

**NOTAS SOBRE LA POLÍTICA MACROECONÓMICA
EN EL SALVADOR**

Guillermo A. Calvo

Universidad de Maryland

28 de diciembre de 1997

Notas sobre la Política Macroeconómica en El Salvador

**Guillermo A. Calvo
University of Maryland**

28 de diciembre de 1997

Resumen Ejecutivo

1. La economía salvadoreña ha crecido fuertemente desde la pacificación del país. Sin embargo, se nota un marcado desaceleramiento en los últimos dos años.
2. El éxito de la política macroeconómica ha contribuido a una entrada de remesas y apreciación real de la moneda. Estos son fenómenos naturales y no hay evidencia de desequilibrios importantes.
3. A pesar del fuerte saneamiento bancario, se notan todavía debilidades en el sector financiero. Esto es debido, en parte, a la existencia de una supervisión bancaria deficiente. Afortunadamente, los encajes son altos lo que contribuye a reforzar la solidez de los bancos.
4. La política monetaria ha sido especialmente dura en los últimos meses, pero el gobierno ha dado señales confusas cuando se decidió compensar parcialmente a los depositantes de dos entidades quebradas. Por otra parte, hay señales de que la política fiscal se está haciendo más expansiva. Esta combinación duro/blando es contraproducente.
5. En consecuencia, es aconsejable endurecer la postura fiscal y, al mismo tiempo, adoptar una política monetaria más expansiva. Esto contribuirá a reducir aun más las tasas de interés.
6. El sistema financiero debería ser reforzado reduciendo lo más posible las trabas para la entrada de instituciones bancarias internacionales.
7. Dada la volatilidad que han mostrado los mercados internacionales, parece aconsejable permitir una mayor flexibilidad de la tasa de cambio. Esto podría estar acompañado por una devaluación gradual, pero muy baja, del colón.

I. Introducción

La economía salvadoreña ha demostrado una alta capacidad de recuperación a partir de la pacificación del país. Gran parte del dinamismo se ha originado en el sector privado. Las políticas pro-mercado seguidas por las autoridades han contribuido a su desencadenamiento.

Sin embargo, hay indicios de que el crecimiento se está desacelerando y que el grado de pobreza no se ha reducido con la velocidad deseada. En consecuencia, surge la pregunta sobre cuáles son las medidas de política económica que puedan ayudar a salir del *impasse*.

En este trabajo me concentraré sobre los aspectos macroeconómicos del problema. El lector debe estar conciente, sin embargo, que este no es un trabajo exhaustivo sobre el tema. Más bien, el objetivo es identificar sus características prominentes y proponer un marco de política general que garantice la estabilidad macroeconómica, la cual es un factor importante para el crecimiento.

El estudio se organiza de la siguiente manera. En la Sección II se discuten las características estructurales más salientes de la economía salvadoreña. La Sección III hace lo mismo con respecto a temas coyunturales. Finalmente, estas observaciones se utilizan en la Sección IV para una discusión sobre políticas financieras, cambiarias y monetarias.

II. Características Estructurales Salientes

1. Sistema Financiero. A pesar de que gran parte de la banca salvadoreña está en manos privadas, la participación de bancos extranjeros es aun bastante limitada. Este es un fenómeno que está empezando a cambiar, prueba de lo cual es el banco Ahorromet que vendió 52,9% de sus acciones al Scotiabank. Sin embargo, es probablemente válido afirmar que la banca nacional tiene poco apoyo financiero externo, especialmente en situaciones de crisis.¹ Esto, acompañado por el hecho de que las carteras bancarias tienen un alto componente de préstamos locales, significa que, en caso de inestabilidad macroeconómica, los bancos salvadoreños van a ser más parte del problema que de la solución.

Debe notarse, sin embargo, que los encajes bancarios son relativamente altos. Esto asegura que los bancos operan con un alto grado de liquidez, la cual puede ponerse a su disposición si, por ejemplo, hubiese un retiro masivo de depósitos. La efectividad de esta política ha sido demostrada en la Argentina durante el primer trimestre de 1995, cuando los depósitos bancarios cayeron en más de 15% y, en respuesta a ello, el banco central bajó los encajes en alrededor de 10 puntos porcentuales.

¹ Es bien sabido que las líneas de crédito internacionales que se ponen a disposición de los bancos locales durante períodos normales, tienden a desaparecer muy rápidamente en épocas de crisis. La situación es diferente, sin embargo, si los bancos locales son parte integral de bancos con sólidas bases internacionales.

