

ISSN 1810-8903

Documento de Trabajo

Impacto de la crisis económica internacional y
respuestas de política en El Salvador

No. 2009-02



BANCO CENTRAL DE RESERVA DE EL SALVADOR



**Banco Central de Reserva
de El Salvador**

Documento de Trabajo

**Impacto de la crisis económica internacional y
respuestas de política en El Salvador**

Juan Antonio Osorio

**Documento de Trabajo No. 2009 - 02
Segundo Semestre de 2009**

2009

Departamento de Investigación Económica y Financiera

**Banco Central de Reserva de El Salvador
Alameda Juan Pablo II, entre 15 y 17 Avenida Norte
San Salvador, El Salvador, C. A.**

El Banco Central al publicar esta serie de Documentos de Trabajo, pretende facilitar la difusión de estudios económicos y financieros que contribuyan al mejor conocimiento de la realidad salvadoreña.

Las interpretaciones, análisis y conclusiones de estos trabajos representan las ideas de los autores y no coinciden necesariamente con el criterio de este Banco Central.

Prohibida la reproducción total o parcial de este documento, sin previa autorización del Departamento de Investigación Económica y Financiera del Banco Central de Reserva de El Salvador.

ISSN 1810-8903

Resumen

La actual crisis económica global desencadenada desde la segunda mitad de 2008, ha requerido de intervenciones fuertes y en su mayoría no convencionales por los gobiernos de economías desarrolladas o en desarrollo, para enfrentar sus consecuencias. En este estudio se presenta una evaluación de los efectos de la crisis global sobre la economía salvadoreña y las medidas de política aplicadas hasta finales de 2009. Se efectúa una revisión de las condiciones macroeconómicas de El Salvador antes de la turbulencia, destacando los vínculos con Estados Unidos. Se analiza el conjunto de herramientas de política económica disponibles sobre la base del marco de política macroeconómica y el avance en la consolidación fiscal. El impacto de la crisis se evalúa a través de los canales comercial, real y financiero, revisando además los efectos sobre la estabilidad financiera. Se presenta una reseña de las medidas de política implementadas en El Salvador, con una corta revisión de las aplicadas en algunos países de América Latina, indicando el limitado marco de política macroeconómica para la economía salvadoreña.

Abstract

The ongoing world economic crisis triggered since the second half of 2008 has required strong and not conventional political measures in both, developed and developing economies in order to meet the crisis consequences. This paper shows an evaluation of the crisis effects on the salvadoran economy and the political measures adopted by the government through December 2009. For assessing the crisis effects, the study reviews the macroeconomic conditions of El Salvador before the international turbulence and their US economy links. The set of available policy instruments for policymakers is reviewed on the base of policy framework and the advance in the fiscal consolidation. The crisis impact is evaluated through the commercial, real and financial channels, including the effects on financial stability. A briefing of macroeconomics measures taken by El Salvador was included and were compared to those measures adopted by others Latin American countries, showing the narrow policy framework for the salvadoran economy.

Contenido

Introducción	1
I. La economía salvadoreña antes de la crisis económica global de 2008.....	2
A. El marco de política macroeconómica	2
B. Condiciones económicas previas a la crisis, mayor resistencia a los vaivenes de EE.UU.?	3
II. El Impacto de la crisis sobre la economía de El Salvador	13
A. El Canal Comercial.....	14
B. El Canal Financiero	15
C. El Canal Real	17
D. Efectos sobre la estabilidad financiera.....	20
III. Medidas de política en El Salvador y Países de América Latina	24
A. Medidas de política en El Salvador.....	24
B. Políticas anti-crisis en países de América Latina	27
1. México	27
2. Chile	28
IV. Consideraciones finales.....	29
Bibliografía	31

Introducción

Caracterizados como economías pequeñas y en desarrollo, la mayoría de países en América Latina enfrentan con frecuencia mayores dificultades por los sucesos económicos o financieros ocurridos en el resto del mundo, a lo que se suman los efectos de perturbaciones internas de diferente índole. En el caso de El Salvador, es característico de su historia económica, las fuertes variaciones de precios en sus productos de exportación y de los insumos importados como el petróleo, destrucción de capacidad productiva por desastres naturales, distorsiones inducidas por la política económica, así como períodos de inestabilidad social o política.

La mayoría de estudios sobre las variables que influyen en los ciclos económicos, coinciden en señalar que gran parte de la variabilidad del producto de los países menos desarrollados se debe a factores externos, principalmente los movimientos de los términos de intercambio, las variaciones en la tasa de interés en los mercados internacionales y la evolución del producto de los Estados Unidos.

Los análisis previos de las fases expansivas y contractivas de la economía salvadoreña, identifican como principales factores explicativos, la variación en los precios internacionales de los principales productos de exportación, la ampliación o contracción del mercado centroamericano, el crecimiento de la economía estadounidense y las bruscas alzas en el precio de materias primas indispensables como el petróleo.

Algunas de las crisis financieras anteriores que afectaron a varios países en América Latina no tuvieron mayor efecto sobre la economía salvadoreña, aunque estas crisis no provinieron de los Estados Unidos ni presentaron la magnitud de la actual.

A continuación se presenta una evaluación de los efectos de la crisis externa sobre la economía salvadoreña hasta finales de 2009 y las medidas de política aplicadas hasta la fecha.

En la primera sección se revisa brevemente el marco de política macroeconómica para ubicar la gama de políticas y herramientas disponibles, seguido de una caracterización del crecimiento económico en la década de dos mil, donde se plantean los vínculos entre El Salvador y Estados Unidos y su grado de fortaleza, para establecer la capacidad de resistencia y prever la magnitud del impacto.

En la sección segunda se analiza el impacto de la crisis sobre la economía salvadoreña, visto a través de los canales comercial, financiero y el real, con un apartado de los efectos sobre la estabilidad financiera. La tercera sección visualiza las medidas de política, principalmente financieras hasta la fecha y presenta un resumen de las intervenciones de los gobiernos en América Latina, citando como ejemplos a México y Chile. En la sección cuatro se presentan algunas conclusiones.

I. La economía salvadoreña antes de la crisis económica global de 2008

A. El marco de política macroeconómica

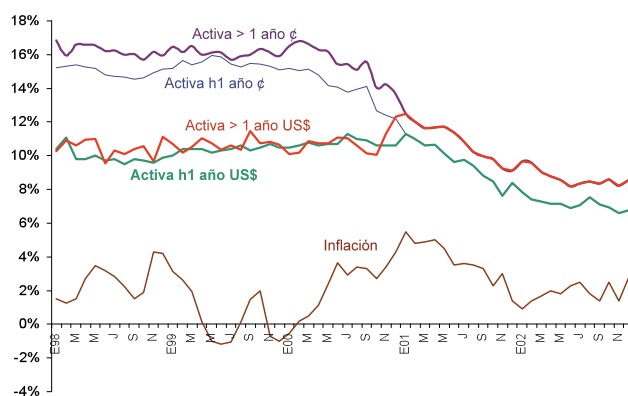
La primera década del siglo veintiuno significó un cambio importante en materia de política económica en El Salvador, al introducir el régimen de dolarización oficial en enero de 2001. La decisión de anclar el tipo de cambio en $\text{¢}8.75$ por US\$1 se adoptó no precisamente en un entorno de alta inflación e inestabilidad cambiaria como el caso de Ecuador (que lo adoptó un año antes), pero sí en condiciones de tasas de interés en moneda nacional que en 2000 promediaron 14% para los préstamos de corto plazo y 15.5% en los de largo plazo.

La medida se fundamentó en brindar confianza a los agentes económicos sobre el comportamiento futuro del tipo de cambio, asegurando que las inversiones no serían afectadas por devaluaciones cambiarias, constituyendo un incentivo para los inversionistas locales y extranjeros, promoviendo así un crecimiento económico sostenido.

Gráfico No. 1

El Salvador

Tasas de interés del Sistema Bancario e inflación anual (1998-2002)



Fuente: Banco Central de Reserva (2009)

La pérdida de la facultad de emisión de moneda por el gobierno, tuvo como consecuencia directa la pérdida de señoreaje y produjo como cambio más importante en la política económica, la eliminación de la capacidad de realizar política monetaria y cambiaria por el banco central, incluyendo la pérdida de la función de Prestamista de Última Instancia en moneda nacional.

La disponibilidad de políticas quedó reducida a la política fiscal y en cierto grado a la política comercial, aplicada esta última a través de las negociaciones de acuerdos comerciales bilaterales o multilaterales.

