

CONFIDENCIAL

**Uso estrictamente restringido
(Prohibida su utilización por terceros)**

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

Departamento de Asuntos Monetarios y Cambiarios



EL SALVADOR

Reformas monetarias y prudenciales para la implementación de un patrón dólar

Preparado por una misión técnica del IMF/MAE 1/

Mayo de 1995

1/ Alain Ize (Jefe de la misión), Lorena Zamalloa (ambos del Departamento de Asuntos Monetarios y Cambiarios), Alfonso José Martínez (Consultor Independiente, Buenos Aires), y Ernesto Livacic (Consultor, Superintendencia de Bancos, Santiago de Chile)

Indice

Página No.

Prefacio	iv
Sumario ejecutivo	v
Plan de acción	xv
I. Reforma Monetaria	1
1. Consideraciones generales sobre el patrón dólar	1
a. Ventajas del patrón dólar	1
b. Riesgos asociados con un patrón dólar	1
c. Condiciones necesarias para la introducción de un patrón dólar	3
2. Opciones para la implementación de un patrón dólar en El Salvador	4
a. Ley de Convertibilidad	4
b. Dolarización	5
c. Algunos elementos a considerar	6
II. Reestructuración del BCR	8
1. Situación actual	8
a. Reservas internacionales	8
b. Saneamiento del BCR	11
c. Liquidación de la cartera de pasivos	11
d. Encaje	11
2. Recomendaciones	12
a. Reorganización del BCR	12
b. Cobertura en divisas	15
c. Saneamiento del BCR	19
d. Impacto fiscal	19
e. Desarrollo del mercado de LETES	22
3. Escenarios a futuro	23
a. Escenario A	23
b. Escenario B	25
III. Reforma de las operaciones del BCR	25
1. Política y programación monetaria	25
a. Situación actual	25
b. Recomendaciones	31
2. Operaciones externas y de cambios	33
a. Situación actual	33
b. Recomendaciones	34

Indice (continuación)

	<u>Página No.</u>
3. El sistema de pagos	35
a. Situación actual	35
b. Recomendaciones	36
IV. Reforma de las operaciones del Tesoro	37
1. Depósitos del Gobierno	37
a. Situación actual	37
b. Recomendaciones	38
2. LETES	39
a. Situación actual	39
b. Recomendaciones	40
V. Consolidación del sistema bancario	42
1. Situación actual	42
2. Reformas prudenciales	43
a. Recomendaciones sobre modificaciones a la Ley de Bancos	43
b. Reforzamiento de la supervisión	43
c. Relación entre operaciones activas y pasivas	44
3. Medidas para mejorar la competitividad en el mercado financiero	46
4. Seguro de depósitos	47
<u>Cuadros en el texto</u>	
1. Balance del BCR al 31 de diciembre de 1994	9
2. Balance reestructurado del BCR al 31 de diciembre de 1994 (Esquema de convertibilidad y préstamo externo de US\$250 millones)	13
3. Balance reestructurado del BCR al 31 de diciembre de 1994 (Esquema de dolarización y préstamo externo de US\$250 millones)	14
4. Balance reestructurado del BCR al 31 de diciembre de 1994 (Esquema de convertibilidad y préstamo externo de US\$150 millones)	17
5. Requerimientos de reservas internacionales	18
6. Esfuerzo fiscal para la implementación del patrón dólar	20
7. Pérdidas y Ganancias del BCR	21
8. Balance reestructurado del BCR al 31 de diciembre de 1995 (Escenario A)	24

Indice (conclusión)

Página No.

9. Balance reestructurado del BCR al 31 de diciembre de 2000 (Escenario A)	26
10. Balance reestructurado del BCR al 31 de diciembre de 2005 (Escenario A)	27
11. Balance reestructurado del BCR al 31 de diciembre de 1995 (Escenario B)	28
12. Balance reestructurado del BCR 31 de diciembre de 2000 (Escenario B)	29
13. Balance reestructurado del BCR al 31 de diciembre de 2005 (Escenario B)	30
14. Emisión de LETES, volumen y tasa de descuento	40

Apéndices

I. Instrumentos monetarios	50
II. Panamá: una economía dolarizada	52
III. Manejo monetario en Argentina	57
IV. Liquidez del sistema financiero e intervención del BCR	50
V. Cuotas de financiamiento de algunos seguros de depósitos	61

Apéndice Estadístico

1. Stock financieros y supuestos de tasas de interés	62
------------------------------------------------------	----

Gráficos

1. Gráfico 1: Tasas de Interés	2a
2. Gráfico 2: Depósitos del Gobierno Central	10a

Prefacio

En respuesta a la solicitud de las autoridades del Banco Central de Reserva de El Salvador (BCR) de asistencia en la implementación de un arreglo monetario y cambiario basado en un patrón dólar, una misión de asistencia técnica del Departamento de Asuntos Monetarios y Cambiarios (MAE) visitó San Salvador del 30 de enero al 10 de febrero de 1995. La misión estuvo integrada por el Sr. Alain Ize (Jefe), Sra. Lorena M. Zamalloa (Economista, ambos de MAE), el Sr. Alfonso José Martínez (Consultor Independiente, Buenos Aires), Sr. Ernesto Livacic (Superintendencia de Bancos, Santiago de Chile), y la Srta. Patricia Jarama (Auxiliar Administrativa, ADM).

El objetivo de la misión fue evaluar la estrategia y las medidas necesarias para la implementación de un arreglo monetario y cambiario basado en un patrón dólar. En este contexto, la misión: (i) revisó el proyecto de Ley de Convertibilidad en preparación, y evaluó alternativas para respaldar la convertibilidad del colón y fortalecer financieramente al BCR; (ii) analizó el rol de la política monetaria y de los instrumentos monetarios bajo el nuevo esquema monetario propuesto por las autoridades; (iii) analizó alternativas para neutralizar el impacto monetario de las operaciones del Tesoro y facilitar el manejo de caja de la Tesorería; y (iv) evaluó las medidas bajo consideración para fortalecer al sistema financiero, incluyendo la reforma a las normas prudenciales y la implementación de un seguro de depósito. A pedido de las autoridades, la misión evaluó también distintas alternativas para acelerar la transición de la economía Salvadoreña hacia una economía dolarizada.

La misión se reunió con el Ing. José R. Orellana (Presidente, BCR), con el Sr. Valentín Carril (Asesor, BCR) y con oficiales de los Departamentos Internacional, Estudios y Política Económica, Operaciones Monetarias, Sistema Financiero, Tesorería y Contabilidad. La misión también se reunió con el Sr. Manuel Hinds (Ministro de Hacienda), con el Sr. Ramón González (Ministro de Planificación Económica), con el Sr. José R. Navarro (Superintendente de Bancos) y con el Sr. Carlos René Luna (Director General de Tesorería). Además, la misión se entrevistó con representantes de los Bancos Cuscatlán, Agrícola-Comercial y Citibank, de la financiera Credisa, y de la Bolsa de Valores.

Los miembros de la misión desean expresar su agradecimiento a las autoridades y funcionarios del BCR por su colaboración y hospitalidad durante su estadía en San Salvador.

El Sr. Ernesto Aguirre, del Departamento Legal, visitó posteriormente San Salvador del 29 de marzo al 4 de abril para analizar los aspectos legales de las reformas bajo estudio. Aunque estos aspectos se consideran en un informe separado, este documento se benefició del análisis y de las sugerencias hechas por el Sr. Aguirre en el área legal.

Sumario ejecutivo

Este informe: (i) analiza opciones y estrategia para la implementación de un patrón dólar en el Salvador; (ii) presenta un plan para reestructurar el balance del BCR dentro del esquema de patrón dólar; (iii) presenta una propuesta de reforma a las operaciones del BCR; (iv) evalúa opciones de reforma a las operaciones de caja del Tesoro; y, (v) sugiere modificaciones en el área de supervisión bancaria y seguro de depósitos. Aunque el informe señala en términos generales los riesgos asociados con la introducción de un patrón dolar, no analiza la conveniencia de introducir un esquema monetario y cambiario de esta naturaleza en El Salvador.

I. Reforma monetaria

1. Consideraciones generales sobre el patrón dólar

La introducción de un sistema de libre convertibilidad basado sobre un patrón dólar puede incidir en una reducción rápida de las tasas de interés y de inflación, promover la disciplina fiscal, y estimular la inversión y el crecimiento. Existen, sin embargo, riesgos importantes en la adopción de un sistema de esta naturaleza que deben también ser considerados. En particular, un patrón dólar limita la flexibilidad de la tasa de cambio real, lo que pudiera incidir en períodos prolongados de desempleo y recesión frente a choques negativos de oferta o períodos de inestabilidad política. Además, impide usar la tasa de cambio nominal para absorber desequilibrios monetarios y limita la capacidad del banco central para intervenir como prestamista de última instancia, lo que pudiera elevar el riesgo de una crisis financiera generalizada. Tampoco garantiza por sí sólo que se sigan políticas fiscales consistentes, lo que puede conducir a situaciones de atrasos generalizados de pagos, y, en casos extremos, a situaciones monetarias y cambiarias caóticas.

El mantenimiento de políticas fiscales prudentes es indispensable para asegurar una total consistencia entre la cuenta pública y el patrón dólar. Medidas tendientes a aumentar la flexibilidad de los salarios son también altamente deseables. Así mismo, es necesario liberalizar y fortalecer el sistema financiero, y asegurar una supervisión efectiva para facilitar los movimientos de capital y permitir que las instituciones financieras puedan absorber sin dificultades variaciones importantes de liquidez. Es también esencial fortalecer al banco central mediante una dotación de reservas internacionales suficiente para asegurar un respaldo adecuado de los agregados monetarios y mantener un nivel mínimo de reservas de contingencia.

2. Opciones para la implementación de un patrón dólar en El Salvador

Una gama amplia de esquemas podría ser considerada para introducir y expandir el uso de un patrón dólar. La selección de un esquema y de una estrategia dependen, además de factores técnicos, de la apreciación de

riesgos, de las preferencias de las autoridades y de su capacidad para sostener compromisos adquiridos, así como de factores políticos y jurídicos. Por estas razones, el reporte no se pronuncia en favor de uno o otro esquema. Se limita a indicar los costos y beneficios de cada esquema y a subrayar algunas consideraciones de consistencia general y de secuencia de las medidas.

La adopción de una Ley de Convertibilidad bajo la paridad actual del colón constituiría la forma más simple y más rápida de introducir un patrón dólar. Permitiría ganar experiencia con el patrón dólar sin tener un costo inicial tan alto y sin comprometer la política cambiaria en forma tan irreversible como en el caso de las opciones alternativas. Por esta misma razón, sin embargo, la credibilidad del esquema sería mas limitada.

La adopción de una Ley de Convertibilidad junto con la introducción de un nuevo colón con paridad de uno a uno con respecto al dólar anclaría las expectativas más firmemente. Además, aceleraría la conversión de precios en colones a precios en dólares, facilitando así la transición hacia una economía dolarizada.

El desarrollo gradual de la intermediación en dólares reforzaría la capacidad del sistema monetario para absorber presiones especulativas en contra del colón y facilitaría la transición hacia una economía dolarizada. Sin embargo, mientras el colón siga cumpliendo un papel importante en la intermediación financiera y en los pagos, no se eliminaría el riesgo que una crisis de confianza en contra del colón se transformara en una crisis financiera.

La dolarización total de la economía reduciría significativamente el riesgo de un ataque especulativo contra la moneda pero no eliminaría el riesgo de una corrida contra el sistema bancario. La dolarización total dentro de un plazo corto no parece ser factible puesto que la adopción del dólar como única moneda nacional se enfrenta a problemas de orden jurídico. Sin embargo, la dolarización de la economía podría acelerarse notablemente mediante el otorgamiento de curso legal al dólar (además del colón), la conversión en dólares de la mayoría de los colones en circulación, y la entrega de dólares en efectivo por el BCR para suplir necesidades de numerario del sector público o de los bancos.

Para generar demanda por dólares en efectivo y facilitar la conversión de los colones en circulación, se introduciría el nuevo colón pero se limitaría su emisión a las pequeñas denominaciones (o a las monedas) y se respaldaría con una Ley de Convertibilidad. De esta forma, se entregarían dólares en sustitución de los nuevos colones que no se emitieran.

La opción de dolarización acelerada tendría un costo apreciable. En el caso límite en el cual todos los colones se canjearían por dólares, el BCR perdería aproximadamente US\$400 millones en reservas internacionales. Además de tener un costo financiero elevado (la pérdida de señoreaje sería alrededor de US\$20 millones por año), la menor disponibilidad de reservas limitaría la capacidad del BCR para respaldar la liquidez del sistema financiero y apoyar intervenciones de última instancia.

En caso de introducirse un nuevo colón, todos los contratos nuevos tendrían que denominarse en nuevos colones o en dólares. Los contratos existentes en colones podrían ser renegociados libremente y convertidos a nuevos colones o a dólares dentro de un plazo preestablecido. Al vencer este plazo, los contratos remanentes en colones serían convertidos automáticamente en nuevos colones a la tasa pactada (en el caso de tasas fijas) o bajo el mecanismo de ajuste pactado (en el caso de tasas flotantes).

Sería deseable, para simplificar el sistema monetario y de pagos, que todas las transacciones financieras se expresaran en una sola moneda tan pronto sea posible. Una vez que se haya consolidado el nuevo sistema monetario, se podría exigir la conversión a nuevos colones de las cuentas en dólares, mediante reglamento de la Superintendencia de Bancos.

Bajo cualquier de los esquemas considerados, sería necesario diferir la fecha de introducción del nuevo arreglo hasta que las reservas internacionales necesarias para su respaldo estén disponibles. Así mismo, sería prudente esperar hasta que las tensiones actuales en los mercados financieros internacionales (que están poniendo a prueba en otros países arreglos monetarios similares al que se propone para El Salvador) se hayan disipado. El costo en credibilidad de abandonar el arreglo propuesto, una vez introducido o formalmente anunciado, sería sumamente alto.

Sería necesario mantener las instituciones financieras bajo estrecha supervisión para detectar con suficiente anticipación cualquier dificultad de solvencia o liquidez, particularmente durante el período a transcurrir antes de que entre en aplicación el nuevo arreglo monetario.

II. Reestructuración del BCR

Al 31 de diciembre de 1994, las reservas internacionales del BCR sólo alcanzaban a respaldar dos-tercios de la base monetaria. Aunque un respaldo total de la base monetaria bajo su definición mas amplia no parezca necesario, dado el nivel elevado de encaje, una disponibilidad de reservas limitada podría enfrentar un problema de credibilidad porque podría no haber reservas suficientes para mantener la liquidez del sistema bancario en el caso de una corrida sobre los depósitos. El BCR requeriría, además, un monto adicional de reservas para apoyar sus operaciones monetarias residuales y asegurar la liquidez de los depósitos a la vista del Gobierno y el pago oportuno de sus pasivos de corto plazo. Se requeriría también contar con

reservas suficientes para apoyar intervenciones puntuales de última instancia. En particular sería deseable que el BCR pudiera garantizar la liquidez del capital inicial de un fondo de seguro de depósitos si se capitalizara este fondo con recursos provenientes de una reducción del encaje.

Por otra parte, la cartera del BCR incurre deficiencias importantes, particularmente en el caso de sus activos con el Gobierno sobre los cuales recibe escasos intereses en efectivo. De esta manera, las pérdidas operativas del BCR han alcanzado durante el período 1993-1994 un promedio de 16 millones de dólares al año, que hasta ahora han sido diferidas en su integridad. 1/

Aunque la tasa media de encaje sea alta en la actualidad (23 por ciento), sería aconsejable, para evitar una expansión excesiva del multiplicador monetario y mantener la liquidez del sistema bancario en divisas, no reducir significativamente esta tasa, al menos en el corto plazo.

Frente a estos problemas, la misión propone la estrategia siguiente:

a. se crearía un Fondo de Convertibilidad (FC) dentro del BCR, con la finalidad de mantener la convertibilidad monetaria; los pasivos del FC contarían con un respaldo total en divisas y el FC tendría un balance separado que publicaría regularmente;

b. se reduciría y uniformizaría el encaje al 20 por ciento; mientras que 12 a 15 por ciento de la base encajable se mantendría en cuentas a la vista en el FC, la otra parte (entre 5 y 8 por ciento), así como el excedente de encaje (3 por ciento) que se liberaría al reducir el encaje del 23 por ciento al 20 por ciento, se invertirían en bonos de encaje a largo plazo; en casos de emergencia y por un tiempo corto, se podría considerar la posibilidad de convertir en bonos de encaje una fracción adicional de las cuentas a la vista, liberando así reservas internacionales para apoyos puntuales de liquidez;

c. se acumularían reservas internacionales adicionales de entre 150 y 250 millones de dólares mediante una política fiscal y monetaria apretada; una opción que podría ser considerada para aumentar inmediatamente la disponibilidad de divisas sería que el Gobierno contratara un préstamo externo a largo plazo;

1/ Aunque existe un acuerdo para que a partir de 1996 el Gobierno pague al BCR intereses por su deuda calculados de modo tal que exista prácticamente la seguridad de que el BCR ya no tendrá pérdidas, la tasa de interés pagada por el Gobierno sobre su deuda al BCR seguiría siendo una tasa diferente de la tasa de mercado, lo que reduciría la transparencia de las relaciones financieras entre el Gobierno y el BCR.

rescate de los bonos de consolidación. Alternativamente, el BCR podría usar CEMs en vez de LETES para fines de regulación monetaria o para adquirir colones (o dólares).

III. Reforma de las operaciones de banca central

La reforma de las operaciones de banca central debería regirse conforme a los principios generales siguientes:

a. al menos en el corto plazo, es necesario que el BCR conserve una capacidad mínima de regulación monetaria y de apoyo de liquidez de corto plazo; en la medida en que se desarrolle el mercado de dinero y la banca comercial desarrolle nexos más fluidos con la banca extranjera, el papel del BCR en estas áreas podrá irse reduciendo;

b. dada la reducción del margen de maniobra del BCR para esterilizar flujos de capital o intervenir en el caso de una crisis de liquidez, el encaje legal debería permanecer alto para limitar el impacto sobre el multiplicador monetario de las entradas de capital y aumentar la capacidad del sistema financiero para enfrentar salidas de capital; y

c. para asegurar la integridad del sistema de pagos, mantener la igualdad de condiciones de competencia entre los bancos, y reducir el costo adicional para los bancos que implicaría mantener reservas líquidas fuera del banco central para cubrir sus necesidades de pago, es aconsejable que la liquidación de los pagos se mantenga en el BCR y que el BCR mejore (en coordinación con otros participantes) la eficiencia del sistema de pagos y fortalezca su control sobre el sistema.

Conforme estos principios generales, la misión recomienda las medidas siguientes para adaptar y modernizar las operaciones de banca central:

a. para asegurar que los bancos puedan liquidar sus operaciones sin dificultades, aún con reservas líquidas en el BCR limitadas, y para mantener un techo a las fluctuaciones de las tasas de interés en el mercado interbancario, sería conveniente que siga existiendo, al menos en el corto plazo, una ventanilla para proveer liquidez residual;

b. el BCR podría realizar operaciones de reporto con LETES (en caso de desarrollarse este mercado) para proveer liquidez en circunstancias excepcionales, o de carácter estacional;

c. el BCR debería vender LETES (o colocar CEMs) cuando resulte necesario ajustar el volumen de reservas internacionales disponibles para contingencias;

d. de esta forma, las reservas liquidas del FC alcanzarían a cubrir una caída en la captación bancaria de 15 a 18 por ciento, bajo un esquema de convertibilidad, o de 9 a 12 por ciento bajo un esquema de dolarización completa en el cual se usaría parte de las reservas para convertir en dólares la totalidad de los colones en circulación;

e. se consolidarían los activos del BCR con el Gobierno (junto con otras cuentas de activo que serían transferidas al Gobierno) bajo la forma de bonos especiales de consolidación con vencimientos escalonados sobre un periodo de 10 años;

f. se constituiría en el balance del BCR un Departamento de Valores que tendría bonos de consolidación en su activo y los certificados de estabilización monetaria (CEMs), bonos de encaje, certificados de depósitos (CDPs), y otros valores en su pasivo; el BCR utilizaría los recursos obtenidos al vencerse los bonos de consolidación para redimir gradualmente su cartera de pasivos en valores; este departamento desaparecería en un plazo máximo de diez años;

g. se mantendría un Departamento de Regulación Monetaria con un nivel mínimo de respaldo en reservas internacionales para proveer liquidez bajo circunstancias especiales y con una cartera de Letras de Tesorería (LETES) que podrían usarse para operaciones de reporto o para ventas (en el caso en que el BCR deseara aumentar las reservas internacionales de contingencia);

h. se crearía en el balance del BCR un Departamento de Tesorería para depósitos del Gobierno que incluiría del lado del activo las reservas internacionales necesarias para asegurar la liquidez de los depósitos; este departamento desaparecería cuando el Gobierno haya centralizado el presupuesto y el control de gastos y haya desarrollado un sistema de control de tesorería que permita transferir los depósitos a un banco comercial; y

i. en la medida en que la remuneración del encaje permaneciera constante, el costo de intereses para el Gobierno de los bonos de consolidación sería compensado por la transferencia de las utilidades del BCR al Gobierno; sin embargo, para promover la competitividad del sistema financiero, evitar el desarrollo de canales alternativos de intermediación, e incentivar el alargamiento del perfil de la captación bancaria, sería deseable elevar gradualmente la remuneración del encaje, particularmente del encaje sobre los depósitos a plazo más largo.

El esfuerzo fiscal necesario para redimir los bonos de consolidación, amortizar un posible crédito externo y aumentar la remuneración del encaje alcanzaría 1.3 por ciento del PIB en promedio durante los próximos diez años. Para reducir este esfuerzo fiscal, así como asegurar el cumplimiento oportuno de los compromisos financieros del Gobierno con el BCR, facilitar el manejo de Tesorería, y promover el desarrollo del mercado interbancario, se podrían emitir LETES. Para evitar que el desarrollo del mercado de LETES incida en un relajamiento de la disciplina fiscal, debería restringirse la emisión de LETES al financiamiento de desequilibrios temporales de caja o al

reunirse cada mes, como mínimo, para establecer proyecciones consolidadas de tesorería y fijar metas de colocación de LETES o de CEMs;

b. para asegurar que no hubiera dificultades en redimir LETES, el monto de recursos asignado al pago de LETES vencidas debería ser aumentado;

c. el mecanismo de colocación de LETES (o de CEMs) debería ser el de una subasta abierta a cualquier participante; la preparación de los procedimientos y regulaciones necesarias para la subasta debería empezar de inmediato;

d. el Gobierno debería llevar a cabo lo antes posible la reforma administrativa necesaria para centralizar el presupuesto de la nación y el control del gasto;

e. se debería, en paralelo, desarrollar un sistema integral de Tesorería que permitiera que el Gobierno recuperara el control directo y manejo de todas las sub-cuentas de gasto;

f. dadas las deficiencias actuales en el control del gasto público y la escasez de reservas internacionales disponibles para respaldar los depósitos del Gobierno, la transferencia a los bancos comerciales de las cuentas pagaderas no parece ser aconsejable en este momento; una vez desarrollado el sistema de Tesorería, el Gobierno debería tener una cuenta única que podría mantenerse en el BCR o podría ser transferida a un banco comercial; y

g. para reducir las fluctuaciones en la liquidez causadas por los flujos de caja del Gobierno, se podría requerir el traspaso semanal a la cuenta de la Tesorería (en vez de cada diez días) de los impuestos depositados en cuentas de bancos comerciales (esta medida haría coincidir el ciclo de transferencia de impuestos con el ciclo del encaje).

