 millones (párrafo 39, 45), es decir US\$215 millones más de lo disponible en la actualidad. Este monto adicional de RIN se podría lograr en tres años con un superávit fiscal del 1% del PIB. Esta última meta parecería ideal, desde el punto de vista práctico, pues no traería un sacrificio fiscal demasiado grande y, por otra parte, sería fundamental para atraer los más elevados grados de confianza--tanto nacional como internacional--en el nuevo sistema. Además, el esfuerzo fiscal permitiría ir bajando los niveles de encaje legal a los niveles anteriores al cambio de régimen con el propósito de minimizar los sesgos contra la banca nacional.

#### Apoyo de Solvencia al Sistema

65. Con los recursos disponibles del encaje legal, el BCR otorgaría un apoyo de liquidez a los bancos nacionales que se encuentren enfrentando problemas, ya sea por retiro de depósitos o por dificultades en la recuperación de sus préstamos. Los recursos de apoyo de liquidez estarían disponibles en tres tramos:

- (a) **un tramo de libre accesibilidad**, para cubrir depósitos hasta el 50% del patrimonio neto de previsiones del banco. Las garantías de un banco al BCR serían las acciones del banco, endosadas en favor del BCR y valuadas al valor patrimonial en libros;
- (b) **un tramo de acceso condicionado**, a mejoras administrativas a satisfacción del BCR que aseguren retornar en el corto plazo (v.gr., 180 días) a una situación de liquidez adecuada. Para acceder a este segundo tramo, las garantías al BCR serían también acciones endosadas del banco en favor del BCR. En consecuencia, el total de créditos bajo los dos primeros tramos, no podría exceder el 100% del patrimonio neto del banco en cuestión. Es claro que el Estado nunca debería tener más "capital" en un banco que los propios accionistas del banco. Dado que los préstamos de apoyo de liquidez, implícitamente serían subordinados a los demás pasivos del banco, tendrían el carácter de "cuasi-capital". De tal forma, en caso que los créditos de apoyo de liquidez queden impagos después de 180-365 días, el BCR debe proceder a tomar en propiedad las acciones en



garantía, quedando en libertad de venderlas--cuando lo considere conveniente--a nuevos compradores; y

- (c) **un tramo de acceso de "ajuste estructural"**, que permita evitar el colapso del banco y permitir su saneamiento. El monto límite de este tramo quedaría a discreción del BCR, lo cual es importante si se quiere tener un apoyo de liquidez suficiente que se ajuste a circunstancias imprevistas. Al acceder a este tramo, un banco estaría claramente en peligro de liquidación o de venta a nuevos accionistas. En el caso que el BCR decida vender las acciones a nuevos compradores el precio de venta de las acciones sería igual al valor patrimonial en libros, menos el valor de las pérdidas escondidas que haya detectado un estudio específico que se tendría que llevar a cabo en todos los casos. Las pérdidas serían, en primer lugar, responsabilidad de los antiguos dueños, por lo que en neto recibirían en dinero el precio efectivo de venta a los nuevos accionistas, igual al valor en libros menos pérdidas nuevas encontradas. Si las pérdidas nuevas encontradas fueran mayores que el valor patrimonial en libros, los accionistas antiguos no recibirían nada por sus acciones.

66. Cuando un banco entre en una etapa de inviabilidad, la rehabilitación debe efectuarse por una intervención por parte del BCR. Si el BCR estuviera en posesión de la gran mayoría de las acciones del banco, claramente podría proceder a venderlas, o podría proceder a liquidar el banco. Dado el elevado apalancamiento de los bancos, sería normalmente más barato cubrir potenciales pérdidas adicionales en la base patrimonial del banco y asegurar su funcionamiento futuro que liquidar al banco y cubrir a los depositantes y acreedores. En consecuencia, una vez que se poseione de las acciones del banco, el BCR con el apoyo de una Comisión de Saneamiento Bancario (ver próximo párrafo) procedería a evaluar con la mayor profundidad las pérdidas del banco a fin de efectuar compras de cartera al banco, con o sin pactos de recompra en el mediano o largo plazos, que permitan que el valor patrimonial en libros sea igual al precio de venta esperado. Si, además, fuese necesario aumentar el capital del banco, entonces el BCR exigiría a los nuevos accionistas--como condición para el cierre de la operación de venta del banco--que aumenten el capital accionario por encima del actual valor patrimonial en libros. Esto último sería conveniente, además, porque el aumento de capital le daría liquidez adicional al banco en su primera etapa bajo el control de los nuevos accionistas, permitiéndole asegurar la confianza del público en un momento crítico de su vida institucional.

67. Una alternativa importante, sería considerar involucrar al conjunto de la banca en el proceso de saneamiento bancario. Sería recomendable que hasta un décimo (1/10) del patrimonio de cada banco--por mandato de la Ley Enmendada de Bancos--sea utilizado para adquirir obligatoriamente acciones de bancos en proceso de saneamiento. Para asegurar un mecanismo balanceado y equitativo, los bancos participarían con el 49% del voto en una Comisión de Saneamiento Bancario. El BCR participaría con el 51%. Si bien esto deja que la decisión final recaiga en el BCR, los bancos participarían de manera activa y decidida para asegurar un proceso de saneamiento adecuado que a la larga les evite pérdidas patrimoniales. Cada banco particular tendría una responsabilidad proporcional a su patrimonio neto. El estudio de condicionamiento para la participación en el segundo tramo sería definido por la Comisión de Saneamiento Bancario (CSB). Así mismo, la valoración de las pérdidas del banco se haría en base a términos de referencia aprobados por la CSB, instancia que también aprobaría oficialmente el valor de las nuevas pérdidas encontradas para propósitos operativos. El valor de las pérdidas totales de un banco a ser saneado se cubriría de acuerdo a la siguiente prelación:



- (i) el patrimonio neto de los accionistas vigentes del banco el día antes de la intervención;
- (ii) los montos de pérdidas que sobrepasen el valor patrimonial en libros serán cubiertos por el "Fondo de Seguro de Depósitos", compuesto de las comisiones de seguro de depósitos (un 0,4% de los saldos promedio de los depósitos asegurados) y sus ganancias acumuladas, el cual será administrado por la Comisión de Saneamiento Bancario; y
- (iii) las pérdidas remanentes serían cubiertas en el 49% por los bancos y en el 51% por el BCR.

68. Este mecanismo es una combinación de los mecanismos más eficientes de saneamiento bancario que existen en otros países (EUA, España, Colombia, Filipinas), permitiendo minimizar pérdidas por las siguientes razones:

- (a) las corridas de depósitos se minimizarían porque los depositantes estarían más confiados si existiera un Seguro de Depósitos, especialmente si fuera voluntario, incluyendo la decisión sobre los montos de depósitos a ser asegurados. Esto daría mayor estabilidad al sistema bancario y a los depósitos bancarios;
- (b) los bancos en su conjunto--que conocen información valiosa en relación al sistema--servirían de apoyo permanente al sistema de saneamiento bancario, haciendo conocer oportunamente a las autoridades bancarias los problemas--potenciales o actuales--que se vayan generando;
- (c) la Comisión de Saneamiento Bancario tendría el incentivo de actuar oportunamente antes que las pérdidas potenciales de un banco sobrepasen el nivel patrimonial del mismo; y
- (d) las pérdidas netas del BCR se minimizarían al tener que compartirlas con los bancos en su conjunto.

69. En todo caso, sería necesario que el BCR lleve a cabo un seguimiento estrecho de la evolución del sistema y de cada uno de los bancos en particular, con el propósito de no permitir deterioros graves en la situación financiera de los mismos. Sería responsabilidad del BCR que las medidas correctivas y ajustes a los bancos en el segundo tramo de apoyo de liquidez, se hagan con detalle y con frecuencia por parte de los accionistas y administradores, dejando la situación de "ajuste estructural" solamente para situaciones excepcionales que obedezcan a desarrollos imprevistos.

**Cuadro # 7: Apoyo de Liquidez y Saneamiento Bancario**

<b>I. Apoyo de Liquidez: A Tasa de Interés de 3-5% sobre tasa activa promedio del sistema.</b>					
<b>Tramo</b>	<b>Monto</b>	<b>Garantía</b>	<b>Plazo</b>	<b>Tareas</b>	<b>Condicionalidad</b>
1er. Tramo "De Libre Disponibilidad"	Hasta 50% del patrimonio neto del banco s./libros.	Acciones endosadas en favor del BCR.	Hasta 180 días	Antes de completar tramo se debe iniciar estudio de diagnóstico para fijar condiciones de 2o. tramo, según TdR de CSB.	Ninguna.
2o. Tramo "Condicionado"	Hasta 50% del patrimonio neto del banco s./libros.	Acciones endosadas en favor del BCR.	Hasta 180-360 días, a discreción del BCR.	Antes de completar tramo se debe iniciar estudio de Reevaluación de pérdidas patrimoniales para fijar condiciones de 3er. tramo, según TdR de CSB.	Condicionalidad fijada por CSB según estudio efectuado en 1er. tramo.
3er. Tramo "De Ajuste Estructural"	A discreción del BCR.	No habría garantía explícita en favor del BCR. Su garantía es el proceso mismo.	A discreción del BCR.	BCR debe presentar Plan de Acción a CSB para su aprobación.	Condicionalidad fijada por CSB según estudio efectuado en 2o. tramo.
<b>II. Apoyo de Solvencia: Proceso de coordinación plena entre BCR y la Comisión de Saneamiento Bancario</b>					
<b>Etapas</b>	<b>Acciones</b>	<b>Decisiones CSB</b>	<b>Observaciones</b>		
1a. Etapa	Reevaluación de Pérdidas Patrimoniales	Valor de Venta	Primera pérdida a cargar a accionistas antiguos. Si hubiera pérdidas que excedan patrimonio neto, se cargarían a FONDO DE SEGURO DE DEPOSITOS. Además, si hubiera pérdidas adicionales, el 49% se cargaría a bancos en conjunto y 51% a BCR.		
2a. Etapa	Decisión de Venta de Acciones	Definición de Fecha de Venta o Criterios que Definan Momento de Venta	Debe ser un requisito de Ley que la CSB decida, pocos días (p.ej., 1 mes) después de la intervención, si el banco se venderá a nuevos accionistas o si, simplemente, se saneará para ser devuelto a los accionistas originales.		
3a. Etapa	Requisitos de Venta	Definición de requisitos a compradores	Debe definirse el capital mínimo del banco a ser vendido y asegurar, de tal manera, un colchón de liquidez para su primera etapa bajo el control de los nuevos accionistas.		
4a. Etapa	Puesta en Venta	Selección de Comprador	Debe invitarse a potenciales compradores, calificarlos para que presenten ofertas y seleccionar el comprador a la brevedad.		