El sector financiero responde muy fuertemente a las señales que le envía la autoridad monetaria. Si, por ejemplo, se percibe que el banco central o el fisco se hará cargo de los malos préstamos, los bancos, por más eficientes que sean –y, a veces, por éso mismo–, van a tomar riesgos indebidos. Esto es así, pues ese tipo de señal le está asegurando a los bancos que, si ganan, todo es para ellos y, por otro lado, si pierden, el banco central/fisco se hace cargo de parte de las pérdidas. Lamentablemente, ése es un poco el mensaje que ha recibido recientemente el sistema financiero salvadoreño cuando se decidió compensar parcialmente la pérdida de los depositantes de dos instituciones en bancarrota.

Es verdad que, en el caso arriba mencionado, las medidas no han compensado directamente a los dueños de esas instituciones por sus pérdidas, pero se ha hecho algo que es igualmente pernicioso. Se les ha dicho a los depositantes que no deben preocuparse mucho acerca de donde colocan sus depósitos. Este seguro implícito sobre depósitos hará, muy probablemente, que los depositantes presten menos atención a la solidez bancaria y coloquen sus fondos en la institución que ofrece la tasa de interés más alta –lo que le da la posibilidad (y el incentivo) a instituciones con malas carteras de evitar la quiebra atrayendo nuevos depósitos a punta de tasas de interés elevadas. Esta situación induce a una competencia perversa, en la que las malas instituciones arrebatan depósitos de las buenas a punta de tasas de interés altas (que no pueden pagar pero están garantizadas por el Estado), lo que finalmente induce a las instituciones con buenas carteras a subir sus tasas de interés para evitar la quiebra. Naturalmente, esta espiral de tasas es insostenible, pues el sistema productivo no resiste en forma sostenida un nivel alto de tasas de interés, lo que al fin fuerza al Estado a hacerse cargo de gran parte de los malos préstamos y, usualmente también, de las deudas incurridas por el sistema bancario en el exterior. Las sumas de este mal manejo financiero son, como regla general, escalofriantes.

En consecuencia, si se persiste con este tipo de política, el sistema financiero salvadoreño puede debilitarse considerablemente y ser causa de una crisis. Afortunadamente, se está aun a tiempo de cambiar el rumbo.

2. Agregados Monetarios. A pesar de la guerra civil y la importante emigración a la que dió lugar, los agregados monetarios en El Salvador son altos en relación con América Latina. Un agregado como M2 excede el 30% del PIB, por ejemplo. Además, la volatilidad de estos agregados parece ser relativamente pequeña.

Esto sugiere que todavía el sistema financiero no está muy “invadido” por especuladores. Más bien, sugiere que los agregados monetarios están en manos de individuos o firmas que los tienen con fines transaccionales o de ahorro genuino en colones. La implicación importante es que parece relativamente improbable que los problemas financieros, si es que ocurren, se originen en corridas contra todo el sistema bancario por parte de los depositantes.

Por lo tanto, bajo esta perspectiva, parecería que los depositantes son más bien una fuerza de estabilidad que de inestabilidad en el sistema financiero.

3. Comercio Internacional. Excluyendo la maquila, el café representa todavía una parte importante de las exportaciones (alrededor del 15%). Sin embargo, las exportaciones no tradicionales han aumentado considerablemente. Hoy día representan casi el 65% del total, excluido maquila.

Vale la pena notar que cerca de 4/5 de las exportaciones (excluyendo maquila) se dirigen hacia el Mercado Común Centroamericano, MCC. Por lo tanto, inestabilidades del MCC se traducirán en vaivenes en las exportaciones salvadoreñas. Esto se ha visto con claridad en los años recientes. La expansión del corriente año, por ejemplo, no refleja tanto el éxito del manejo de la política económica en El Salvador, como la expansión post-tequila de la región como un todo.

La mayor dependencia del MCC va a, probablemente, significar que la economía salvadoreña será más vulnerable a shocks que se originen en esa región y que éstos se transmitan a través de las exportaciones.

3. Movilidad de Capitales. Remesas. Toda la evidencia parece indicar que El Salvador no ha sido golpeado por fuertes oleadas de flujo de capital especulativo. Esto es una buena noticia, dada la inestabilidad exhibida por el mercado internacional de capitales. En su lugar, sin embargo, este país ha experimentado un abundante flujo de remesas familiares, las cuales exceden hoy día la impresionante suma de los U\$S1.000 millones anuales. Esta suma equivale a, aproximadamente, U\$S5.000 por año, por familia, una suma que parece que excede a lo que una familia tipo viviendo en el exterior necesita transferir a la parte de la familia que no emigró. Esto me lleva a concluir que debe haber un componente importante de acumulación de capital en estas remesas (p.ej., construcción de inmuebles).² Esta parte de las remesas es probablemente más volátil que aquella que tiene como objetivo garantizar un nivel de vida mínimo para los que no han emigrado.