V. Consolidación del sistema bancario

1. Reformas a la Ley de Bancos

Las autoridades salvadoreñas prepararon varias reformas a la Ley de Bancos con las cuales la misión está generalmente de acuerdo. Se deberían agregar los siguientes cambios a la ley para mejorar la competitividad en el mercado:

(1) permitir a los extranjeros tener participaciones mayoritarias en sociedades bancarias salvadoreñas;

(2) elevar el límite de 5 por ciento que como máximo una persona natural puede tener en un banco "normalizado"; y

d. la tasa de encaje debería ser uniformizada para reducir las variaciones en la liquidez causadas por sustituciones entre diferentes tipos de depósitos bancarios; en particular, el encaje sobre los depósitos en dólares debería ser reducido del 50 por ciento al 20 por ciento, lo que contribuiría también a promover la intermediación en dólares;

e. para facilitar el movimiento de capitales de corto plazo, la tasa de cambio para operaciones de compra de dólares por el BCR debería ser la misma que la tasa de venta;

f. para apoyar la dolarización, el BCR debería preparar un sistema de compensación y liquidación de cheques en dólares en el mercado local similar al sistema utilizado para los cheques en colones; y

g. entre las medidas de apoyo necesarias para fortalecer el sistema de pagos, el BCR debería promover la creación de un Comité Nacional de Pagos (y participar en ese Comité como miembro activo), reforzar la unidad encargada de supervisar el sistema de pagos en el BCR, y participar activamente en el desarrollo de sistemas electrónicos de pagos, y de negociación y registro de LETES.

IV. Reforma de las operaciones de Tesorería

La multiplicidad de unidades presupuestales dentro del Gobierno Central y la existencia de fondos externos importantes se reflejan en un monto total de depósitos del Gobierno en el BCR muy elevado, así como una gran cantidad de cuentas. Dado que las reservas internacionales disponibles no son suficientes para proveer un respaldo completo en divisas a estos depósitos, la falta de control centralizado del ritmo de ejecución del gasto público es preocupante. Podría acontecer que el BCR no pudiera satisfacer, bajo el nuevo esquema monetario, la necesidad de recursos del Gobierno.

Aunque la emisión de LETES debería, en principio, servir para cubrir las necesidades de Tesorería del Gobierno, el ritmo de emisión es decidido por la Secretaría de Hacienda en base a una programación de sus necesidades propias de efectivo, sin tomar en cuenta las necesidades de las otras dependencias. El escaso desarrollo del mercado de LETES, la falta de un mecanismo inmediato y seguro de colocación (como en el caso de una subasta), y la necesidad de cubrir en forma prioritaria las redenciones de LETES ya emitidas, podrían complicar aún más el control de las necesidades de caja del Gobierno durante el futuro cercano.

La estrategia recomendada por la misión para hacer frente a estos problemas es la siguiente:

a. se debería crear inmediatamente un grupo de coordinación para el manejo de caja del Gobierno que reagruparía representantes de los cuatro centros de control de gasto mencionados y del BCR; este grupo debería

(3) modificar la forma de cálculo de la tasa de interés de referencia, de modo de hacerla única para todo el mercado. En este caso el spread de cada institución resultaría comparable.

2. Medidas para reducir la liquidez de la captación bancaria

Para reducir la liquidez y estimular el alargamiento de la captación, se recomienda:

(1) aumentar la remuneración del encaje sobre los depósitos a plazos más largos que no benefician de cláusulas de recompra automática;

(2) introducir en forma gradual normas de calce de plazos; y

(3) en el mediano plazo, introducir una regulación que exija a los bancos mantener abierta una línea de liquidez en el extranjero.

3. Supervisión bancaria

Progresos adicionales se requieren en el área de la supervisión bancaria, en que se ha avanzado en la promulgación de normas prudenciales y en el control de los bancos. Aún resta avanzar en la anticipación de problemas (particularmente de orden sistémico) y en asignar mayor responsabilidad en la supervisión a las contralorías internas de las instituciones financieras. También deben concretarse los progresos realizados en la central de riesgos.

4. Seguro de depósitos

En un esquema de patrón dólar, la limitada capacidad del BCR para otorgar pagos de última instancia al sistema financiero torna mas relevante la necesidad de poner en marcha un Fondo de Seguro de Depósitos (FSD). La introducción de un seguro de depósitos permitiría limitar el riesgo que el Gobierno tenga que asumir, ex-post, las pérdidas involucradas en la liquidación o intervención de una institución financiera, otorgando así un seguro implícito a todos los depósitos.

El FSD sería de cobertura limitada y estaría financiado por cuotas de los bancos. Tendría administración mixta y su capital inicial estaría constituido mediante una contribución extraordinaria de las instituciones financieras con los fondos depositados en el BCR procedentes de la reducción propuesta del encaje (3 por ciento de los depósitos). El FSD podría también endeudarse con el Estado en casos excepcionales y acceder preferentemente al encaje en el BCR para pagar a los depositantes. Lo anterior requeriría de un conjunto de cambios legales y de una clara definición de las responsabilidades del FSD y la Superintendencia del Sistema Financiero (SSF).

La factibilidad y los riesgos de agregar al FSD la facultad de participar con fondos propios, junto con el Gobierno, en intervenciones de bancos deberían ser evaluados con cuidado. Un esquema de este tipo debería involucrar a los bancos en las decisiones de intervención y asegurar la reposición rápida del capital del Fondo en caso de pérdidas.

VI. Necesidades de asistencia técnica complementaria

Asistencia técnica adicional sería aconsejable en el corto plazo en las áreas siguientes:

- a. mejoras inmediatas en el manejo de caja del Gobierno;
- b. elaboración de procedimientos y regulaciones para la introducción de subastas de LETES (o de CEMs); y
- c. preparación de un reglamento para el FSD.

Plan de acción

1. Medidas previas a la reforma monetaria
 - a. Negociación de recursos externos a mediano plazo
 - b. Contratación de billetes y/o monedas en nuevos colones (en caso de introducirse el nuevo colón)
 - c. Preparación de subastas de LETES/CEMs
 - d. Medidas inmediatas para facilitar el control de caja del Gobierno
 - e. Preparación de un reglamento de seguro de depósitos
 - f. Preparación de modificaciones al Plan de Cuentas del BCR
 - g. Preparación del conjunto de medidas legales
2. Medidas a ser introducidas simultáneamente con la reforma monetaria
 - a. Reestructuración del BCR
 - (1) Emisión de bonos de Consolidación
 - (2) Modificaciones al Plan Contable del BCR
 - (3) Reforma del reglamento de encaje y emisión de bonos de encaje
 - b. Reformas operativas
 - (1) Eliminación del spread de compra y venta de divisas
 - (2) Modificación del reglamento de calce por monedas
 - (3) Aumento del fondo para la amortización de LETES
 - (4) Introducción de subastas de LETES/CEMs
 - (5) Implementación del grupo interinstitucional de coordinación para el manejo de caja del Gobierno Central
 - (6) Introducción de la compensación y liquidación de cheques en dólares

3. Medidas generales de apoyo

- a. Fortalecimiento de la supervisión bancaria
- b. Reformas a las leyes laborales
- c. Fortalecimiento del sistema de pagos y de registro de LETES
- d. Unificación de presupuestos del Gobierno
- e. Desarrollo de un sistema integral de Tesorería

4. Medidas posteriores

- a. Amortización gradual de los pasivos en valores del BCR
- b. Reducción, unificación, y transferencia a un banco comercial de los depósitos del Gobierno
- c. Traspaso de los activos BMI al Gobierno

I. Reforma monetaria

1. Consideraciones generales sobre el patrón dólar

a. Ventajas del patrón dólar

Al promover la credibilidad de una oferta estable de moneda, la introducción de un sistema de libre convertibilidad basado en un patrón dólar permite estabilizar la tasa de inflación y reducir la incertidumbre cambiaria. La contención de las expectativas de devaluación puede reducir la tasa de interés en moneda doméstica. Además, al limitar el crédito del banco central al tesoro, el patrón dólar promueve la disciplina fiscal. La caída en las tasas de interés y de inflación a niveles cercanos a los internacionales facilita la inversión, promueve la integración financiera con el resto del mundo, y, por ende, estimula el crecimiento y la productividad 1/.

En el caso de El Salvador, a pesar de haberse mantenido un tipo de cambio casi fijo durante el período 1992-1994, la tasa de interés en colones de los depósitos del sistema financiero ha permanecido en niveles significativamente más altos que la tasa LIBOR a plazos similares (Gráfico 1). El riesgo país y el riesgo comercial explican sólo una parte de este diferencial, ya que existe también un diferencial importante entre tasas bancarias internas en dólares y colones, para un nivel de riesgo comercial similar 2/.

b. Riesgos asociados con un patrón dólar

La adopción de un patrón dólar limita la flexibilidad de la tasa de cambio real. En particular, una depreciación de la tasa de cambio real sólo puede lograrse en el corto plazo mediante una caída de los salarios nominales. Frente a choques negativos en la oferta de divisas o

1/ Sin embargo, la introducción de un patrón dólar no garantiza, por sí solo, que las tasas de interés se ajusten al nivel de las tasas internacionales ya que puede seguir existiendo un riesgo país o un riesgo financiero propio de cada banco o del gobierno (en el caso de los bonos públicos).

2/ La segmentación del mercado de crédito dificulta la comparación de tasas. Los bancos prestan en dólares solamente a empresas seleccionadas, en su mayor parte empresas exportadoras, mientras que los créditos en colones incluyen una proporción alta de créditos al consumo, a la construcción, y a la vivienda. La fuerte demanda de crédito por parte de estos sectores durante los años 1992-1994 ha ejercido presiones a la alza sobre las tasas de interés en colones, particularmente en una situación en la cual la competencia entre los bancos para mantener su participación en el mercado ha sido intensa. Aun así, sin embargo, conversaciones que la misión tuvo con representantes de la banca parecerían indicar que el diferencial de tasas "prime" en dólares y colones, podría ser a enero de 1995, del orden de tres a cuatro puntos.

períodos de inestabilidad política que frenen la entrada de capitales, rigideces salariales pueden inducir períodos prolongados de recesión y desempleo 1/.

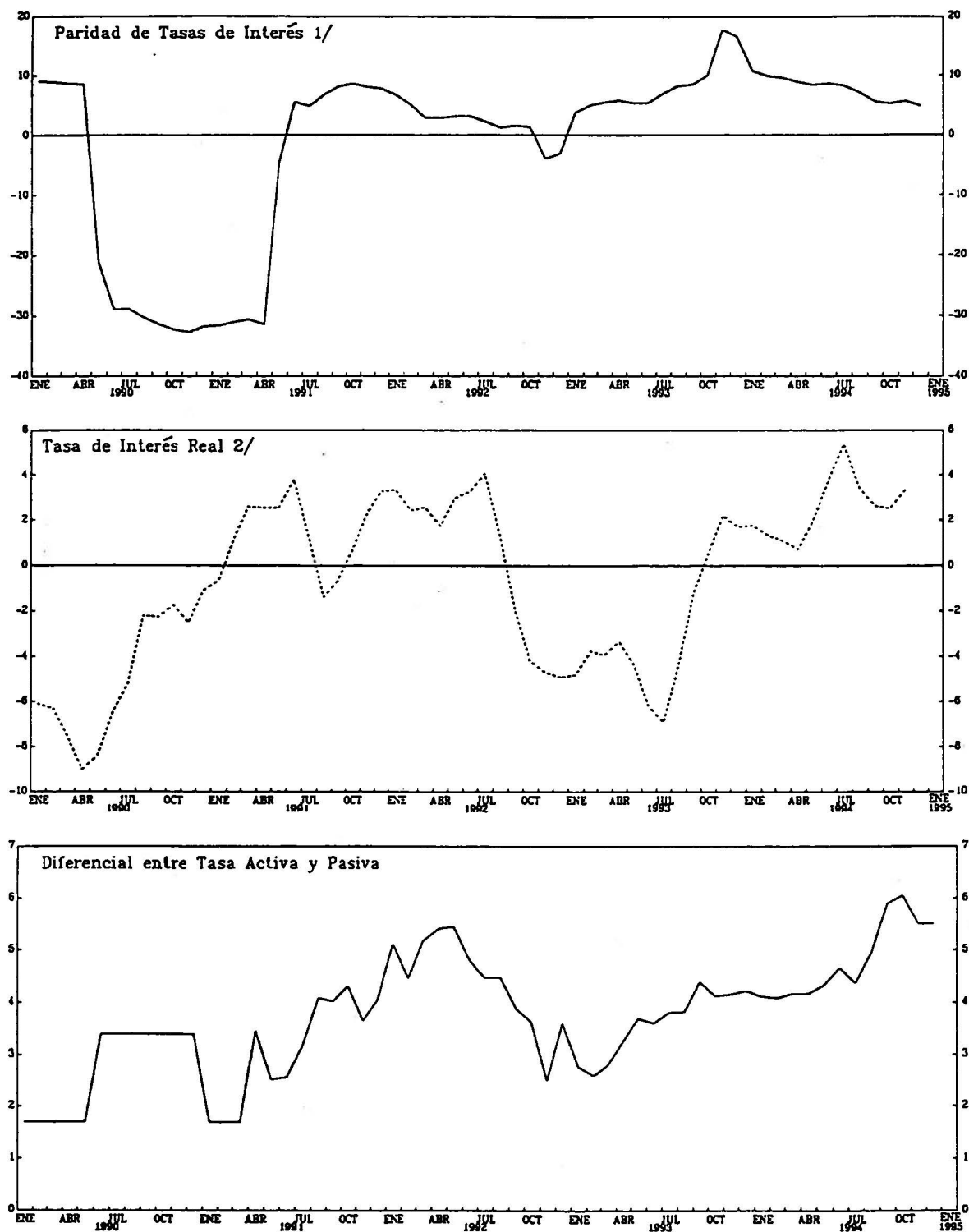
La adopción de un patrón dólar impide también usar la tasa de cambio nominal para absorber desequilibrios monetarios. En particular, frente a una caída brusca en la demanda por cuasi-moneda (debido a un choque económico o político), la existencia de un patrón dólar no permite reducir los saldos monetarios reales a través de una depreciación nominal del tipo de cambio. De esta forma, todo el peso del ajuste recaería sobre las tasas de interés, lo que pudiera causar una crisis financiera. Además, al limitar la creación de moneda doméstica a la conversión de moneda extranjera, el patrón dólar limita la capacidad del banco central para intervenir como prestamista de última instancia, lo que pudiera elevar el riesgo que la quiebra de un banco se transformara en una crisis financiera generalizada. En la medida en que la introducción de un patrón dólar estimule la entrada de capitales y el crecimiento acelerado del crédito, el riesgo de una crisis financiera pudiera aumentar significativamente.

Además, si bien un patrón dólar es incompatible con una falta de disciplina fiscal, no garantiza por sí sólo que el gobierno siga una política fiscal prudente. Aún en situaciones en las cuales déficits fiscales puedan ser financiados internamente o externamente en el corto plazo, un rápido crecimiento de la deuda pública puede conducir, en ausencia de apoyo monetario por parte del banco central, a dificultades en honrar los compromisos financieros adquiridos. Existen varios ejemplos de economías en las cuales la falta de disciplina fiscal, junto con la adopción de un patrón dólar (o de un patrón basado sobre alguna otra divisa), han conducido a situaciones de atrasos generalizados de pagos por parte del gobierno y moratorias de deuda pública interna y externa. En casos extremos, la escasez de liquidez resultante de déficits en balanza de pagos (derivados de déficits fiscales) ha conducido a situaciones monetarias y fiscales caóticas con tipos de cambio múltiples, parcelación de las fuentes de ingreso público, y uso de sustitutos monetarios tales como pagarés del Gobierno Central o cheques certificados de instituciones financieras 2/.

1/ La alta concentración de la oferta de divisas en dos fuentes principales que son sensibles a factores políticos (las remesas) o climatológicos (el café) aumenta la vulnerabilidad de la economía Salvadoreña a choques de oferta.

2/ En estos casos, el gobierno o las instituciones financieras acaban asumiendo el papel de entes emisores de moneda.

GRÁFICO 1
EL SALVADOR
TASAS DE INTERÉS
(En porcentaje)



Fuente: FMI, Estadísticas Financieras Internacionales.

1/ Paridad descubierta de tasas de interés; calculada como la tasa de los depósitos a plazo a 180 días menos la tasa LIBOR a 180 días ajustada por la depreciación del colón con respecto al dólar de EEUU en los últimos 12 meses.

2/ La tasa de los depósitos a plazo a 180 días deflactada por el cambio en el índice de precios del consumidor en los últimos 12 meses.

c. Condiciones necesarias para la introducción de un patrón dólar

El mantenimiento de políticas fiscales prudentes es indispensable para asegurar la consistencia entre la cuenta pública y el patrón dólar 1/. En caso de adoptarse algún sistema que permita limitar el gasto en forma automática, un límite global sobre el flujo de deuda es preferible a un límite sobre el stock de instrumentos específicos de deuda (por ejemplo, sobre LETES) 2/. Al mismo tiempo, es necesario revisar la programación de caja del tesoro y el procedimiento de colocación de instrumentos de financiamiento a corto plazo para asegurarse que las necesidades de caja del tesoro puedan ser atendidas en forma flexible y segura.

Medidas tendientes a aumentar la flexibilidad de los salarios son también altamente deseables. En particular, la introducción (o ampliación) de mecanismos de participación salarial en las utilidades de las empresas puede ser una forma de fortalecer el componente cíclico de las remuneraciones 3/. Medidas para incrementar la movilidad laboral y facilitar contrataciones y despidos, así como programas de entrenamiento y reciclaje, deberían también ser consideradas.

El fortalecimiento del sistema bancario y una supervisión efectiva son también condiciones esenciales para limitar el riesgo de una crisis financiera. Las normas prudenciales deben ser revisadas para asegurar que las instituciones financieras puedan operar con un apoyo mínimo del banco central (o de otras instituciones públicas). Los instrumentos monetarios (particularmente el encaje legal) deben contribuir a fortalecer la liquidez del sistema financiero y atenuar el impacto de los flujos de capital. La supervisión bancaria debe ser reforzada, en particular para asegurar que las medidas preventivas sean tomadas en forma oportuna. El sistema financiero debe ser liberalizado para asegurar que las tasas de interés se ajusten rápidamente frente a cambios en el entorno financiero internacional y que

1/ En el caso de El Salvador, este punto es particularmente importante, dada la limitada disponibilidad de reservas internacionales, la falta de un presupuesto consolidado del Gobierno Central y la reciente introducción de las LETES que aún carecen de mercado establecido.

2/ Un límite sobre el stock de LETES en circulación podría resultar inefectivo para controlar el gasto público mientras se hayan emitido pocas letras. En cambio, el límite podría volverse demasiado restrictivo una vez que el stock de letras en circulación haya alcanzado el tope, abriendo así la posibilidad de que se relaje el límite. Además, un límite sobre el stock puede resultar riesgoso, ya que dificulta el refinanciamiento del stock existente de instrumentos de deuda en caso de alzas en las tasas de interés. Puede también introducir rigideces innecesarias en el manejo de la deuda pública (podría impedir, por ejemplo, sustituir deuda externa por deuda interna o LETES por bonos a largo plazo).

3/ En el caso de Hong-Kong, los trabajadores de la industria local perciben hasta tres meses de sueldo (20 por ciento de su salario total) bajo la forma de participaciones anuales en la utilidades de la empresa.

las instituciones financieras nacionales puedan competir con intermediarios off-shore sin que se ponga en peligro su solvencia. Al mismo tiempo, es altamente deseable, para facilitar la regulación de la liquidez con fondos externos y fortalecer el sistema financiero, que se abra la entrada de bancos extranjeros al mercado nacional.

Para preservar una capacidad residual suficiente de regulación monetaria e intervención de última instancia, y para respaldar los pasivos a corto plazo del banco central, es importante capitalizar al banco central con un monto de reservas internacionales superior a la que se necesitaría para respaldar la base monetaria. El fortalecimiento del banco central puede también requerir una reestructuración de su balance para traspasar a otras entidades cuentas de activos y pasivos que no están directamente relacionadas con las funciones básicas del banco y que podrían ocasionarle pérdidas operativas. Una regularización de la cartera con el gobierno puede también resultar necesaria para asegurar que devengue intereses a tasas de mercado 1/.

2. Opciones para la implementación de un patrón dólar en El Salvador 2/

Una gama amplia de esquemas podría ser considerada para la introducción de un patrón dólar en El Salvador. La selección de un esquema depende, además de factores técnicos, de la apreciación de riesgos, de las preferencias de las autoridades y de su capacidad para sostener compromisos adquiridos, y de factores políticos y jurídicos que son difíciles o imposibles de evaluar. Por estas razones, el reporte no se pronuncia en favor de uno o otro esquema. Se limita a indicar los costos y beneficios de ciertos esquemas y a subrayar algunas consideraciones de consistencia general y de secuencia de las medidas.

a. Ley de Convertibilidad

La adopción de una Ley de Convertibilidad bajo la paridad actual del colón contra el dólar (8,75) constituiría la forma más simple e inmediata de introducir un patrón dólar. Permitiría ganar experiencia con el uso de un patrón dólar sin comprometer la política cambiaria tan irreversiblemente como en el caso de las opciones alternativas. Por esta misma razón, sin embargo, la credibilidad de este esquema podría ser limitada. El tipo de cambio actual dificulta la conversión de colones en dólares y podría dar lugar a expectativas de ajustes posteriores.

1/ En el caso de El Salvador, este punto es particularmente importante, ya que el BCR ha incurrido pérdidas operativas sistemáticas durante años recientes.

2/ Los Apéndices II y III describen las experiencias de Panamá y Argentina con el patrón dólar.