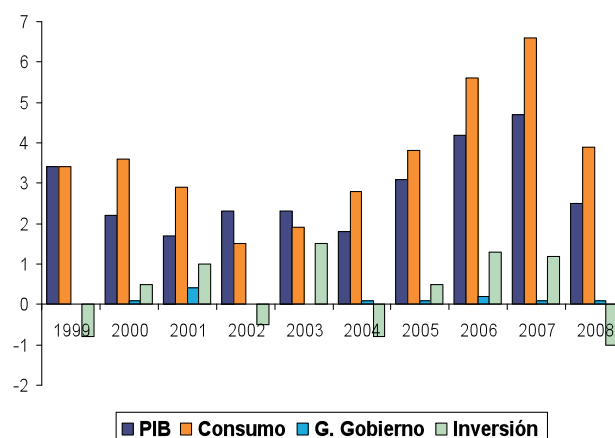
La aplicación de la política fiscal implica flexibilidad en los gastos y grados de maniobra por el lado de los ingresos, a la vez que resulta ideal la existencia de fondos de contingencia y si estos no son posibles, un acceso ágil a fuentes externas de recursos para incrementar el gasto en las fases recesivas de los ciclos. En suma, la **buena marcha del régimen monetario y de la economía establece como requisito la disciplina fiscal.**

B. Condiciones económicas previas a la crisis, mayor resistencia a los vaivenes de EE.UU.?

El menor dinamismo demostrado por la actividad económica salvadoreña en la segunda mitad de los 90s, se acentuó en el período 2001-2004, durante el cual el producto creció a una tasa promedio de 2.0%, inferior al dinamismo observado en el quinquenio precedente, cuando el crecimiento fue de 3.1%.

Por el lado de la demanda, el consumo privado continuó proporcionando el mayor aporte relativo aunque con menor fuerza (2.3%), mientras el gasto de inversión mantuvo una limitada participación de 0.3% y las exportaciones netas contribuyeron a la baja en -0.6%.

Gráfico No. 2
Crecimiento del PIB de El Salvador y componentes de la Demanda Interna (%)

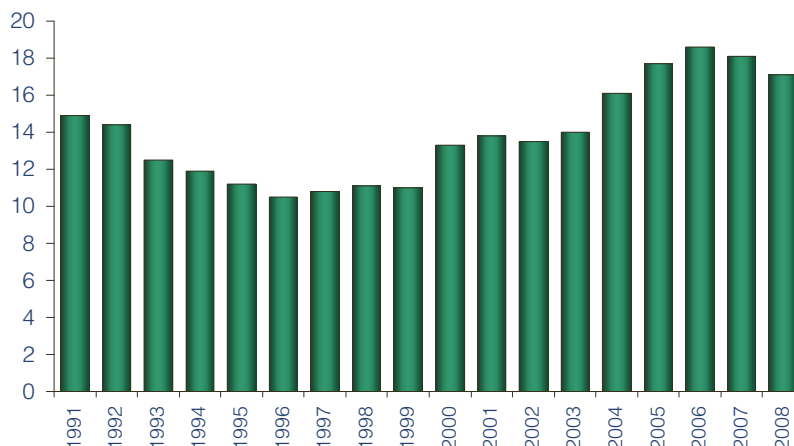


Fuente: Banco Central de Reserva (2009)

Después de la señalada fase de lento crecimiento, la actividad económica inició una trayectoria de recuperación desde el año 2005, lo que se reflejó en un crecimiento promedio de 3.6% en el período 2005-2008, aunque la fase expansiva se vio interrumpida notoriamente desde la segunda mitad del último año, en reflejo de los alcances de la recesión a nivel mundial.

La economía mantuvo un ritmo expansivo amparado en un gasto de consumo cada vez más vigoroso, que contaba con las remesas familiares entre las más importantes y estables fuentes de financiamiento, cuyo importe creciente llegó a representar cerca del 19% del PIB para los años 2006 y 2007, precisamente los dos años de mayor crecimiento económico en la región de Centroamérica.

Gráfico No. 3
El Salvador
Remesas Familiares (%PIB)



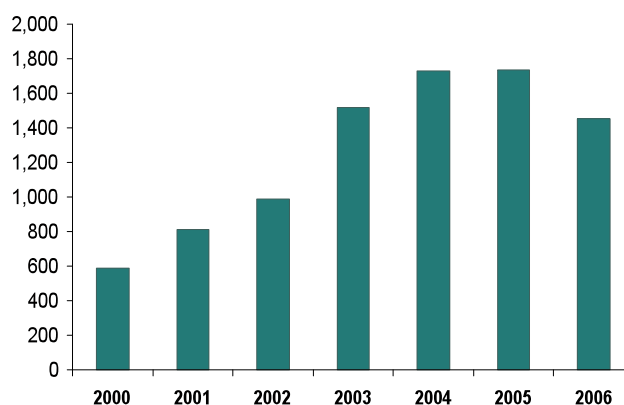
Fuente: Banco Central de Reserva (2009)

El crédito bancario constituyó la otra fuente relevante de financiamiento del consumo, destino que al igual que en el ámbito internacional, exhibía una dinámica superior a la del crédito en general. Entre 2005 y 2007 el crédito de consumo registró en promedio una expansión anual de 22.8%, aventajando en casi 14 puntos porcentuales el crecimiento del crédito al sector privado (9.01%).

La banca salvadoreña ha usado tradicionalmente los depósitos como principal fuente de financiamiento del crédito; sin embargo, el proceso de internacionalización suscitado con el régimen dolarizado, el ingreso y/o consolidación en el mercado local, de grandes bancos extranjeros, así como las bajas tasas de interés y amplia liquidez en los mercados internacionales, derivaron en un mayor uso de préstamos externos.

La deuda externa de los bancos se aceleró desde el año 2001, registrando el mayor crecimiento anual en 2003 (53.6%) y valores máximos de US\$1,730 millones en 2004 y 2005, años en que llegaron a representar el 20% de las fuentes de recursos bancarios, situándose ocho puntos por sobre la participación del año 2000.

Gráfico No. 4
Préstamos de bancos con el exterior
(Millones US\$)



Fuente: Banco Central de Reserva (2009)

1. Oferta sectorial

La estructura productiva salvadoreña ha experimentado importantes transformaciones en las dos últimas décadas. De acuerdo a Cabrera et al (2005), en el crecimiento del PIB por el lado de la oferta, el sector agropecuario había disminuido su participación debido a factores como desastres climatológicos, bajos precios internacionales de los productos de exportación, pérdida de tierras cultivables y emigración de la mano de obra.

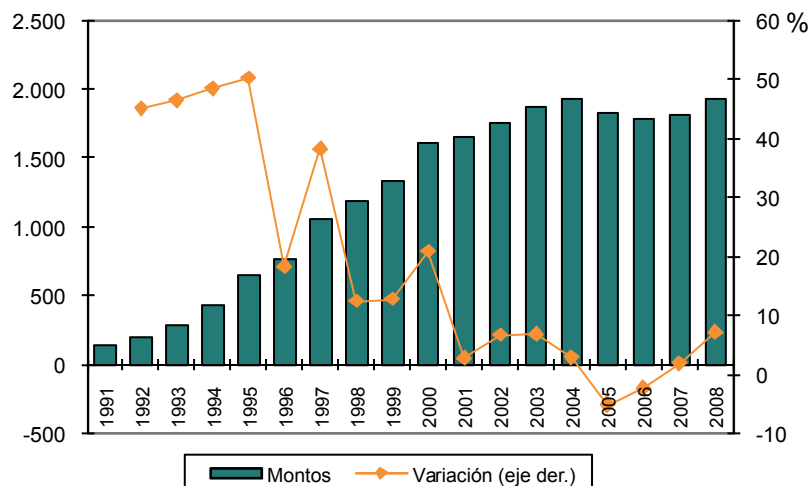
El sector agropecuario mostró estancamiento desde el inicio de la década de los noventa; si bien en algunos años llegó a registrar crecimientos importantes motivados por la recuperación del café, altas cosechas de granos básicos y la mejora en la avicultura, su crecimiento promedio entre 1991 y 2004 fue de 1.0% y su menor participación dentro del PIB fue compensada por el sector comercio y los sectores de servicios: Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones y Establecimientos Financieros y Seguros.

Su recuperación inició desde 2004, pasando a partir de entonces a ser uno de los sectores de mayor aporte al crecimiento anual, con base en la mejora en los precios internacionales de productos agrícolas y el apoyo gubernamental en asistencia técnica y suministro de semillas e insumos.

Por su parte, la industria redujo notablemente su aporte en la primera mitad de la década del 2000, si bien su contribución estuvo influenciada fuertemente por el comportamiento de la maquila textil, también se ha observado una mayor dinámica en subsectores como productos lácteos, cuero y sus productos, y productos de la refinación del petróleo, entre otros.