Desde un punto de vista macroeconómico, las remesas tienen un efecto bastante similar al de un flujo de capitales, pues aumentan la capacidad de gasto de los residentes en El Salvador. En la medida que el mayor gasto se dirija hacia bienes no transables (internacionalmente), sube su precio relativo, provocando una apreciación real de la moneda. Por lo tanto, es posible que las remesas sean una causante de la apreciación cambiaria en El Salvador.

Sin embargo, la línea de causación puede también ir en la dirección contraria. Esto es así, pues una apreciación real está asociada con un mayor costo de vida, lo que induce a que las remesas en

² Si suponemos que 20% de 6 millones de habitantes vive fuera del país –lo que equivale a 1.200.000 emigrantes–, y que cada familia contiene, en promedio, 6 personas, se concluye que hay 200.000 familias salvadoreñas viviendo fuera del país. Por lo tanto, para que las remesas familiares lleguen a U\$S1.000.000 significa que, en promedio, cada familia envía U\$S5.000 anuales, o un poco más de U\$S400 al mes –una cifra exorbitante dado el ingreso de un obrero poco calificado en los Estados Unidos, por ejemplo. Esto me lleva a concluir que deben haber flujos de capitales escondidos bajo el rubro Remesas.

Cuadro 1. Multiplicador de las Remesas

Por los argumentos dados en el texto, la tasa real de cambio TRC es una función decreciente de las remesas R . Esta relación se puede escribir de una manera simple de la siguiente manera:

$$TRC = \alpha - \beta R, \quad (1)$$

donde α y β son parámetros positivos. Por definición, cuando TRC sube (baja), decimos que la moneda se deprecia (aprecia) en términos reales.

Además, suponemos que las remesas tienen una parte autónoma, R^a , y una parte endógena que es una función decreciente de TRC . En forma lineal esto puede expresarse como:

$$R = R^a - \gamma TRC, \quad (2)$$

donde γ es un parámetro positivo.

Combinando las ecuaciones (1) y (2), se obtiene:

$$TRC = \frac{\alpha - \beta R^a}{1 - \beta\gamma}. \quad (3)$$

De la ecuación (3) es, por lo tanto, evidente que un aumento autónomo de las remesas (o entrada de capitales) es magnificado por el elemento endógeno de las remesas, generando un multiplicador mayor que la unidad e igual a $1/(1 - \beta\gamma)$.

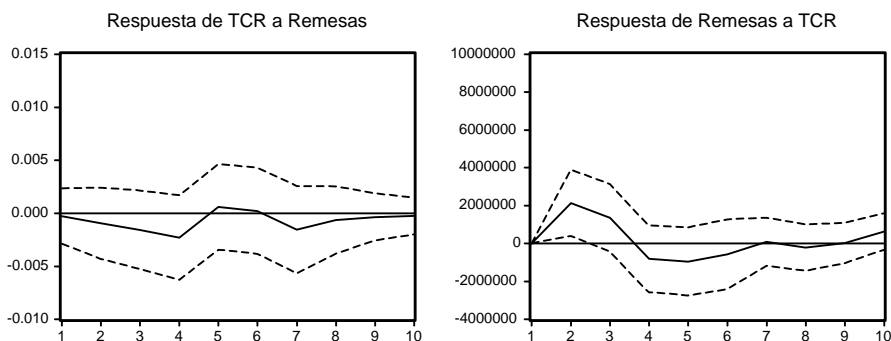
dólares aumenten para que no caiga el nivel de vida de la parte de las familias que ha quedado en El Salvador. La expansión de las remesas que se genera de esta manera, magnifica el efecto de cualquier entrada de capitales o aumento autónomo de remesas y contribuye a una mayor volatilidad de las remesas (ver Cuadro 1).

El modelo descrito en el Cuadro 1 puede estimarse en base a datos mensuales para el período 1992:01-1997:08 con resultados muy fuertes.³ En particular, el multiplicador $1/(1 - \beta\gamma)$ es más grande que 10. Sin embargo, sospecho que estos resultados se deben a que ambas series están respondiendo a, por lo menos, una variable no especificada en el modelo, p.ej., el proceso de

³ Las estimaciones se han hecho con datos del Banco Central. TRC es medido en logaritmos y, en la ecuación (1), TRC entra rezagada un período.

pacificación del país.