La introducción de un nuevo colón con paridad de uno a uno con respecto al dólar, junto con la adopción de una Ley de Convertibilidad, permitiría anclar las expectativas más firmemente. El BCR podría convertir gradualmente los colones en circulación en nuevos colones, de tal forma que circularan colones y nuevos colones simultáneamente durante un período de transición. Los precios y salarios se fijarían en ambas monedas, permitiendo así que el público se acostumbrará en forma gradual a convertir denominaciones de los colones en nuevos colones y facilitando una eventual transición hacia una economía dolarizada. Tendría que anunciarse una fecha límite para la desmonetización de los colones y denominación de todos los contratos en nuevos colones.

b. Dolarización

El desarrollo gradual de la intermediación en dólares reforzaría la capacidad del sistema monetario para absorber presiones especulativas en contra del colón y facilitaría la transición hacia una economía dolarizada. Medidas para promover una dolarización gradual incluirían la reducción del encaje sobre depósitos en dólares al mismo nivel que el encaje sobre depósitos en colones, la compensación y liquidación de cheques locales en dólares por el BCR bajo el mismo mecanismo que para los cheques en colones, y la ampliación del límite sobre posiciones de cambio en dólares.

Sin embargo, mientras el colón siga cumpliendo un papel importante en la intermediación financiera y en los pagos, no se eliminaría totalmente el riesgo que una crisis de confianza en contra del colón se transformara en una crisis financiera. En particular, la transferencia de depósitos en colones a depósitos en dólares en el caso de un cambio abrupto en las expectativas podría verse frenado por el ritmo al cual los bancos pudieran transferir créditos en colones a créditos en dólares.

La dolarización total de la economía dentro de un plazo corto no parece ser factible puesto que la adopción del dólar como única moneda nacional se enfrenta a problemas de orden jurídico. Sin embargo, la dolarización de la economía podría acelerarse notablemente mediante el otorgamiento de curso legal al dólar (además del colón), la conversión de al menos parte de los colones en circulación por dólares, y la sustitución por dólares de los colones en efectivo entregados por el BCR al Gobierno o a bancos (incluyendo para el pago de salarios a los funcionarios del sector público).

Para generar demanda por dólares en efectivo y facilitar la conversión por dólares de los colones en circulación, se introduciría el nuevo colón (con paridad de uno a uno con respecto al dólar) pero se limitaría su emisión a las denominaciones pequeñas y se respaldaría a través de una Ley de Convertibilidad. Una variante de este esquema consistiría en emitir sólo monedas en colones (de la misma forma que en Panamá circulan monedas en balboas). De esta forma, se entregarían dólares en sustitución de los billetes en nuevos colones que no se emitieran. Se anunciaría un plazo límite para el canje de los colones.

Esta opción tendría un costo apreciable. En el caso límite en el cual todos los colones se canjearían por dólares, el BCR perdería aproximadamente US\$400 millones en reservas internacionales. Además de tener un costo financiero elevado (la pérdida de señoreaje sería alrededor de US\$20 millones por año) 1/, la menor disponibilidad de reservas limitaría la capacidad del BCR para apoyar intervenciones de última instancia 2/. El esfuerzo fiscal necesario para compensar esta pérdida de ingresos se sumaría al esfuerzo fiscal para reestructurar el BCR y elevar la remuneración del encaje legal (véase el Capítulo II).

c. Algunos elementos a considerar

(1) Aunque puedan atenuar, en mayor o menor medida, el riesgo de una devaluación, ninguno de estos esquemas eliminaría el riesgo de una corrida contra el sistema bancario. Este riesgo seguiría siendo significativo dada la escasa participación de la banca extranjera en la intermediación financiera en El Salvador 3/.

(2) Bajo cualquier de los esquemas considerados, sería necesario diferir la fecha de introducción del nuevo arreglo monetario y cambiario hasta que las reservas internacionales necesarias para respaldar el nuevo esquema monetario y convertir los colones en circulación (en caso de adoptarse un esquema de dolarización acelerada) estén disponibles (véase el Capítulo II).

(3) Así mismo, sería prudente esperar para introducir la reforma monetaria hasta que las tensiones actuales en los mercados financieros internacionales (que están poniendo a prueba en otros países arreglos monetarios similares al que se propone para El Salvador) se hayan disipado. El costo en credibilidad de abandonar el arreglo monetario propuesto, una vez introducido o formalmente anunciado, sería sumamente alto.

1/ El costo de señoreaje se estima a partir de la tasa de rendimiento anual promedio de las reservas internacionales (aproximadamente 5 por ciento durante 1994) aplicada al stock de dinero en circulación (aproximadamente US\$400 millones).

2/ Aunque la reducción en reservas internacionales tendría como contrapartida una reducción de los pasivos líquidos del BCR (los colones en circulación), se limitaría el volumen de reservas que podría ser movilizado transitoriamente en casos de emergencia (véase el Capítulo II).

3/ Ante choques externos o acontecimientos políticos adversos, se podría optar por suspender la convertibilidad de las reservas bancarias, creando de esta forma una nueva moneda de hecho. Esto ocurrió, en particular, en los países de la ex Unión Soviética. Al disolverse la unión y adoptarse políticas monetarias inconsistentes, el rublo en cada república adquirió un valor diferente una vez que los bancos centrales abandonaron la convertibilidad en rublos rusos de las cuentas de reservas de los bancos comerciales.

(4) Sería también preferible que el conjunto de regulaciones prudenciales y administrativas necesarias para apoyar la reforma monetaria haya sido aprobado, y que las reformas operativas del BCR y del manejo de caja del Gobierno hayan sido debidamente preparadas e implementadas (véanse los Capítulos III y IV).

(5) En caso de introducirse un nuevo colón, todos los contratos nuevos tendrían que denominarse en nuevos colones o en dólares. Los contratos existentes en colones podrían ser renegociados libremente y convertidos a nuevos colones o a dólares dentro de un plazo preestablecido (seis meses). Al vencerse este plazo, los contratos remanentes en colones serían convertidos automáticamente en nuevos colones a la tasa pactada (en el caso de tasas fijas) o bajo el mecanismo de ajuste pactado (en el caso de tasas flotantes). Aunque la coexistencia transitoria de contratos en colones y en nuevos colones pudiera complicar los registros contables, esta separación acentuaría las diferencias de percepción entre las dos monedas, contribuyendo así a un ajuste mas rápido de la tasa de interés en nuevos colones.

(6) Para facilitar el ajuste previo de las expectativas y de las tasas de interés, la fecha de introducción del nuevo arreglo monetario y cambiario (una vez que esta fecha pudiera ser fijada con toda seguridad) podría ser anunciada con anticipación (y las modalidades del nuevo sistema cuidadosamente explicadas).

(7) Se adoptaría el nuevo colón como unidad de cuenta desde la fecha de introducción de la reforma monetaria. De esta forma, los estados contables pasarían a expresarse en nuevos colones.

(8) Sería deseable, para simplificar el sistema monetario y de pagos, que todas las transacciones financieras se expresaran en una sola moneda tan pronto sea posible. Una vez que se haya consolidado el nuevo sistema monetario, se podría exigir la denominación en nuevos colones de las cuentas en dólares, mediante reglamento de la Superintendencia de Bancos.

(9) Sería necesario mantener las instituciones financieras bajo estrecha supervisión para detectar con suficiente anticipación cualquier dificultad de solvencia o liquidez, particularmente durante el período a transcurrir antes de que entre en aplicación el nuevo arreglo monetario ^{1/}. La caída en las tasas de interés en colones (reflejando una caída en las expectativas de devaluación, en anticipación del nuevo arreglo) podría crear dificultades para algunas instituciones financieras, en la medida que afectara a las tasas activas mas rápidamente que a las pasivas.

^{1/} En particular, sería importante mantener un monitoreo estrecho de las tasas de interés pagadas por cada institución financiera sobre los fondos captados del público o a través del mercado interbancario. Tasas de interés sobre la captación de recursos muy por encima de la media podrían estar señalando dificultades financieras.

(10) A pesar de que pudiera interpretarse como una medida inconsistente con la libre convertibilidad del colón contra el dólar, sería preferible relajar el límite sobre posiciones de cambio en forma progresiva en el caso en que se adoptara una estrategia gradual de transición hacia el patrón dólar 1/. Posiciones especulativas extremas durante la etapa inicial de introducción del nuevo esquema monetario podrían reflejarse en influjos de capital de corto plazo que ejercerían presiones desestabilizantes en un momento en que el nuevo sistema monetario no estuviera aún bien consolidado. Por la misma razón, se debería en este caso permitir sólo gradualmente compensar deficiencias de encaje en una moneda por excedentes en la otra moneda. Este problema sería menos relevante en el caso de una estrategia de dolarización acelerada, dado que las expectativas (y por lo tanto las tasas de interés) tenderían en este caso a ajustarse mas rápidamente.

II. Reestructuración del BCR

1. Situación actual

Varios problemas dificultan la transición hacia la introducción de un patrón dólar.

a. Reservas internacionales

La tasa media de encaje es alta en la actualidad, lo que incide en un volumen elevado de base monetaria amplia, definida como circulante mas depósitos a la vista de los bancos en el BCR. Al 31 de diciembre de 1994, mientras que las reservas internacionales del BCR cubrían 22 por ciento del M2, sólo alcanzaban a respaldar dos-tercios de la base (Cuadro 1).

Si los bancos estuvieran en condiciones de asegurar la convertibilidad de sus depósitos sin apoyos del banco central y sin recurrir a sus reservas en el banco central, las reservas internacionales tendrían solamente que asegurar la convertibilidad y liquidez de los pasivos de naturaleza estrictamente monetaria del banco central, o sea el circulante y los saldos bancarios necesarios para la liquidación de pagos, que corresponderían a una definición mas restringida de la base. En la medida que el BCR ofrezca (al menos mientras se desarrolla el mercado de dinero) una ventanilla de liquidez automática de fácil acceso, un nivel razonable de capital de trabajo de los bancos en el BCR podría ser del orden de 3 por ciento de los

1/ Debería seguir aplicándose, en cualquier caso, un límite sobre posiciones en otras divisas.

Cuadro 1. El Salvador: balance del BCR
al 31 de diciembre de 1994

(Millones de dólares)

Activo		Pasivo	
RIN	788	Base monetaria	1.198
		Circulante	397
		Encaje moneda nacional	711
		Encaje moneda extranjera	90
Gobierno Central *	717	CEMs	216
Resto gobierno *	6	Gobierno Central	225
INCAFE/INAZUCAR *	5	Resto gobierno	32
Privado	4	Empresas públicas	108
BMI	253		
Aportes FOSAFFI *	319	Pasivos M&L plazo	92
Pérdidas diferidas *	81	Bonos FOSAFFI	100
Otros activos netos	109	Capital	219
		DEG	32
		Fondos AID	6
		Inst. Fin no Mon.	54
TOTAL	2.282	TOTAL	2.282

Fuente: Banco Central de Reserva de El Salvador.

Nota: Un * denota una cuenta por la cual el Ministerio de Hacienda emitirá bonos o LETES para reestructurar su deuda con el BCR.

depósitos 1/. Dada la magnitud actual del encaje (23 por ciento de los depósitos en promedio), la mayor parte de las reservas de los bancos en el BCR no requeriría respaldo en divisas.

Al mismo tiempo, sin embargo, debido a la elevada liquidez y rápido aumento de sus pasivos, a la limitada disponibilidad de activos líquidos en el exterior y a su escasa capacidad para conseguir apoyos de liquidez de bancos extranjeros, los bancos salvadoreños dependen críticamente, en este momento, de sus reservas en el BCR para asegurar su liquidez (véanse los Capítulos III y V). En estas condiciones, una disponibilidad de reservas limitada podría enfrentar un problema de credibilidad, no tanto porque no permitiría cubrir la totalidad de la base bajo su definición mas amplia, sino mas bien porque podría no haber reservas suficientes para mantener la liquidez del sistema bancario en el caso de una corrida sobre los depósitos.

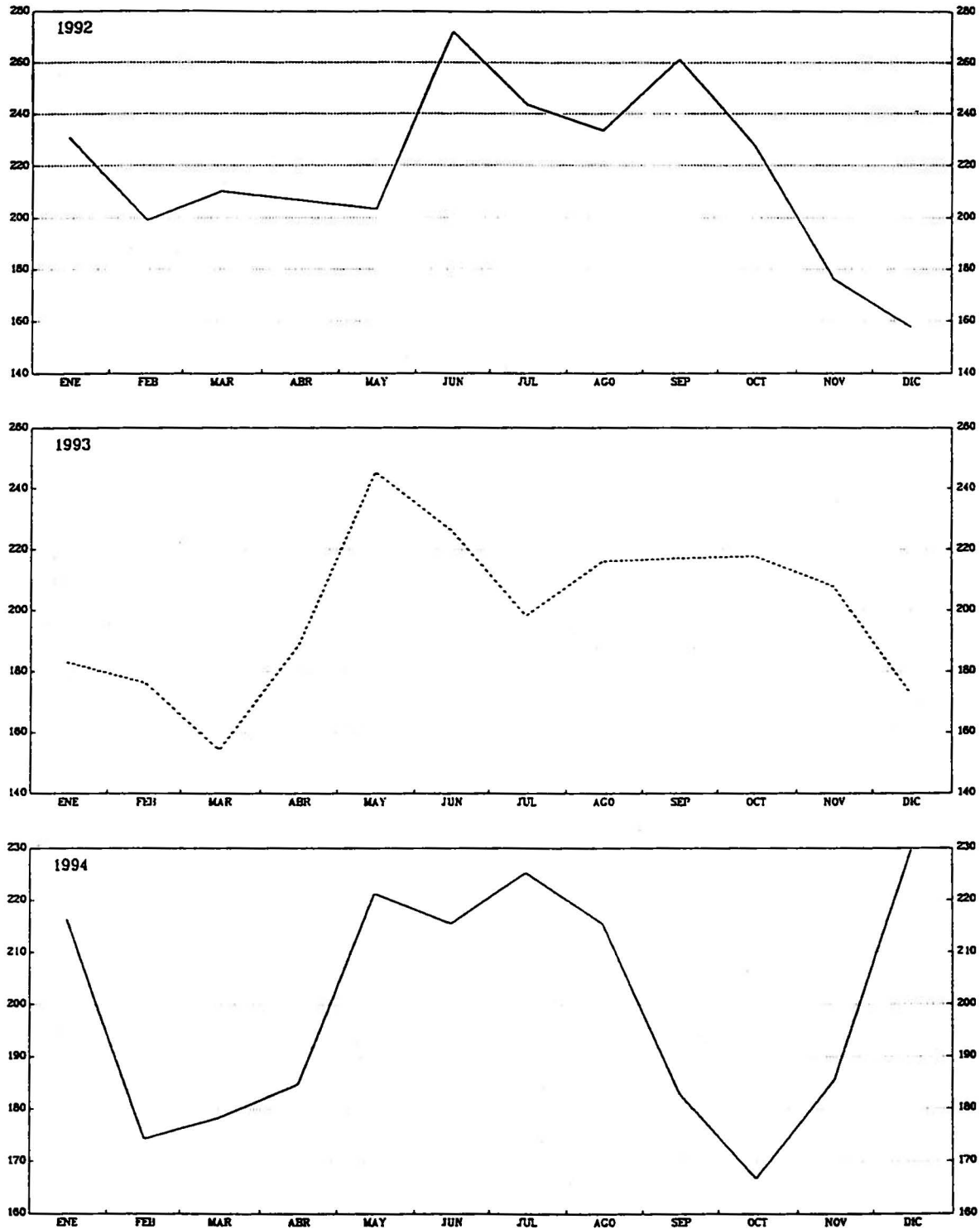
Se requeriría también (al menos en una etapa inicial), un monto adicional de reservas internacionales (reservas de contingencia) para apoyar las operaciones del BCR, en particular para asegurar el pago oportuno de los pasivos de corto plazo del BCR, intervenir en el mercado monetario en forma limitada y facilitar el funcionamiento del sistema de pagos (véase el Capítulo III).

Por otra parte sería necesario respaldar los depósitos a la vista del Gobierno Central en el BCR, que alcanzaban US\$225 millones en diciembre de 1994. Aunque un respaldo total no parece ser necesario (el nivel mínimo de los depósitos del Gobierno Central durante 1994 fue de US\$160 millones en el mes de octubre--véase el Gráfico 2), es importante que el BCR disponga de un monto de reservas internacionales suficiente para asegurar la liquidez de estos depósitos. La necesidad de respaldo en divisas podría reducirse substancialmente en la medida en que se fortalezca el control de caja de la Tesorería de forma a minimizar fluctuaciones en los depósitos del Gobierno Central y programar en forma oportuna la colocación de LETES (véase el Capítulo IV).

Finalmente, aunque el BCR no debería participar directamente en la intervención o liquidación de bancos, debería contar con las reservas en divisas necesarias para apoyar las intervenciones realizadas con fondos públicos o con fondos del seguro de depósitos, al menos mientras el capital del FSD permaneciera depositado en el banco central (véase el Capítulo V).

1/ A efectos de comparación, las cuentas corrientes de bancos comerciales en los bancos centrales de países con encaje cero equivalía (a Diciembre de 1994) a 1.2 por ciento de los depósitos en Canada y el Reino Unido, 2.5 por ciento de los depósitos en México, y 2.7 por ciento de los depósitos en Nueva Zelandia.

GRAFICO 2
EL SALVADOR
DEPOSITOS DEL GOBIERNO CENTRAL
(Millones de dólares)



Fuente: FMI, Estadísticas Financieras Internacionales.



b. Saneamiento del BCR

Para respaldar la convertibilidad del colón, es también necesario sanear el balance y la posición financiera del BCR. La Ley Orgánica del BCR establece que el Estado debe restituir las pérdidas del BCR derivadas de las operaciones de saneamiento de la banca comercial de principios de los noventa (Artículo 100). Al 31 de diciembre de 1994 este monto ascendía a US\$319 millones. Además, la Ley establece que el Estado debe restituir al banco las pérdidas resultantes de su actuación como autoridad monetaria (Artículo 8). Las pérdidas acumuladas por este concepto ascendían a US\$81 millones al 31 de diciembre de 1994 1/. En 1994, las pérdidas del BCR ascendieron a 0.3 por ciento del PBI 2/.

De otro lado, el Gobierno Central tiene una deuda con el BCR por concepto de adelantos de tesorería que asciende a US\$717 millones. Estos activos rinden un interés efectivo muy bajo (alrededor del 3 por ciento). Aunque existe un acuerdo para que a partir de 1996 el Gobierno pague al BCR intereses por su deuda calculados de modo tal que exista prácticamente la seguridad de que el BCR ya no tendrá pérdidas, la tasa de interés pagada por el Gobierno sobre su deuda al BCR seguiría siendo una tasa diferente de la tasa de mercado, lo que reduciría la transparencia de las relaciones financieras entre el Gobierno y el BCR. Por último, el resto del Gobierno Central y el INCAFE e INAZUCAR tienen una deuda con el BCR que en conjunto alcanza los US\$11 millones.

c. Liquidación de la cartera de pasivos

Entre los pasivos del BCR están los CEMs, (US\$216 millones), los bonos FOSAFFI (US\$100 millones) y los certificados a plazo de las empresas públicas (aproximadamente US\$50 millones). El BCR debe estar preparado para redimir eventualmente estos pasivos. Para ello debe contar con reservas internacionales o con un instrumento que le permita obtener reservas adicionales.

d. Encaje

Una reducción del encaje fortalecería la capacidad del sistema bancario para competir con bancos off-shore y limitaría los incentivos para crear canales alternativos de intermediación financiera con el fin de evadir el costo del encaje. Sin embargo, dada la reducción del margen de maniobra del BCR para esterilizar flujos de capital o intervenir en el caso de una crisis de liquidez, sería aconsejable no reducir significativamente la tasa de

1/ Una buena parte de las pérdidas del BCR se originaron en garantías cambiarias ofrecidas por el BCR a fines de los ochenta en operaciones en moneda extranjera.

2/ En años recientes, las pérdidas han disminuido debido a que los pagos de intereses por CEMs y por encajes han sido compensados con ingresos por concepto de pago de intereses sobre la deuda del Gobierno con el BCR.

encaje, al menos en este momento. Se evitaría así una expansión del multiplicador monetario y se mantendría un nivel elevado de liquidez en divisas 1/. Una opción preferible para reducir la carga del encaje en el futuro inmediato sería aumentar su remuneración. A medida que el uso del patrón dólar y la integración del sistema financiero con el exterior se consoliden, se podría reducir gradualmente la tasa de encaje.

2. Recomendaciones

a. Reorganización del BCR

El balance del BCR se dividiría en cuatro Departamentos: (i) El Fondo de Convertibilidad (FC), (ii) el Departamento de Valores, (iii) el Departamento de Servicios al Gobierno, y (iii) el Departamento de Regulación Monetaria (véase el Cuadro 2 en el caso de un esquema de convertibilidad y el Cuadro 3 en el caso de un esquema de dolarización).

En un esquema de convertibilidad, el FC se encargaría de emitir colones debidamente respaldados con dólares y aseguraría la convertibilidad de los colones en efectivo y en cuentas corrientes de los bancos en el BCR en dólares en efectivo o en cuentas bancarias en los Estados Unidos de Norte América (EE.UU.). Bajo un esquema de dolarización acelerada, el canje total de los colones en efectivo por dólares en efectivo reduciría las reservas internacionales en aproximadamente US\$400 millones. Aunque el FC dejaría en este caso de convertir colones a dólares (o dólares a colones), seguiría asegurando la convertibilidad de las cuentas corrientes de los bancos en el BCR en dólares en efectivo o en cuentas bancarias en los EE.UU. 2/.

Bajo cualquiera de estos esquemas, los pasivos del FC estarían enteramente respaldados por divisas. El FC tendría un balance separado que publicaría regularmente. Aunque el FC pudiera tener total autonomía legal, sería deseable mantenerlo dentro del BCR. Esto simplificaría su administración, al no tener que crear una estructura organizativa distinta a la del BCR. Además, la autonomía del FC podría crear problemas de

1/ Otra opción para mantener la liquidez del sistema consistiría en introducir un coeficiente de liquidez que los bancos tengan que satisfacer, en parte, con recursos líquidos en el exterior. En este caso, el encaje tendría que reducirse para que el BCR pudiera entregar a los bancos las reservas necesarias para la constitución de los depósitos en el exterior. Sin embargo, se reduciría el control directo del BCR sobre la liquidez, tanto por problemas de monitoreo como por el hecho que las reservas en el exterior se fraccionarían. La centralización del encaje en el banco central permite movilizar las reservas del sistema bancario, en su conjunto, para respaldar una intervención en un banco.

2/ Aunque asegurar la convertibilidad de los depósitos seguiría siendo una función esencial de este Departamento, un nombre mas apropiado que el de FC podría ser en este caso el de "Departamento de Operaciones Bancarias".