Después de una década de vigorosa expansión de la maquila, la actividad se desaceleró durante 2004 a consecuencia de la libre entrada de China al mercado de textiles y vestuarios. La creciente competencia externa de las economías asiáticas desde ese año, puso en evidencia la necesidad de transformar la industria mediante la inversión en nuevas tecnologías y el desarrollo de procesos de envío de respuesta rápida para explotar la proximidad geográfica con los principales mercados.

Gráfico No. 5
Exportaciones salvadoreñas de maquila
(Millones US\$ y %)



Fuente: Banco Central de Reserva (2009)

En el caso de la construcción, su importancia radica en el aporte a la inversión nacional y en que su proceso productivo es intensivo en mano de obra. Esta actividad mostró una significativa contribución al crecimiento económico que estuvo relacionada con la inversión pública realizada a partir de los noventa como parte del proceso de reconstrucción de post-guerra, con las reformas económicas encaminadas a estimular el crecimiento económico y con el efecto de la reconstrucción post-terremotos de 2001.

Las tareas de reconstrucción suscitaron un crecimiento promedio de 16.0% en la inversión pública para los años 2001 y 2002, que declinó progresivamente en los años subsiguientes con la finalización del Programa hasta tornarse negativa. Por el contrario, la inversión privada que se desaceleró en los primeros años, se recuperó en 2003 y 2004, creciendo a un promedio de 4.0%, mostrando una evolución positiva pero aún insuficiente para apuntalar el crecimiento del sector.

Superado el efecto de la reposición de infraestructura post-terremotos, la actividad llegó a registrar variaciones de -9.8% en 2004, resultado de la baja ejecución del gasto de inversión pública, ocasionada por la tardía aprobación del presupuesto.

El sector retomó impulso en los siguientes dos años (2005 y 2006), potenciado por la ejecución de proyectos públicos de importante magnitud y de proyectos privados,

pero en 2007, el año de mayor crecimiento de la economía, el sector daba muestras de debilitamiento, interpretándose como un nuevo agotamiento de la demanda interna para los proyectos habitacionales privados, que había impulsado la ampliación del mercado hacia el segmento de salvadoreños residentes en los Estados Unidos, quienes ya empezarían a resentir los efectos de la crisis inmobiliaria en ese país.

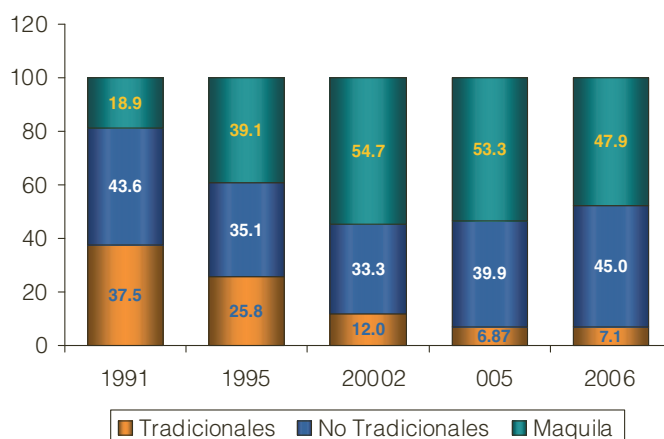
2. Diversificación de exportaciones

La histórica exposición de la economía a los vaivenes en los precios internacionales de un principal producto de exportación, exigía diversificar la base exportadora. Las reformas económicas desarrolladas desde principios de los 90's pretendían desarrollar una base productiva competitiva para el mercado interno y externo.

Los cambios en la estructura exportadora de El Salvador examinados a través de la clasificación de las exportaciones, incluyen el efecto de bajos precios internacionales del café para algunos años (ver Gráfico No.6); sin embargo, también muestran con suficiente claridad, el proceso de sustitución de los productos tradicionales (café, azúcar y camarón) por el acelerado protagonismo de la maquila hasta el año 2000. Si bien esta situación sustenta un avance en la diversificación de productos, el hecho que cerca del 90% de estas exportaciones tuvieran como destino directo los Estados Unidos, significaba una fuerte dependencia y exposición a las condiciones de demanda en ese mercado.

El estancamiento y caída de la maquila desde mediados de la presente década dieron base para el repunte de las exportaciones no tradicionales, entre las que destacan productos de la industria química, farmacéutica, alimenticia, hierro, papel y ropa y textiles no pertenecientes a la maquila.

Gráfico No. 6
Composición de las Exportaciones salvadoreñas
(% del total)



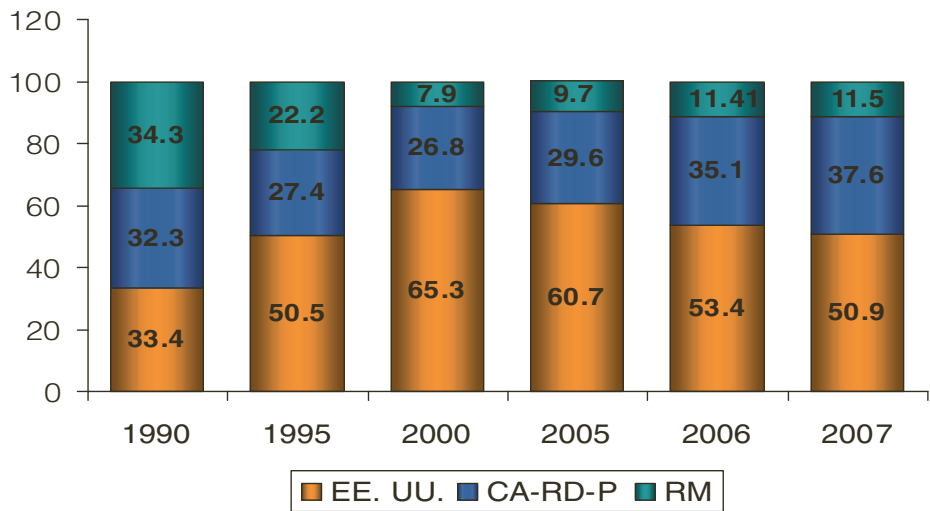
Fuente: Banco Central de Reserva (2009)

En cuanto a la diversificación de mercados, desde el año 1999 se han suscrito Tratados de Libre Comercio entre Centroamérica y Chile, México, Panamá, Estados Unidos y Taiwan, que han apuntado a la atracción de inversión extranjera y a la diversificación de los mercados de destino.

Roache (2008) plantea que los vínculos cíclicos entre Centroamérica y los Estados Unidos, difícilmente se debilitarían sin la ocurrencia de una significativa diversificación de exportaciones y flujos de inversión extranjera, que fueran más allá de Estados Unidos y la región. Al año 2006, previo al estallido de la crisis financiera, se continuaba imponiendo la lógica de los vínculos históricos en las relaciones comerciales, con un predominio del mercado estadounidense (53.4%) y centroamericano incluyendo República Dominicana y Panamá (35.1%), como principales destinos de las exportaciones salvadoreñas (ver Gráfico No. 7)

Precisamente una mayor integración comercial con los Estados Unidos y el resto de Centroamérica, sería un primer resultado esperado del más importante Tratado de Libre Comercio (TLC) que fue suscrito por El Salvador en 2004 y es lo que se refleja en la composición del destino de las exportaciones del Gráfico No.7, donde el resto de la región se consolidó como el segundo mercado más importante para el país.

Gráfico No. 7
Destinos de Exportaciones de El Salvador
(Porcentajes)



Fuente: Banco Central de Reserva (2009)

Según muestra Roache (2008), existían asimetrías en el nivel de diversificación por países, así por ejemplo, Costa Rica presentaba hasta mediados de 2007 un comercio exterior de bienes más balanceado en destinos, con una dependencia de EE.UU. y de Centroamérica menor al 50%, así como una limitada importancia de las remesas de trabajadores.