Figura 1. El Salvador. Análisis de Vectores Autoregresivos
(impulso de 1 desviación estándar, 6 rezagos)



Para estudiar esta conjetura, calculé el componente cíclico de la *TRC* y remesas (sustrayendo de la serie original su tendencia, estimada por el filtro de Hodrick y Prescott) y utilicé el método de Vectores Auto-Regresivos no restringidos (*unrestricted VARs*). Este método permite estimar el impacto que tiene sobre las variables del sistema un shock exógeno a la *TRC* y a las remesas. Como se observa en la Figura 1, sin embargo, el impacto no es significativamente diferente de cero con una probabilidad de error del 5 por ciento (la banda, indicada por líneas punteadas, corresponde a ± 1 error estándar).⁴ Esto sugiere que hay una relación muy débil entre estas variables a frecuencias cíclicas. Si bien estos últimos resultados no niegan abiertamente la posibilidad de que las variables estén relacionadas a más baja frecuencia, la falta de relación a frecuencia cíclica hace sospechar que la relación observada a más largo plazo es debida a la presencia de otras variables, como sugerí más arriba.

En síntesis, la coincidencia de una fuerte entrada de remesas y apreciación real de la moneda salvadoreña es consistente con dos interpretaciones polares. Una interpretación es que estas variables se causan mutuamente. Bajo esta óptica, por ejemplo, una depreciación real de la moneda puede llevar a una fuerte pérdida de remesas.

La otra interpretación polar es que tanto la tasa real de cambio como el nivel de las

⁴ La Figura 1 corresponde al caso en que remesas es la primera variable en la descomposición de Choleski. Los resultados, sin embargo, no cambian de manera significativa si la primera variable es la *TRC*.

remesas son producto de un tercer grupo de variables, entre los que se podría contar la pacificación del país. Esto último hace atractivo, por ejemplo, la construcción de viviendas (lo que induce remesas) e inversión en maquinaria y equipo. Ambas actividades ponen presión sobre el sector servicio y generar una apreciación real de la moneda. Bajo esta interpretación, una depreciación real de la moneda no tendría mayores consecuencias sobre las remesas, y viceversa. Factores más críticos serían, en cambio, la estabilidad institucional del país, seguridad jurídica y policial, etc., los cuales son eminentemente estructurales y no coyunturales.

4. Sistema Productivo. La tasa de crecimiento del PIB a principio de la década de los 90 ha sido muy satisfactoria, rondando el 7,5% entre 1992 y 1993. Sin embargo, ésta ha venido bajando a través del tiempo, dado que llegó a poco más del 6% entre 1994 y 1995, mientras que durante 1996 y 1997 apenas si supera un promedio del 3%. Este es un fenómeno preocupante que debe ser atacado con políticas estructurales y asegurando la estabilidad macroeconómica.

Otra característica saliente del sistema productivo salvadoreño es que alrededor del 50% de la población vive en zonas rurales y produce apenas el 10% del PIB. No es de sorprender, por lo tanto, que esta población sea la que exhibe los mayores niveles de pobreza del país. Varias razones se esgrimen para explicar este fenómeno. La más importante es la falta de infraestructura y la inseguridad lo que contribuye a aumentar enormemente los costos de transporte. Pero, además, no debe subestimarse el rol que juega la falta de un régimen claro de propiedad de la tierra. Esto dificulta la consolidación de la producción en áreas más eficientes y disminuye la migración campo-ciudad, dado que, bajo estas condiciones, para mantener los derechos de propiedad es importante la presencia física del agricultor en el campo.

Hay bastante consenso acerca de que el sector trabajo es uno de los más flexibles de América Latina. Sin embargo, se admite también que no sería fácil reducir los salarios nominales. Por lo tanto, la flexibilidad efectiva de este sector puede reducirse considerablemente si se converge a inflación cero. Esto sugiere que, si bien la estabilización de precios es de suma importancia para el crecimiento, niveles muy bajos de inflación pueden elevar considerablemente los costos de ajuste frente a, por ejemplo, una caída en los términos de intercambio, o devaluaciones en los países del MCC.