Cuadro 2. El Salvador: balance reestructurado del BCR
al 31 de diciembre de 1994
(Esquema de convertibilidad y préstamo
externo de US\$250 millones)

(Millones de dólares)

Activo		Pasivo	
<u>Fondo de Convertibilidad</u>			
<u>RIN</u>	<u>911</u>	<u>Base monetaria</u>	<u>911</u>
		Circulante	397
		Encaje	514
<u>Departamento de Valores</u>			
<u>Bonos de consolidación</u>	<u>717</u>	<u>Títulos valores</u>	<u>717</u>
		Bonos de encaje	287
		CEMs	216
		Bonos FOSAFFI	100
		Inst. Fin no Mon.	54
		Resto Gobierno Central	32
		Empresas públicas	28
<u>Departamento de Servicios al Gobierno</u>			
<u>Sub-total</u>	<u>231</u>	<u>Sub-total</u>	<u>231</u>
RIN	50	Depósitos del gob.	225
Bonos de consolidación	181	Fondos AID	6
<u>Departamento de Regulación Monetaria</u>			
<u>Sub-total</u>	<u>573</u>	<u>Sub-total</u>	<u>573</u>
LETES	130	ANTEL	80
RIN	77	Pasivos M&L plazo	92
BMI	253	DEG	32
Otros activos netos	113	Capital	369
TOTAL	2.432	TOTAL	2.432
<u>Memorándum Item:</u>			
Base monetaria ampliada (incluye bonos de encaje)			801

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Nota: El Ministerio de Hacienda contrata un préstamo de mediano plazo por US\$250 millones, con el cual capitaliza al BCR en US\$150 millones y reduce su deuda con el BCR en US\$100 millones. Emite bonos y LETES por US\$1.028 millones para consolidar el resto de su deuda al BCR y pagar los aportes al FOSAFFI y las pérdidas diferidas.

Cuadro 3. El Salvador: balance reestructurado del BCR
al 31 de diciembre de 1994
(Esquema de dolarización y préstamo
externo de US\$250 millones)

(Millones de dólares)

Activo		Pasivo	
<u>Departamento de Operaciones Monetarias</u>			
<u>RIN</u>	<u>514</u>	<u>Base monetaria</u>	<u>514</u>
		Encaje	514
<u>Departamento de Valores</u>			
<u>Bonos de consolidación</u>	<u>717</u>	<u>Títulos valores</u>	<u>717</u>
		Bonos de encaje	287
		Convertible en efectivo	103
		Convertible en depósito vista	184
		CEMs	216
		Bonos FOSAFFI	100
		Inst. Fin no Mon.	54
		Resto Gobierno Central	32
		Empresas públicas	28
<u>Departamento de Servicios al Gobierno</u>			
<u>Sub-total</u>	<u>231</u>	<u>Sub-total</u>	<u>231</u>
RIN	50	Depósitos del gob.	225
Bonos de consolidación	181	Fondos AID	6
<u>Departamento de Regulación Monetaria</u>			
<u>Sub-total</u>	<u>573</u>	<u>Sub-total</u>	<u>573</u>
LETES	130	ANTEL	80
RIN	77	Pasivos M&L plazo	92
BMI	253	DEG	32
Otros activos netos	113	Capital	369
TOTAL	2.432	TOTAL	2.432
<u>Memorándum ítem</u>			
Base monetaria ampliada (incluye bonos de encaje)			801

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Nota: El Ministerio de Hacienda contrata un préstamo de mediano plazo por US\$250 millones, con el cual capitaliza al BCR en US\$150 millones y reduce su deuda con el BCR en US\$100 millones. Emite bonos y LETES por US\$1.028 millones para consolidar el resto de su deuda al BCR y pagar los aportes al FOSAFFI y las pérdidas diferidas.

coordinación en el área de pagos o en el área monetaria, particularmente si se usara el encaje para administrar la liquidez bajo circunstancias excepcionales.

El Departamento de Valores se encargaría de redimir gradualmente todos los títulos valores emitidos por el BCR (incluyendo a los CEMs, y a los CDPs de empresas públicas) y desaparecería una vez que todos los títulos hayan sido liquidados. De la misma forma, el Departamento de Servicios al Gobierno mantendría las cuentas corrientes del Gobierno Central sólo hasta que estas cuentas puedan ser transferidas a un banco comercial.

Por último, el Departamento de Regulación Monetaria mantendría en forma limitada la función de manejo monetario. Tanto un monto de reservas internacionales como de LETES (en caso de escogerse la opción de desarrollar el mercado de LETES, como se sugiere a continuación) permitiría realizar esta función. Para expandir la liquidez en colones, este departamento vendería reservas internacionales al FC, obteniendo así colones para prestar. Alternativamente, para expandir la liquidez en dólares, podría colocar dólares directamente en el mercado. El límite al volumen de estas operaciones estaría dado por el nivel de reservas internacionales de contingencia. Para aumentar estas reservas (o restringir la liquidez), el Departamento de Regulación Monetaria podría vender LETES de su cartera.

b. Cobertura en divisas

Para ayudar a cerrar la brecha entre el monto de divisas disponibles y los montos necesarios para respaldar los pasivos del FC, las operaciones del BCR, y las intervenciones de última instancia, se invertiría una parte de los recursos de encaje depositados en cuentas a la vista en bonos de encaje a largo plazo y se acumularían reservas internacionales adicionales por US\$150 millones a US\$250 millones mediante una política fiscal y monetaria apretada. Para adelantar la introducción del nuevo arreglo monetario, se podría analizar la factibilidad de contratar un préstamo externo a largo plazo. En este caso, sería preferible que el Ministerio de Hacienda asumiera el préstamo y lo usara para recapitalizar al BCR (en US\$150 millones) y, en el caso de un préstamo de US\$250 millones, para pagar parte de su deuda con el BCR (US\$100 millones).

Dependiendo del monto de reservas adicionales obtenidas (US\$250 millones o US\$150 millones), se consideran dos opciones de ajuste del encaje. En ambos casos, se reduciría el encaje del 23 por ciento (promedio actual) al 20 por ciento. En la primera opción, 15 por ciento de los depósitos se mantendrían encajados en cuentas a la vista en el BCR, y 8 por ciento (correspondiendo al 5 por ciento de complemento de encaje más 3 por ciento del excedente de encaje que se liberaría al reducir el encaje del 23 por ciento al 20 por ciento) serían invertidos en bonos de encaje emitidos por el BCR. En la segunda opción, 12 por ciento de los depósitos se mantendrían encajados en cuentas a la vista y 11 por ciento (8 por ciento del restante de encaje y 3 por ciento del excedente de encaje) se invertirían en bonos.

De esta forma, el componente líquido de la base que permanecería en el FC con respaldo total en divisas se reduciría (en comparación con la definición actual de la base) en US\$287 millones bajo la primera opción (Cuadros 2 o 3), o US\$387 millones bajo la segunda opción (Cuadro 4). Además, los recursos liberados con la reducción de 3 por ciento del encaje (US\$103 millones) podrían ser utilizados para capitalizar el seguro de depósitos (véase el Capítulo V).

Después de apartar las reservas necesarias para respaldar los saldos mínimos de capital de trabajo de los bancos en el BCR (equivalentes a 3 por ciento de la captación o US\$103 millones), sobrarían en el FC, bajo el esquema de convertibilidad, reservas equivalentes a entre 18 y 21 por ciento del M2. Estas reservas podrían ser utilizadas para apoyar la liquidez del sistema financiero frente a una corrida sobre los depósitos o para hacer frente a una contracción en la demanda por circulante (véase el Cuadro 5). Sobrarían fuera del FC reservas adicionales equivalentes a US\$127 millones. Estas reservas respaldarían los depósitos del Gobierno (US\$50 millones) e integrarían las reservas de contingencia del Departamento de Regulación Monetaria (US\$77 millones).

Bajo un esquema de dolarización completa, una parte importante de las reservas (US\$397 millones) tendría que ser utilizada para la conversión de los colones en circulación. En este caso, las reservas disponibles para apoyar la liquidez del sistema financiero se reducirían a entre 9 y 12 por ciento de la captación bancaria.

Dada la limitada disponibilidad de reservas en el fondo de contingencia, se podría considerar, en casos de emergencia y por un tiempo corto, la posibilidad de convertir en bonos de encaje una fracción adicional, estrictamente limitada, del encaje en depósitos a la vista. Esto permitiría apoyar intervenciones puntuales de última instancia, en particular asegurando la liquidez del capital del FSD. En el caso extremo en que se utilizaran las reservas del FC para cubrir el total del capital del FSD, el porcentaje de cobertura de los depósitos (para hacer frente a una caída de la captación) sería todavía, bajo el esquema de convertibilidad, del orden de 15 a 18 por ciento. Bajo el esquema de dolarización completa, sin embargo, este porcentaje se reduciría a 6 a 9 por ciento de la captación.

Los bonos de encaje podrían ser negociados libremente, tendrían un plazo máximo de diez años, y reeditarían una tasa de interés igual a la tasa interbancaria en EE.UU. (overnight federal funds). Los bonos de encaje deberían formar parte de los activos elegibles para formar el encaje, sujeto a la restricción que un promedio semanal de al menos 12 por ciento a 15 por ciento de los depósitos encajables (según la opción de endeudamiento externo) este depositado en cuentas a la vista. De esta forma, después que se hayan redimido bonos de encaje equivalentes a 3 por ciento de los

Cuadro 4. El Salvador: balance reestructurado del BCR
al 31 de diciembre de 1994
(Esquema de convertibilidad y préstamo
externo de US\$150 millones)

(Millones de dólares)

Activo		Pasivo	
<u>Fondo de Convertibilidad</u>			
<u>RIN</u>	<u>811</u>	<u>Base monetaria</u>	<u>811</u>
		Circulante	397
		Encaje	414
<u>Departamento de Valores</u>			
<u>Bonos de consolidación</u>	<u>816</u>	<u>Títulos valores</u>	<u>816</u>
		Bonos de encaje	386
		CEMs	216
		Bonos FOSAFFI	100
		Inst. Fin no Mon.	54
		Resto Gobierno Central	32
		Empresas públicas	28
<u>Departamento de Servicios al Gobierno</u>			
<u>Sub-total</u>	<u>231</u>	<u>Sub-total</u>	<u>231</u>
RIN	50	Depósitos del gob.	225
Bonos de consolidación	181	Fondos AID	6
<u>Departamento de Regulación Monetaria</u>			
<u>Sub-total</u>	<u>573</u>	<u>Sub-total</u>	<u>573</u>
LETES	131	ANTEL	80
RIN	77	Pasivos M&L plazo	92
BMI	253	DEG	32
Otros activos netos	113	Capital	369
TOTAL	2.432	TOTAL	2.432
<u>Memorándum item</u>			
Base monetaria ampliada (incluye bonos de encaje)			801

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Nota: El Ministerio de Hacienda contrata un préstamo de mediano plazo por US\$150 millones, y capitaliza al BCR en US\$150 millones. Emite bonos y LETES por US\$1.128 millones para consolidar su deuda al BCR y pagar los aportes al FOSAFFI y las pérdidas diferidas.

Cuadro 5. El Salvador: requerimientos de reservas internacionales

(Millones de dólares)

	<u>Esquema de Convertibilidad</u>		<u>Esquema de Convertibilidad</u>	
	Opción 1	Opción 2	Opción 1	Opción 2
Reservas internacionales netas (31/12/1994)	788	788	788	788
Menos reservas para conversión de colones en circulación	--	--	397	397
Menos reservas para respaldar				
Los saldos de trabajo de bancos en el BCR	103	103	103	103
Los depósitos del gobierno	50	50	50	50
Las operaciones del BCR	77	77	77	77
Más reservas adicionales	250	150	250	150
Reservas normalmente disponibles para respaldar los agregados monetarios amplios	808	708	411	311
(como porcentaje)	<u>21 1/</u>	<u>18 1/</u>	<u>12 2/</u>	<u>9 2/</u>
Menos reservas para respaldar el capital del FSD	103	103	103	103
Reservas siempre disponibles para respaldar los agregados monetarios amplios	705	605	308	208
(como porcentaje)	<u>18 1/</u>	<u>15 1/</u>	<u>9 2/</u>	<u>6 2/</u>

Fuente: Banco Central de Reserva de El Salvador y estimaciones del Fondo Monetario Internacional.

1/ Como porcentaje del M2.

2/ Como porcentaje de la captación bancaria.

depósitos encajables (el sobre-encaje inicial), los bancos deberán, para cumplir con los requisitos de encaje, depositar los recursos provenientes de redenciones adicionales de bonos de encaje en sus cuentas a la vista en el BCR. Ajustes posteriores del volumen de reservas encajadas (debidos a cambios en la base del encaje) se reflejarían en cambios en las cuentas a la vista. A medida que se rediman los bonos de encaje, aumentaría la proporción del encaje depositado en cuentas a la vista, hasta alcanzar el 20 por ciento de los depósitos en bancos en un plazo máximo de 10 años.

c. Saneamiento del BCR

Para fortalecer la posición financiera del BCR, el Tesoro emitiría bonos de consolidación (US\$898 millones o US\$798 millones, dependiendo de la magnitud del préstamo externo) y LETES por US\$130 millones. Estos títulos se usarían para consolidar la deuda del Gobierno al BCR y pagar los aportes al FOSAFFI y las pérdidas diferidas. Los bonos de consolidación se emitirían a un plazo máximo de diez años, rendirían tasa de mercado, y tendrían vencimientos escalonados, empezando el primer año. Además de los bonos de encaje, los bonos de consolidación respaldarían los otros títulos en la cartera de pasivos del BCR, como los CEMs y CDPs. El BCR utilizaría los recursos obtenidos al vencerse los bonos de consolidación para redimir gradualmente sus pasivos en valores hasta lograr la liquidación total de estos pasivos.

El gobierno podría también emitir bonos de consolidación especiales para respaldar los bonos de encaje adicionales emitidos por el BCR para apoyos de liquidez, conforme al esquema de contingencia sugerido anteriormente. En este caso, el pago de los bonos de consolidación tendría que ser suficientemente corto (un año) para garantizar una reposición expedita de las reservas del FC.

d. Impacto fiscal

La liquidación gradual de los pasivos del BCR mediante la liquidación de los bonos de consolidación requeriría un esfuerzo fiscal promedio de US\$112 millones por año (1.1 por ciento del PIB de 1994) durante los próximos diez años (véase el Cuadro 6). A pesar de que los bonos de consolidación incidirían también en un costo en intereses significativo para el Gobierno, al menos durante los primeros años, la transferencia de las utilidades del BCR al Tesoro compensaría este costo en la medida en que la remuneración del encaje permaneciera constante (véase el Cuadro 7) ^{1/}. El BCR podría trasladar sus utilidades dos veces al año para evitar problemas de caja a la Tesorería.

^{1/} Para que el Gobierno pueda usufructuar de estas utilidades se requiere modificar el Artículo 6 de la Ley Orgánica del BCR.

Cuadro 6. El Salvador: esfuerzo fiscal para la implementación del patrón dólar
(Consolidado BCR y Gobierno Central)

(Millones de dólares)

	Escenario A				Escenario B			
	1995	1996-2000 1/	2001-2005 1/	Total	1995	1996-2000 1/	2001-2005 1/	Total
Gastos corrientes netos	26,5	22,0	24,5	258,3	26,2	8,2	-7,5	27,0
Ingresos corrientes	75,0	90,3	103,0	1.041,8	75,0	90,3	103,0	1.041,8
Inversión externa	43,0	77,7	103,0	946,5	43,0	77,7	103,0	946,5
Ingreso pagare BMI	32,0	12,7	--	95,3	32,0	12,7	--	95,3
Gastos corrientes	101,5	112,4	127,5	1.300,1	101,2	98,0	95,5	1.069,7
Intereses LETES	1,3	19,2	34,4	269,3	--	--	--	0,0
Intereses CEMs	17,2	4,1	--	37,8	18,2	9,1	2,4	75,7
Intereses bonos FOSAFFI	13,0	1,2	--	18,9	13,0	1,2	--	18,9
Remuneración encaje	24,0	40,0	64,9	548,7	24,0	40,0	64,9	548,7
Intereses préstamos externos (CBR)	4,0	2,4	--	16,0	8,0	4,1	--	28,7
Intereses depósitos ANTEL	12,0	5,0	--	37,1	4,0	2,4	--	16,0
Intereses depósitos (otras empresas públicas)	8,0	4,1	--	28,7	12,0	5,0	--	37,1
Intereses préstamo para aumentar RIN	--	14,3	6,2	102,2	--	14,3	6,2	102,2
Gastos administrativos y otros	22,0	22,0	22,0	242,5	22,0	22,0	22,0	242,0
Gastos de capital netos	113,0	98,0	43,0	818,0	113,0	157,4	89,0	1.343,0
Ingresos de capital	23,0	70,4	30,0	525,0	--	--	--	--
Emisión de LETES (en poder del público)	23,0	70,4	30,0	525,0	--	--	--	--
Gastos de capital	136,0	168,4	73,0	1.343,0	113,0	157,4	89,0	1.343,0
RIN	23,0	--	-10,0	-27,0	23,0	--	-10,0	-27,0
Amortización de Pasivos CBR	113,0	147,4	54,0	1.120,0	90,0	136,0	70,0	1.120,0
CEMs	50,0	33,2	--	216,0	27,0	21,8	16,0	216,0
Bonos FOSAFFI	40,0	12,0	--	100,0	40,0	12,0	--	100,0
Bonos por encaje	--	23,4	34,0	287,0	--	23,4	34,0	287,0
Depósitos Gobierno central	23,0	21,6	20,0	231,0	23,0	21,6	20,0	231,0
Otros Depósitos	--	22,8	--	114,0	--	22,8	--	114,0
Depósitos ANTEL	--	16,0	--	80,0	--	16,0	--	80,0
Préstamos externos (CBR)	--	18,4	--	92,0	--	18,4	--	92,0
Préstamo para aumentar RIN	--	21,0	29,0	250,0	--	21,0	29,0	250,0
TOTAL	139,5	120,0	67,5	1.211,3	139,2	165,2	81,5	1.370,0
(Porcentaje del PIB de 1994)								
Gastos corrientes netos	0,28	0,24	0,25	...	0,28	0,09	-0,08	...
Gastos de capital	1,19	1,00	0,45	...	1,19	1,65	0,94	...
TOTAL	1,47	1,24	0,71	...	1,46	1,74	0,86	...

Fuente: Los supuestos para elaborar este cuadro se encuentran en el Apéndice Estadístico.

1/ Promedio por año.

Cuadro 7. El Salvador: pérdidas y ganancias del BCR 1/

(Millones de dólares)

	1995		
	Situación Actual	Esquema de Convertibilidad	Esquema de Dolarización
<u>Ingresos</u>	<u>85</u>	<u>173</u>	<u>153</u>
Inversiones ME	34	43	23
Bono de consolidación	--	98	98
Préstamo BMI	32	32	32
Intereses del Gobierno central	19	--	--
<u>Gastos</u>	<u>83</u>	<u>86</u>	<u>6</u>
Bonos FOSAFFI	13	13	13
CEMs	19	17	17
Remuneración por encaje 1/	19	24	24
Depósitos a plazo	12	12	12
Remuneración ANTEL	4	4	4
Préstamos externos	8	8	8
Otros	8	8	8
<u>Gastos de operación</u>	<u>14</u>	<u>14</u>	<u>14</u>
<u>Resultado</u>	<u>-12</u>	<u>73</u>	<u>53</u>
Intereses préstamo externo 2/	--	17	17
Costo neto para Hacienda 3/	32	42	62

Fuente: Banco Central de Reserva de El Salvador y estimaciones del Fondo Monetario Internacional.

1/ Alrededor de US\$14 millones se usaría para remunerar los bonos de encaje y el resto para remunerar parte de los depósitos a la vista de los bancos comerciales en el BCR.

2/ Intereses calculados sobre la base de un año entero.

3/ Se calcula como la diferencia entre los intereses pagados por el Gobierno Central al BCR (incluyendo intereses sobre los bonos de consolidación) y las utilidades del BCR.

El Gobierno tendría también que acumular las divisas internacionales necesarias para completar el respaldo en divisas del nuevo arreglo monetario o para repagar el préstamo externo de mediano plazo y cubrir el diferencial entre el costo de intereses de este préstamo y el rendimiento promedio de las reservas internacionales. La amortización de este préstamo sobre un plazo de 10 años sería US\$25 millones por año en promedio en el caso del préstamo de US\$250 millones.

La reducción esperada de las tasas de interés en colones debería permitir ofrecer una tasa de remuneración sobre los bonos de encaje que se aproximara a tasas de mercado sin que esto aumentara significativamente el costo actual del encaje. Sin embargo, para promover la competitividad del sistema financiero nacional, sería deseable que se remunerara también al menos una parte del encaje depositado en cuentas a la vista. En particular, para incentivar el alargamiento del perfil de la captación bancaria, debería remunerarse el encaje sobre los depósitos a plazo más largo (véase el Capítulo V). El aumento gradual de la remuneración del encaje, que sería cubierto por los intereses percibidos sobre los bonos de consolidación, incidiría en este caso, a través de una reducción de las utilidades del BCR, en un costo fiscal indirecto adicional que podría alcanzar hasta 0,5 por ciento del PIB.

e. Desarrollo del mercado de LETES

Para facilitar la liquidación de los bonos de consolidación por parte del Gobierno, facilitar el manejo de caja de la Tesorería, y promover el desarrollo del mercado interbancario, sería deseable desarrollar el mercado de LETES y permitir que el BCR tenga LETES en su cartera de activos. El esfuerzo fiscal del Gobierno se reduciría significativamente al liquidar al menos una parte de los bonos de consolidación mediante la colocación de LETES. De esta forma, aun en el caso en que el Gobierno no requiriera en promedio financiamiento doméstico (al tener un presupuesto equilibrado), la cantidad de LETES en el mercado podría aumentar gradualmente. Las LETES reemplazarían así a los CEMs como instrumento de apoyo a las operaciones interbancarias. Al mismo tiempo, el uso de las LETES permitiría al BCR intervenir en el mercado cada vez que sea necesario adquirir colones o reservas internacionales en forma oportuna sin comprometer su posición financiera (lo que podría no ser el caso si tuviera que emitir CEMs). Finalmente, el desarrollo del mercado de LETES permitiría un manejo más ágil del flujo de caja de la Tesorería, lo que reduciría las reservas en divisas necesarias para asegurar la liquidez de los depósitos del Gobierno.

Para permitir al BCR mantener LETES en su cartera, se requeriría modificar el Artículo 74 de la Ley Orgánica del BCR que le prohíbe adquirir valores del Gobierno. En un esquema de patrón dólar, esta modificación no debería comprometer la independencia del BCR, ya que la adquisición por el BCR de LETES o de cualquier otro instrumento de deuda emitido por el Gobierno estaría estrictamente restringida por la disponibilidad de reservas internacionales de contingencia.

Sin embargo, el desarrollo del mercado de LETES podría estimular el uso de este instrumento para financiar déficits fiscales en el mercado doméstico. En casos extremos, esto podría incidir en un relajamiento de la disciplina fiscal y conducir a una crisis de deuda 1/. Este riesgo podría limitarse mediante una enmienda legal que restrinja la emisión de LETES al financiamiento de desequilibrios temporales de caja o al rescate (de una cantidad limitada) de bonos de consolidación.