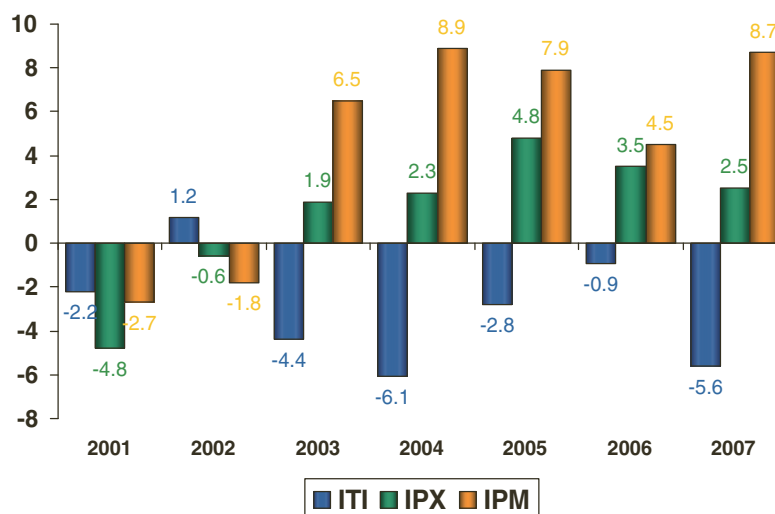
3. Términos de Intercambio y sector externo

Una de las exposiciones básicas del comercio con el exterior es la variación de precios en los mercados internacionales. La evolución de los valores de comercio externo de El Salvador ha sido fuertemente influida por los niveles de precios de los principales productos de exportación e insumos importados. Dentro de los primeros destacan los denominados productos tradicionales, conformados esencialmente por el café y azúcar. En el caso del café, los precios del contrato "C" se mantuvieron deprimidos entre \$50 y \$97 por quintal desde febrero de 2000 hasta octubre de 2004, mejorando considerablemente para promediar \$116.5 por mes desde noviembre de ese año hasta diciembre de 2007.

En su carácter de importador neto de petróleo y combustibles, El Salvador ha debido enfrentar recurrentes y más prolongadas alzas de precios del petróleo, registradas desde la segunda mitad de 2004. La tendencia alcista en el índice WTI sólo se rompió temporalmente entre septiembre de 2006 y mayo de 2007.

Bajo las condiciones de precios de los mercados internacionales, los términos de intercambio de El Salvador se deterioraron desde el año 2003, con algunos años de mejora como el 2005 y 2006, durante los cuales los precios de las exportaciones tuvieron un mejor desempeño (ver gráfico No.8)

Gráfico No. 8
Términos de Intercambio de El Salvador
(Variación anual, %)



Fuente: Banco Central de Reserva (2009)

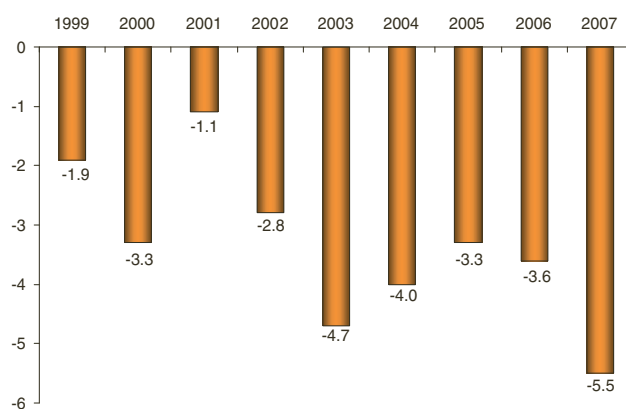
Por su parte, para un número considerable de países exportadores de materias primas en América Latina, los términos de intercambio de años posteriores a 2002 hasta 2006 resultaron muy favorables, particularmente para los países grandes y exportadores de productos básicos, lo que les permitió realizar una fuerte acumulación de

reservas, mejorar la posición de deuda externa y el fortalecimiento de las finanzas públicas.

En reflejo de términos de intercambio desfavorables, el saldo en cuenta corriente ha sido permanentemente deficitario durante la década para El Salvador, promediando -4.0% del PIB entre 2002 y 2007 (ver Gráfico No.9), sin lograr un cambio a superávit como los casos de Venezuela, Bolivia, Argentina, Chile, Colombia, Ecuador, Perú y Venezuela, los países que determinaron el cambio de signo para la región de América Latina desde 2002.

Mientras los términos de intercambio fortalecieron las cuentas corrientes de varios países en Sur América, las remesas de trabajadores contribuyeron a afianzar la cuenta corriente en México y sobre todo en América Central.

Gráfico No. 9
Saldo en Cuenta Corriente de El Salvador
(% del PIB)



Fuente: Banco Central de Reserva (2009)

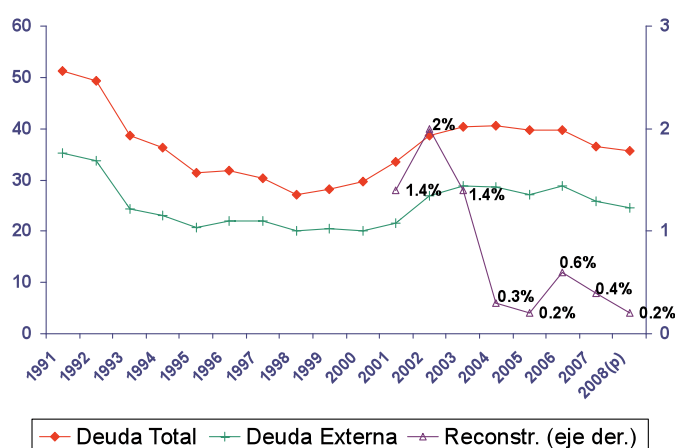
4. Evolución de la situación fiscal

Como se mencionó anteriormente, en una economía dolarizada, la política fiscal constituye la única herramienta disponible para enfrentar los efectos de choques externos e internos, más para desarrollar política fiscal contracíclica sin poner en peligro la sostenibilidad financiera del gobierno, el país requiere mantener un bajo déficit fiscal y una carga de la deuda relativamente baja. En el marco del endeudamiento público, la situación fiscal se convierte además en el foco del seguimiento de las agencias calificadoras de deuda y de los acreedores en general.

No obstante los requisitos de disciplina fiscal, el primer año de la dolarización oficial enfrentó una primera prueba establecida por los costos de reconstrucción de los terremotos de inicios de año, que presionaron el gasto y derivaron en mayor endeudamiento, aplazando la consolidación del déficit fiscal. En ese mismo año se emitieron eurobonos por un monto de US\$353.5 millones, a 10 años plazo, con cuyo importe la ratio de deuda del Sector Público No Financiero (SPNF) se elevó de 29.6% del PIB en 2000, a 33.5% en 2001 (ver Gráfico No.10).

Además de los gastos generados por desastres naturales, el pago de la deuda previsional ha sido otro de los conceptos que han impulsado el gasto y el endeudamiento público. La combinación de ambos componentes explican en gran medida el nuevo despegue del endeudamiento del sector público, el cual llegó a representar un máximo de 40.5% del PIB en 2004, que aunque se consideraba moderado, su trayectoria no correspondía con el planteamiento de calificadoras como Moody's, según el cual para mantener una perspectiva estable, el país debía mantener una mejora continuada en las cuentas fiscales que conduciría a menores ratios de deuda del gobierno.

Gráfico No. 10
El Salvador
Gastos de Reconstrucción y Deuda del SPNF
(% del PIB)



Fuente: Banco Central de Reserva (2009)

El deterioro fiscal registrado en el período 2001-2002, donde el déficit incluyendo los costos de pensiones alcanzó el 4.4% del PIB, fue uno de los principales aspectos que motivaron la asignación de perspectiva negativa por parte de Fitch en agosto de 2002.

Los esfuerzos de consolidación de las finanzas públicas conllevaron acciones de reforma fiscal y medidas administrativas dirigidas a combatir la evasión tributaria e incrementar la recaudación. La primera reforma trascendental llevada a cabo durante la década fue la aprobada a finales de 2004 y que entró en vigencia en 2005, misma que sirvió de base para el regreso a la perspectiva estable en enero de 2005.

De acuerdo con el Análisis de Fitch (2005), "las reformas consistieron de once iniciativas de enmienda a varias leyes en el impuesto sobre la renta, IVA, banca y derechos aduaneros, así como al Código Penal y Procesal Penal"¹. El objetivo de las reformas fue reducir la evasión en el impuesto sobre la renta y el IVA. También se aprobaron nuevos impuestos específicos sobre el alcohol, cigarrillos, armas, mu-

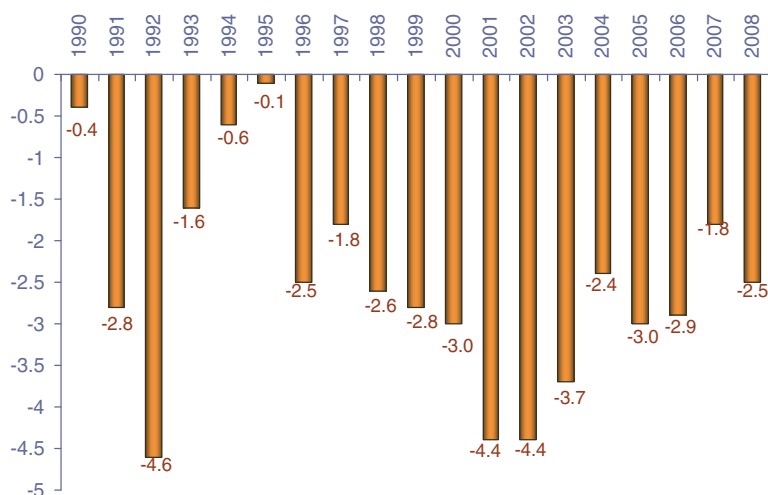
¹ Fitch, El Salvador, Credit Analysis, 2 de febrero de 2005, pag. 10

niciones y explosivos, con el propósito de financiar el recién creado Fondo Solidario para la Salud (FOSALUD, diciembre de 2004).