## **V. Plan de Acción y Estrategia de Implantación**

### **Necesidades de Reservas Internacionales y su Financiamiento**

70. Al definir un Plan de Acción y una Estrategia de Implantación, en primer lugar sería necesario definir las metas y políticas sobre las reservas internacionales, incluyendo el financiamiento de las mismas (párrafos 39, 45 y 40).

### **Acuerdo/ No objeción del BID, IMF y BIRF**

71. Es evidente que para conseguir un claro efecto de confianza, es preciso lograr la aprobación del FMI sobre el nuevo esquema, para lo cual será necesario negociar en especial el nivel requerido de reservas internacionales. Para lograr dichos propósitos, sería conveniente, además, acelerar negociaciones con el Tesoro de los EUA, a fin de abonar el terreno para la negociación con el FMI. Posteriormente se procedería a negociar con el BID y al final con el BIRF.

72. A fin de facilitar el proceso de obtención de financiamiento multilateral, sería conveniente invitar a un Foro en San Salvador y otro en Washington D.C. para presentar los planes del Gobierno y discutir temas de carácter macro, micro y de mecanismos operativos en relación con el esquema propuesto de dolarización. Sería ideal contar con personas experimentadas y prestigiosas a nivel internacional, tales como Larry Summers, Allan Walters, Milton Friedman, Arnold Harberger y Rudiger Dornbush. Sería aconsejable también que se prepare oportunamente un documento que incluya las conclusiones y recomendaciones de los Foros, para su diseminación al público.

### **Problemas con la Reducción de los Salarios Públicos**

73. Quedaría un elemento principal no resuelto: Cómo reducir los salarios públicos en caso de una recesión? Los salarios del sector privado, de manera general o parcial, podrían ajustarse a la situación económica que enfrenten las empresas. En otras palabras, las fuerzas del mercado obligarán a las empresas a minimizar sus flujos negativos de caja, pues el castigo es el de cubrir los déficits con créditos o nuevo capital, en dólares frescos. Sin embargo, el Gobierno no tiene esa presión de manera inmediata y no contaría con ningún incentivo de corto plazo para ajustar hacia abajo los salarios de la administración pública. La crisis panameña muestra que la solución a este problema fué difícil y al final el Gobierno tuvo que "emitir dinero" por medio de cheques sin fondos, los cuales, al igual que los billetes en circulación en un sistema sin pleno respaldo, sufrieron fuertes descuentos en el mercado secundario.

### **Enmienda Constitucional sobre los Déficits Fiscales**

74. Una vez definidos los puntos anteriores, sería necesario proceder a lograr la aprobación de una enmienda constitucional que regule estrictamente el déficit fiscal, conforme a las recomendaciones aquí efectuadas. También sería una condición *sine-qua-non* que la Asamblea apruebe enmiendas a la Ley del Trabajo que permita la flexibilidad laboral y salarial, incluyendo una solución al problema de los salarios públicos.

75. No sería recomendable proceder más allá en el caso de no obtener los cambios a la Constitución y la Nueva Ley Laboral.

#### Política de Pagos

76. La política de pagos estaría basada en el hecho que si bien formalmente existiría el "Nuevo Colón" con paridad 1:1 con el dólar, este último tendría también carácter de moneda legal en El Salvador y tendría poder liberatorio, a fin de permitir que las obligaciones fiduciarias puedan ser cubiertas con pagos en dólares sin dar posibilidad de protesta a los acreedores. Es más, dado que no habría instrumentos que representen en efectivo al Nuevo Colón, de facto la única moneda de circulación sería el dólar. De tal manera, el numerario para el nuevo sistema de pagos sería en efecto el dólar de los EUA.

77. Adicionalmente, dado que no se estima posible que el dólar deje de ser una moneda convertible en el futuro previsible, no habría ningún problema que la nueva Ley Monetaria de poder liberatorio a otras divisas que tengan indiscutiblemente el carácter de convertible. Las cuentas bancarias estarían denominadas en dólares o cualquier otra divisa que los bancos acepten voluntariamente. En ese caso, los bancos estarán obligados a mantener una posición propia limitada en cada moneda diferente al dólar, conforme lo establezca el BCR. Las operaciones del mercado de valores se expresarían en dólares. Si se transaran valores basados en divisas diferentes al dólar, las transacciones de estos valores se expresarán en sus equivalentes al dólar, a tasas de cambio efectivas en los mercados cambiarios internacionales, pudiendo la autoridad monetaria reglamentar al respecto. Los pagos del Gobierno se expresarán normalmente en dólares, aunque a su criterio pudiera adquirir obligaciones en divisas diferentes. En lo posible, sin embargo, el Gobierno debería minimizar sus riesgos de cambio y tratar de asegurar que sus ingresos e egresos se denominen únicamente en dólares.

#### Tratamiento Fiscal a Instrumentos Financieros

78. Es importante eliminar el tratamiento diferenciado entre instrumentos financieros que resulten en inequidades y sesgos. La propuesta que el gobierno tiene en frente para implantar es que: (i) la venta de los títulos valor debe estar exenta de impuestos y que los impuestos deben ser cobrados a los tenedores de los mismos, dependiendo de su tratamiento fiscal; (ii) los emisores pueden voluntariamente decidir descargar sus costos financieros en sus declaraciones de renta; (iii) los compradores de títulos que descargan costos financieros en su declaración de renta quedarían sujetos al pago de impuestos sobre sus ingresos financieros; y (iv) los compradores que no descarguen costos financieros, quedarían exentos de impuestos sobre sus ingresos financieros.

79. Para evitar cobrar impuestos a los pequeños depositantes, se podría permitir declarar exentos de impuestos los intereses generados por los primeros US\$5.000 dólares de depósitos personales. Si bien esto sería una distorsión, es preferible a mantener el problema actual que tiene mayores costos fiscales y que no permite el desarrollo vigoroso y transparente del mercado de capitales.



Ley Administrativa Financiera del Estado

80. Dado que existe un proyecto de Ley sobre el Sistema de Administración Financiera del Estado (SAFI), sería importante incorporar en el mismo, artículos sobre los siguientes aspectos:

- (a) Debe buscarse un superávit corriente que permita cubrir las necesidades de: (i) contrapartida del presupuesto de inversiones; y (ii) superávit fiscal total necesario para permitir la viabilidad de la política cambiaria (p.ej., que el BCR acumule divisas sin tener que aumentar la base monetaria);
- (b) el presupuesto fiscal debe ser balanceado, cubriendo faltantes con crédito interno y externo, siempre y cuando: (i) no exista mora en el crédito, incluyendo la deuda flotante; (ii) el total del stock de deuda interna y externa no exceda del 40% del PIB;<sup>11/</sup> (iii) el servicio de la deuda interna no debe sobrepasar el 30% de la recaudación de impuestos (o 10% de los ingresos tributarios de los últimos tres años) y, además, los saldos de deuda a corto plazo (LETES) deben ser cancelados en su totalidad por lo menos por 30 días continuos durante un año fiscal; y (iv) el servicio de la deuda externa no debe sobrepasar el 30% de las exportaciones de bienes y servicios), ni debe aumentar en un año fiscal más de 4% de las exportaciones de bienes y servicios;
- (c) el Estado debe propender a subcontratar servicios con empresas privadas en libre competencia y en base a requisitos de eficiencia en vez de contratar empleados públicos directamente;
- (d) el uso de los depósitos de las empresas públicas en el BCR debe ser autorizado en el Programa Monetario y Financiero, con la participación de los ministerios de Hacienda y Planificación y del BCR; y
- (e) el BCR debe quedar encargado--por ser responsable de la estabilidad monetaria--de vigilar el comportamiento fiscal en relación a la estabilidad de precios y la política monetaria, recomendando al Gabinete medidas correctivas, cuando corresponda, para ser introducidas de inmediato o en la próxima gestión presupuestaria.

Inicio Inmediato de Dolarización de Depósitos y Préstamos

81. A fin de evitar una crisis de confianza en el nuevo sistema, sería necesario que con anterioridad a la dolarización, se permitiera que los depósitos bancarios se puedan ir dolarizando de manera voluntaria. De esa manera se irían formando unas tasas de mercado sobre los depósitos y préstamos en dólares, basadas en un volumen importante que represente un porción significativa del mercado (p.ej., más del 30% de los depósitos totales). Es fundamental contar con tasas de libre mercado para que los depósitos y préstamos (bancarios y no bancarios) expresados en colones que no hayan sido convertidos voluntariamente a dólares--a la fecha de la dolarización--sean convertidos obligatoriamente a dólares, llevando las tasas promedio del mercado. Cualquier otro arreglo sería percibido como inconveniente por los depositantes o prestatarios y crearía elementos de falta de credibilidad en el nuevo sistema. En consecuencia,

---

<sup>11/</sup> Los EUA tienen un stock total de deuda del 40% del PIB, Alemania del 46% e Italia del 113%. El promedio de los países OECD es del 43%.

sería aconsejable fijar una meta del 30% de depósitos bancarios en dólares, para lo cual sería necesario establecer temporalmente una pequeña ventaja en favor de los depósitos en dólares--vía nivel de encaje y costo de encaje--que permita inducir a los bancos a moverse en dicha dirección. La meta del 30% sería necesaria para lograr una tasa de interés que sea representativa de un mercado "profundo" y, por tanto, aceptable al depositante en el momento de la conversión obligatoria de los depósitos en dólares.