Alternativamente, el BCR podría usar CEMs en vez de LETES para realizar intervenciones con fines de regulación monetaria o para adquirir colones (o dólares). En este caso, el esfuerzo fiscal del Gobierno para redimir los bonos de consolidación tendría que ser mayor. Además, para obtener la misma cantidad de reservas internacionales que en el caso anterior, se requeriría mantener un stock mayor de CEMs en el balance del BCR y por un período más largo. Esto aumentaría la vulnerabilidad del BCR frente a variaciones en la demanda por CEMs o posibles demoras del Gobierno en honrar sus compromisos financieros con el BCR.

3. Escenarios a futuro

Se presentan dos posibles escenarios a futuro de reestructuración del BCR. En el escenario A, el BCR estaría autorizado a comprar y vender LETES con fines de regulación monetaria, mientras que en el Escenario B el BCR utilizaría CEMs para el mismo fin. En ambos escenarios, el Ministerio de Hacienda contrataría un préstamo a mediano plazo por US\$250 millones. A fin de visualizar la reestructuración del BCR tanto en una etapa de transición como al completarse la reestructuración, se han proyectado el balance del BCR a fines de 1995, 2000, y 2005.

a. Escenario A

Para fines de 1995, la base monetaria aumentaría en \$US170 millones mientras que las reservas internacionales (RIN) del BCR aumentarían en US\$193 millones (Cuadro 8) 2/. Con los US\$113 millones que obtendría del vencimiento anual de los bonos de consolidación, el BCR redimiría US\$50 millones de CEMs y US\$40 millones en bonos de FOSAFFI, y se ajustaría a una reducción de los depósitos del Gobierno Central de US\$23 millones 3/.

1/ La LETES se volvería, en este caso, un sustituto monetario cuya emisión estaría controlada por el Gobierno, en vez del BCR.

2/ El crecimiento un poco superior en RIN se debería a que el BCR vendería US\$23 millones de LETES para aumentar el fondo de contingencia, hasta alcanzar US\$100 millones.

3/ Aunque ambos escenarios correspondan al esquema de convertibilidad, estos escenarios se aplicarían también a un esquema de dolarización. La única diferencia sería que en este último caso el circulante y las reservas internacionales que lo respaldan desaparecerían del balance del BCR.

Cuadro 8. El Salvador: balance reestructurado del BCR
al 31 de diciembre de 1995 (Escenario A)

(Millones de dólares)

Activo		Pasivo	
<u>Fondo de Convertibilidad</u>			
<u>RIN</u>	<u>1.081</u>	<u>Base monetaria</u>	<u>1.081</u>
		Circulante	449
		Encaje	633
<u>Departamento de Valores</u>			
<u>Bonos de consolidación</u>	<u>627</u>	<u>Títulos valores</u>	<u>627</u>
		Bonos de encaje	287
		CEMS	166
		Bonos FOSAFFI	60
		Inst. Fin no Mon.	54
		Resto Gobierno Central	32
		Empresas públicas	28
<u>Departamento de Servicios al Gobierno</u>			
<u>Sub-total</u>	<u>208</u>	<u>Sub-total</u>	<u>208</u>
RIN	50	Depósitos del gob.	202
Bonos de consolidación	158	Fondos AID	6
<u>Departamento de Regulación Monetaria</u>			
<u>Sub-total</u>	<u>573</u>	<u>Sub-total</u>	<u>573</u>
LETES	107	ANTEL	80
RIN	100	Pasivos M&L plazo	92
BMI	253	DEG	32
Otros activos netos	113	Capital	369
TOTAL	2.489	TOTAL	2.489
<u>Memorándum Item:</u>			
Base monetaria ampliada (incluye bonos de encaje)			801

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Nota: El circulante aumentaría en 13 por ciento (US\$52 millones) y las reservas bancarias en 17 por ciento (US\$119 millones). El BCR acumula RIN por US\$193 millones, la base monetaria crece en US\$170 millones. Hacienda redime US\$113 millones de bonos de consolidación que el BCR usa para redimir US\$50 millones de CEMs y US\$40 millones en bonos FOSAFFI y para cubrir una reducción de los depósitos del Gobierno de US\$23 millones. El crédito transitorio al BMI por US\$40 millones se repaga antes de fin de año.

En los siguientes años, la base monetaria crecería al mismo ritmo que las reservas internacionales (US\$100 millones por año), reflejando el hecho que el BCR seguiría en promedio una política monetaria neutra (Cuadros 9 y 10) ^{1/}. Se lograría un rescate gradual de los pasivos de mediano plazo del BCR con los bancos comerciales y las empresas públicas, con lo cual desaparecería el Departamento de Valores. Se reducirían gradualmente los depósitos del Gobierno Central en el BCR y eventualmente se trasladarían a la banca comercial. Por último, se repasarían los activos sobre el BMI al Gobierno y se amortizarían los pasivos externos a mediano plazo. El peso relativo del Departamento de Regulación Monetaria en el BCR (reflejado por sus tenencias de reservas dividiendo LETES como proporción de la base) decrecería gradualmente a medida que su función regulatoria fuese perdiendo importancia debido al mayor acceso de la banca comercial a fondos y apoyos externos.

b. Escenario B

Este escenario mantiene los mismos supuestos que el Escenario A, excepto que el Departamento de Regulación Monetaria mantiene bonos de consolidación (en vez de LETES) del lado del activo, y CEMs del lado del pasivo, reflejando el uso residual de este instrumento para fines de regulación monetaria. En particular, el BCR debería emitir nuevos CEMs para efectos de refinanciar los existentes o aumentar las reservas de contingencia (Cuadros 11, 12, y 13).

III. Reforma de las operaciones del BCR

1. Política y programación monetaria

a. Situación actual

La programación monetaria toma en cuenta principalmente los siguientes elementos:

(1) Constitución de encajes

Los requisitos de encaje son semanales y se determinan en base a los depósitos de la semana anterior.

(2) Demanda de numerario

En la semana de Navidad el numerario es un 35 por ciento superior al promedio del año. Menor amplitud tiene la semana de

^{1/} En este escenario, las reservas bancarias aumentan tanto por el crecimiento de los depósitos como por la transferencia gradual de los bonos de encaje elegibles para formar el encaje (equivalentes a 5 por ciento de los depósitos al 31 de diciembre de 1994) a depósitos a la vista en el BCR.

Cuadro 9. El Salvador: balance reestructurado del BCR
al 31 de diciembre de 2000 (Escenario A)

(Millones de dólares)

Activo		Pasivo	
<u>Fondo de Convertibilidad</u>			
<u>RIN</u>	<u>1.578</u>	<u>Base monetaria</u>	<u>1.578</u>
		Circulante	520
		Encaje	1.058
<u>Departamento de Valores</u>			
<u>Bonos de consolidación</u>	<u>170</u>	<u>Títulos valores</u>	<u>170</u>
		Bonos de encaje	170
<u>Departamento de Servicios al Gobierno</u>			
<u>Sub-total</u>	<u>100</u>	<u>Sub-total</u>	<u>100</u>
RIN	50	Depósitos del gob.	100
Bonos de consolidación	50		
<u>Departamento de Regulación Monetaria</u>			
<u>Sub-total</u>	<u>281</u>	<u>Sub-total</u>	<u>281</u>
LETES	100	DEG	32
RIN	100	Capital	249
Otros activos netos	81		
<hr/>			
TOTAL	2.136	TOTAL	2.136

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Nota: El circulante aumenta en promedio al 3.0 por ciento (US\$14 millones) por año y los depósitos al 8.5 por ciento (US\$85 millones). La base monetaria crece en promedio US\$100 millones al año. El gobierno redime bonos de consolidación a razón de US\$113 millones al año. Se cancelan CEMs, los bonos FOSAFFI y los pasivos con empresas públicas. EL BMI se traslada a Hacienda. ANTEL retira sus depósitos y se amortizan los pasivos externos. Otros activos netos se ajusta contra el capital.

Cuadro 10. El Salvador: balance reestructurado del BCR
al 31 de diciembre de 2005 (Escenario A)

(Millones de dólares)

Activo		Pasivo	
<u>Fondo de Convertibilidad</u>			
<u>RIN</u>	<u>2.089</u>	<u>Base monetaria</u>	<u>2.089</u>
		Circulante	640
		Encaje	1.449
<u>Departamento de Regulación Monetaria</u>			
<u>Sub-total</u>	<u>250</u>	<u>Sub-total</u>	<u>250</u>
LETES	100	DEG	32
RIN	100	Capital	218
Otros activos netos	50		
<hr/>			
TOTAL	2.339	TOTAL	2.339

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Nota: El circulante aumenta en promedio al 3.0 por ciento (US\$14 millones) por año y los depósitos al 8.5 por ciento (US\$85 millones). La base monetaria crece en promedio US\$100 millones al año. El gobierno redime bonos de consolidación a razón de US\$44 millones al año. Se cancelan los bonos de encaje y se trasladan los depósitos del Gobierno a la banca comercial. Otros activos netos se ajusta contra el capital.

Cuadro 11. El Salvador: balance reestructurado del BCR
al 31 de diciembre de 1995 (Escenario B)

(Millones de dólares)

Activo		Pasivo	
<u>Fondo de Convertibilidad</u>			
<u>RIN</u>	<u>1.081</u>	<u>Base monetaria</u>	<u>1.081</u>
		Circulante	449
		Encaje	653
<u>Departamento de Valores</u>			
<u>Bonos de consolidación</u>	<u>461</u>	<u>Títulos valores</u>	<u>461</u>
		Bonos de encaje	287
		Bonos FOSAFFI	60
		Inst. Fin No Mon.	54
		Resto Gobierno Central	32
		Empresas públicas	28
<u>Departamento de Servicios al Gobierno</u>			
<u>Sub-total</u>	<u>208</u>	<u>Sub-total</u>	<u>208</u>
RIN	50	Depósitos del gob.	202
Bonos de consolidación	158	Fondos AID	6
<u>Departamento de Regulación Monetaria</u>			
<u>Sub-total</u>	<u>762</u>	<u>Sub-total</u>	<u>762</u>
Bonos de consolidación	296	CEMS	189
RIN	100	ANTEL	80
BMI	253	Pasivos M&L plazo	92
Otros activos netos	113	DEG	32
		Capital	369
<hr/>			
TOTAL	2.512	TOTAL	2.512

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Nota: El cuadro se construyó con los mismos supuestos que en el Escenario A, excepto que: (i) el BCR aumenta sus reservas de contingencia mediante una emisión de CEMs en vez de ventas de LETES; y (ii) el gobierno emite bonos de consolidación en vez de LETES.

Cuadro 12. El Salvador: balance reestructurado del BCR
al 31 de diciembre de 2000 (Escenario B)

(Millones de dólares)

Activo		Pasivo	
<u>Fondo de Convertibilidad</u>			
<u>RIN</u>	<u>1.578</u>	<u>Base monetaria</u>	<u>1.578</u>
		Circulante	520
		Encaje	1.058
<u>Departamento de Valores</u>			
<u>Bonos de consolidación</u>	<u>170</u>	<u>Títulos valores</u>	<u>170</u>
		Bonos de encaje	170
<u>Departamento de Servicios al Gobierno</u>			
<u>Sub-total</u>	<u>100</u>	<u>Sub-total</u>	<u>100</u>
RIN	50	Depósitos del gob.	100
Bonos de consolidación	50		
<u>Departamento de Regulación Monetaria</u>			
<u>Sub-total</u>	<u>368</u>	<u>Sub-total</u>	<u>368</u>
Bonos de consolidación	130	CEMs	87
RIN	157	DEG	32
Otros activos netos	81	Capital	249
<hr/>			
TOTAL	2.223	TOTAL	2.223

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Nota: Se hacen los mismos supuestos que en el Escenario A, excepto que el BCR mantiene CEMs como contrapartida de las reservas internacionales de contingencia y de los bonos de consolidación que permanecen aún en la cartera del Departamento de Regulación Monetaria.

Cuadro 13. El Salvador: balance reestructurado del BCR
al 31 de diciembre de 2005 (Escenario B)

(Millones de dólares)

Activo		Pasivo	
<u>Fondo de Convertibilidad</u>			
<u>RIN</u>	<u>2.089</u>	<u>Base monetaria</u>	<u>2.089</u>
		Circulante	640
		Encaje	1.449
<u>Departamento de Regulación Monetaria</u>			
<u>Sub-total</u>	<u>250</u>	<u>Sub-total</u>	<u>250</u>
RIN	200	DEG	32
Otros activos netos	50	Capital	218
<hr/>			
TOTAL	2.339	TOTAL	2.339

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Nota: Se hacen los mismos supuestos que en el Escenario A, excepto que los bonos de consolidación remanentes en la cartera de Departamento de Regulación Monetaria son convertidos al vencimiento en reservas internacionales.

Pascua (8 por ciento) y la primera semana de agosto (6 por ciento). El numerario en la segunda y tercera semana del mes suele ser menor que en la cuarta y primera semana (buena parte de los salarios se pagan quincenalmente).

(3) Flujos de caja del gobierno

Los pagos por salarios y pensiones, que representan casi el 50 por ciento de los gastos del Tesoro, se concentran en la segunda y tercera semana del mes. Las transferencias de impuestos de las cuentas de la Tesorería a los bancos o su cuenta muestra en el BCR se efectúan cada diez días.

(4) Sector externo

Las fuentes más importantes de divisas son las remesas familiares y cosechas de café. Los flujos de capital privado de corto plazo fueron también importantes durante el período 1992-1994, lo que indujo el BCR a emitir CEMs para esterilizar el impacto monetario.

En función de estos elementos se evalúa el posible desequilibrio monetario ex-ante y se contrae o expande la liquidez mediante la colocación neta de CEMs o, en ocasiones, el movimiento de depósitos públicos ^{1/}. La manera en que se ha implementado la política monetaria ha sido fijando el BCR el precio y el mercado la cantidad. La amortización anticipada de CEMs y, en ocasiones, el acceso a la Ventanilla de Liquidez Automática (VLA) han sido, hasta ahora, las fuentes principales de liquidez para instituciones financieras con faltantes de liquidez.

b. Recomendaciones

En un esquema de patrón dólar, la regulación de la liquidez debería realizarse fundamentalmente a través de los flujos de capital y el libre ajuste de las tasas de interés. Sin embargo, los intermediarios financieros en El Salvador tienen en este momento escasas posibilidades de conseguir líneas de financiamiento externas de corto plazo para cubrir necesidades de caja. Al mismo tiempo, las variaciones en los flujos de tesorería del Gobierno, así como de demanda por numerario en ciertas temporadas, introducen fuertes variaciones en la liquidez, que son compensadas solo en parte por variaciones en las deficiencias o excedentes de encaje. En ausencia de la intervención monetaria del BCR, estas variaciones en la liquidez podrían reflejarse en una excesiva volatilidad de las tasas de interés en el mercado interbancario (véase el Apéndice V). El BCR debería, por lo tanto, mantener una capacidad mínima de regulación monetaria, al menos en el corto plazo.

^{1/} El Apéndice I describe el conjunto de instrumentos monetarios utilizados por el BCR.

La capacidad del Departamento de Regulación Monetaria para regular la liquidez se reduciría a cambios en la composición de su cartera de activos entre LETES y reservas internacionales. Para inyectar liquidez el Departamento de Regulación Monetaria compraría LETES con sus reservas en dólares; para absorber liquidez, colocaría LETES, lo que haría aumentar sus reservas de contingencia. De esta forma, la capacidad de regulación estaría estrictamente acotada en ambos sentidos 1/.

Las operaciones de regulación monetaria serían las siguientes:

(i) operaciones automáticas de ventanilla para regular desfasajes diarios y facilitar la liquidación de operaciones interbancarias. Para aumentar la efectividad de la ventanilla y permitir a los bancos funcionar con saldos de trabajo en el BCR mas reducidos, deberían ampliarse inicialmente los márgenes de acceso y reducirse las penalidades; posteriormente, a medida que se consolidara el patrón dólar, el acceso a la ventanilla podría cerrarse gradualmente de forma a promover el desarrollo del mercado de dinero y de fuentes externas de liquidez; para asegurar la disciplina en el uso de los préstamos, debería introducirse un límite de tiempo corto (siete días) para su repago y, a medida que se desarrolle el mercado de LETES, condicionarse el otorgamiento de crédito al uso de LETES como colateral 2/;

(ii) reportos (para casos excepcionales o estacionales de variación en la demanda por liquidez); para esto, el BCR deberá mantener un grupo de seguimiento y programación de la liquidez; y

(iii) el BCR debería vender LETES (o colocar CEMs) cada vez que sea necesario aumentar el stock de reservas de contingencia; el nivel de reservas de contingencia debería constituir el objetivo principal para la política monetaria en el mediano plazo.

La transferencia de los depósitos del Gobierno a la banca comercial (una vez que las condiciones necesarias para esta transferencia se hayan cumplido) eliminará la fuente principal de variaciones en la liquidez, limitando así las intervenciones del BCR a casos excepcionales.

1/ En el esquema alternativo en el cual se mantendría el uso de los CEMs para la regulación monetaria (en vez de las LETES), los límites de intervención estarían menos estrictamente acotados, ya que la cantidad de CEMs que el BCR podría colocar en el mercado no estaría limitada.

2/ En el nuevo esquema monetario, se esperaría que la tasa de interés del mercado de dinero en los EE.UU. (Federal funds rate) se volviera la tasa básica de referencia. En este contexto, se podría analizar la conveniencia de sustituir la Tasa de Interés Bancaria Promedio (que se ajusta con rezago frente a cambios en la liquidez y que varía de acuerdo a cambios en la composición de la captación) por la tasa de los fondos de la Reserva Federal.

El mantenimiento de un encaje elevado y la adopción de una tasa de encaje uniforme contribuirían también a estabilizar automáticamente la liquidez. Mientras que un encaje alto permite suavizar el impacto sobre la liquidez de los movimientos de capital, la uniformización del encaje reduciría las variaciones en la liquidez causadas por sustituciones entre diferentes tipos de depósitos bancarios. Se recomienda por lo tanto adoptar una tasa de encaje uniforme para todos los depósitos. Esto incidiría, en particular, en una reducción del encaje sobre los depósitos en dólares del 50 por ciento al 20 por ciento, lo que contribuiría a promover la intermediación en dólares.

2. Operaciones externas y de cambios

a. Situación actual

(1) Mercado de cambios

El mercado de cambios funciona con total libertad de acceso. Participan entidades financieras, casas de cambio y casas corredoras de bolsa. Las operaciones se canalizan a través del Sistema Electrónico de Negociación de Divisas (SINEDI) 1/. Las liquidaciones se realizan por transferencia en el exterior 2/. El BCR sólo interviene en el mercado mayorista de divisas "transferencias", no en billetes; las entidades financieras intermedian en billetes con el público. Las entidades se encargan de exportar los billetes excedentes.

(2) Flujos de capital

Las remesas familiares son cercanas a los US\$90 millones mensuales, de los cuales aproximadamente un tercio son en efectivo. Las líneas de crédito al sector privado están principalmente asociadas al comercio exterior. Los bancos son generalmente reacios a tomar préstamos financieros en el exterior para prestar en el mercado interno. La banca extranjera generalmente no presta en forma directa sino a través de la banca local. Estos préstamos están sujetos a un encaje del 10 por ciento y a estrictas normas de calce de monedas. El acceso de las compañías privadas al mercado de deuda internacional es limitado. Tampoco se observa una amplia presencia de inversores institucionales interesados en papel salvadoreño, debido a la pequeña escala de tales operaciones.

1/ El SINEDI funciona entre las 8:00 y 16:00 horas. Las operaciones realizadas antes de las 9:30 se liquidan en el mismo día, las restantes al día siguiente. Quien no honra una oferta es separado del sistema. Las ofertas por lotes de US\$10,000 son anónimas mientras no se concretan; sin embargo, el BCR puede conocer la identidad de los ofertantes.

2/ El spread del mercado mayorista es de c/.0.01 a c/.0.02 por dólar. En el menudeo, el spread se amplía a c/.0.08, debido a que los intermediarios deben asumir el costo de transporte y distribución de los billetes así como también el costo de exportar los excedentes.

(3) Reservas internacionales del BCR

En la actualidad, un 20 por ciento de las reservas está en oro "de buena entrega" principalmente en Londres. De las reservas liquidas un 5 por ciento se maneja como cuenta corriente y un 15 por ciento se dio en administración, medida esta que se elimino con la nueva política de inversión de reservas. Casi todas las reservas distintas del oro están en dólares. De la misma forma, el BCR no tiene deudas que no sean en dólares (salvo un préstamo del BID que está expresado en una canasta de monedas).

(4) Aspectos administrativos

En la actualidad el área internacional del BCR lleva la administración de los encajes en moneda extranjera.

b. Recomendaciones

Si bien hoy los bancos se muestran reacios a arbitrar tasas en el mercado interbancario con fondos externos de corto plazo, la consolidación del nuevo arreglo monetario y cambiario debería resultar en un mayor arbitraje de tasas de corto plazo y con ello en menores fluctuaciones en las tasas de interés del mercado interbancario. El pequeño spread con el que opera hoy el BCR en el mercado de cambios eleva significativamente el costo de operaciones de arbitraje de tasas de interés cuando se aplica a movimientos por pocos días. Por esta razón, parece conveniente eliminar este spread. Por las mismas razones, se considerada apropiada la reciente decisión de eliminar el encaje del 10 por ciento a los préstamos (que afecta por igual a las actividades orientadas al mercado interno como a la exportación).

Al mismo tiempo, para conseguir una mayor transparencia, el BCR debería permitir que los operadores en el mercado de cambio fijaran libremente sus tasas de compra y venta al público. Aun cuando el spread minorista pudiera dañar la imagen de la convertibilidad, resulta más transparente que un precio fijo y distintas comisiones.

Para facilitar la total convertibilidad del colón, el BCR debería eliminar rápidamente la distinción por moneda de sus operaciones internas y separar sus actividades sobre la base de operaciones internas o externas, en vez de colones o dólares. En particular, conforme se amplié el margen de descalce en dólares, los bancos deberían poder compensar en forma creciente una deficiencia de encaje en una moneda con un sobre-encaje en la otra. La distinción por moneda de las reservas bancarias en el BCR debería eliminarse al mismo tiempo que se eliminara la distinción entre colones y dólares para el calculo de la posición de cambios.

Para limitar el riesgo de pérdidas por fluctuaciones en precios, que podrían reducir el respaldo a la base por debajo del 100 por ciento, es deseable que todas las reservas se inviertan en dólares. Esta política debería seguirse al menos mientras no hubiera reservas excedentes para

absorber posibles pérdidas por diferencias de cambio. Esto también se aplica a las tenencias de oro que representan aproximadamente un 25 por ciento del total de reservas y que están sujetas a fluctuaciones de precio en términos de dólar 1/.

3. El sistema de pagos

a. Situación actual

(1) Numerario

Hasta ahora las transacciones se realizan casi exclusivamente en colones. Las transferencias familiares hacia El Salvador son cambiadas por colones. Los precios aun de productos importantes como los automóviles se ofrecen en colones y su conversión a dólares no es inmediata. Así mismo, en algunos lugares que aceptan el pago en dólares la tasa de cambio puede resultar hasta en 2.5 por ciento más desventajosa que la ofrecida por los bancos.