Las cuentas fiscales mostraron un reconocido avance hacia su consolidación como resultado de las reformas tributarias y medidas administrativas, siendo apoyadas por un mayor crecimiento económico desde el año 2005; el déficit fiscal (incluyendo el costo de pensiones) se estrechó hasta 3% del PIB en los dos años previos a la crisis financiera internacional; casi dos puntos del déficit correspondían al gasto de pensiones.

Especial mención merece la mejora sustancial del déficit en 2004, la cual fue de carácter transitorio y obedeció a la fuerte reducción en el gasto de inversión pública, ocasionada por el retraso en la aprobación del Presupuesto General de la Nación.

Gráfico No. 11
Déficit Fiscal de El Salvador
(% del PIB)



Fuente: Elaborado con información de Moody's (2009),
Fitch (2005, 2006, 2007 y 2008) y Ministerio de Hacienda (2009)

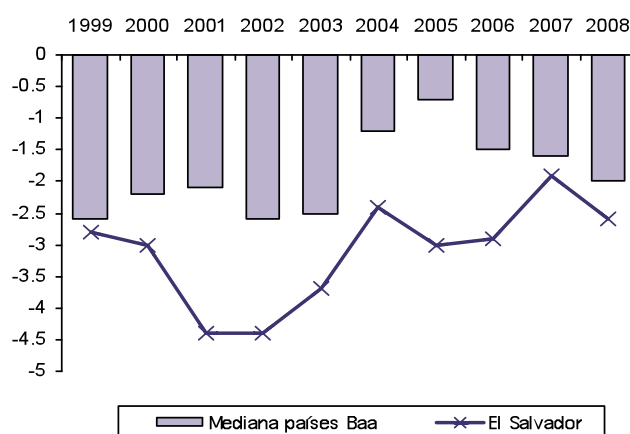
No obstante la importante mejora del saldo fiscal desde el impacto de los terremotos de 2001, su proporción respecto del PIB continuaba siendo similar al de la segunda mitad de los años noventa y su nivel era considerado relativamente alto por las calificadoras en el contexto de economía dolarizada, pues restringía las posibilidades de realizar política anticíclica.

La situación fiscal se caracterizaba por la rigidez en el gasto, siendo presionado por los elevados costos de las pensiones y por el incremento en los subsidios al combustible y gas propano, generado por las alzas en los precios internacionales del petróleo.

Las agencias internacionales y calificadoras reconocieron el progreso de El Salvador en el tema fiscal, pero también presenciaron el mayor y sostenido avance de otros países de América Latina en el período 2002-2006; en Chile por ejemplo, los superávits del gobierno vinculados a los mayores precios del cobre se utilizaron en primera instancia para amortizar deuda y acumular activos financieros. Posteriormente se canalizaron a la recapitalización gradual del banco central, acumulación de ahorros para financiar los costos futuros de las pensiones y la creación de un fondo de contingencia.

En el aspecto de ingresos, la carga tributaria mejoró sustancialmente en comparación con el historial del país, al pasar de 11.5% en 2004 – antes de la reforma fiscal – a un máximo de 13.4% en 2007, aunque la ajustada base de ingresos llegó a señalarse como parte de la debilidad estructural en las finanzas públicas en los análisis de crédito posteriores.

Gráfico No. 12
Déficit Fiscal (% PIB)



Fuente: Elaborado con información de Moody's, Statistical Handbook, Noviembre de 2009

La situación de rezago se evidenciaba en particular con sus pares de calificación Baa, países que sin poseer un régimen monetario dolarizado, se mantuvieron siempre adelante en el desempeño fiscal. Dentro de ese grupo se pueden mencionar: México, Rusia, Croacia, Letonia y Trinidad y Tobago.

II. El Impacto de la crisis sobre la economía de El Salvador

Los análisis externos acerca del impacto de las condiciones externas sobre la región centroamericana, planteaban la difusión de la crisis internacional mediante cuatro canales (FMI, 2008):

- i) La demanda externa real;
- ii) Los precios de los productos básicos y Términos de Intercambio;
- iii) El canal financiero; y
- iv) Las remesas privadas.

Por su parte, los estudios internos (Aquino y Cabrera, 2008) elaborados hasta antes de la segunda ronda de la crisis financiera global en septiembre de 2008, anticipaban una reducción de las ventas al exterior y ampliación del déficit comercial y de cuenta corriente. La caída en el crecimiento económico de los Estados Unidos y su impacto sobre la tasa de desempleo global e hispano, hacía esperar un crecimiento menor de los ingresos por remesas familiares y una reducción en el consumo de bienes nacionales e importados.

En el canal financiero, tanto la banca como el gobierno no requirieron de financiamiento externo durante 2007 y sólo el sector privado incrementó en 18.1% el uso de fuentes externas para la financiación de sus actividades, lo que permitía anticipar un efecto directo sobre la actividad productiva si las condiciones financieras externas se tornaban más restrictivas. En el tema de inversión directa, la posición de Estados Unidos como fuente principal de capital alertaba sobre una menor entrada de recursos, ingresos que también resultarían frenados por la incertidumbre asociada con los eventos electorales en 2009.

A. El Canal comercial

El mayor peso de la región centroamericana como destino de las exportaciones salvadoreñas, a costa de una menor participación de los Estados Unidos sería un resultado de fortalecimiento del flujo comercial propiciado por el CAFTA, que también sugería la posibilidad de obtener cierta inmunización contra las fluctuaciones cíclicas del mayor socio comercial del país. Esto último dependía de la capacidad de la región de crear su propia dinámica.

En efecto, las exportaciones no tradicionales tuvieron una expansión de 19.0% en 2008 y dentro de éstas, las realizadas a Centroamérica jugaron un papel determinante con un vigoroso desempeño, principalmente en el segundo trimestre de 2008 cuando crecieron 33.8% respecto a 2007, pero se debilitaron hacia el mes de noviembre y registraron una importante caída en diciembre, dando inicio a un declive que se agudizó en el transcurso de 2009. Al mes de noviembre, las exportaciones de bienes no tradicionales hacia Centroamérica, reportaron una caída de 12.7% anual.

El empuje de las exportaciones no tradicionales y su elevada importancia en las exportaciones totales, combinado con el favorable nivel de precios del café, determinaron una expansión de 14.2% en el valor total exportado, el mejor desempeño desde el año 2001.

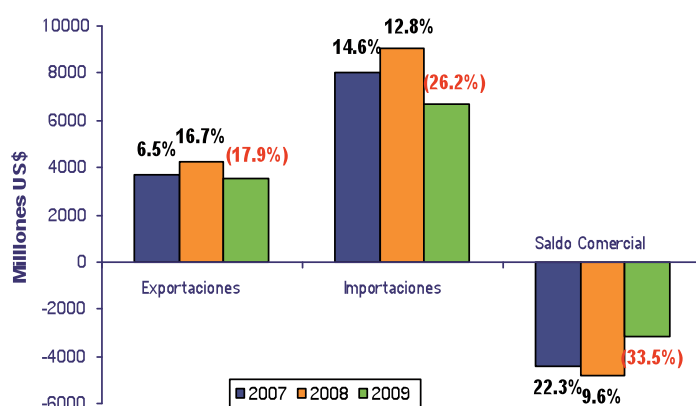
El rezago en el impacto de la recesión estadounidense y mundial sobre las economías de Centroamérica, aportó elementos para considerar una dinámica suficientemente separada de Estados Unidos; sin embargo, los cálculos del indicador coincidente² para la economía salvadoreña señalan que la fase de desaceleración dio inicio desde el primer trimestre de 2008.

2 El indicador coincidente experimental elaborado en el Banco Central se compone de 19 variables: cotizantes totales al ISSS y de los sectores construcción y agropecuario, consumo de energía eléctrica, crédito nominal, dinámica de empleo y de inversión del sector Comercio, dinámica del resultado general de la inversión, importaciones desde fuera de Centroamérica, impuestos, Impuesto al Valor Agregado, Índice de Volumen de Actividad Económica (IVAE), IVAE por sectores.