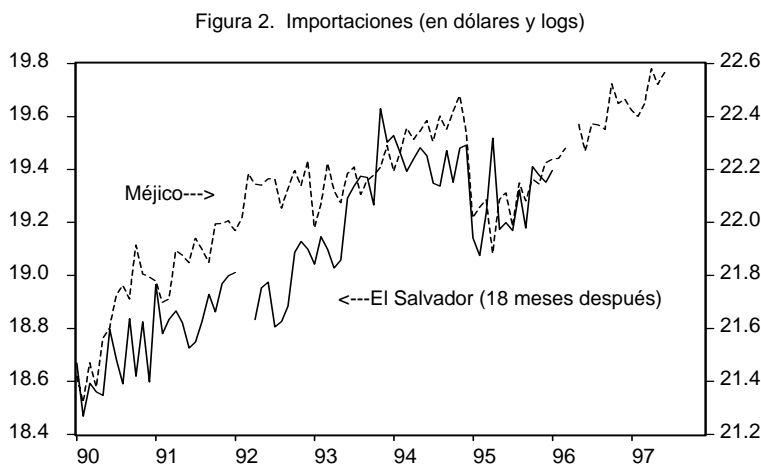
III. Características Coyunturales Salientes

Los temas centrales de la coyuntura actual son: (1) desaceleración del crecimiento en 1996, seguida de una recuperación anémica en el corriente año; (2) tasas de interés altas en términos reales; (3) apreciación real del colón; y, finalmente, (4) una tendencia hacia un mayor déficit fiscal.

Una hipótesis a este respecto, es que la recuperación ha sido lenta (punto (1)) debido a la combinación de una política fiscal expansiva, acompañada por una política monetaria dura,

pero no necesariamente sostenible (lo que engloba a los puntos (2) y (4)).⁵ La expansión fiscal bajo estas condiciones contribuye a un *crowding out* de la inversión privada directamente –pues sustrae recursos que hubiesen sido invertidos en el sector privado–, indirectamente, pues aprecia temporariamente la moneda (en términos reales) y reduce la rentabilidad del sector de bienes comerciables (p.ej., bienes agrícolas).

Quisiera empezar la discusión de este tema haciendo una observación acerca del ciclo económico en El Salvador. Investigaciones recientes (véase, por ejemplo, Calvo y Reinhart (1996)), indican que las economías pequeñas de América Latina tienden a seguir, en su ciclo, a las más grandes. Esto se ilustra de una manera imperfecta en la Figura 2. Allí se grafican dos curvas representando las importaciones (en logaritmos) de El Salvador (la línea sólida) y Méjico (la línea punteada). Las cifras de importaciones puede tomarse como una medida del gasto en cada uno de los países. Las cifras correspondientes a Méjico corresponden a las fechas listadas en el eje horizontal. Por otra parte, las cifras correspondientes a El Salvador para el mes x corresponden a las del mes $x + 18$ meses –es decir, es la cifra correspondiente a un año y medio después. Por lo tanto, la gráfica sugiere que el ciclo mejicano lidera al salvadoreño en alrededor de 18 meses.⁶



Lo que estamos observando hoy día está en línea con la Figura 2, pues Méjico se recupera a partir del último trimestre de 1995. Sin embargo la recuperación mejicana es muy fuerte comparada con la salvadoreña, lo que hace pensar que, detrás de la lenta recuperación de la economía

⁵ El problema de la apreciación real será tratado durante la discusión de esta conjetura.

⁶ Este es otro tema importante que merece ser objeto de un estudio econométrico cuidadoso.

salvadoreña hay, además, factores domésticos importantes, los cuales, como voy a argumentar, podrían estar asociados con la postura fiscal/monetaria arriba señalada.

La hipótesis de que la lenta recuperación de la economía puede deberse a la combinación de política fiscal blanda con monetaria dura, puede sustentarse sobre bases puramente conceptuales. La mayor ventaja de una política monetaria dura es que ayuda a controlar la inflación y, dado que en El Salvador la tasa de cambio es *de facto* fija, a poner coto a la apreciación real del colón. Sin embargo, si esta política está acompañada por déficits fiscales crecientes –como parece ser el caso en El Salvador–, las tasas de interés van a tender a quedar altas. Esto se debe a dos razones diferentes.⁷

En primer lugar, la política fiscal expansiva tiende a aumentar la demanda de dinero por motivo transacción. Sin embargo, si los agregados monetarios no se incrementan lo suficiente, el público tratará de aumentar su stock de activos líquidos pidiendo prestado. Si la movilidad de capitales internacionales es imperfecta –lo que es plausible suponer en El Salvador (recordar la discusión en la sección anterior)–, el aumento de la demanda de préstamos no puede ser satisfecha, lo que crea una situación de exceso de demanda de préstamos y consecuente aumento en las tasas de interés.

En el mediano plazo, sin embargo, es de esperar que si las tasas de interés quedan altas, el sector privado va a tener el incentivo de endeudarse directamente en el exterior (fenómeno que se hizo evidente en 1995). ¿Significa esto que las tasas van a bajar sin que el Estado deba hacer nada al respecto? La respuesta es, lamentablemente, “no”. La discusión del tema nos va a dar la segunda razón por la cual las tasas quedan altas bajo la combinación de políticas fiscal y monetaria que caracteriza la coyuntura salvadoreña.