### Revisión del Impacto Fiscal y de la Política Impositiva

82. En base a las propuestas efectuadas en este informe, sería necesario que el Ministerio de Hacienda efectúe una estimación del impacto fiscal agregado, a fin de determinar un plan de acción adecuado que le permita hacer frente a las obligaciones en el corto y mediano plazos. Dado que el nivel de endeudamiento fiscal agregado está aún por debajo de los límites razonables,<sup>12/</sup> sería recomendable que el GOES explore a la brevedad la posibilidad de financiar parte de sus obligaciones para la recapitalización del BCR con créditos del BIRF o con créditos bilaterales. Esto podría dar un plazo más largo al GOES para incrementar la presión tributaria. Por otra parte, sería necesario que el GOES revise nuevamente la posibilidad de privatizar inversiones públicas, existentes y nuevas, tales como el BMI, los servicios públicos como electricidad, teléfonos, agua potable y mantenimiento de carreteras y construcción de nuevas en base a peaje. Esta política podría liberar grandes recursos financieros, actualmente atados en las operaciones actuales. Estos recursos estarían en forma de divisas de libre disponibilidad que podrían pasar a capitalizar en BCR en proporciones importantes. A la larga, estos recursos deberían ser utilizados en infraestructura social y en solventar al sistema de Seguridad Social, a fin de permitir su posterior privatización.

### Ley Monetaria de "Dolarización"

83. Finalmente, cuando todo esté en su lugar, sería necesario lograr la aprobación de la nueva Ley Monetaria de "Dolarización", con la que culminaría la preparación de un nuevo régimen que cambiará el destino de la Nación por largos años.

---

<sup>12/</sup> El saldo de la deuda externa actualmente es equivalente al 25% del PIB, uno de los niveles menores en latinoamérica. El servicio de deuda sobre las exportaciones alcanza al 24% y sobre las exportaciones más la mitad de las repatriaciones al 15%.



### Breve Historia Monetaria Internacional

1. Gran Bretaña adhirió al patrón oro en 1821. Este hecho unido al vigor de su industria y al alto volumen de sus inversiones en el extranjero, hizo que su moneda se convirtiera, en la época, en la principal moneda para las transacciones internacionales y que los precios de la mayoría de los artículos transables se expresen en libras esterlinas. En ese entonces, los EUA y algunos países europeos (Rusia, Austria, Hungría e Italia) mantuvieron monedas con patrón fiduciario--es decir no respaldados en su totalidad por algún bien, incluyendo oro o plata--y que por razones de guerra o revolución interna tuvieron monedas inconvertibles. Los demás países europeos, liderizados por Francia, prefirieron mantener el patrón plata (o bimetálico) que evitaba las situaciones recesivas del patrón oro debido a la mayor crecimiento de la oferta relativa de la plata. Claramente bajo el patrón oro, la oferta monetaria no podía crecer sino a la velocidad que creciera la oferta de oro a nivel mundial.
2. A partir de 1870, sin embargo, debido al gran crecimiento que sufrió la producción de plata, los países bajo el patrón plata empezaron a sufrir graves presiones inflacionarias, que a la larga resultaron en la decisión de convertirse al patrón oro. En 1913, antes de la Primera Guerra Mundial, se estima que el 68% de las reservas de los bancos centrales del mundo se componían de oro, el 16% de plata y el 16% de libras esterlinas. En ese régimen, muchos países no contaban con respaldo de oro, sino con respaldo de libras esterlinas, por lo que en la práctica existía un patrón "libra esterlina-oro".<sup>13/</sup>
3. En esa época cuando los principales países participantes en el comercio exterior contaban con tasas de cambio fijo--gracias al patrón oro--el comercio floreció y el crecimiento económico fue apreciable, aunque variable. El mecanismo de ajuste económico bajo el patrón oro opera a través de cambios en las ofertas monetarias de los países. En un país en déficit de balanza de pagos la oferta monetaria disminuye mientras que en el país con superávit la oferta monetaria aumenta, lo cual permite que las balanzas de pagos se equilibren de manera automática. El problema de la variabilidad de la oferta monetaria en los países hizo que en la práctica las autoridades monetarias no fueran pasivas, sino que al contrario buscaran efectos anti-cíclicos.
4. Debe subrayarse el hecho que en esa época las ofertas monetarias no tenían un respaldo del 100% en oro, lo cual permitió a las autoridades operar, si bien de manera restringida, para regular la oferta monetaria a través de la utilización de la tasa de redescuento de sus bancos centrales para tratar de estabilizar la oferta monetaria, aunque en algunos casos esas políticas hicieron peligrar la convertibilidad de sus monedas. Para minimizar estos riesgos, muchos bancos centrales decidieron acumular en las épocas buenas un nivel suficiente de reservas internacionales

---

<sup>13/</sup> Este sistema es el que se conoce como el patrón cambio oro (gold-exchange standard) en el cual la autoridad monetaria no asegura la convertibilidad de sus billetes en oro sino en la moneda de otro país, la cual si es convertible en oro.



para poder asegurar la estabilización de la oferta monetaria en el futuro y evitar, de tal manera, el tener que variar con frecuencia la tasa de redescuento.

5. También es importante recalcar que en esa época se contaba con una alta flexibilidad de precios y salarios, por lo cual las restricciones de gasto en países en déficit pudo tener un menor efecto recesivo y de desempleo. También, la gran movilidad internacional de la mano de obra que existía, contribuyó a evitar trastornos sociales excesivamente graves. El dominio de Gran Bretaña en el campo financiero, claramente le permitió atraer capitales de corto plazo por medio de su política de redescuento y asegurar la convertibilidad de la libra esterlina a pesar de mantener reservas muy bajas de oro, menores al 5% del total de los pasivos a la vista del sistema bancario.

6. El principal problema de los cambios fijos, sin embargo, es que normalmente dejan de serlo repentinamente. La Primera Guerra Mundial significó el abandono del patrón oro internacional, ya que los países en conflicto prohibieron las exportaciones del metal. Las reservas de oro se utilizaron para importar de países neutrales, el principal de los cuales fue los EUA hasta 1917, país que logró acumular sustanciales niveles de reservas del metal. Al ingresar los EUA al conflicto prohibió las exportaciones de oro y prácticamente dejó de existir el mercado mundial del metal. La Gran Bretaña perdió su predominio durante el conflicto y el dólar de los EUA empezó a ganar importancia. Después del conflicto vino la necesidad de la flotación de las monedas de varios de los países involucrados, incluyendo Gran Bretaña y Francia.

7. Sólo cuando se recuperó la estabilidad fue posible fijar nuevamente las paridades cambiarias. EUA restableció el patrón oro en 1919, Gran Bretaña en 1925 y Francia en 1926. En 1928 se restableció el patrón oro a nivel mundial. A diferencia del pasado el dólar competía con la libra en los pagos internacionales y Nueva York competía con Londres como centro financiero. Más importante, la menor movilidad de los factores económicos, especialmente de la mano de obra, hicieron más frecuente la situación de dilema entre el equilibrio externo (balanza de pagos) y el interno (desempleo).

8. La gravedad de la crisis de 1929 hizo que se impusieran controles cambiarios y trabas a las importaciones. La mayoría de países abandonaron el patrón oro entre 1929-1931 y los EUA en 1933, cuando se consideró que el patrón estaba totalmente desintegrado. En ese período se acudió a la devaluación como principal medida para evitar las recesiones internas, pero esto trajo represalias y "devaluaciones competitivas", lo cual trajo más tarde la necesidad de contar con una Autoridad Monetaria Internacional que tuviera la autoridad de juzgar cuando un país tendría una justificación válida para proceder a modificar su paridad cambiaria. Las condiciones de recesión económica en esa época, creadas por la inestabilidad del comercio exterior y los shocks internos que se reflejaron en altos niveles de desempleo fueron muy difíciles para la mayoría de países, contribuyendo muy probablemente a inducir un mayor nacionalismo y a precipitar la Segunda Guerra Mundial.