La contracción de la demanda externa afectó ampliamente las exportaciones en 2009, acumulando una caída de 17.9% hasta el mes de noviembre, impacto que fue más severo para la maquila (-24.1%) y las exportaciones no tradicionales (-14.7%).

La severidad de la crisis internacional también se ha reflejado en la demanda por importaciones, las cuales se contrajeron 26.2% a noviembre, comportamiento vinculado a la menor actividad en los diferentes sectores de la economía, cuyo carácter generalizado se evidenció en la reducción anual de 13.6% en los bienes de consumo, 33.7% en las importaciones de insumos, 24.8% en los bienes de capital y 31.9% en los materiales para maquila.

Gráfico No. 13
Comercio Exterior de El Salvador
Enero-noviembre



Fuente: Banco Central de Reserva (2009)

Con esta dinámica del comercio exterior, el saldo de las transacciones externas mejoró considerablemente, estimándose una reducción del déficit en cuenta corriente de 7.2% a 1.3% del PIB. En esa dirección, el déficit comercial hasta el mes de noviembre se calculó en US\$3,195.9 millones, mostrando una reducción de 33.5% con relación a 2008.

B. El Canal Financiero

Dada la naturaleza de las transacciones financieras, este canal es por mucho la vía más rápida de transmisión de los choques externos. Los vínculos directos que poseen los bancos internacionales con sus matrices y el acceso a los mercados de capitales, se perfilaban como los conductores de la restricción del crédito externo.

El financiamiento externo de los bancos en El Salvador se había reducido 22.3% en 2007, como reacción a las elevadas tasas de interés que prevalecían en los mercados hasta antes que se desencadenara la crisis de las hipotecas subprime.

Pese a la menor disponibilidad de fondos de parte de las oficinas matrices y de las condiciones más estrictas para obtenerlos en los mercados, los bancos incrementaron en 20.3% el uso de préstamos externos durante 2008, fundamentalmente para cubrir los mayores requerimientos de liquidez establecidos desde el mes de julio por los reguladores, pero una vez que se revirtió la medida en 2009, se liquidaron dichas deudas, reportando una reducción de 48.0% anual al mes de noviembre.

Las condiciones de financiamiento externo se endurecieron especialmente desde septiembre 2008, cuando el riesgo aumentó fuertemente a nivel mundial, impulsado por la quiebra de Lehman Brothers. Los diferenciales de rendimiento de las emisiones de deuda, que ya estaban en niveles altos, se aceleraron hasta nuevos máximos; en el caso de las emisiones soberanas de El Salvador, el EMBI registró un máximo de 928 puntos básicos en el mes de diciembre.

La mayor percepción de riesgo de parte de los inversionistas, tuvo su contraparte en los análisis de crédito de las agencias calificadoras, cuyas evaluaciones concluyeron en rebajas de la calificación soberana. La primer rebaja hacia el peldaño anterior de la calificación fue realizada por Standard & Poor's en mayo de 2009, decisión que adoptó Fitch en el mes de junio. Ambas decisiones fueron motivadas por el efecto de la crisis económica sobre la tendencia del desempeño económico y fiscal.

Las agencias consideraron que la trayectoria de crecimiento económico más lento, conduciría a un mayor rezago de los índices económicos y fiscales, respecto a los países de similar categoría en el mediano plazo. Fitch señaló además la existencia de menor inversión asociada con la incertidumbre económica y política

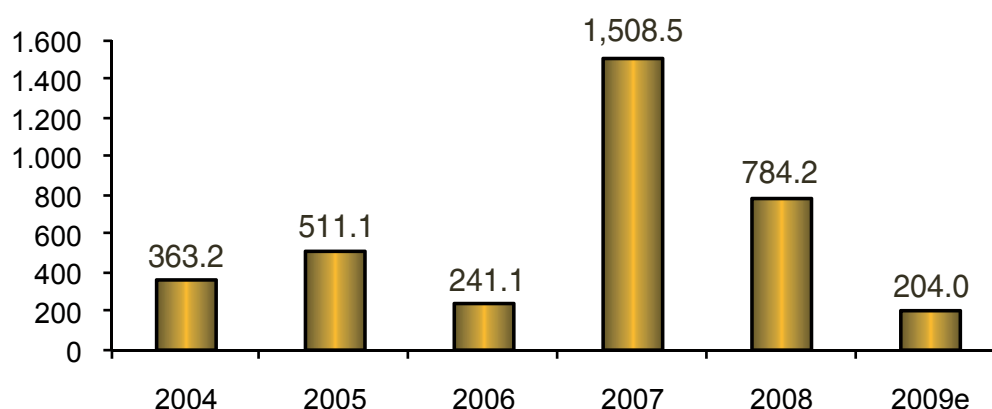
Después de una revisión iniciada en septiembre, Moody's rebajó la calificación de los bonos estatales salvadoreños del escalón Baa3, que corresponde a la categoría de *grado de inversión*, a la de Ba1, que es el peldaño más alto de la categoría de *grado especulativo*. El Salvador mostraba una posición debilitada respecto a sus pares, producto del impacto de la crisis global y en mayor medida de la limitada capacidad de implementación de políticas anticíclicas.

Dentro de las implicaciones asociadas a la rebaja en la calidad crediticia, se encuentra la caída de la demanda de inversionistas institucionales, cuya política limita sus inversiones a las emisiones con grado de inversión. La categoría especulativa, combinada con las condiciones de liquidez y de aversión al riesgo en los mercados, también podrían llevar a exigir un mayor rendimiento de la deuda salvadoreña.

La Inversión Extranjera Directa, identificada como una de las fuentes principales de financiamiento de la cuenta corriente, fue otra de las variables en las que se esperaba un fuerte impacto de la crisis financiera y económica global; sin embargo, dicho efecto no se produjo sino hasta en 2009, año para el que se ha estimado un ingreso neto de US\$204 millones, uno de los más bajos en la década.

El ingreso inusualmente alto de US\$1,508.5 millones en 2007 fue determinado por los recursos utilizados en la compra de los principales bancos locales, mientras que en el importante ingreso de US\$784.2 millones en 2008, el sector financiero recibió US\$369.5 millones y las empresas de inversión extranjera obtuvieron préstamos de sus matrices por US\$246.1 millones.

Gráfico No. 14
Ingresos de Inversión Extranjera Directa a El Salvador
Flujos Netos (Millones US\$)



Fuente: Banco Central de Reserva (2009)

C. El Canal Real

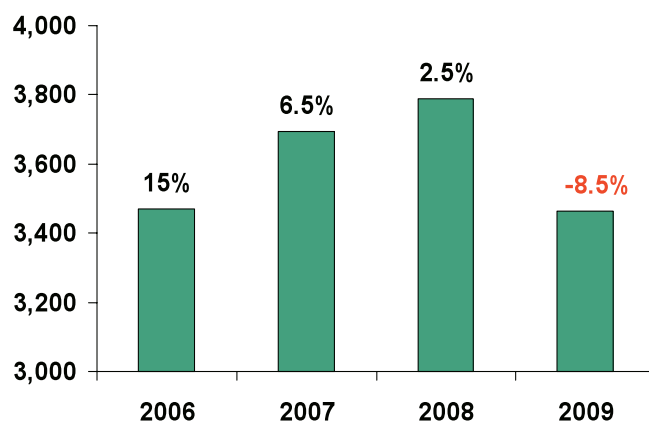
Tal como se percibe en algunas de las variables financieras, el año 2009 se identifica como el de mayor impacto de la crisis externa sobre la economía salvadoreña. La menor disponibilidad de ingresos en la economía, derivada de los menores flujos de exportaciones y transferencias externas, implica, ante la ausencia de política monetaria y cambiaria, un importante ajuste contractivo en la esfera real. A esto también se suman los efectos de la tormenta Ida sobre la producción agrícola.

1. Remesas

Como se expone en la primera sección de este documento, el consumo ha sido la principal variable de impulso al crecimiento de la economía y ha descansado en los importantes flujos de remesas familiares, por lo que la reducción de éstas se transmite por dicha vía al resto de la actividad económica.

Por primera vez desde que se dispone de registros de las remesas familiares en El Salvador, los montos recibidos resultaron inferiores a los del año anterior, con una caída de 8.5% durante 2009, equivalente a US\$323 millones que consumaron la desaceleración iniciada desde agosto de 2008.

Gráfico No. 15
Remesas familiares de El Salvador
Flujos y variación anual
(Millones de US\$ y %)



Fuente: Banco Central de Reserva (2010)

2. Producción y empleo

La dinámica de la actividad económica nacional definió una tendencia de declive desde el segundo trimestre de 2008, que se acentuó a partir de septiembre. Algunos sectores como la industria, particularmente la maquila, construcción y el comercio, fueron los primeros en resentir los efectos de la menor demanda externa e interna.