Empezaré por explicar por qué pienso que la postura fiscal de El Salvador puede percibirse como blanda. No es, ciertamente, por sus déficits fiscales, los cuales están dentro de límites normales, dada la tasa de crecimiento reciente y potencial del país. En mi opinión, la debilidad de la política fiscal se origina en la expectativa acerca de la respuesta de política del banco central/fisco si hubiesen problemas de orden financiero –como los que ha habido recientemente. Como se ha indicado más arriba, la señal que ha mandado el Estado es que va a subsidiar parte de las pérdidas. Por lo tanto, existe un déficit fiscal potencial que sólo se va a hacer evidente cuando haya una crisis financiera.

La experiencia internacional al respecto es que, fácilmente, los costos fiscales de un salvataje financiero pueden llegar al 10% del PIB y hemos visto casos en los que el porcentaje ha sido mucho mayor (Chile en los 80 y Venezuela en los 90 son dos buenos ejemplos). Pero, es

⁷ En esta discusión me voy a abstraer de la competencia de tasas entre instituciones débiles y fuertes que se señalara más arriba. Esto no implica que este factor no sea importante, aunque es probable que salga a la luz cuando ya hayan indicaciones fuertes de que el sistema financiero está cerca de una crisis.

menester preguntarse, ¿en qué sentido son estos porcentajes altos? No lo son necesariamente en un cálculo puramente fiscalista ya que si hubiese financiación al 10% anual, digamos, el salvataje bancario de 10% del PIB significaría un aumento del gasto fiscal de 1% por año. Esta no es una suma despreciable, pero normalmente los gobiernos pueden diseñar nuevos impuestos para solventarla.

El problema es que, cuando ocurre una crisis financiera, no es fácil obtener financiamiento externo. Hay muy pocos países que han logrado ese tipo de financiamiento. El ejemplo más reciente es el de Suecia en 1993.⁸ La situación más común, en cambio, es que los países se vean forzados a aumentar la recaudación impositiva para cubrir, en un corto período de tiempo, cifras del orden del 10% del PIB. No es nada fácil diseñar nuevos impuestos que tengan tanto poder de recaudación, excepto impuestos expropiatorios. De todos ellos, el más fácil de implementar es el *impuesto inflacionario*. La forma que éste toma en la práctica es que la autoridad monetaria aumenta el crédito al sector financiero y absorbe las deudas incobrables.

Si la autoridad monetaria no esteriliza la expansión de su crédito, la oferta monetaria sube muy fuertemente, lo que provoca una pérdida importante de reservas y, posiblemente, una devaluación de la moneda. Por otra parte, si la expansión de los agregados monetarios se trata de esterilizar, esto significa que el banco central tendrá que salir a colocar títulos en un momento en que el país como un todo está siendo excluido del mercado internacional de capitales. Por lo tanto, esta emisión de deuda pública por parte del banco central genera un aumento sideral de las tasas de interés, lo que amenazaría con destruir el funcionamiento del aparato productivo. Bajo estas circunstancias, es probable que el gobierno decida que mantener la tasa de cambio está siendo demasiado costoso y devalúe la moneda.

De esta larga historia se sigue que en la medida en que persista la visión de que el sistema financiero es débil y que, en caso de problemas, el Estado se hará cargo de una parte importante de los costos, persistirá también la idea de que hay escenarios –tal vez no muy lejanos– en los que la moneda sufre una devaluación abrupta. Por lo tanto, bajo esas condiciones, las tasas de interés internas van a reflejar la posible pérdida de capital a la que están sujetas las inversiones en colones, lo que lleva a que las tasas de interés en colones queden altas. Esto completa la segunda razón por la cual las tasas de interés pueden ser elevadas en respuesta a una política fiscal blanda y monetaria dura.

En este contexto, preocupa que los últimos datos muestran un aumento de 18% en el crédito bancario. ¿Significa esto que las tasas de interés no son, después de todo, tan elevadas? Esto tiene dos respuestas –y ambas son preocupantes.

La primera respuesta es que la expansión del crédito puede ser ficticia, reflejando simplemente refinanciación de carteras. Esto suele ocurrir cuando los prestatarios no pueden pagar ni aun el

⁸ Corea del Sur está empezando una campaña en ese sentido con apoyo del FMI, pero todavía es muy temprano para saber si van a tener éxito.