9. Durante la segunda guerra mundial los países recurrieron nuevamente al control de cambios y el comercio internacional se rigió principalmente por acuerdos inter-gubernamentales. Después de la guerra--a iniciativa de los EUA y la Gran Bretaña--se estableció el sistema de



Bretton Woods, con la creación del Banco Mundial y del Fondo Monetario Internacional. En el nuevo sistema se buscó paridades fijas en relación al dólar y que el dólar se ajuste al patrón oro.<sup>14/</sup> El nuevo sistema se basó en la idea de: (i) maximizar el crecimiento económico mundial, gracias a una nueva gran estabilidad en el sistema internacional de pagos (estabilidad externa); y (ii) a la vez, poder minimizar las recesiones internas por causas de shocks externos y de crisis de balanzas de pagos (estabilidad interna). Por esto se procuró un nuevo sistema de cambios fijos, pero apoyado con un mecanismo de financiamiento internacional (uso de reservas internacionales conjuntas) que permitiera disminuir la intensidad de las recesiones, país por país. Esta idea permitía que las reservas adicionales de los países con superávit en balanza de pagos puedan apoyar a los países con déficit, siempre que la situación sea temporal.<sup>15/</sup>

10. Bajo este sistema, la mayoría de países latinoamericanos acogieron con entusiasmo la idea de contar con cambios fijos y, además, con un apoyo a la balanza de pagos en situaciones de deterioro de los términos de intercambio. A pesar de ese apoyo, sin embargo, no pudieron diversificar masivamente sus exportaciones y han continuado atados a las altas vulnerabilidades que acarrea la concentración de los ingresos de las exportaciones en pocos productos no diferenciados, principalmente materias primas o alimentos. Esta situación ha traído, de hecho, situaciones de devaluación continua, con importante impacto político. En otras palabras, sus sistemas de cambio fijo terminaron siendo realmente de tasa variable, solo que no de forma continua sino que de saltos en forma de gradas, haciendo el ajuste muy traumático. Por los efectos negativos, el temor a las devaluaciones creció gradualmente haciendo que éstas se demorasen lo máximo posible. Esto, a su vez, causó que los impactos de los ajustes fueran siendo cada vez más dolorosos. La tentación a emitir moneda para asegurar mayores niveles de empleo fue creciendo gradualmente hasta terminar en muchos casos en situaciones graves de hiperinflación. Las desigualdades que han acarreado las hiperinflaciones, sin embargo, profundizaron las crisis económicas, fomentando la fuga de capitales, el endeudamiento externo excesivo y la mala calidad de la asignación de recursos.

11. El Salvador no fue excepción a este proceso. De tal manera, la tarea del GOES de retornar a la estabilidad económica--con niveles de inflación de un solo dígito--ha tenido una gran repercusión en permitir el retorno de la confianza interna y externa en relación a las posibilidades de la economía. El dilema, ahora, es cómo lograr en el futuro mayores niveles de crecimiento económico sostenido.

12. La experiencia monetaria internacional, muestra con claridad la importancia de poder lograr un elevado nivel de confianza en la moneda nacional para facilitar la inversión productiva

---

<sup>14/</sup> La política fiscal errática e inadecuada que ha seguido los EUA en el último tiempo, ha sembrado dudas en todo el mundo--especialmente en los países asiáticos tenedores de las grandes reservas internacionales--sobre la conveniencia en el futuro de mantener dólares de EUA como reservas. La devaluación del dólar frente a otras monedas pueden generar un gran cambio en el papel del dólar como reserva internacional en el futuro. Este hecho, sin embargo, no tendría mayor importancia sobre la política monetaria a seguir, pues en cualquier esquema monetario que se escoja e independientemente de la moneda que tenga un país, las reservas internacionales podrían estar denominadas en divisas diferentes del dólar.

<sup>15/</sup> Después de la Segunda Guerra Mundial, se estableció el patrón cambio-oro (gold-exchange) por medio del Acuerdo de Bretton Woods, el cual se mantuvo vigente hasta agosto de 1971, año en que los Estados Unidos de América (EUA) decidió romper unilateralmente la obligación de canjear dólares por un monto fijo de oro (US\$35 dólares por onza troy de oro).

privada, tanto nacional como extranjera, y de esa manera facilitar fundamentalmente el proceso exportador. La cercanía al mercado de los EUA, la alta capacidad de trabajo del salvadoreño y la creciente capacidad empresarial en el país, ofrece nuevas oportunidades de aumentar de manera permanente y gradual, la capacidad exportadora. Estos factores han impulsado al GOES a considerar la posibilidad de buscar un nuevo sistema cambiario que pueda asegurar de manera permanente la estabilidad de la moneda y de los precios internos, a fin de acrecentar el comercio exterior y hacer más segura la inversión en el país, evitando de tal manera situaciones de recesión interna y de desempleo elevado.



### El Esquema de Cambio Variable

13. El primer esquema monetario consiste en contar con una moneda nacional y una tasa de cambio variable. Este esquema ha demostrado grandes beneficios en el pasado reciente para El Salvador. La principal virtud del sistema es la de permitir que la paridad cambiaria nominal--y por tanto también la real--se ajuste continuamente a los términos de intercambio y de movimientos de capital y, de tal manera, asegure un equilibrio permanente en la balanza de pagos. Dado que las variaciones individuales se hacen de manera continua (a nivel diario), estas tienden a ser pequeñas por naturaleza y su impacto de corto plazo sobre la economía tiende a ser gradual y poco perceptible. Este aspecto hace que el proceso de mantener una tasa variable para asegurar el equilibrio de la balanza de pagos se torne viable, y aún deseable, desde el punto de vista político. A todas luces, es una ventaja principal del sistema de cambio variable el evitar grandes desequilibrios macroeconómicos. Por otra parte, la desventaja de este sistema es la de permitir, aún en ausencia de shocks externos, que las autoridades lleguen a abusar del sistema monetario para tratar de acelerar el crecimiento económico y lograr, de esa manera, objetivos políticos de corto plazo que de otra manera no sería posible obtener.

14. Otra desventaja es que los sectores exportadores tienden a crear presiones para mejorar la paridad cambiaria desde su punto de vista, buscando acelerar las devaluaciones en términos reales. Estas presiones terminan obligando a los bancos centrales--en situaciones de abundancia de divisas--a comprar más divisas de lo necesario para tratar de evitar que la tasa nominal de cambio siga cayendo. El peor peligro del sistema, sin embargo, es el ayudar a mantener--o aún agravar--una situación de desequilibrio fiscal, sin agravar la balanza de pagos. Los extremos a los que llegaron algunas economías latinoamericanas (Brasil, Argentina, Bolivia) en la década de los años ochenta--de hiperinflación e hiperrecesión--se han debido en gran parte a este fenómeno de haber podido mantener simultáneamente un equilibrio de la balanza de pagos (viabilidad externa) con fuertes desequilibrios fiscales (inviabilidad interna). El costo escondido es que las situaciones de alta inflación, a la larga, promueven procesos de fugas de capital que afectan negativa y gravemente el crecimiento de largo plazo de las economías.

15. Finalmente, otro costo del sistema de tasa variable de cambio, es que tiende a crear fallas de credibilidad a la moneda como portadora de valor. Especialmente, es una desventaja para el capital extranjero, porque dificulta en el extranjero una cabal comprensión de las perspectivas futuras dado que es difícil poder predecir desde afuera que pasará en el futuro con la inflación y la devaluación del país. Cada inversionista potencial tendrá una diferente percepción de lo que será la tasa real de cambio, quitándole credibilidad a la función de la moneda local de ser un portador adecuado de valor y tiende a disminuir las perspectivas de atracción de capital extranjero. Claramente, si se quiere crecer a tasas aceleradas superiores al 7% anual debe llevarse la relación de inversión anual a PIB a niveles del 35%-40%, en comparación con los niveles actuales del orden del 20%. El crecimiento de la inversión privada puede fácilmente

llegar a esos niveles si existiera la confianza del capital extranjero en la estabilidad de la moneda salvadoreña. <sup>16/</sup>

16. En resumen, si el sistema de cambios variables estuviera acompañado de reglas estrictas que aseguren la prudencia fiscal y monetaria, se podría contar con un sistema que asegure efectivamente el equilibrio de balanza de pagos, por un lado, y la prudencia fiscal y monetaria, por el otro. En caso de deterioro de la balanza de pagos, permitiría contrarrestar, temporal y parcialmente, el efecto recesivo, gracias a una capacidad remanente de ejercer política monetaria anticíclica, permitiendo cargar algún impuesto inflacionario que permita financiar parcialmente el costo de evitar niveles excesivos de desempleo. No permitiría asegurar los más altos niveles de inversión pero sería la primera opción a considerar por parte de un país pequeño que no tiene mayor influencia a nivel mundial sobre los factores que afectan los términos de intercambio.

### El Esquema de Cambio Fijo

17. El esquema de cambio fijo podría permitir ir un paso más allá que con el esquema de tasa de cambio variable, e buscar asegurar una mayor credibilidad internacional en la moneda nacional para atraer, de tal manera, mayores inversiones nacionales y extranjeras. El esquema de cambio fijo, permite claramente disfrutar de una estabilidad similar a la de la divisa con la cual se establece la tasa fija de cambio (p.ej., el dólar). Por otra parte, si la situación se desarrolla de manera diferente a lo deseable, en una situación de crisis de balanza de pagos, el esquema de cambio fijo siempre permite la salida de variar la tasa de cambio por una sola vez (una maxi-devaluación) a fin de ajustar los precios de bienes y servicios domésticos no transables y lograr, de tal manera, un nuevo equilibrio de balanza de pagos.

18. Este modelo fue seguido hasta hace pocos años en El Salvador, dado que la Constitución requería mantener constante la paridad del Colón. Es así que se mantuvo una paridad fija de 1:1 con el dólar hasta 1932, cuando el Colón se devaluó a ₡2.50 por dólar a raíz de la Gran Depresión de los años treinta. La tasa de cambio oficial se mantuvo en ₡2.50 por dólar hasta 1982, cuando el país se encontraba en plena guerra civil. Sin embargo, durante este período, el mercado paralelo cotizaba el dólar a ₡5.00, es decir al doble de la tasa de cambio oficial. En marzo de 1986 se produjo una fuerte devaluación y la tasa oficial de cambio se situó al mismo nivel que la tasa paralela, es decir ₡5.00 por dólar. Desde marzo de 1990 hasta diciembre de 1993 se permitió la flotación libre del Colón y a partir de fines de 1993 se pasó a una tasa variable administrada. La decisión de cambiar el régimen cambiario se debe a que no se considera viable políticamente la caída del Colón frente al importante influjo de dólares. El consiguiente aumento en las reservas internacionales lleva a una emisión monetaria inflacionaria que se podrá controlar únicamente si se mantiene un superávit fiscal en exceso de la masa monetaria.