(2) Cuentas bancarias

La compensación de cheques se realiza en forma manual, compensándose al día siguiente entre las 8:00 y 8:30 horas; para los cheques que son rechazados hay otra cámara a las 17:00 horas del mismo día; por esta razón los bancos demoran 72 horas para acreditar un cheque en la cuenta del cliente 2/. El mercado interbancario en colones se liquida sobre las cuentas de los bancos en el BCR. El departamento de depósitos informa a las 9:00 horas el saldo del día anterior. Sólo se aceptan remesas en efectivo o cheques de bancos sobre el BCR. La integración de efectivo mínimo se realiza mediante transferencias y debe ser ingresado al BCR antes de las 12:00 horas para ser acreditado en el día.

El mercado interbancario en dólares, que esta fuera del BCR, funciona con transferencias confirmadas en el exterior. Las cuentas corrientes en dólares en los bancos comerciales funcionan bajo la forma de "pagable a través de" otro banco en los EE.UU. Por tal motivo, no hay compensación en El Salvador y los fondos se acreditan una vez que el banco en los EE.UU. acredite los fondos del banco local.

1/ Para aumentar la liquidez de las tenencias de oro, el BCR debería analizar la posibilidad de obtener una línea de crédito en dólares a corto plazo respaldada por el oro. Para evitar ajustes al balance del FC, el oro podría valuarse en este balance a un precio conservador.

2/ Los cheques presentados por las compañías financieras se acreditan directamente en su cuenta con el BCR, ya que al no tener cuentas a la vista no recibirían débitos en la compensación.

(3) Operaciones con el mercado de valores

En la Bolsa de Valores se negocian títulos públicos (bonos de vivienda, tierras, CEMs y LETES) y valores privados (certificados de inversión y acciones). Opera de 10:00 a 11:30 horas. La mayoría de las operaciones corresponde a reportos de CEMs. Los reportos se realizan por plazos que oscilan de 3 a 45 días. Los certificados de inversión privados se emiten por plazos de 60 días hasta 5 años. Para estos últimos el público prefiere los plazos más cortos 1/.

Para facilitar la compensación, todas las casas corredoras y la Bolsa tienen cuenta en el Banco Cuscatlán. Al finalizar la sesión, las casas de bolsa deben efectivizar la operación a la Bolsa hasta las 14:30 horas; la Bolsa realiza la compensación y a las 16:00 horas se giran los pagos al Banco Cuscatlán. Los pagos realizados con cheque del Banco Cuscatlán se acreditan en el día, en tanto que cheques de otros bancos, que tienen que ser certificados, se acreditan al día siguiente. El reporto se liquida en el mismo día.

(4) Pagos del Gobierno

Los cheques liberados por las distintas pagadurías gubernamentales son pagados por los bancos comerciales. Al día siguiente del pago, los bancos comerciales presentan los cheques al BCR para su acreditación en las respectivas cuentas y el débito de la cuenta del Tesoro en el BCR. Para compensar el día de financiamiento al Tesoro, los bancos comerciales recibieron una partida del 17.5 millones de colones distribuida en función de los depósitos de los bancos comerciales. Así mismo, por cada cheque pagado en San Salvador reciben un colón (dos colones por los pagados en otras localidades).

b. Recomendaciones

Para asegurar la integridad del sistema de pagos, mantener la igualdad de condiciones de competencia entre los bancos, y reducir el costo adicional para los bancos que implicaría mantener reservas líquidas fuera del banco central para cubrir sus necesidades de pago, es aconsejable que la liquidación de los pagos se mantenga en el BCR y que el BCR mejore (en coordinación con otros participantes) la eficiencia del sistema de pagos y fortalezca su control sobre el sistema.

En cambio, no debería haber inconveniente en que la compensación fuera realizada fuera del BCR por una institución privada. El BCR debería, sin embargo, como institución supervisora del sistema de pagos, revisar y

1/ La Bolsa cobra proporcional sobre el plazo, 0.10 por ciento anual y en operaciones secundarias 0.125 por ciento anual. Las comisiones de los corredores son libres, ubicándose en el rango del 0.25 al 0.75 por ciento.

autorizar los reglamentos de compensación para limitar el riesgo de que se produzcan dificultades en la liquidación.

Para incentivar la dolarización, el BCR debería preparar un sistema de compensación y liquidación de cheques en dólares en el mercado local similar al sistema utilizado para los cheques en colones.

Entre las medidas de apoyo necesarias para fortalecer el sistema de pagos, el BCR debería: (i) promover la creación de un Comité Nacional de Pagos para coordinar la modernización del sistema de pagos (y participar en ese comité como miembro activo) ^{1/}; (ii) reforzar la unidad encargada de supervisar el sistema de pagos en el BCR; y (iii) participar activamente en el desarrollo de sistemas electrónicos de pagos, y de negociación y registro de LETES (en el caso de escogerse la opción en la cual se desarrolla un mercado de LETES). Convendría que el registro electrónico fuera llevado en el BCR a fin de darle mayor fluidez y seguridad a este instrumento.

Bajo un esquema de dolarización cabría considerar que el importante manejo de billetes podría significar un costo adicional al banco comercial si la operación en divisas del BCR continuara siendo sólo en transferencias. Esto es así debido a que en la actualidad los bancos comerciales no manejan dólares en denominaciones pequeñas en cantidades suficientes como para abastecer la plaza. Por tal motivo debería considerarse que el BCR también participe en la provisión de dólares en denominaciones pequeñas.

IV. Reforma de las operaciones del Tesoro

1. Depósitos del Gobierno

a. Situación actual

Existen cuatro presupuestos distintos con sus correspondientes controles de gasto: (i) Tesoro, (ii) Secretaría Técnica de Financiamiento Externo (SETEFE), (iii) Fondo de Inversión Social (FIS), y (iv) Secretaría de Reconstrucción Nacional (SRN). De la misma forma en el BCR hay cuatro tipos de cuentas del gobierno: (i) las del Tesoro (incluye Cuenta Maestra, Cuenta de Estabilización y Fomento Económico, Fondo de Arriendo y Custodia, 140 pagadurías, la Cuenta de Fondos Ajenos, y la cuenta para la amortización

^{1/} El Comité Nacional de Pagos coordinaría, inter alia: (i) la introducción de nuevos instrumentos de pago o la modificación y estandarización de instrumentos existentes; (ii) la revisión de plazos de entrega y devolución de documentos; (iii) el establecimiento de normas y procedimientos de compensación de documentos; (iv) el mejoramiento de los mecanismos de transporte de documentos y la distribución de los costos de transporte entre los participantes; y (v) el desarrollo de sistemas electrónicos de pagos y registro de títulos.

de LETES), (ii) SETEFE, (iii) Secretaría de Reconstrucción Nacional), y (iv) FIS. Las cuentas de las instituciones autónomas y de las alcaldías municipales se encuentran en la banca comercial.

Es de destacar el alto nivel de los depósitos del sector público, aproximadamente US\$200 millones. La naturaleza de estos depósitos es diversa. Mientras que los depósitos del Tesoro son de carácter periódico rotativo, los de la SETEFE o la SRN aumentan en función de transferencias que reciben y disminuyen a medida que se llevan adelante los proyectos para los que recibieron el financiamiento. En las pagadurías se canalizan los pagos de salarios y pensiones, mientras que en la cuenta de Fondos Ajenos se depositan fondos judiciales. Estos fondos son utilizados frecuentemente por la Tesorería para hacer frente a sus necesidades de caja.

El camino administrativo para efectuar los pagos es el siguiente. La Dirección de Presupuesto autoriza el gasto mediante un Documento de Avance de Financiamiento (DAF) con el que presentan una solicitud de fondos a la Tesorería. La Tesorería toma los fondos de la Cuenta Maestra (en el BCR) y los deposita en la pagaduría correspondiente (en el BCR) si son salarios o pensiones (que se pagan mensualmente); libera el pago a un pagador subsidiario si son bienes y servicios. Las pagadurías liberan cheques contra sus respectivas cuentas en el BCR; estos cheques son pagados por cualquier banco comercial que los presenta en la compensación bancaria contra el BCR. La administración de las cuentas de las pagadurías se realiza en el Departamento de Depósitos del BCR.

Aunque las instituciones autónomas tienen sus cuentas en bancos comerciales, por razones de programación monetaria depositaron en el BCR fondos excedentes. Como contrapartida por estos fondos el BCR entregó CDPs a plazo, a igual plazo que los CEMs y a la tasa promedio ponderada de los bancos comerciales para el plazo publicado; estos certificados no son negociables.

Las entidades financieras realizan la cobranza de impuestos. Para ello abren una cuenta a la Tesorería en la cual depositan la cobranza. En el caso de los bancos, cada 10 días giran el saldo de esta cuenta a la cuenta del Tesoro en el BCR; las financieras giran a la cuenta del Tesoro en el BCR una vez al mes.

b. Recomendaciones

Para mejorar el manejo de las operaciones de tesorería, la misión recomienda las medidas siguientes:

(1) se debería crear inmediatamente un grupo de coordinación para el manejo de caja del Gobierno que reagruparía representantes de los cuatro centros de control de gasto mencionados y del BCR; este grupo debería

reunirse cada mes, como mínimo, para establecer proyecciones consolidadas de tesorería y fijar metas de colocación de LETES o de CEMs;

(2) el Gobierno debería llevar a cabo lo antes posible la reforma administrativa necesaria para centralizar el presupuesto de la nación y el control del gasto;

(3) se debería, en paralelo, desarrollar un sistema integral de tesorería que permitiera que el Gobierno recuperara el control directo y manejo de todas las sub-cuentas de gasto; la concentración de cuentas permitiría reducir el saldo de trabajo necesario para realizar los pagos, reduciéndose así el monto de divisas necesario para respaldar los depósitos gubernamentales; y

(4) dadas las deficiencias actuales en el control del gasto público y la escasez de reservas internacionales, la transferencia a los bancos comerciales de las cuentas pagaderas no parece ser aconsejable en este momento; una vez desarrollado el sistema de tesorería, el Gobierno debería tener una cuenta única que podría mantenerse en el BCR o podría ser transferida a un banco comercial ^{1/}.

Para reducir las fluctuaciones en la liquidez causadas por los flujos de caja del Gobierno, se podría requerir el traspaso semanal a la cuenta maestra de la Tesorería (en vez de cada diez días) de los fondos provenientes del pago de impuestos depositados en bancos comerciales (esta medida tendría también la ventaja que haría coincidir el ciclo de impuestos con el ciclo de encaje).

2. LETES

a. Situación actual

Las LETES son instrumentos de deuda del Tesoro de corto plazo que se colocaron por primera vez en noviembre y diciembre de 1994 (Cuadro 14). Están destinadas a salvar déficits transitorios que se producen durante el año debido a la distinta estacionalidad de los ingresos y egresos. Por este motivo no exceden el año de plazo. Solo el límite máximo de emisión figura en el presupuesto. Para su emisión basta con la autorización del Ministro de Hacienda.

^{1/} La factibilidad de repasar en un futuro cercano a los bancos comerciales la función de chequeo de firmas y saldos mediante el pago de una tasa de servicio debería sin embargo ser explorada.

Cuadro 14. Emisión de LETES, volumen y tasa de descuento

Periodo de colocación	11/11/94 al 29/12/94
Monto colocado	c/. 325 millones
<u>Plazo (días)</u>	<u>Tasa de descuento (% anual)</u>
60	10,56/11,04
90	10,77/11,24
80	10,76/11,20

Las LETES se colocan principalmente a través de una ventanilla en el BCR a la cual acceden bancos y compañías financieras y en menor medida por la Bolsa 1/. El BCR mantiene la ventanilla de colocación abierta hasta que se alcanza el objetivo de monto a vender. El BCR entrega al adquiriente un resguardo del título colocado, atiende los pagos correspondientes a las LETES con fondos que le provee la Tesorería, y tiene un fondo equivalente al 5 por ciento de las LETES en circulación para atender posibles faltantes de fondos.

Las LETES, al igual que los CEMs, están exentos de impuesto a la renta para personas naturales. A diferencia de los CEMs que no implican requisito de capital para los bancos, las LETES requerían capital bancario por el 20 por ciento de su valor 2/. Debido al diferencial de clasificación de riesgo, así como la percepción por parte del mercado de un riesgo mayor, la tasa de colocación de los LETES rebasó la de los CEMs en mas de dos puntos durante diciembre de 1994. Las operaciones de reportos con LETES son aun poco frecuentes debido a que las LETES son un título reciente y que al monto en circulación es aún modesto.

b. Recomendaciones

Para asegurar la colocación flexible y oportuna de LETES (o de CEMs en el caso en que se decidiera no desarrollar el mercado de LETES) y desarrollar el mercado secundario de estos instrumentos, es necesario convertir el procedimiento actual de ofrecimiento "on tap" de letras en una

1/ En buena medida las colocaciones en la Bolsa también terminan en los bancos que buscan mejorar el rendimiento con la comisión del 0.10 por ciento que se paga al corredor de bolsa.

2/ La equiparación de los requisitos de capital de las LETES y de los CEMs fue aprobada en marzo de 1995.

subasta periódica. A pesar de la relativa concentración del sistema bancario, el desarrollo del mercado interbancario y el número de intermediarios financieros (bancos, financieras, y operadores de bolsa) parecen ser suficientes para asegurar que las subastas sean razonablemente competitivas. De cualquier modo, el BCR podría vender menos que la cantidad ofrecida (usando un precio de corte) cuando estime que los precios ofrecidos son demasiado bajos 1/. Para limitar el riesgo de colusión, sería preferible adoptar un sistema de precios múltiples y abrir el acceso a la subasta a cualquier persona física o moral 2/. Se podrían aceptar ofertas no competitivas, hasta un máximo de 25 por ciento de la subasta.

Para evitar variaciones excesivas de precios, sobre todo en la fase inicial de desarrollo del mercado, el BCR debería llevar a cabo una evaluación cuidadosa del volumen a colocar, en función de la liquidez del mercado interbancario, del volumen de CEMs y LETES que este llegando a maduración, y de las necesidades de caja del Gobierno. Encuestas telefónicas de disponibilidad de fondos por parte de los principales operadores pueden ser usadas para complementar esta información.

En el futuro cercano, es probable que las necesidades de caja del Gobierno sean irregulares, ya que se espera que el financiamiento doméstico del déficit sea negativo para el año 1995 en su conjunto. En cambio, el Gobierno podría colocar LETES en el mercado en forma regular para reducir gradualmente sus obligaciones frente al BCR (que se formalizarían mediante la emisión de bonos de consolidación).

Para promover el desarrollo del mercado secundario, es importante limitar el número de títulos diferentes en circulación. Se podrían emitir LETES a 90 y 180 días en subastas mensuales alternadas, de tal forma que se ofrezca una subasta cada dos semanas, una vez de LETES a 90 días y la otra vez de LETES a 180 días. La proporción de LETES a 90 y 180 días se alteraría en función de las necesidades de caja de corto plazo del Gobierno. La subasta podría ser el día jueves (día de más alto volumen de transacciones interbancarias), con liquidación el día viernes (día de cierre del período de encaje). La mayoría de las LETES podría estar denominada inicialmente en (nuevos) colones para reflejar el hecho que el mercado interbancario en dólares es aun incipiente. La proporción de LETES denominadas en dólares podría aumentar posteriormente para acompañar el desarrollo de la intermediación en dólares 3/.

1/ Sería necesario, sin embargo, que el BCR usara este procedimiento lo menos posible para no desvirtuar el contenido informativo para el mercado del pre-anuncio de las cantidades a subastar y acostumar los intermediarios a variaciones de precios de las letras.

2/ Para limitar el número de participantes, se puede introducir una cantidad mínima por oferta.

3/ Una regla simple para normar la composición por moneda de la emisión de LETES podría ser la de emitir al menor costo (se emitirían LETES en la moneda que tuviera tasas de interés menores).

V. Consolidación del sistema bancario

1. Situación actual

El sistema bancario salvadoreño está compuesto por 16 instituciones, 10 bancos y 6 financieras, y su nivel de activos representa aproximadamente el 50 por ciento del PIB. Los dos bancos más grandes tienen en conjunto casi el 50 por ciento del mercado. Casi todas estas instituciones fueron privatizadas a partir de 1991, y sólo resta una, el Banco Hipotecario, que está en proceso de privatización. En todos los casos, la privatización fue precedida de una depuración previa y un saneamiento de los activos. Un banco salvadoreño y la sucursal de un banco extranjero están sometidos a las mismas regulaciones y requisitos y pueden desarrollar las mismas actividades.

En los últimos meses, y luego de finalizado el período establecido en la ley, se ha reiniciado el proceso de otorgamiento de licencias para nuevos bancos y financieras. La Superintendencia ha dado cuatro autorizaciones, y tiene otras cuatro solicitudes en estudio. Este crecimiento en el número de instituciones se ve impulsado por rentabilidades promedio del sistema en 1994 de alrededor de 20 por ciento sobre el capital y crecimientos en la actividad muy superiores a los del PIB.

La regulación y supervisión bancaria se ha reforzado en los últimos años, contando para ello con asistencia de agencias y organismos internacionales. A pesar de los esfuerzos realizados restan aún progresos por realizar para contar con un sistema financiero estable y consolidado, diagnóstico que es compartido por las autoridades locales que han preparado algunas modificaciones a la Ley de Bancos, entre las que destacan las siguientes:

- a. se restringen las actividades domésticas de los bancos salvadoreños off-shore a las que realicen a través de sus matrices;
- b. se hacen más exigentes los requisitos para ser accionista de más de 5 por ciento en un banco o director del mismo; además esos requerimientos se hacen exigibles para accionistas mayores al 1 por ciento de un banco;
- c. se eleva el capital mínimo para bancos y financieras a aproximadamente US\$6 y 3 millones respectivamente;
- d. se limita a un 50 por ciento el mayor valor de los bienes raíces que los bancos pueden considerar como fondos patrimoniales;
- e. se eleva de 8 a 10 por ciento la relación mínima exigida entre fondos patrimoniales y activos ponderados por riesgo, y se faculta a la SSF a elevarlo más allá en caso necesario;
- f. se reduce de 50 a 25 por ciento el límite máximo de créditos a personas relacionadas con la propiedad o administración del banco; y

g. se establecen plazos para dar cumplimiento progresivo a lo señalado en los apartados (c), (d), (e), y (f).

2. Reformas prudenciales

a. Recomendaciones sobre modificaciones a la Ley de Bancos

Las modificaciones recién descritas apuntan en la dirección correcta, exigiendo un mayor aporte de recursos propios a los accionistas, y elevando los requisitos para calificar como accionista o director de una institución financiera. Sin embargo, en atención a las condiciones actuales del mercado de bienes raíces cuyos precios en algunas zonas se han multiplicado por 10 desde los acuerdos de paz, y dado que en los años de guerra los precios de los mismos estaban distorsionados, no es posible establecer con claridad que variaciones de precios son admisibles como capital. Por lo tanto, sería prudente no considerar, en este momento, las revalorizaciones de activos como parte del capital. Una vez que exista historia relevante en el mercado se recomienda seguir las disposiciones de Basilea en la materia.

Por otra parte, un aumento del requisito de patrimonio a activos de riesgo por sobre el 10 por ciento podría crear una señal de "crisis financiera", generando con ello los efectos contrarios a los esperados. En sustitución, la SSF podría requerir la constitución de reservas genéricas por riesgo, o establecer medidas de fortalecimiento específicas en algunas instituciones en función de la fuente de los problemas.

No se observa la ventaja de reducir de 5 por ciento a 1 por ciento la tenencia máxima de acciones en un banco sin autorización de la SSF. El objetivo que normalmente se persigue con estas disposiciones es limitar la participación en la dirección y toma de decisiones de instituciones bancarias de personas con determinadas características. Ese objetivo puede lograrse con el límite actual de 5 por ciento, mas aún si la SSF puede objetar a los directores de acuerdo con lo establecido en la ley. El rebajar el límite a 1 por ciento producirá una recarga administrativa en la SSF. Además dificultaría la presencia bursátil de los bancos y financieras.

Deben evaluarse cuidadosamente los plazos establecidos para que las instituciones financieras cumplan con las mayores exigencias de capital, debido a que las instituciones normalizadas deben obligatoriamente distribuir el 50 por ciento de las utilidades, y a las limitaciones que impone la ley de privatizaciones para hacer aumentos de capital.

b. Reforzamiento de la supervisión

La información estadística disponible muestra que no existen mayores dificultades en cuanto a solvencia en las instituciones financieras. A pesar de ello, algunos de los entrevistados señalaron la posibilidad de problemas financieros en algunos bancos, los que, entre otras razones, contribuirían a explicar el nivel de la tasa de interés pasiva y el estrechamiento de los spreads. En parte estas dificultades se asociarían

con excesiva exposición en el sector inmobiliario, de muy rápido crecimiento reciente. La misión no se formó un juicio propio sobre esta materia debido al tiempo que ello requiere.

Entre los progresos que quedan aún pendientes en la supervisión bancaria están:

- (1) la necesidad de ir orientando progresivamente la labor de calificación de riesgo de los deudores en su capacidad futura de pago, mas que en su experiencia de pago en el pasado;
- (2) mejorar la disponibilidad de información masiva sobre deudores (central de riesgo), productos y operaciones financieras y tasas de interés para la labor de inspección;
- (3) mejorar la capacidad de la SSF de anticipar problemas crediticios por sectores de actividad económica, sectores geográficos, productos, etc.;
- (4) reducir y eventualmente eliminar el juicio administrativo previo que el Superintendente debe hacer antes de aplicar multas;
- (5) mejorar las disposiciones legales y la capacidad de seguimiento de la Superintendencia sobre los deudores relacionados y no relacionados, para que los límites de exposición máxima cumplan su objetivo; y
- (6) asignar una mayor responsabilidad de supervisión a las contralorías internas de las instituciones, entre las más relevantes.

A pesar de que la autonomía de la SSF es reciente (data desde 1990), su presencia institucional se ha fortalecido significativamente. La SSF se encuentra ahora en el proceso de alcanzar su madurez como ente reguladora y supervisora bancaria. En este contexto, especial énfasis debería otorgarse a la capacidad de anticipar situaciones de insolvencia y de manejo de crisis por parte del supervisor.

c. Relación entre operaciones activas y pasivas

El límite a la exposición activa o pasiva neta en moneda extranjera alcanza al 10 por ciento del patrimonio. Aún bajo total convertibilidad, esta regulación preventiva podría justificarse temporalmente para evitar que el diferencial de tasas en dólares y colones induzca un banco a tener un comportamiento especulativo que arrastre a los demás, produciendo una fuerte expansión crediticia con altos riesgos cambiarios y crediticios. Parecería razonable ampliarlo inmediatamente desde el 10 por ciento actual a un 25 por ciento, por ejemplo, y mantenerse atento a la evolución del descalce por parte de las instituciones y a la trayectoria que sigan los diferenciales de tasas de interés en dólares y colones antes de eliminarlo.