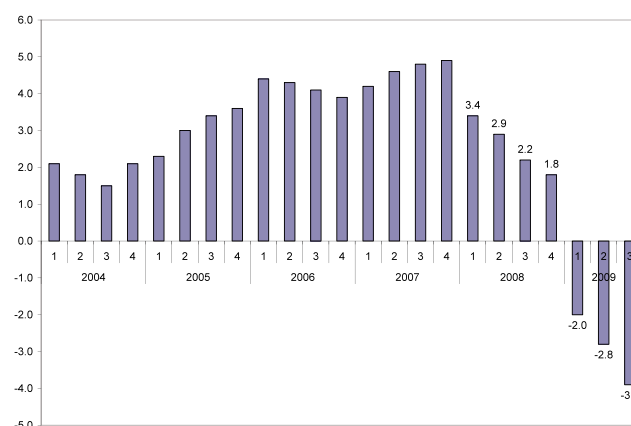
Los indicadores de la producción industrial mostraron un claro debilitamiento desde el mes de junio, mientras la gremial de construcción anunció en los últimos meses de 2008, la paralización y postergación de proyectos de magnitud relevante, así como la pérdida de alrededor de 10,000 empleos directos.

Por su particular dependencia del financiamiento bancario, la construcción fue el primer sector en señalar el cierre del canal de crédito, cuando los bancos empezaron a aplicar políticas más estrictas o racionamiento del crédito por sectores.

La severidad de los efectos de la crisis ha llevado a replantear las estimaciones de crecimiento económico de El Salvador, de -2.5% a una contracción mayor de -3.3% para 2009, una de las mayores en Centroamérica.

De acuerdo a las estimaciones divulgadas en octubre de 2009 por el Fondo Monetario Internacional, el mayor impacto económico a nivel del istmo se ubica en Panamá, una de las economías de mayor crecimiento en los tres años anteriores, cuya producción habría pasado de una expansión de 9.2% en 2008 a sólo 1.8% en 2009.

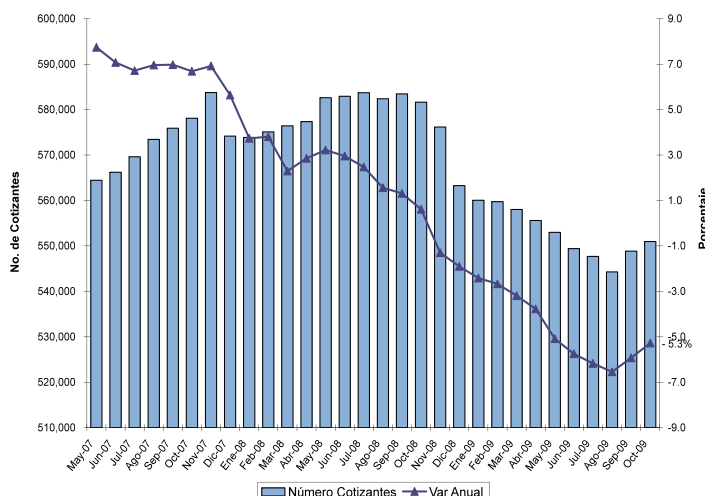
Gráfico No. 16
PIB trimestral de El Salvador
Tasas de variación anual



Fuente: Banco Central de Reserva de El Salvador (2010)

El número de cotizantes a la seguridad social se debilitó desde el mes de agosto de 2008, experimentando una caída acelerada desde diciembre, que culminó con una reducción máxima de 6.5% en agosto de 2009, la que correspondía principalmente a los sectores industria, construcción, bancos y comercio. Al mes de octubre, aunque se reporta una reducción anual de 5.3% en el empleo formal, existen indicios de recuperación en las actividades de industria y comercio, más una situación de fortalecimiento de las contrataciones en el sector Transporte y Comunicaciones durante el año.

Gráfico No. 17
El Salvador
Cotizantes al Seguro Social



Fuente: Estadísticas del Instituto Salvadoreño del Seguro Social (2009)

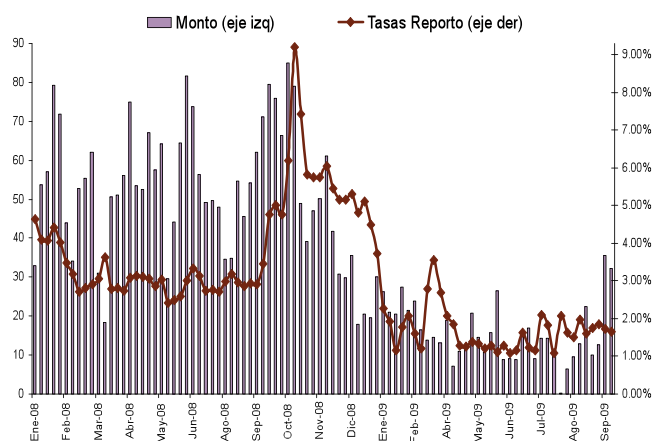
D. Efectos sobre la estabilidad financiera

Las condiciones del mercado financiero interno permanecieron relativamente estables a lo largo del año 2008, aunque a partir del tercer trimestre ya se evidenciaban los efectos de la crisis financiera y económica internacional, así como los asociados a condiciones internas, factores reflejados en un menor crecimiento del crédito bancario, caída en las captaciones de depósitos y repunte en las tasas de interés bancarias.

Si bien no se llegó a conocer de exposición directa de las inversiones del sistema bancario salvadoreño a los llamados *activos tóxicos*, la turbulencia financiera en los mercados externos produjo como efecto indirecto un manejo más cauteloso de la liquidez bancaria, conducta a su vez relacionada con el efecto directo de recorte en las fuentes de financiamiento externo que se avecinaba. La liquidez bancaria se mantuvo en niveles amplios durante gran parte de 2008, debido también a los mayores requerimientos de Reserva de Liquidez, establecidos desde el mes de julio.

El episodio de inestabilidad en el mercado de dinero se registró en el mes de octubre, cuando las operaciones de reporto iniciaron un repunte de tasas que culminó con precios del 15% a mediados de mes.

Gráfico No. 18
Bolsa de Valores de El Salvador
Operaciones de Reporto de 2 a 7 días plazo
Montos (Millones de US\$) y tasas (%)

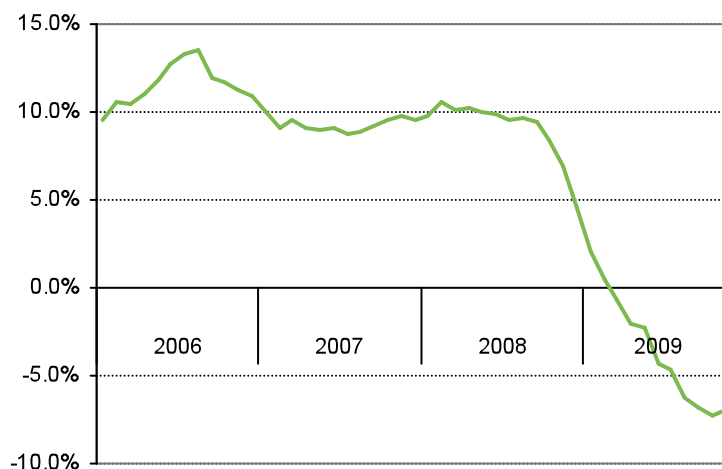


Fuente: Banco Central de Reserva (2009)

A la conducta conservadora de los bancos y menor disponibilidad para prestar a causa de los mayores requerimientos de liquidez, se sumaban los lineamientos explícitos de política crediticia sectorial, emanadas de las oficinas matrices y la incertidumbre política y económica, como factores explicativos de la restricción de crédito que empezaron a padecer en principio algunos sectores como el de la construcción y posteriormente todo el sistema productivo.

El crédito bancario al sector privado entró en declive desde noviembre de 2008 y reportó variaciones anuales negativas a partir de marzo de 2009. En un principio tuvieron mayor peso las restricciones de oferta como factores explicativos, pero conforme la crisis internacional se reflejaba en mayor reducción del empleo y debilitamiento de la demanda agregada, la menor demanda crediticia también habría cobrado fuerza como determinante en las deprimidas cifras de crédito.

Gráfico No. 19
Sistema Bancario de El Salvador
Crédito al Sector Privado
Variación anual



Fuente: Banco Central de Reserva (2010)

La otra faceta de la caída del crédito bancario y el estancamiento de las inversiones, fue la fuerte acumulación de reservas en el banco central, hecho que les planteaba a los bancos un notable reto para la obtención de ingresos, sin descuidar el rigor en el análisis y requisitos de crédito.