<sup>16/</sup> El promedio de la inversión como porcentaje del PIB en Tailandia, China, Indonesia, Malasia y Corea del Sur en los últimos años es del 37%. El promedio de crecimiento de esos países en el período fue del 8.9%.



19. Solamente cuando se desató abiertamente la guerra civil en la década de los setenta, fue que se rompió la disciplina fiscal que el país había disfrutado en el pasado. El esquema de cambio fijo unido a una gran disciplina fiscal, le permitió al país mantener una fuerte estabilidad monetaria y en casos excepcionales de crisis de balanza de pagos--especialmente debido a variaciones en los términos de intercambio--le permitió adecuar sus precios internos para lograr un nuevo equilibrio en la balanza de pagos.

20. La desventaja del esquema de cambio fijo es que si vienen desajustes fiscales y de inflación, una tasa de cambio fija significará mantener una tasa nominal de cambio fija, lo que implica que su tasa real de cambio se irá apreciando gradualmente, agrandando cada vez más la brecha de la balanza de pagos. Mientras mayor sea el desajuste fiscal y de inflación, mayor será el desajuste en la tasa real de cambio y, a la larga, mayor el trauma en el momento del ajuste.

21. De tal manera, el sistema de tasa de cambio fija permite en un comienzo disfrutar de una confianza adecuada en la estabilidad de la moneda. A medida que se van acumulando las presiones debido a desajustes en la balanza de pagos, las necesidades de ajuste y el temor al mismo van creciendo gradualmente. En vez de ir eliminando las presiones gradualmente, las va represando y permite que vaya aumentando el tamaño y el trauma del ajuste. Lo sucedido recientemente en México es típico de un proceso de devaluación traumático, después de un período de exagerada confianza en la fortaleza de la economía, inducida por el sistema de cambio fijo. La experiencia del "enfoque monetarista de la balanza de pagos" en Argentina bajo Martínez de Hoz, de Uruguay bajo Gil Díaz, o de Chile en la primera etapa del ajuste neo-liberal, fue lo suficientemente traumática para buscar evitar a toda costa los peligros del sistema.<sup>17/</sup> A toda vista, un análisis beneficio-costos del sistema de cambio fijo muestra que los beneficios marginales que trae el sistema en relación al sistema de tasa variable, no compensan los graves peligros del sistema de cambio fijo, especialmente en ausencia de restricciones a los movimientos de capitales especulativos.

22. Es evidente que con una tasa de cambio fija, si la inflación interna es mayor que la internacional, la tasa nominal de interés tiende a ser mayor que la internacional por una diferencia mayor que el riesgo país. Esto tiende a atraer influjo de capitales de corto plazo que buscan beneficiarse temporalmente del fenómeno. El influjo tiene un efecto perverso, pues con mayores niveles de divisas la tasa de cambio tiende a estabilizarse aún más, incluso sin apoyo de la autoridad monetaria. Gran parte de esos influjos entran al sistema bancario, el cual busca colocarlos en el mercado sin arriesgar transformaciones de plazo. En consecuencia, una gran parte de esos influjos terminan aumentando la importación de bienes de consumo, puesto que los bancos no cuentan con los plazos necesarios para financiar proyectos de inversión productiva. Es muy grato--en el corto plazo--poder disfrutar de tasas de interés reales bajas, de mayores niveles de importaciones y de estabilidad cambiaria, en base a un endeudamiento externo que no

---

<sup>17/</sup> El enfoque monetarista de la balanza de pagos predicaba que las economías podían lograr una convergencia de precios hacia los niveles internacionales, minimizando el impacto de las devaluaciones (el precio interno es igual al internacional más la devaluación). Esto hizo que se fijara un "Tablita" con tasas de cambio futuras para moderar las expectativas, a pesar de tener niveles de inflación interna mayores que los internacionales. La revaluación de las monedas locales fue exagerada, se generó ingresos de capitales especulativos de corto plazo, grandes déficits comerciales. Al final los capitales especulativos salieron apresuradamente, causaron una gran maxi-devaluación y un gran trauma y recesión a las economías.



se contabiliza de manera adecuada, pues no es posible saber que depósitos provienen del público doméstico y cuáles de especuladores que traen sus capitales de afuera (aún cuando los acreedores sean nacionales, en el mediano plazo no estarían dispuestos a enfrentar el riesgo país y, por tanto, representan capitales inestables). El problema es que cuando la situación llega a deteriorarse lo suficiente, el capital especulativo de corto plazo decide salir de golpe, provocando traumas graves.

23. En este sentido, un sistema de cambio fijo debería ir acompañado de un impuesto al ingreso de capitales de corto plazo (withholding tax). También debe observarse que un sistema de cambio variable fijado por las libres fuerzas del mercado, también es vulnerable al problema de los capitales especulativos de corto plazo, pues la tasa de cambio tiende a estabilizarse (o sea a funcionar como un sistema de cambio fijo, induciendo mayores volúmenes de capitales especulativos).

24. La Argentina, en la actualidad, se encuentra enfrentando esta difícil situación. La crisis de confianza iniciada por la crisis mexicana se ha ido alargando, creando posibilidades reales de un crack. Efectivamente, la economía real se encontraba en una situación ventajosa antes de la crisis. Los elementos negativos no eran tan graves como en el caso mexicano, pero existían. El temor del público hizo que los problemas existentes se vieran como si fueran de mayor magnitud y han hecho peligrar seriamente la estabilidad de todo el proceso, anulando esfuerzos de varios años. Si bien el sistema de "Caja de Conversión" en Argentina ha logrado estabilizar la economía logrando la menor inflación anual del continente latinoamericano (4.4% en los últimos doce meses), la estabilidad de la moneda se está logrando actualmente gracias a un nivel de reservas internacionales elevado desde un comienzo (US\$13.7 millones hace 12 meses) y a un apoyo decidido y masivo por parte de los organismos financieros multilaterales, especialmente del FMI, el BIRF y el BID.

25. Lo notable de la crisis argentina es que ha puesto de manifiesto que un sistema de cambio fijo debe basarse necesariamente en un anclaje evidente y sólido de la política monetaria--como lo ha sido el patrón dólar que el país adoptó a través de una **enmienda constitucional**. Sin ninguna duda, si no hubiera sido por este elemento, no hubiera sido posible mantener la estabilidad durante la presente crisis. Lo preocupante de la situación, sin embargo, es que a pesar del anclaje de la moneda al patrón dólar y de las reservas internacionales abundantes, se ha podido llegar a una situación de crisis inminente. Una lección importante de esto es que a pesar de contar con un patrón dólar, una devaluación es siempre posible. Esto hace que la estabilidad sea vulnerable debido a crisis de confianza que promuevan fugas de capital. Las fugas, en gran parte, están motivada para tratar de evitar que las tenencias de dinero del público se deterioren por causa de una posible devaluación. Siempre que existan dos monedas, existirá la posibilidad de la devaluación de una moneda en relación a la otra.

#### El Esquema del Dólar como Moneda Legal

26. Desde este punto de vista es que un esquema que no contemple dos monedas, sino una sola--el dólar de los EUA--ofrecería ventajas objetivas sobre el esquema de tasa de cambio fija.



No habiendo riesgos de devaluación, habría necesariamente menores tendencias hacia la fuga de capitales y a inducir procesos especulativos en contra de la moneda nacional en favor del dólar. Los menores riesgos, indudablemente, permitirían mayores niveles de inversión nacional y extranjera en las épocas buenas y menores niveles de especulación en contra, en épocas malas. Tanto en las épocas buenas--como en las malas--habría un menor incentivo de especular en base a distorsiones generadas por expectativas de estabilidad en el corto plazo y de devaluación en el mediano plazo.

27. En relación al esquema de cambio fijo, el esquema de dolarización ofrece los beneficios ofrecidos por este último pero reduce los peligros. Las dos diferencias principales entre los dos esquemas, que deben ser analizadas y ponderadas son las siguientes:

- (a) el sistema de cambio fijo (realmente de cambio "semi-fijo") permite recuperar eventualmente el equilibrio de la balanza de pagos, mientras que el esquema de dolarización realmente de cambio fijo) no lo permite, exigiendo que la disciplina fiscal y monetaria tenga que ser mayor con la "dolarización" que con el sistema de cambio "semi-fijo";
- (b) el sistema de cambio "semi-fijo" no permite cosechar todos los frutos del sacrificio fiscal y monetario, por la desconfianza que siempre existirá al tener dos monedas y que mantiene vigente el riesgo de devaluación.