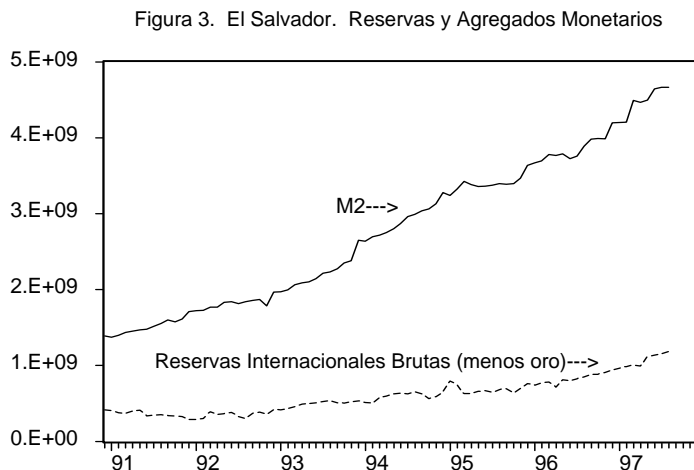
interés sobre los préstamos. Bajo esta óptica, las tasas de interés son altas, y tan altas que no se pueden pagar y los bancos las refinancian para no mostrar la debilidad de sus carteras.

La segunda respuesta está en línea con la segunda explicación de las tasas altas que he dado más arriba. Esto corresponde al caso en que las tasas de interés quedan altas pues el sector privado teme que haya que devaluar la moneda. Bajo estas circunstancias, el que pide prestado también toma esa eventualidad en cuenta, lo que significa que *ex ante* las tasas de interés no lucen necesariamente altas. Sin embargo, en la medida que la devaluación/inflación no ocurre, las tasas de interés quedan altas *ex post*. Por lo tanto, si esta situación continúa, aumenta la mora, se empeora la cartera de los bancos, lo que incrementa la probabilidad de una crisis financiera.

IV. Discusión de la Política Cambiaria, Monetaria y Financiera

De la discusión anterior se sigue que la economía salvadoreña exhibe agregados monetarios altos y estables. Además, me animo a conjeturar que el proceso de remesas y de apreciación real de la moneda es también relativamente estable y determinada por las condiciones favorables que se han generado a partir de la pacificación del país.⁹ El único punto potencialmente débil del sistema es el sector financiero. Parte de su debilidad, vale la pena recordar, se debe a la política de salvataje que se llevó a cabo recientemente.

Sorpresas por el lado financiero pueden tener consecuencias serias pues, si bien los agregados monetarios muestran cierta estabilidad relativa, son aun altos con respecto a las reservas internacionales. Esto se ilustra en la Figura 3.



⁹ Esto implica que me vuelco hacia la segunda interpretación en la Sección II.3.

El cociente de M2 (expresado en dólares) a Reservas Internacionales Brutas (excluido oro) es alrededor de 4, lo que implica que, a la tasa de cambio actual, una corrida bancaria acaba muy rápidamente con las reservas internacionales. Esto sigue siendo válido si la tasa de cambio se devaluase en un 100 por ciento. Por lo tanto, sin ayuda internacional no habría recursos para luchar contra una corrida bancaria, excepto que se abandone completamente la política monetaria y cambiaria seguida hasta el momento. Quisiera notar, sin embargo, que no hay razones para que ocurra este escenario catastrófico debido, precisamente, a que los agregados monetarios salvadoreños parecen ser relativamente estables. Pero no hay que jugar con fuego. Como las economías del sudeste asiático están demostrando, un desorden financiero puede desestabilizar aun a economías que han sido muy exitosas por muchos años, cuando las autoridades monetarias no tienen los recursos para luchar contra corridas contra sus pasivos.¹⁰

Aun dejando de lado el sistema monetario/financiero, es probable que haya shocks importantes que se originen del lado de la cuenta comercial. Como he señalado más arriba, El Salvador comercia de manera significativa con el MCC, una zona relativamente más inestable que lo que, típicamente, han sido los países avanzados. Pero, además, vale la pena recordar que vivimos en un mundo mucho más inestable, en que países tales como los del sudeste asiático han devaluado de manera significativa y sus monedas parecen haberse vuelto mucho más volátiles. Aunque El Salvador no comercia montos importantes con esa parte del mundo, el crecimiento de sus exportaciones puede estar afectado, dado que dichas devaluaciones dificultan penetrar nuevos mercados y que la volatilidad de las tasas de cambio aumenta el riesgo del comercio internacional.