No existen regulaciones sobre los descalses de plazos en las operaciones activas y pasivas. Desde el punto de vista de solvencia ello no parece revestir mayor gravedad porque las tasas activas son predominantemente variables. Sin embargo, si es posible que se produzcan problemas de liquidez. Se dan situaciones extremas en que instituciones especializadas en vivienda otorgan créditos a 20 años plazo y captan depósitos a siete días. El BCR elabora regularmente indicadores de liquidez, pero no existen regulaciones al respecto.

La actual estructura de los depósitos es (aproximadamente) 13 por ciento vista, 32 por ciento ahorro, y 55 por ciento a plazo. Los depósitos de ahorro pagan interés y son de liquidez inmediata al 100 por ciento. Los depósitos a plazos, o equivalentes, van desde siete días hasta los 180 (en general) y tienen una cláusula de recompra. Con esta estructura de pasivos por plazo, aproximadamente el 50 por ciento de los pasivos son absolutamente líquidos, y por tanto el riesgo de iliquidez de los bancos y financieras es mayor. Considerando las limitaciones a los créditos de liquidez que bajo el esquema de patrón dólar podrá otorgar el BCR, resulta necesario reducir los riesgos de iliquidez de las instituciones financieras.

Para reducir la liquidez y estimular el alargamiento de la captación, se recomienda:

- (1) aumentar la remuneración del encaje sobre los depósitos a plazos más largos que no benefician de cláusulas de recompra automática 1/;
- (2) introducir en forma gradual normas de calce de plazos y establecer provisiones como porcentaje de los márgenes de descalce existentes, de manera a penalizar estos descalses;
- (3) revisar las disposiciones de giro en las cuentas de ahorro; a modo de ejemplo, se podría limitar a US\$100 el retiro diario desde cuentas de ahorro y requerir un aviso previo de 30 días para retiros superiores;
- (4) elevar el plazo mínimo de los depósitos a plazo, o equivalentes, de siete días a 30 días; y
- (5) en el mediano plazo, introducir una regulación como la existente en Panamá que exija a los bancos mantener abierta una línea de

1/ Como se señala en el Capítulo II, la remuneración del encaje debería aumentar gradualmente para reducir la carga del encaje sobre los intermediarios financieros y limitar incentivos para el desarrollo de canales alternativos de intermediación financiera. En este contexto, los depósitos a plazo más largo podrían ser los primeros beneficiados del aumento de remuneración. Una escala de remuneración creciente en base al plazo de los depósitos podría ser introducida en un futuro cercano.

liquidez en el extranjero por 10 por ciento de sus activos que rinden interés, utilizable sólo bajo ciertas condiciones (ver Apéndice II).

3. Medidas para mejorar la competitividad en el mercado financiero

En la legislación bancaria salvadoreña existe la limitación de que las acciones de los bancos y financieras constituidos en El Salvador deben pertenecer mayoritariamente a personas naturales salvadoreñas (o centroamericanas si hay pacto de reciprocidad). Esto obliga a los bancos extranjeros que deseen establecerse en El Salvador a asociarse minoritariamente, o bien a hacerlo mediante la creación de una nueva institución bajo la forma de una sucursal o una oficina de representación. Si bien la baja presencia de la banca extranjera en el país se explica principalmente por otras razones, la limitación señalada constituye un obstáculo para la incorporación más activa de bancos extranjeros, lo que debería ser propiciado bajo el nuevo esquema cambiario. Además, ello ayudaría a mejorar la competitividad de la banca, facilitando la adquisición de bancos ya existentes.

Por otra parte, la "Ley de Privatización de Bancos Comerciales y de Asociaciones de Ahorro y Préstamo" limita como máximo en 5 por ciento la propiedad que directa o indirectamente una persona puede tener en el conjunto de instituciones normalizadas al amparo de esa ley. Esta regulación puede dificultar el proceso de aumento de capital en los bancos, así como la normalización de instituciones con problemas de solvencia o ya intervenidas, y convertirse en una restricción adicional a la incorporación de los bancos extranjeros. Esta restricción según explicaron las autoridades tiene su origen en acuerdos políticos.

Adicionalmente y con el objetivo de otorgar mayor transparencia al mercado de crédito resultaría conveniente substituir la tasa de interés base de referencia que actualmente establece y publica cada institución individualmente y a su propio arbitrio, por una tasa pasiva corregida de referencia de mercado, que sea calculada diariamente por el BCR o la SSF. De esta forma, las diferencias de tasas de interés entre una institución y otra se reflejarían solamente en el margen sobre una tasa base común tipo Libor, haciendo más transparente el mercado. El uso de una tasa base común de referencia debería ser implementado gradualmente, en un plazo de uno a dos años por ejemplo, a fin de evitar producir pérdidas o ganancias a los bancos o deudores, particularmente durante el período de ajuste de las tasas de interés asociado a la introducción del nuevo esquema monetario y cambiario.

4. Seguro de depósitos

Los objetivos del FSD son los siguientes:

- a. proteger a los pequeños ahorrantes y depositantes, que por lo general poseen escasa información respecto de la solidez y solvencia de las instituciones financieras;
- b. reducir el costo y el riesgo de una insolvencia bancaria para el Estado y los contribuyentes; la introducción de un seguro de depósitos explícito, de cobertura limitada, y financiado por cuotas de los bancos limita el riesgo que el Gobierno acabe otorgando un seguro implícito a todos los depósitos al tener que asumir, ex-post, las pérdidas involucradas en la liquidación o intervención de una institución financiera;
- c. reforzar la regulación y supervisión bancarias, haciendo explícito el costo para los distintos agentes de una quiebra bancaria, promoviendo así la disciplina del mercado y reduciendo los incentivos perversos; y
- d. promover un mecanismo eficiente, ordenado y legitimado de clausura de bancos.

El FSD sería obligatorio y financiado por las propias instituciones. La cobertura sería limitada por depositante. Su directorio estaría compuesto por tres representantes del sector público y dos de los bancos. Los representantes del sector público incluirían el Superintendente de Bancos, el Presidente del BCR, y el Ministro de Hacienda. El directorio podría modificar, dentro de una banda, la tasa porcentual del seguro, la cual aún requiere de mayores estudios para determinarla 1/.

El capital inicial del FSD se constituiría mediante una contribución extraordinaria de las instituciones financieras que podría ser financiada con los fondos liberados por la reducción del encaje propuesta en el Capítulo II (3 por ciento de los depósitos). De esta forma, el FSD contaría desde el principio con un capital significativo (US\$103 millones) que permitiría aumentar su independencia financiera y limitar la exposición del sector público, particularmente durante el período inicial durante el cual el Seguro estaría acumulando capital a partir de las cuotas normales de sus miembros. Para neutralizar el impacto monetario de este esquema, el capital del FSD se invertiría inicialmente en bonos emitidos por el BCR (bonos de encaje). A medida que los bonos de encaje se vayan venciendo, el capital del Seguro podría invertirse en instrumentos alternativos.

1/ El Apéndice V ofrece algunos ordenes de magnitud de cuotas de financiamiento para seguros de depósitos.

De cualquier forma, sería prudente que el financiamiento del FSD contemple la facultad de que éste se endeude con el Estado para hacer frente a compromisos por liquidación de instituciones cuando no hubieran recursos suficientes acumulados en el Fondo. Sería también deseable que existiera un mecanismo para dar una mejor prelación a los depositantes en caso de liquidación, así como permitir que los recursos de la institución liquidada constituidos en encaje en el BCR se usen como garantía de endeudamiento del FSD.

Para la adecuada operación del FSD, debe facilitarse la liquidación de instituciones 1/. De igual forma, deben hacerse otras modificaciones legales para que una vez que las autoridades intervengan una institución ésta pueda ser reflotada. Esas modificaciones son:

(1) flexibilizar el límite máximo de 5 por ciento de participación accionaria en los bancos recién privatizados a fin de facilitar los convenios con acreedores; ello facilitaría la capitalización de créditos, la capitalización sólo por una parte de los accionistas, o bien el ingreso de terceros antes no incorporados en la propiedad;

(2) flexibilizar las actuales disposiciones que dificultan a un banco privado otorgar préstamos de auxilio o capitalizar a otro banco intervenido (el banco debe enajenar esos activos en un período muy corto, lo que lo hace de hecho impracticable); y

(3) no permitir que una vez intervenida una institución financiera su junta de accionistas pueda decretar la disolución.

En caso de liquidación de un banco, el FSD se subrogará legalmente por los depositantes en la prelación que corresponda por los pagos que haya realizado. Se propone además que el FSD no cumpla labores de supervisión bancaria, y que no acuda a cubrir a los depositantes de instituciones que las autoridades decidieron intervenir.

Se debería evaluar cuidadosamente la posibilidad de agregar al FSD la facultad de actuar como interventor de bancos con el objeto de reflotarlos en casos de crisis. Esa labor es realizada por algunos seguros de depósitos en otros países, por ejemplo el FDIC en EE.UU. A fin de evitar que esto se transforme en la práctica habitual, y que por lo tanto los bancos no se liquidan sino que se intervienen, y el seguro se torne en implícito e ilimitado, esta facultad del FSD sólo podría ejercerse en acuerdo y con participación de los bancos privados.

1/ La redacción actual de la Ley de Bancos indica que primero hay intervención y luego liquidación, lo que supone distorsionar la aplicación del FSD, ya que durante la intervención se produce una extensión ilimitada del seguro.

Para intervenir un banco, podría requerirse el acuerdo de por lo menos cuatro (de los cinco) miembros de la junta directiva del FSD y el voto a favor del Superintendente de Bancos. De esta forma, tanto el sector privado (a través de votos en contra de sus dos representantes) como el Superintendente de Bancos podrían vetar la intervención. En caso de no adoptarse la intervención, el único camino posible sería la liquidación 1/. En caso de adoptarse la intervención, la mitad de los fondos necesarios podrían provenir del FSD, y la otra mitad del Gobierno. En caso de que el capital del FSD no fuera suficiente, el FSD podría endeudarse con el Gobierno. La participación del FSD en la institución intervenida debería ser por un plazo limitado y los fondos invertidos por el FSD deberían ser repagados tan pronto como se regularize, mediante liquidación, venta o capitalización, la institución financiera.

En caso de incurrir pérdidas, el capital del FSD debería ser repuesto dentro de un plazo razonable mediante el aumento automático de las cuotas de las instituciones financieras. Las cuotas podrían ser función de la diferencia entre el capital que se considere deseable para el FSD y el capital existente. De esta forma, las cuotas aumentarían automáticamente después de una pérdida de capital y se reducirían gradualmente conforme el capital del FSD se aproxime a su nivel deseado.

1/ Para obligar los bancos a enfrentar sus responsabilidades, debería estar claro que en ningún caso el Gobierno podría intervenir sin el FSD.

Instrumentos monetarios

Se cuenta en la actualidad con los siguientes instrumentos monetarios:

1. Colocación neta de CEMs

Los CEMs son el principal instrumento de regulación de liquidez. La fijación de la tasa de interés de los CEMs y su venta "on tap" permite absorber excesos de liquidez y introducir un piso a las tasas de interés. Hasta marzo de 1995, la redención anticipada de CEMs con vencimiento a menos de 30 días permitía también proveer liquidez en casos de emergencia.

2. Las LETES

Como se discute en el Capítulo IV las LETES eran menos atractivas que los CEMs. Adicionalmente, como están destinadas a salvar déficits transitorios del Tesoro, su efecto monetario se reduce al exceso de las necesidades del Tesoro. El BCR no realiza reportos de LETES porque se interpreta como una financiación al gobierno, actividad que tiene prohibido realizar.

3. Ventanilla de Liquidez Automática

Tiene tres tramos que tienen como límite el 5 por ciento del encaje promedio del mes anterior a un costo de la tasa de interés bancario promedio (TIBP) ponderada del mes anterior más diez puntos, para el primer tramo; TIBP más quince puntos para el segundo tramo y TIBP más veinte puntos para el tercer tramo.

4. Encajes

Los depósitos en colones están sujetos a encajes distintos según el tipo de depósito (cuentas corrientes 30 por ciento, cuentas de ahorro y plazo fijo 20 por ciento). Los depósitos destinados a vivienda tienen un encaje del 15 por ciento remunerado por TIBP en proporción a la colocación en vivienda de la capacidad prestable. Los depósitos en dólares están sujetos a un encaje del 50 por ciento, remunerado a la tasa que obtiene el BCR en depósitos "overnight" disminuida en 1 por ciento. El encaje de los depósitos de ahorro y a plazo son remunerados por el 93 por ciento de la TIBP aplicada el 5 por ciento de esos depósitos o base encajable. La penalización por desencaje tiene un costo anual del 60 por ciento sobre el saldo desencajado en la semana. Los depósitos del sector público son tratados igual que los del sector privado.

5. Movimiento de depósitos públicos

Durante el segundo semestre de 1994 se procedió a mover saldos de las instituciones autónomas en la banca privada al BCR con el fin de contraer moneda. El BCR entregó a las instituciones autónomas CDPs a Plazo en iguales plazos que los CEMs, de 30 a 360 días. La tasa de estos certificados es la TIBP ponderada para el plazo; los certificados no son negociables.

Panamá: una economía dolarizada

En 1904, la Asamblea Nacional de Panamá autorizó la circulación del dólar de los EE.UU. en el país y estableció que la paridad del balboa con esta moneda sería igual a uno. Además, estableció las condiciones bajo las cuales el gobierno de Panamá podría emitir monedas respaldadas por oro. Por último, autorizó la conversión de billetes y monedas colombianas en circulación por balboas hasta por un monto máximo (\$/3,000,000). Dado que para el gobierno panameño la circulación del dólar como moneda tenía un menor costo que la acuñación de balboas, desde entonces, el dólar ha circulado como la moneda legal en Panamá. El sistema ha preservado la estabilidad monetaria aún en los momentos de crisis como los que vivió Panamá en los años 1988-1989. Este anexo describe la situación macroeconómica de Panamá en los últimos quince años, poniendo énfasis en el desarrollo de las variables de ajuste en la economía. Además, se describe el sistema bancario panameño poniendo énfasis en el rol del Banco Nacional de Panamá (BNP) y de los flujos externos.

1. Desarrollo macroeconómico

Durante 1981-1991, Panamá atravesó por un período en el cual la economía creció ligeramente, la inflación fue baja, el desempleo fue alto, y el servicio de la deuda externa aumentó. Las dificultades políticas y las sanciones económicas de 1988-1989 causaron un significativo deterioro fiscal y una severa contracción del producto interno que afectan los resultados promedio del período.

El crecimiento promedio del PBI en términos reales durante el período 1981-1991 fue de 1.4 por ciento, menor que la tasa de crecimiento de la población (Cuadro 1). En el período 1988-1989, la economía se contrajo en alrededor de 8 por ciento anual. Sin embargo, la recuperación de la economía al levantarse las sanciones fue sorprendente, y en 1992 el PBI real llegaba a los niveles de 1987. La desaceleración en el crecimiento del producto y la inversión, aunado a rigideces en el mercado laboral, contribuyeron a que en promedio durante el período 1981-1991 la tasa de desempleo fuera del orden del 10 por ciento.

Los precios y los salarios crecieron por debajo de la inflación internacional durante el mismo período. El crecimiento de los salarios fue moderado debido al aumento del desempleo. De otro lado, el libre flujo de capitales y la ausencia de una moneda doméstica contribuyeron a mantener la estabilidad en los precios. Generalmente, las tasas de interés de los depósitos a plazo se mueven con la tasa LIBOR (Cuadro 2). En años recientes 1991-93, el spread sobre LIBOR ha sido en promedio 1.6 puntos porcentuales. En cambio, el diferencial entre la tasa activa en Panamá y la tasa prime de los EE.UU. ha sido de casi 4 puntos porcentuales.

Cuadro 1. Panamá: indicadores del sector real
(Crecimiento porcentual por año)

	1981-87	1988-89	1990-91	1981-91
PBI nominal	5,9	-7,1	9,4	4,0
PBI real	2,8	-8,3	6,9	1,4
PBI per capita	0,7	-10,2	4,5	-0,7
IPC, fin de período	1,9	--	0,9	1,3
Tasa de desempleo	10,1	16,2	15,7	10,7
Salario nominal	2,8	-2,9	1,8	1,6
Salario real	0,4	-3,0	1,3	-0,2

Fuente: Panamá, Recent Economic Developments, Septiembre 1992.

Cuadro 2. Panamá: estructura de tasas de interés
(Por ciento anual)

	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Tasa pasiva	7,5	8,5	8,4	7,7	5,7	5,9
Tasa activa	12,5	12,9	12,0	11,8	10,6	10,1
Tasa prime (EE.UU.)	9,3	10,9	10,0	8,5	6,3	6,0
LIBOR	8,1	9,3	8,4	6,1	3,9	3,4

Fuente: International Financial Statistics.

La posición financiera del sector público fluctuó en forma considerable durante el período (Cuadro 3). En la primera mitad de los ochenta el déficit del sector público era alrededor del 7 por ciento del PBI, cifra que llegó al 11 por ciento en el período 1988-1989. Es importante notar que durante estos años hubo un considerable aumento de la deuda flotante interna del sector público y de los atrasos en el servicio de la deuda externa. Cabría resaltar que los saldos de caja de las empresas públicas se utilizaron para financiar al Gobierno Central con lo cual las empresas públicas acumularon deuda flotante interna y redujeron gastos de inversión. Sin embargo, a partir de 1990 las autoridades implementaron un programa de ajuste económico que permitió reducir el déficit al 2 por ciento del PBI.

La posición externa de Panamá se fortaleció después de la crisis de fines de los ochenta, a pesar de que la cuenta corriente se deterioró. Así, el déficit de balanza de pagos disminuyó de US\$1 billón por año en el período 1988-89 a US\$250 millones por año en 1990-91. Esta mejora en gran parte refleja el aumento de los flujos privados de capital. De otro lado, en el período de 1988-89 la disminución del producto interno y de la inversión dieron lugar a un significativo superávit en cuenta corriente al disminuir las importaciones. Este resultado se volvió deficitario en el período 1990-91 al aumentar la inversión y por ende las importaciones.

2. El sistema bancario

El sistema bancario consiste de cuatro instituciones públicas, el BNP, el Banco Nacional Hipotecario, el Banco de Desarrollo Agrícola y la Caja de Ahorros, y de 102 bancos comerciales privados de los cuales 59 están autorizados a operar tanto en el mercado doméstico como off-shore, 25 sólo realizan operaciones off-shore, y 18 son oficinas de representación. De otra parte, de los 102 bancos comerciales privados, 20 son panameños, 2 son multinacionales y el resto son extranjeros.

Los bancos están en libertad para fijar las tasas de interés activas y pasivas con excepción de las tasas de ahorro. Las tasas máximas sobre ahorros son del 6 por ciento en bancos hipotecarios y del 5 por ciento en bancos comerciales. Además, las tasas activas para préstamos de vivienda de bajo costo y para el sector agrícola están subsidiadas. El diferencial entre tasas subsidiadas y de mercado es de alrededor de 4 puntos porcentuales. Este subsidio se financia con fondos del Gobierno Central.

Dado que no hay un banco central en Panamá, la función de supervisión bancaria esta dividida entre el BNP y la Comisión Nacional de Bancos (CNB). El BNP es un banco comercial que actúa como agente financiero del sector público, establece los requerimientos de encaje, maneja la cámara de compensación, y brinda el servicio de proveer o sustraer deficiencias o excesos de circulante a los bancos locales. Los depósitos del sector público se encuentran en el BNP. Los bancos están obligados a mantener un encaje en el BNP sobre las operaciones en el mercado doméstico. Los niveles de encaje son del 10 por ciento para depósitos a la vista, y del

Cuadro 3. Panamá: Indicadores Fiscales y Externos

(En porcentaje del PBI)

	1981-84	1985-87	1988-89	1990-91
<u>Indicadores Fiscales</u>				
Resultado	-6,9	-1,0	-11,1	-2,0
Financ. externo	5,0	-2,5	-16,5	-4,1
Financ. interno	1,9	-0,1	0,8	-3,1
Atrasos	--	3,6	26,8	9,2
<u>Indicadores externos</u>				
Cuenta corriente	-7,0	-1,2	4,6	-6,5
Exportaciones	40,8	36,3	37,6	36,4
Importaciones	41,9	32,6	26,0	36,3
Deuda externa	72,9	75,2	106,4	104,8

Fuente: Panamá, Recent Economic Developments, Septiembre 1992.

5 por ciento para depósitos de ahorro y a plazo. El encaje se justifica tanto por motivos prudenciales como monetarios, ya que permite limitar el crédito de los bancos a la economía.

El objetivo principal de la CNB es mantener la solvencia del sistema bancario, principalmente de los bancos que operan en el mercado doméstico. Esta institución depende del Ministerio de Planificación y esta compuesta por siete miembros, tres de los cuales son del sector público (Ministerio de Planificación, Ministerio de Finanzas y BNP, tres del sistema bancario (de nacionalidad panameña) y uno del sector privado no bancario. La CNB esta autorizada a otorgar y revocar licencias bancarias, a intervenir y liquidar bancos, a realizar inspecciones en los bancos, a asegurarse que los bancos cumplan con las normas prudenciales y a recopilar información estadística de los bancos.

La Ley de Bancos esta diseñada para asegurar que fluyan los fondos del exterior hacia Panamá. Por ejemplo, los depósitos que provienen del exterior están exonerados de encaje y el libre flujo de capitales esta asegurado. Además, existe una disposición mediante la cual los bancos con operaciones en Panamá deberán obtener una línea de crédito de un banco extranjero (o de la casa matriz en caso de una sucursal) para ser utilizada en casos de deficiencia de liquidez. Esta línea de crédito debe ser por lo menos igual al 10 por ciento de los activos del banco que rinden interés, y deberá ser utilizada cuando los depósitos de un banco disminuyan en más del 10 por ciento en un plazo de seis meses.

3. Desarrollos recientes en el sistema bancario

La ausencia de controles de capital, el uso del dólar como moneda y un marco regulatorio abierto contribuyeron al desarrollo de operaciones off-shore en Panamá durante la década de los setenta. Sin embargo, el surgimiento de otros mercados off-shore como Bahamas, Singapore y Hong Kong y la inestabilidad política de fines de los ochenta ocasionaron una disminución de estas operaciones. Si bien se recuperaron los depósitos off-shore después de la crisis de 1988-89, nunca se llegó a los niveles pico de comienzos de los ochenta.