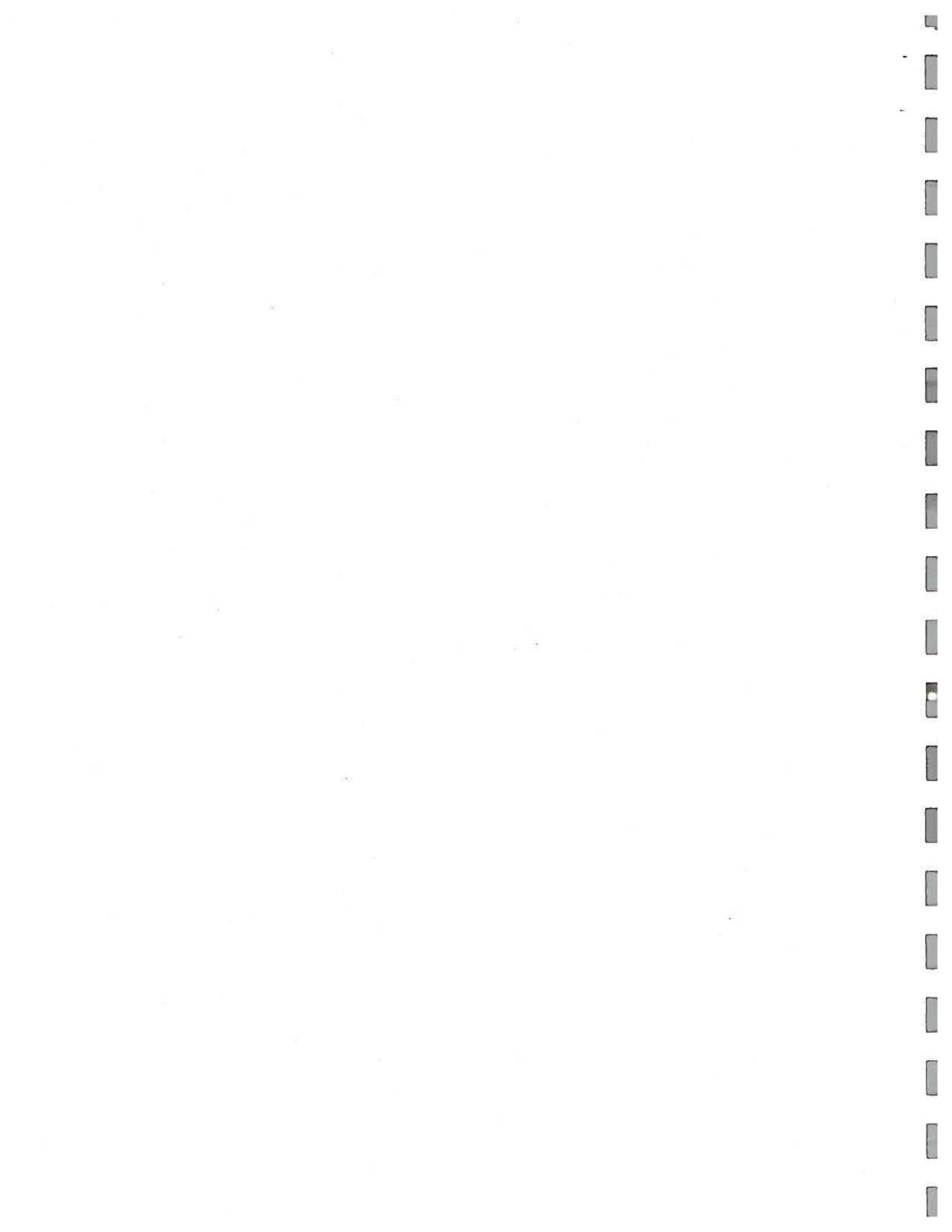




**EL SALVADOR: TIPO DE CAMBIO**  
(promedio mensual)

Fecha	Oficial		Paralelo		Extrabancario	
	Compra	Venta	Compra	Venta	Compra	Venta
1932-Ag.82	2.50	2.50				
Sep. 82	2.50	2.50	3.90	3.90	3.85	4.06
Dic. 82	2.50	2.50	3.90	3.90	4.05	4.25
Mar. 83	2.50	2.50	4.00	4.00	4.26	4.43
Jun. 83	2.50	2.50	4.00	4.00	4.52	4.64
Sep. 83	2.50	2.50	4.05	4.05	4.14	4.24
Dic. 83	2.50	2.50	4.05	4.05	3.91	4.04
Mar. 84	2.50	2.50	4.05	4.05	4.00	4.10
Jun. 84	2.50	2.50	4.05	4.05	4.10	4.19
Sep. 84	2.50	2.50	4.05	4.05	3.96	4.05
Dic. 84	2.50	2.50	4.05	4.05	4.04	4.14
Mar. 85	2.50	2.50	4.10	4.10	4.51	4.60
Jun. 85	2.50	2.50	4.55	4.55	5.50	5.78
Sep. 85	2.50	2.50	4.85	4.85	7.50	7.78
Dic. 85	2.50	2.50	4.90	4.90	6.49	6.68
Mar. 86	5.00	5.00	5.00	5.00	5.88	6.03
Jun. 86	5.00	5.00	5.00	5.00	5.78	5.98
Sep. 86	5.00	5.00	5.00	5.00	5.45	5.61
Dic. 86	5.00	5.00	5.00	5.00	5.10	5.20
Mar. 87	5.00	5.00	5.00	5.00	5.44	5.55
Jun. 87	5.00	5.00	5.00	5.00	5.55	5.65
Sep. 87	5.00	5.00	5.00	5.00	5.43	5.49
Dic. 87	5.00	5.00	5.00	5.00	5.29	5.45
Mar. 88	5.00	5.00	5.00	5.00	5.45	5.49
Jun. 88	5.00	5.00	5.00	5.00	5.40	5.47
Sep. 88	5.00	5.00	5.00	5.00	5.31	5.37
Dic. 88	5.00	5.00	5.00	5.00	5.28	5.34
Mar. 89	5.00	5.00	5.00	5.00	5.88	5.99
Jun. 89	5.00	5.00	5.00	5.00	6.05	6.19
Sep. 89	5.00	5.00	5.00	6.38	6.42	6.48
Dic. 89	5.00	5.00	5.00	6.60	6.70	6.79
Mar. 90	6.90	6.92	7.29	7.32	8.14	8.26
Jun. 90	7.62	7.66	7.62	7.65	7.80	7.85
Sep. 90	7.88	7.92	7.88	7.92	7.99	8.06
Dic. 90	8.09	8.14	8.07	8.12	8.08	8.13
Mar. 91	7.99	8.03	7.97	8.03	7.99	8.04
Jun. 91	7.98	8.03	7.97	8.04	7.99	8.03
Sep. 91	7.99	8.04	8.00	8.06	8.01	8.05
Dic. 91	8.10	8.16	8.09	8.10	8.10	8.15
Mar. 92	8.15	8.22	8.16	8.23	8.16	8.21
Jun. 92	8.18	8.24	8.20	8.28	8.21	8.29
Sep. 92	8.51	8.67	8.51	8.56	8.53	8.60
Dic. 92	8.68	8.90	8.64	8.87	8.66	8.85
Mar. 93	8.72	8.80	8.71	8.80	8.72	8.79
Jun. 93	8.72	8.80	8.72	8.80	8.72	8.79
Sep. 93	8.67	8.73	8.66	8.73	8.66	8.73
Dic. 93	8.70	8.77	8.70	8.77	8.70	8.76
Mar. 94	8.72	8.78	8.72	8.78	8.72	8.77
Jun. 94	8.72	8.78	8.72	8.78	8.72	8.77
Sep. 94	8.72	8.78	8.72	8.79	8.71	8.78
Dic. 94	8.72	8.80	8.73	8.80	8.72	8.79
Mar. 95	8.72	8.78	8.72	8.79	8.71	8.78

Fuente: Banco Central de Reserva de El Salvador





**Informe de Evaluación Preparado para el  
Banco Central de Reserva de El Salvador (BCR)  
La Paz, Junio de 1995**

ESDOLBCR.065

San Salvador, junio 14 de 1995

**LA DOLARIZACION, LA ESTABILIDAD Y LA BANCA CENTRAL**  
**Discusión de Asuntos Salientes y Análisis de Opciones**

**Informe del Consultor Xavier Nogales**

**Introducción**

1. Entre los días 29 de mayo y 3 de junio tuve la oportunidad de visitar San Salvador para discutir el borrador de mi informe "La Dolarización, la Estabilidad y la Banca Central" de fecha 28 de mayo de 1995. Las discusiones del Borrador de informe se llevaron a cabo con el Presidente del BCR y el Ministro de Hacienda. Adicionalmente, se revisó el borrador de informe con un grupo de trabajo del BCR, compuesto por las siguientes personas: Lic. Carmen Elena de Alemán, Lic. Jorge Escobar Polanco, Lic. Mauricio Campos, Lic. Luz María de Portillo y Lic. Valentín Carril. Con el grupo de trabajo se analizó opciones sobre aspectos salientes de la propuesta del estudio, a fin de presentar a las autoridades del Gobierno, en lo posible, una visión de consenso.

2. El presente documento resume los puntos de vista del grupo de trabajo del BCR, buscando señalar las ocasiones en que hay un consenso y aquellas donde todavía sería necesario continuar los análisis y discusiones antes de poder definir posiciones.

3. Las discusiones se concentraron en los siguientes 14 aspectos principales, para analizar las opciones disponibles y recomendar líneas de acción apropiadas:

- (a) Necesidad de reservas internacionales y su financiamiento;
- (b) necesidad de capital del BCR y su financiamiento;
- (c) niveles y remuneración del encaje legal;
- (d) manejo del encaje legal y de la política monetaria;
- (e) uso de impuestos de retención para control de flujos de capital;
- (f) apoyo de liquidez bancaria;
- (g) apoyo de solvencia bancaria;
- (h) normas de prudencia bancaria;
- (i) supervisión de las labores de la SBEF;
- (j) política arancelaria;
- (k) política laboral;
- (l) tratamiento fiscal a instrumentos financieros;
- (m) ley administrativa financiera del estado; y
- (n) medidas de transición.