Estas consideraciones son importantes para el diseño de una política monetaria y cambiaria adecuada para El Salvador. Paso a enumerar los puntos centrales:

- Sector Financiero. Para reforzarlo se debe
 - Mantener la política de encajes altos. En caso de entrada masiva de capitales, los encajes marginales deben subirse aun más. Paralelamente, una salida fuerte de capitales o de las remesas, puede ser enfrentada con una disminución de los encajes.
 - Facilitar la entrada de bancos internacionales, es decir, bancos que operen en las plazas más importantes del mundo. De esta manera, los bancos tienen más chances de ayudar a la recuperación luego de un ciclo recesivo y a no agravar el corte de crédito en caso de salida de capitales. No es suficiente con que los bancos locales tengan líneas de crédito con bancos internacionales ya que estas últimas tienden a desaparecer muy rápidamente en épocas de crisis.

¹⁰ Estos pasivos incluyen la deuda pública y también pasivos del sector privado que estén implícitamente garantizados por el Estado. Tal es el caso, en muchos países –incluyendo probablemente a El Salvador–, de los pasivos del sector bancario, como M2.

- Mejorar sustancialmente la supervisión bancaria.
- Política Cambiaria. Dada la vulnerabilidad financiera ilustrada por la Figura 3, no parece que El Salvador esté en condiciones de adoptar reglas cambiarias rígidas como, por ejemplo, una Caja de Conversión. Más específicamente:
 - El sistema presente de un tipo de cambio virtualmente fijo con tasas altas de interés es peligroso pues induce a pedir prestado en el exterior, lo que resulta en una dolarización *de facto* de la economía. Como se ha visto en Corea e Indonesia, bajo esas condiciones, una devaluación puede descolocar completamente a las empresas endeudadas y forzar al gobierno a tomar préstamos internacionales –o conseguir ayuda de los organismos multilaterales– para evitar una quiebra generalizada.
 - Por lo tanto, sería deseable adoptar un sistema de cambio más flexible. Para evitar comprometer la credibilidad de la política, se podría flexibilizar la tasa de cambio inicialmente “hacia abajo”, es decir, permitiendo una apreciación nominal de la moneda. Esto va a enviar la señal de que el Estado no garantiza la tasa de cambio y que, por lo tanto, hay riesgos endeudándose en moneda extranjera. Esto inducirá a que, aquellas firmas que obtengan préstamos en moneda extranjera, acompañen esas transacciones con operaciones financieras que aseguren el costo del repago en moneda nacional (por ejemplo, a través de compras de moneda extranjera a futuro u opciones).
 - Dado que los salarios nominales no parecen ser suficientemente flexibles hacia abajo y que el área dólar exhibe una tasa de inflación muy baja, sería aconsejable adoptar un sistema cambiario que garantice un mínimo de devaluación por año (por ejemplo, 5 por ciento). Esto implicaría que la tasa de inflación de El Salvador excedería a la del área dólar. La mayor ventaja es que reducciones en el salario real requeridas por cambios en las condiciones objetivas de la economía podrían tener lugar más rápidamente y con menos costos que con tipo de cambio fijo.
 - Política Monetaria. Un tipo de cambio más fluctuante requiere mayor disciplina en el control de los agregados monetarios. Esto no debe confundirse con “esterilización” de la acumulación de reservas internacionales, una política muy usada –y aun tal vez abusada– en El Salvador. Específicamente:
 - Los agregados monetarios que controle el Banco Central (por ejemplo, base monetaria) deben estar en línea con los objetivos cambiarios *cuando no se intervenga en el mercado acumulando o desacumulando reservas internacionales.*

- La intervención cambiaria debe hacerse lo más transparente posible y evitar la esterilización. Esto último es caro y peligroso. Debe recordarse que Argentina no esteriliza y, sin embargo, ha sido altamente exitosa en reducir la inflación partiendo de niveles muy altos.
- En el corto plazo, parece deseable seguir una política monetaria menos contractiva. Una alternativa es a través de una recompra parcial de los títulos emitidos por el Banco Central.
- Cambios Estructurales. Este estudio se ha concentrado en aspectos de la política monetaria, cambiaria y financiera, pero es indiscutible que el futuro de El Salvador descansa sobre la profundización de las políticas de cambio estructural que privilegien el rol del sector privado. La política macroeconómica ayuda a dar el marco para un crecimiento estable, pero el vigor con el que éste ocurra dependerá fundamentalmente de las reformas estructurales.

Referencia

Sara Calvo y Carmen Reinhart, “Capital Flows to Latin America: Is There Evidence of Contagion Effects?” publicado en G. Calvo, M. Goldstein y E. Hochreiter (editores) *Private Capital Flows to Emerging Markets After the Mexican Crisis*; Washington: Institute for International Economics, 1996.