La intermediación financiera local en términos del PBI aumentó continuamente hasta 1987. Sin embargo, la posición de liquidez de los bancos se vio muy afectada en el período 1988-89 debido a las transferencias de capital hacia el exterior. Dado que los bancos extranjeros ofrecían una mayor protección a los depósitos al estar respaldados por corresponsales en el exterior o casas matriz, el público transfirió sus depósitos de los bancos locales a los bancos extranjeros. A su vez, las autoridades establecieron un límite al retiro de depósitos para evitar un mayor deterioro de la banca local. La posición de liquidez de los bancos mejoró sustancialmente a partir de 1990, especialmente al eliminar el límite al retiro de depósitos.

La posición financiera de muchos bancos se debilitó durante el período 1988-89, y 15 bancos cerraron sus operaciones ^{1/}. Los activos de riesgo de los bancos mejoraron sustancialmente con la recuperación económica, y las autoridades tomaron medidas para mejorar la supervisión bancaria. En el período 1990-91 el gobierno intervino y liquidó a un banco comercial y a tres bancos hipotecarios. Las instituciones financieras públicas se vieron particularmente afectadas por la pérdida de depósitos en 1988-89 y por el deterioro de su cartera de crédito, que en el caso del BNP incluía préstamos al Gobierno Central.

^{1/} En 1990, el gobierno implemento un programa de ayuda financiera a los bancos comerciales financiado con una donación del USAID. El monto del programa alcanzó los US\$108 millones y se implemento en forma de depósitos a plazo del BNP en los bancos comerciales. En vista de la recuperación de la banca, el programa terminó en junio de 1992.

Manejo monetario en Argentina

En el segundo trimestre de 1989 Argentina experimentó el primer golpe hiperinflacionario que movió a las autoridades a encarar un amplio programa de reforma económica.

Una vez eliminado el déficit fiscal operativo se estableció un esquema de convertibilidad de la moneda a fin de lograr una más rápida convergencia de las tasas de inflación e interés a niveles cercanos a los internacionales. En marzo de 1991 se anunció y sancionó la Ley 23928, fijando el valor de la moneda local en términos de dólares así como también estableciendo que el Banco Central de la República Argentina (BCRA) debe vender las divisas que le fueran requeridas al valor fijado en la ley. La ley no establece la obligación de comprar aun cuando en la práctica el BCRA compra a igual precio del que vende. La base monetaria debe estar respaldada al menos por el 100 por ciento en oro y divisas extranjeras o títulos nacionales, pudiendo tales reservas ser invertidas en títulos nacionales o extranjeros pagaderos en dólares computados a su precio de mercado. Hasta un tercio de las reservas podrán estar constituidas con títulos públicos nacionales. Las reservas pasan a ser prenda común de la base monetaria y son inembargables.

En septiembre de 1992, se sancionó la Ley 24144 estableciendo una nueva Carta Orgánica para el BCRA. Como misión primaria y fundamental se establece el preservar el valor de la moneda. Al BCRA le esta permitido (entre otras): (i) otorgar redescuentos y adelantos a entidades financieras por razones de iliquidez transitoria que no excedan 30 días; (ii) comprar y vender a precios de mercado en operaciones de contado y a término, títulos públicos, divisas y otros activos financieros con fines de regulación monetaria y cambiaria. Le esta prohibido (entre otras): (i) conceder préstamos al Gobierno Nacional, a bancos, provincias y municipalidades con excepción de la compra, a precios de mercado, de títulos negociables emitidos por la Tesorería General de la Nación; (ii) emitir títulos o bonos de colocación o cumplimiento obligatorio para las entidades financieras. La compra de títulos de la Tesorería se debe sujetar a los siguientes límites: (i) las tenencias de títulos no pueden crecer más del 10 por ciento por año, y (ii) las reservas en títulos no podrán exceder un tercio del total. Respecto a los efectivos mínimos se establece que: (i) el BCRA los establece, (ii) no pueden ser remunerados, y (iii) no se puede exigir otro tipo de depósitos indisponibles o inmovilizaciones a las entidades financieras. La Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias depende directamente del Presidente del BCRA.

1. Instrumentos de regulación monetaria

a. Redescuentos y adelantos de iliquidez

Se otorgan hasta 30 días de plazo limitados, una vez el patrimonio de la entidad, y el 6 por ciento de las partidas sujetas a encaje. Requieren garantías y no pueden ser renovados hasta transcurridos 45 días de su

cancelación. Las garantías deben ser por el 120 por ciento del importe y si su valor fuera menor al 110 por ciento, la entidad deberá cubrir la diferencia.

b. Reportos

Las entidades pueden realizar con el BCRA reportos activos y pasivos tanto en pesos como en dólares. En ambos casos se realizarán contra títulos públicos denominados en dólares con cotización y divisas. Los reportos pasivos en pesos son de un mínimo de 30 días en tanto que en dólares no tienen limitación. Los reportos activos son de un mínimo de siete días. El BCRA fija una tasa a la cual toma o da la cantidad que se le solicite.

c. Encajes

Los encajes en cuenta corriente y caja de ahorros son mayores que los de plazo. En cuentas a la vista y ahorro el encaje es 43 por ciento, los depósitos a plazo de 30 a 59 días tienen un encaje del 3 por ciento y a más de 60 días el encaje es cero. Los encajes son iguales para pesos y dólares. Ocasionalmente se han disminuido en forma transitoria. También (contrariando la Carta Orgánica) se ha fijado un encaje en función de posiciones de depósitos pasadas y no contemporáneos.

2. Operaciones de cambio

Hasta 1994 el BCRA operaba con una pequeña diferencia entre la compra y la venta, diferencia que se eliminó a partir de enero de 1995. El BCRA sólo opera con entidades financieras y casas de cambio bajo la modalidad de "transferencia" en el exterior, es decir no opera en billetes.

Las entidades tienen su cuenta en el BCRA expresada en dólares independientemente del encaje que deseen constituir. A pedido de la entidad, el BCR le podrá entregar billetes en pesos así como también el BCR recibe billetes en pesos. De esta manera el BCRA ya no compra ni vende dólares sino que recibe dólares o pesos en depósito que se transforman en dólares, y entrega dólares o pesos según se lo requiera la entidad. El BCRA admite como depositados en el BCRA, dólares depositados en cuentas especiales de determinados bancos en plazas del exterior a los efectos de salvar restricciones "a través de frontera" impuestas por algunas casas matrices a sus sucursales.

3. Sistema de pagos

Los bancos realizan sus operaciones interbancarias a través de sus cuentas en el BCRA, quien entrega pesos o dólares según lo que se le pida. El "clearing" bancario está separado por cuestiones geográficas. En un radio limitado de la Capital Federal la acreditación se realiza en 24 horas; para otras plazas en 48 ó 72 horas según su lejanía.

4. Depósitos del Gobierno

El Gobierno Nacional realiza todos sus depósitos en el Banco de la Nación Argentina, banco comercial de propiedad estatal. Estos depósitos tienen un encaje del 100 por ciento. La recaudación de impuestos se acredita en el día a la cuenta del Gobierno independientemente del banco que efectúa la cobranza. Los gobiernos provinciales y municipales, en cambio realizan sus depósitos en cualquier banco y no están sujetos a encajes especiales.

5. Calce de monedas en operaciones bancarias

Las normas del BCRA no admiten aplicar recursos en pesos provenientes de intermediación financiera a colocaciones en moneda extranjera. En cambio si se admite aplicar fondos en moneda extranjera a colocaciones en pesos sujeto a límites. Estos límites son el 5 por ciento de la responsabilidad patrimonial computable o el 15 por ciento de los recursos propios no inmovilizados, el que sea mayor.

6. Garantía de los depósitos

En su Carta Orgánica el BCRA tiene expresamente prohibido otorgar garantías especiales que directa o indirectamente, implícita o explícitamente, cubran obligaciones de las entidades financieras incluso las originadas en la captación de depósitos. Sobre los fondos que la entidad liquidada tuviese depositados, en concepto de encaje por efectivo mínimo en moneda local, los depositantes en dicha moneda tendrán un privilegio especial para la satisfacción de su crédito de hasta US\$3.000 por persona.

7. Recientes dificultades en el sistema financiero argentino

La crisis de confianza en los mercados emergentes latinoamericanos desatada por los problemas financieros de México precipitaron la precaria situación de solvencia de algunas entidades lo que comenzó a derivar a un problema sistémico. Inicialmente las autoridades por temor a una corrida cambiaria interrumpieron los pases en un período de alta estacionalidad en la demanda de dinero por parte del público. Posteriormente para aliviar la situación de bancos en dificultades, se acordó una reducción del encaje a cinco entidades por un monto cercano a los US\$200 millones para que aplicaran dichos recursos a la compra de cartera de entidades que lo necesitaran. Ante la insuficiencia de la medida se impuso un encaje adicional del 2 por ciento sobre la posición de depósitos de dos meses atrás por un total de aproximadamente US\$1000 millones. Estos recursos ahora administrados por el Banco de la Nación Argentina y la Secretaría de Finanzas se destinan a brindar apoyo a entidades en problemas.

Liquidez del sistema financiero e intervención del BCR

La posición de liquidez del sistema financiero, medida como el exceso o deficiencia de encaje, esta determinada tanto por factores de oferta como por factores de demanda. Entre los factores de demanda se encuentra la demanda por circulante y los requerimientos de encaje legal. Por ejemplo, a mediados de diciembre de 1994 se produjo un fuerte aumento en la demanda por circulante por motivos estacionales, y ello se vio reflejado en una posición de liquidez estrecha de las entidades financieras (Gráfico 1) y en un aumento en la tasa interbancaria, medida como la tasa interbancaria promedio de las operaciones de reporto en la bolsa de valores (Gráfico 2).

Entre los factores de oferta existen factores autónomos y discrecionales. Los factores autónomos son aquellos sobre los que el BCR no tiene control tal como la variación en las reservas internacionales y el flujo de caja del gobierno. Entre octubre y mediados de diciembre 1994, el BCR realizó compras netas de moneda extranjera, que ayudaron a contraer la posición de liquidez del sistema financiero (Gráfico 3). Sin embargo, variaciones en el flujo de caja de la Tesorería tuvieron un efecto más significativo en la posición de liquidez en el mismo período. El Gráfico 4 muestra que cuando los bancos transfieren los impuestos recaudados a la cuenta del Tesoro en el BCR, la base monetaria se contrae y la posición de los bancos se vuelve más estrecha.

Los factores discrecionales son aquellos sobre los que el BCR tiene control tal como la VLA y las colocaciones o redenciones de CEMs. Una posición de liquidez estrecha del sistema financiero lleva a un aumento de la tasa en las operaciones de reporto interbancarias. A su vez, este aumento promueve la intervención del BCR, ya sea descontando CEMs o otorgando créditos a través de la ventanilla única de liquidez (Gráficos 5). A pesar de ser limitada, la intervención del BCR es significativa; limita variaciones en la tasa de reportos al establecer un techo a la tasa interbancaria dado por la tasa a la que el BCR redime CEMs en forma anticipada, es decir, la tasa promedio pasiva de los bancos comerciales (TIBP) más 5 puntos porcentuales, aproximadamente 18 por ciento en enero 1995. Sin embargo, si el monto de la intervención supera el 5 por ciento del encaje promedio, entonces la tasa, y por ende el techo, aumenta a TIBP más 10 puntos porcentuales, aproximadamente 23 por ciento a la misma fecha.

A pesar de la intervención del BCR y de que el encaje se mantiene en forma promedio, existen fuertes fluctuaciones de la tasa interbancaria. Si se eliminara totalmente la intervención del BCR, las fluctuaciones en esta tasa podrían volverse excesivas. Ello aumentaría los costos de intermediación y limitaría el desarrollo de los mercados financieros. En la medida en que la contribución de fondos externos aumente, la necesidad de intervención del BCR se irá reduciendo.

Grafico 1

El Salvador: Posicion de Encaje del Sistema Financiero
Octubre-Diciembre 1994

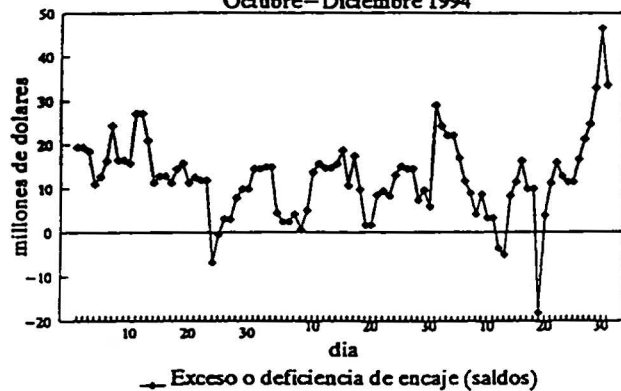


Grafico 4

El Salvador: Flujo de caja de la Tesoreria
Octubre-Diciembre 1994

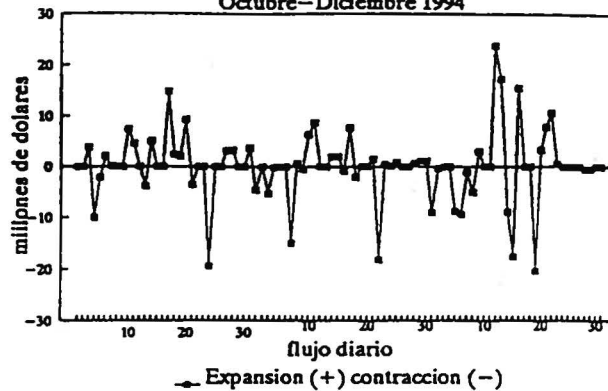


Grafico 2

El Salvador: Tasa de Operaciones de Reportos
Octubre-Diciembre 1994

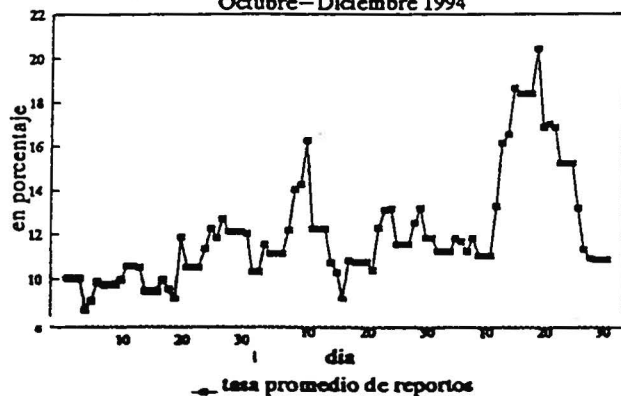


Grafico 5

El Salvador: Intervencion Diaria del BCR
Octubre-Diciembre 1994

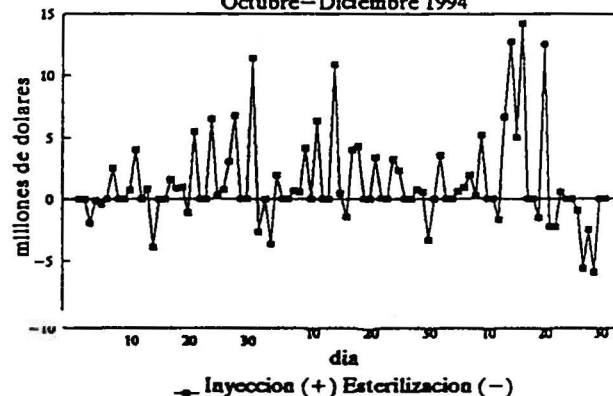
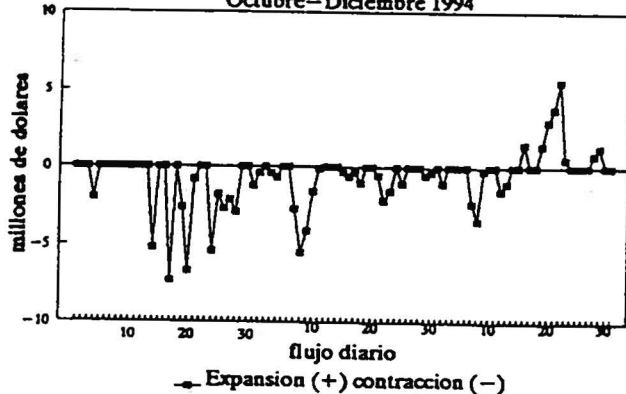
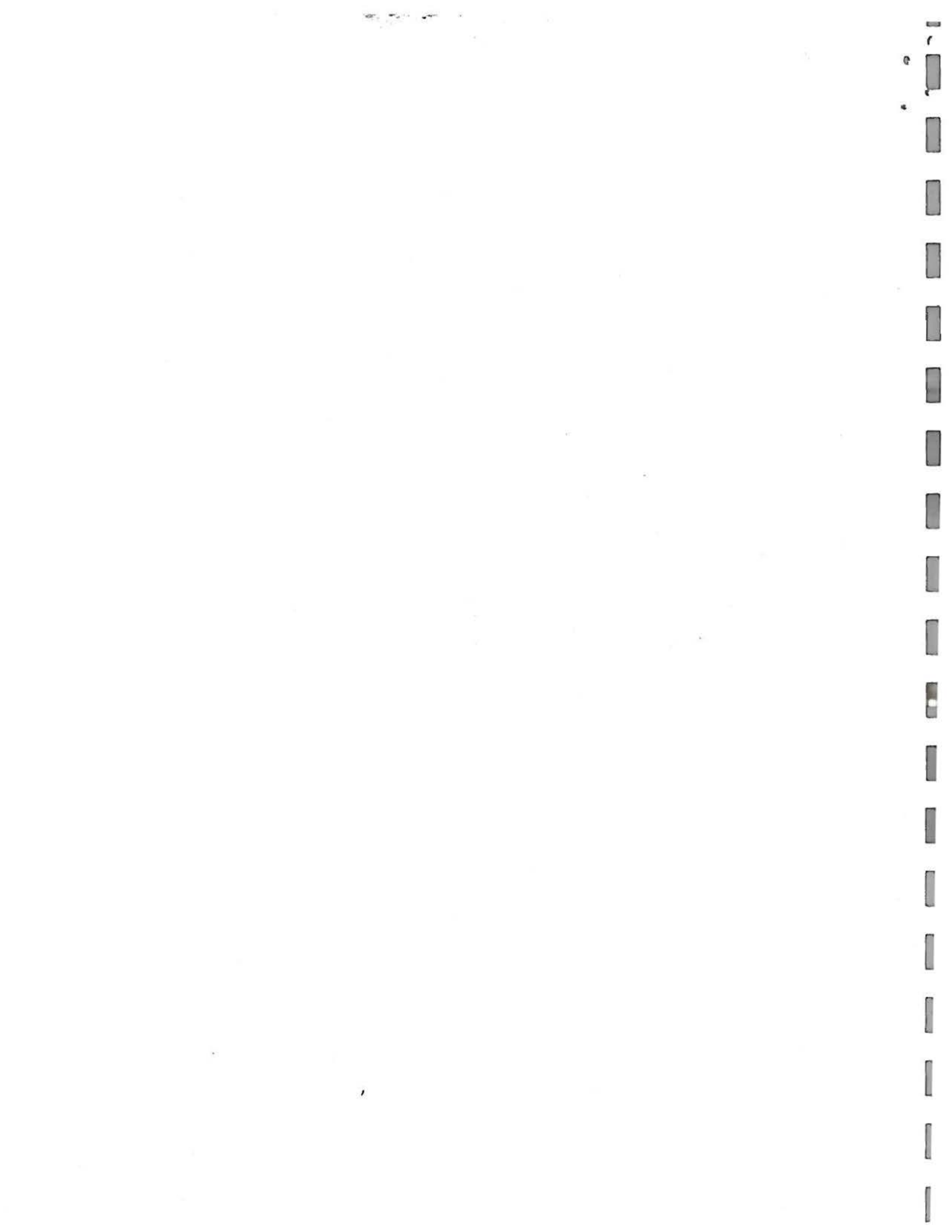


Grafico 3

El Salvador: Reservas Internacionales Netas
Octubre-Diciembre 1994





Cuotas de Financiamiento de Algunos Seguros de Depósitos

<u>PAIS</u>	<u>PORCENTAJE ANUAL SOBRE</u>
Estados Unidos	0.21 a 0.30 por ciento
Trinidad y Tobago	0.4 por ciento de los depósitos por institución el primer año, complementado por igual monto por el banco central
	0.2 por ciento de los depósitos por institución en los años siguientes
Perú	No puede exceder 0.75 por ciento anual sobre total depósitos
Venezuela	1.0 por ciento semestral sobre total depósitos
Canadá	0.125 por ciento anual sobre depósitos totales asegurados

Estos valores son sólo ilustrativos, ya que hay diferencias muy importantes entre países en la cobertura del seguro, en la base sobre la que se aplican esas tasas, en la existencia o no de financiamiento público complementario, en la antigüedad del fondo de seguros, y en cual ha sido la experiencia de crisis bancarias en cada país, entre otros.

Cuadro 1. El Salvador: stock financieros y supuestos de tasas de interés

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
(Stocks; millones de dólares)												
Proyección de activos y pasivos												
Activos												
BMI (amortización)	...	253	202	152	101	51	--	--	--	--	--	--
RIN	1.038	1.231	1.330	1.430	1.529	1.629	1.728	1.822	1.916	2.009	2.103	2.197
Pasivos												
CEMs												
Opción A	216	166	116	66	16	--	--	--	--	--	--	--
Opción B	216	189	167	145	124	102	80	64	48	32	16	--
Bonos FOSAFFI	100	60	20	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Depósitos por encaje	801	920	982	1.043	1.105	1.166	1.228	1.284	1.340	1.396	1.452	1.508
Depósitos a la vista	514	633	718	803	888	973	1.058	1.148	1.238	1.328	1.418	1.508
Bonos por encaje	287	287	264	240	217	193	170	136	102	68	34	--
Disminución de encaje	103	103	82	62	41	21	--	--	--	--	--	--
Bonos que pasan a depósitos vista	184	184	181	178	176	173	170	136	102	68	34	--
ANTEL	80	80	64	48	32	16	--	--	--	--	--	--
Depósitos a plazazo (empresas públicas)	114	114	91	68	46	23	--	--	--	--	--	--
Depósitos Gobierno (incluye Fondos AID)	231	208	186	165	143	122	100	80	60	40	20	--
Capital neto (BMI, capital)	3	3	36	69	102	135	168	168	168	168	168	168
Préstamos externos BCR	92	92	74	55	37	18	--	--	--	--	--	--
Memorandum items												
Préstamo para aumentar RIN	--	250	232	212	192	169	145	120	93	64	33	--
LETES en poder del público (opción A)	--	23	133	216	279	332	375	385	405	435	475	525
(En porcentaje)												
Tasas de interés												
LIBOR 180-días (WEO)	...	6,8	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
RIN	...	5,3	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
Préstamos externos BCR	...	8,7	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0
Tasa de interés básica pasiva (TIBP)	...	13,0	12,0	11,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
CEMs	...	9,0	8,0	7,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
LETES	...	11,0	10,0	9,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Inflación doméstica	...	8,0	6,0	5,0	4,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Porcentaje de encaje remunerado (vista)	...	30,0	34,5	39,0	43,5	48,0	52,5	57,0	61,5	66,0	70,5	75,0

Fuente: Fondo Monetario Internacional.