**Necesidad de Reservas Internacionales y su Financiamiento**

4. El grupo de trabajo estuvo de acuerdo en los siguientes criterios sobre el tema de necesidad de reservas internacionales y su financiamiento:

- (a) Es imprescindible lograr la aceptación del FMI para ir adelante con el esquema de dolarización, por lo que es necesario llegar a un acuerdo con dicha institución en relación al nivel de reservas internacionales que se necesitarían para implantar el esquema, lo cual implica un proceso de negociación;
- (b) La posición indicada por el FMI es que sería necesario contar con reservas internacionales que cubran cuatro aspectos: (i) billetes y monedas en circulación, unos US\$400 millones; (ii) el encaje legal depositado por los bancos en el BCR, unos US\$840 millones; (iii) las necesidades de capital de trabajo del Gobierno y entidades descentralizadas, unos US\$50 millones; y (iv) un monto adicional de US\$50 millones para llevar a cabo operaciones monetarias. Las indicaciones del Director Adjunto del FMI, Sr. Stanley Fisher, sin embargo, no mencionan la necesidades adicionales para propósi-



tos de política monetaria, por lo que se necesitaría un total de US\$ 1.290 millones. Las reservas del BCR alcanzarían actualmente a unos US\$830 millones y el BID estaría dispuesto a conceder unos US\$250 millones, llevando el total a un monto de US\$1.080 millones y dejando una brecha de US\$210 millones. Si se añadiera US\$100 millones adicionales para operaciones monetarias, la brecha total sería de US\$310 millones;

- (c) para reducir la necesidad de cubrir la Base Monetaria (lo cual no tiene sustentación lógica por parte del FMI) se podría reducir el encaje legal, cubriendo la disminución con un bono a 5-10 años, lo cual no variaría en dicho período el encaje "efectivo", pero si afectaría el valor de lo que se define como "base monetaria". Si la "reducción" del encaje fuera de 8 puntos (de 23% a 15%), el nivel necesario de reservas rebajaría en US\$256 millones, dejando una brecha de US\$54 millones, lo cual se ve viable de cubrir, ya sea negociando una rebaja con el FMI u obteniendo financiamiento adicional, incluyendo recursos posibles del FMI y el BIRF. Conforme lo indicado por el sub-secretario del Tesoro de EUA, Sr. Larry Summers, al GOES, podría aún ser posible obtener recursos adicionales del Tesoro de los EUA, especialmente porque los recursos faltantes solo se utilizarían en caso que los depósitos bancarios caigan más allá de los fondos disponibles (US\$540 millones o 17% del total de los depósitos), situación que contrasta con la mayor caída neta de depósitos (de sólo 8%) en la peor época de guerra en El Salvador, cuando no se contaba con una balanza de pagos en equilibrio, ni con un sistema cambiario y monetario sólido como el que se propone; y
- (d) dado de que si es posible satisfacer los requerimientos de reservas internacionales del FMI, podría ser muy conveniente aceptar dichos requerimientos elevados por tres razones: (i) dado que lo que se busca es credibilidad internacional, un nivel alto de reservas internacionales lograría más fácilmente obtenerla; (ii) el costo para el país de obtener los recursos sería mínimo, dado que las reservas se invertirían en su totalidad;<sup>1/</sup> y (iii) podría aún ser posible acordar con el FMI lograr el nivel deseado no inmediatamente sino en un período de unos 2-3 años, a fin de llenarlo con un pequeño superávit fiscal, lo cual sería necesario para obtener los mayores niveles de confianza internacional. Adicionalmente, podría ser posible cubrir en los primeros años los niveles de reserva con recursos que se obtengan de la privatización de empresas públicas, dedicando parte de dichos ingresos al pago de obligaciones del Tesoro al BCR y dejando el resto en calidad de depósitos en el BCR. A medida que se vayan utilizando los recursos en programas de desarrollo humano y social por parte del GOES, las reservas depositadas en el BCR se irían retirando. Otra posible ventaja adicional de los altos requisitos del FMI, es que haría más difícil que surjan otros países competidores a El Salvador, lo cual permitiría que el modelo propuesto ofrezca aún mayores ventajas para el país. Sin embargo, si otros países centroamericanos entraran en la dolarización eso eliminaría el riesgo cambiario con todos ellos y podría elevar fuertemente los flujos de comercio regional, lo que no sería solo beneficioso en sí, sino que además facilitaría la integración regional más profunda e incluso un posible ingreso al NAFTA.

#### Necesidad de capital del BCR y su Financiamiento

5. No sería suficiente tener un nivel alto de reservas internacionales, sino que sería necesario también que el BCR entre al proceso con un patrimonio adecuado y suficiente para evitar dudas sobre su solvencia actual y futura.

---

<sup>1/</sup> El costo neto sería de unos dos puntos porcentuales anuales, dado que estarían invertidos a la tasa pasiva internacional, menor que la tasa activa del BID/BIRF/IMF.



6. Para dotarle de solvencia adecuada, es necesario que el Tesoro reconozca un nivel suficiente de sus deudas pasadas con el BCR o absorba pasivos del BCR. No sería tan importante que el reconocimiento se logre a través de la absorción de pérdidas específicas o de instrumentos de alta liquidez. Lo que se necesita es que:

- (a) tenga valor legal (v.gr., que haya aprobación de la Asamblea); y
- (b) la tasa de interés que rente sea suficiente para asegurar una rentabilidad positiva real satisfactoria del BCR en el futuro, del orden del 10% anual.

7. En el futuro, el BCR debe mantener una relación de activos a patrimonio lo cual le obliga a que su patrimonio crezca al ritmo de la economía (p.ej., 10% real) para no perder su capacidad de reacción en relación a la economía. No debería buscarse que ese crecimiento se logre vía aportes adicionales de capital por parte del fisco, sino a través de una rentabilidad adecuada. En consecuencia, sería fundamental que la tasa de interés de la deuda reconocida por el GOES al BCR sea suficiente para permitir que el BCR obtenga la rentabilidad meta indicada.

#### Niveles y remuneración del encaje legal

8. Esto también indica que sería necesario definir de antemano los instrumentos de política monetaria que van a ser utilizados en el futuro. Los CEMs si bien tienen la ventaja de minimizar el uso del encaje legal como instrumento monetario y ayudar al desarrollo del mercado del dinero, tienen la desventaja de ser caros para el BCR, generando casi seguramente pérdidas en el largo plazo. Por definición, la tasa interna de interés será igual a la internacional más el riesgo país. En consecuencia, el diferencial de riesgo país sería el costo financiero neto del BCR en caso de los CEMs, mientras que en el caso del encaje legal, el costo financiero para el BCR sería cero si el encaje se maneja vía fideicomiso y si se requiriera que la remuneración del encaje a los bancos fuera igual a lo que el BCR obtiene en el exterior. En otras palabras, el costo del encaje (el riesgo país), sería parte del costo de intermediación financiera y no del BCR, ayudando importantemente a lograr la meta de rentabilidad real del BCR.

#### Manejo del encaje legal y de la política monetaria

9. Sin embargo, la mayoría de los miembros del grupo de trabajo piensan que los CEMs son también útiles como instrumentos monetarios y que la combinación actual--en la que los CEMs son aproximadamente un 20% del total de encaje más CEMs--sería adecuada. Por otra parte, desde el punto de vista de los actuales niveles de encaje legal, existe consenso en el grupo de trabajo que--fuera del aspecto de negociación con el FMI que pudiera modificar la definición del encaje--no sería conveniente rebajar el nivel del encaje legal actual, pues no se quisiera tener una situación de inflación en dólares bajo el nuevo esquema de dolarización. Al contrario, si las condiciones lo exigen para minimizar las presiones inflacionarias en dólares, podría ser aún necesario aumentar los niveles de encaje en una primera etapa de implantación del nuevo esquema monetario, .

10. De tal forma, lo preferible sería dejar en un inicio los niveles de encaje legal al nivel actual de alrededor del 25%. Para lograr el objetivo de que el manejo del encaje sea neutral desde el punto de vista de costos del BCR, el grupo ve con buenos ojos dejar un tramo de encaje de hasta 10-15% sin remuneración. De ahí en adelante se pagaría la tasa internacional para evitarle pérdidas al BCR. Eso permitiría encontrar un punto medio, minimizando las pérdidas del BCR y reduciendo los costos para el sistema bancario (o sea impuestos para los prestatarios).

#### Uso de mecanismos de retención para el control de flujos de capital

11. Existe consenso también en que será muy difícil de controlar flujos de capital en una situación de exceso de confianza en el país. Por una parte los



flujos de capital al aumentar tenderán a bajar la tasa de mercado, aproximando los niveles internos a los externos y minimizando el riesgo país. Esto mismo debe tender a corregir el exceso de flujos de capital. Sin embargo, en casos de desequilibrios largos en los que pueda demorarse la rebaja de tasas de interés a los niveles internacionales y que los aumentos de oferta monetaria puedan empezar a tener un fuerte impacto sobre los precios de los productos no transables y sobre el salario, el BCR podría recurrir al uso de mecanismos de retención a fin de penalizar el ingreso de flujos de capital. Dado que este mecanismo no tendría un carácter recaudatorio sino de control de flujos de capital, su administración estaría bajo control del BCR. Además, sería conveniente que el BCR instituya registros voluntarios sobre ingresos de capital. El mecanismo de retención se utilizaría en caso de capitales no registrados o en caso de capitales extranjeros de corto plazo que quieran ser desincentivados por el BCR.

#### Apoyo de liquidez bancaria

12. Existe consenso en la necesidad de reforzar las actividades de apoyo de liquidez bancaria, para evitar situaciones de iliquidez que lleven a cesaciones de pago. La pérdida de confianza en el país en un esquema de dolarización plena, vendría vía cesación de pagos y no de devaluación. Si bien, se piensa que la gravedad de una crisis por cesación de pagos podría ser menor que la de devaluación, dado que el stock de riqueza no pierde su valor en el corto plazo, es algo que se debe evitar a toda costa.

13. Para esto, las reservas del encaje legal se puede usar con la mayor eficiencia. Primero, el nivel de apoyo sería el más elevado de la historia del país y sería aún excesivo, si el FMI insiste en los altos niveles indicados, lo cual no sería tan malo si el costo para el BCR de mantener el alto nivel de reservas es moderado gracias a un manejo de Tesorería eficiente. Segundo, debe evitarse que los bancos abusen de la disponibilidad del apoyo de liquidez para desviar recursos a usos diferentes de los buscados. Para esto, las tasas de interés deben ser altas, comenzando en el primer tramo de acceso a un nivel superior en unos 4-5 puntos porcentuales anuales al promedio de las tasas activas. Tercero, el acceso al segundo tramo "condicionado" debe hacerse en base a estudios y diagnósticos que deben iniciarse al llegar a un 50% del primer tramo. En total, el apoyo de liquidez de los dos primeros tramos (libre más condicionado) no deben sobrepasar el 100% del patrimonio neto del banco en cuestión. Para acceder al tercer tramo, sería necesario que la gran mayoría de las acciones de los accionistas estén endosadas en favor del BCR en calidad de garantía. O sea que antes de proceder con el apoyo de tercer tramo de "ajuste estructural" debe reconocerse explícitamente que la situación es de peligro y alta probabilidad de intervención. Al comienzo, se buscaría su saneamiento y, si persistiesen los desequilibrios y necesidades de liquidez, se buscaría su venta a nuevos accionistas.

14. Sería necesario incluir en la Ley de Bancos un capítulo especial que autorice al BCR actuar como proveedor de liquidez y además en carácter de un Fondo de Seguro de Depósitos.

#### Apoyo de solvencia bancaria

15. En vista de lo anterior, antes de proceder a vender las acciones a nuevos accionistas, debe asegurarse que las pérdidas afectarán en primer lugar a los accionistas viejos. Solo si las pérdidas resultasen mayores que el patrimonio del banco, el BCR tendría que cubrir el remanente. Para minimizar las pérdidas del BCR sería necesario: (i) que desde un comienzo el BCR participe activamente en el proceso de supervisión bancario para "no llegar demasiado tarde"; y (ii) que se refuerce la normativa sobre prudencia bancaria. Además, sería necesario que la



"comisión de seguro de depósitos" sea cobrada por el BCR y acumulada en una cuenta aparte.<sup>2/</sup>

16. Existe consenso que no sería una buena idea que exista una institución independientemente del BCR para ofrecer el seguro de depósitos, porque: (i) no podría acumular oportunamente un nivel patrimonial adecuado para cubrir sus riesgos; y (ii) porque no se debe diluir el esfuerzo y responsabilidad de intervenciones bancarias, procesos muy traumáticos por su propia naturaleza.

#### Normas de prudencia bancaria

17. En consecuencia, sería preferible que sea el BCR en su papel de garantizador de la estabilidad bancaria, la entidad encargada del manejo del esquema de seguros de depósitos. Dado que es más barato cubrir el patrimonio de un banco que los depósitos--dado el alto apalancamiento de un banco--es necesario que la vigilancia bancaria no permita que las pérdidas bancarias superen al patrimonio bancario. Esto es particularmente importante si, además, se tiene en cuenta que un banquero con patrimonio negativo en un banco no tendría incentivos adecuados para extremar esfuerzos para salvar el banco, sino que al contrario podría tener aún incentivos negativos para agrandar las pérdidas.

18. Habría cinco aspectos básicos de normativa de prudencia bancaria que sería necesario reforzar: (i) aumentar el patrimonio mínimo a 10% de los activos ponderados; (ii) modificar la estimación de provisiones, en relación a la categoría de clasificación de un préstamo y en relación a la base de estimación de la provisión, evitando dar el beneficio de la duda a las garantías colaterales; (iii) re-clasificación de refinanciaciones (roll-over) para evitar mora escondida; (iv) eliminación de los créditos vinculados con accionistas del banco; y (v) minimizar la transformación de plazos por parte de los bancos.<sup>3/</sup>

#### Supervisión de las labores de la SBEF

19. La Supervisión bancaria debe ser efectuada por el propio BCR, dada la elevada magnitud de reservas internacionales que debe defender. Alternativamente, si se prefiere que la SBEF siga supervisando al sistema, no debe seguir siendo autónoma, sino que debe estar bajo el estrecho escrutinio del BCR, el cual mediría continuamente la eficiencia de la SBEF y buscaría extremar medidas correctivas para minimizar las pérdidas bancarias.

#### Política laboral

20. Se reconoce que es difícil implementar un esquema de política salarial flexible que permita reducir los salarios en términos nominales. Por otra parte, existiría consenso en que es necesario buscar incentivos fiscales y de otra naturaleza que induzca a aumentos no de la base salarial sino con bonos de productividad.

#### Tratamiento fiscal a instrumentos financieros

21. Es importante eliminar el tratamiento diferenciado entre instrumentos financieros que resulten en inequidades y sesgos. La propuesta que el gobierno tiene en frente para implantar es que: (i) la venta de los títulos valor debe estar exenta de impuestos y que los impuestos deben ser cobrados a los tenedores

---

<sup>2/</sup> Si la comisión fuera del 0.4% de los créditos y si la pérdida esperada por mala cartera fuera equivalente al 5% de los depósitos, se requeriría 12.5 años de comisiones para cubrir las pérdidas. Si además se tuviera en cuenta el crecimiento de los depósitos de un 10% anual, el tiempo necesario para cubrir las pérdidas aumentaría a unos 20 años.

<sup>3/</sup> En la actualidad, alrededor del 70% de los créditos bancarios tienen plazos de más de 360 días, mientras que casi la totalidad de los depósitos son de menos de 180 días.



de los mismos, dependiendo de su tratamiento fiscal; (ii) los emisores pueden voluntariamente decidir descargar sus costos financieros en sus declaraciones de renta; (iii) los compradores de títulos que descargan costos financieros en su declaración de renta quedarían sujetos al pago de impuestos sobre sus ingresos financieros; y (iv) los compradores que no descarguen costos financieros, quedarían exentos de impuestos sobre sus ingresos financieros.

22. Para evitar cobrar impuestos a los pequeños depositantes, se podría permitir declarar exentos de impuestos los intereses generados por los primeros US\$5.000 dólares de depósitos personales. Si bien esto sería una distorsión, es preferible a mantener el problema actual que tiene mayores costos fiscales y que no permite el desarrollo vigoroso y transparente del mercado de capitales.

#### Ley administrativa financiera del estado

23. Dado que existe un proyecto de Ley sobre el Sistema de Administración Financiera del Estado (SAFI), sería importante incorporar en el mismo artículos sobre los siguientes aspectos:

- (a) Debe buscarse un superávit corriente que permita cubrir las necesidades de: (i) contrapartida del presupuesto de inversiones; y (ii) superávit fiscal total necesario para permitir la viabilidad de la política cambiaria (p.ej., que el BCR acumule divisas sin tener que aumentar la base monetaria);
- (b) el presupuesto fiscal debe ser balanceado, cubriendo faltantes con crédito interno y externo, siempre y cuando: (i) no exista mora en el crédito, incluyendo la deuda flotante; (ii) el total del stock de deuda interna y externa no exceda del 40% del PIB;<sup>4/</sup> (iii) el servicio de la deuda interna no debe sobrepasar el 30% de la recaudación de impuestos (o los ingresos fiscales totales, netos de crédito); y (iv) el servicio de la deuda externa no debe sobrepasar el 30% de las exportaciones de bienes y servicios);
- (c) el Estado debe propender a subcontratar servicios con empresas privadas en libre competencia y en base a requisitos de eficiencia en vez de contratar empleados públicos directamente;
- (d) el uso de los depósitos de las empresas públicas en el BCR debe ser autorizado en el Programa Monetario y Financiero, con la participación de los ministerios de Hacienda y Planificación y del BCR; y
- (e) El BCR debe quedar encargado--por ser responsable de la estabilidad monetaria--de vigilar el comportamiento fiscal en relación a la estabilidad de precios y la política monetaria, recomendando al Gabinete medidas correctivas, cuando corresponda, para ser introducidas de inmediato o en la próxima gestión presupuestaria.

*y que el saldo de crédito de corto plazo se nulo por lo menos por 30 días continuos en el año*

#### Medidas de transición

24. Sería conveniente llevar a cabo un Foro Debate que permita discutir temas de carácter macro, micro y de mecanismos operativos en relación con el esquema propuesto de dolarización. Sería ideal contar con personas experimentadas y prestigiosas a nivel internacional, tales como Larry Summers, Sir Allan Walters, Milton Friedman, Arnold Harberger y Rudiger Dornbush. Sería aconsejable que se prepare oportunamente un documento que incluya las conclusiones y recomendaciones del Foro, para su disseminación al público.

25. Sería aconsejable fijar una meta del 30% de depósitos bancarios en dólares, para lo cual sería necesario establecer temporalmente una pequeña ventaja en favor de los depósitos en dólares--vía nivel de encaje y costo de encaje--que permita inducir a los bancos a moverse en dicha dirección. La meta del 30% sería

<sup>4/</sup> Los EUA tienen un stock total de deuda del 40% del PIB, Alemania del 46% e Italia del 113%. El promedio de los países OECD es del 43%.

necesaria para lograr una tasa de interés que sea representativa de un mercado "profundo" y, por tanto, aceptable al depositante en el momento de la conversión obligatoria de los depósitos en dólares.

26. Sería conveniente acelerar negociaciones con el Tesoro de los EUA, a fin de abonar el terreno para la negociación con el FMI. Posteriormente se procedería a negociar con el BID y al final con el BIRF.

27. Finalmente, debe acelerarse las acciones preparatorias, referentes a las modificaciones de leyes o la preparación de proyectos de ley y de regulaciones (Ley de Bancos, Ley del BCR, SBEF, SAFI).