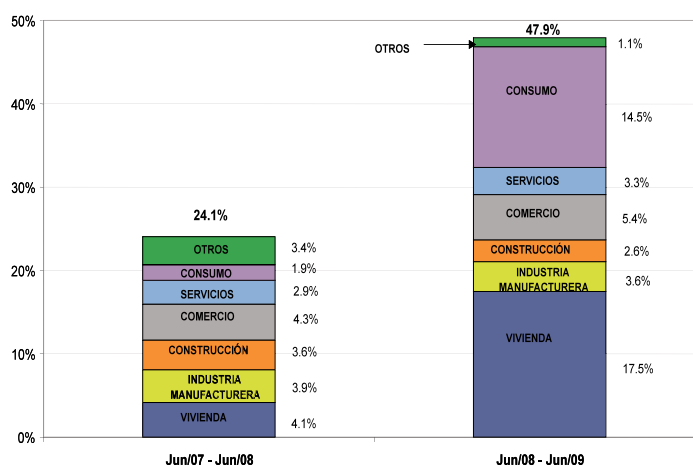
Presentando una tendencia opuesta a las tasas internacionales, el mercado bancario local registró alzas considerables en las tasas activas en el mes de octubre, acelerándose en los dos últimos meses del año, en reflejo de condiciones más restrictivas de liquidez en el mercado local, el acceso más restringido a fuentes externas de fondos, una mayor inflación interna y la utilización del ajuste de precios como mecanismo de compensación ante la reducción de ingresos financieros. Las remuneraciones pasivas siguieron la tendencia de crecimiento pero a menor velocidad que las tasas de préstamos, generándose una ampliación en el diferencial durante 2008.

Al mes de diciembre de 2009, los niveles de tasas de préstamos se mantenían altos, ocasionando un efecto de retracción sobre la demanda, aunque se percibía cierta señal de descenso.

El mayor costo del crédito sumado a la recesión económica, determinaron un entorno adverso que propició un acelerado deterioro en la calidad de la cartera crediticia, comportamiento esperado por los bancos, que justificaba su conservadora política de crédito.

Después de registrar moderados niveles de mora en los años previos a 2008, los préstamos vencidos llegaron a crecer a tasas cercanas al 50% anual en 2009, duplicando hasta el 4% la participación dentro de la cartera total, proporción alcanzada por primera vez en toda la década. Aunque el deterioro fue generalizado, los destinos económicos como el consumo, la adquisición de vivienda y el comercio, exhibieron las mayores tasas de crecimiento, dada su significativa participación dentro del total de préstamos.

Gráfico No. 20
Sistema bancario de El Salvador
Crecimiento de la mora total y aporte por sector de destino



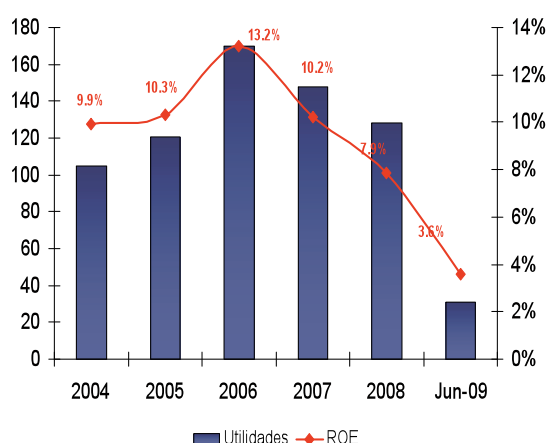
Fuente: Banco Central de Reserva (2009)

1. Rentabilidad y solvencia

El citado impacto de la recesión sobre la mora crediticia, el debilitamiento de los ingresos por las menores tasas de interés en el exterior y la deprimida colocación de nuevos créditos, causaron un fuerte retroceso en las utilidades bancarias; así, la tasa de rentabilidad con cifras al mes de junio se estimaba en 2.9% anual.

Las utilidades bancarias todavía positivas a nivel de sistema, mantenían bajo resguardo el patrimonio bancario; no obstante, los bancos realizaron nuevos aportes de capital durante 2008 y 2009, por lo que el patrimonio se mantuvo ampliamente por sobre los niveles prudenciales requeridos del 12%.

Gráfico No. 21
Utilidades del Sistema bancario de El Salvador
Montos (Millones de US\$) y Tasas de Rendimiento



Fuente: Banco Central de Reserva (2009)

III. **M**edidas de política en El Salvador y Países de América Latina

A. Medidas de política en El Salvador

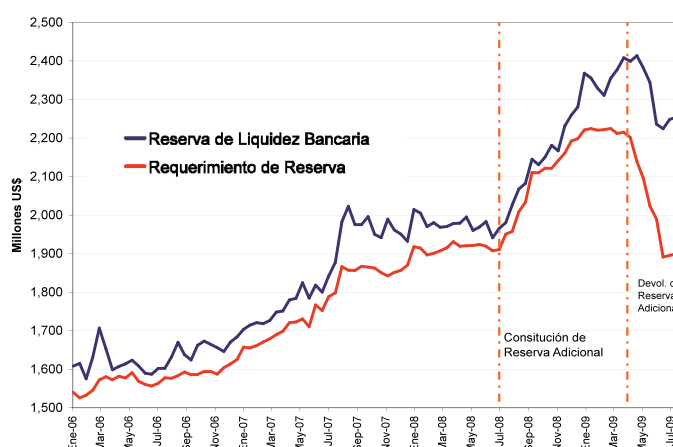
Para los formuladores de política económica en El Salvador, la crisis económica externa se combinó con eventos de carácter interno que requerían adoptar medidas que podían no contribuir a enfrentar los primeros efectos de la crisis internacional; así, mientras en el resto de países los bancos centrales liberaron reservas bancarias y proporcionaron abundante liquidez a los bancos, para prevenir retiros masivos de depósitos por las expectativas electorales en El Salvador, las autoridades financieras incrementaron en 300 puntos básicos el requerimiento de Reserva de Liquidez sobre los depósitos a partir de julio de 2008 (ver Gráfico No. 22).

La medida, que formaba parte de la Estrategia de Liquidez Sistémica, se mantuvo hasta abril de 2009 y fue adversada por el sistema bancario y sectores económicos debido a los efectos restrictivos sobre el crédito. Ante tal hecho, para apoyar la actividad económica y el empleo, la estrategia también incluyó la creación de mecanismos de asistencia y obtención de recursos adicionales para fortalecer la posición del país ante los efectos de la crisis internacional.

Con ese propósito se realizó a fin de año la contratación de deuda externa para trasladar recursos al sector bancario, destinados a financiar capital de trabajo y operaciones de comercio exterior; asimismo, se gestionaron fondos precautorios con el Fondo Monetario Internacional para ser utilizados en caso que la banca enfrentara retiros extraordinarios.

Gráfico No. 22

Sistema Bancario de El Salvador Reservas de Liquidez sobre depósitos



Fuente: Banco Central de Reserva de El Salvador (2009)

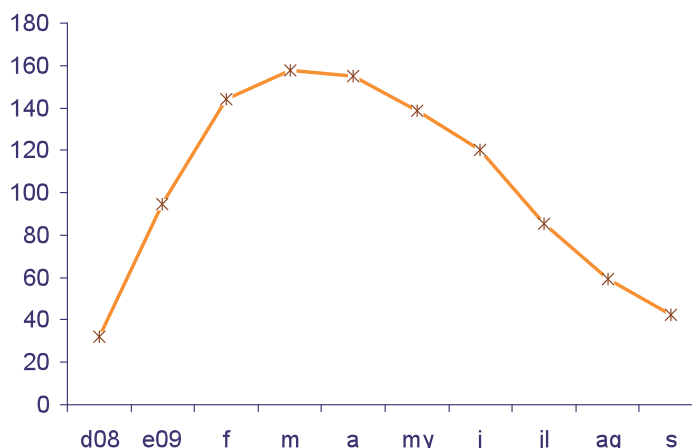
El Estado contrató un préstamo por \$400 millones con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) para ser canalizado por el Banco Central a las entidades bancarias, mediante compras de créditos vigentes clasificados en las dos mejores categorías crediticias; en caso de desmejora en la categoría, el crédito debía sustituirse por otro de la calidad requerida.

Los máximos desembolsos acumulados se llegaron a calcular en US\$187.2 millones al mes de abril de 2009 y el descenso progresivo de los saldos desde el mes de mayo, indicaba su menor demanda de parte de bancos y empresas (ver Gráfico No. 23)

La banca local consideró que los fondos otorgados por el BID a través del banco central no fueron muy atractivos debido a que (1) eran caros y (2) complicados de acceder, por lo que la demanda de crédito se atendió con fondos propios. La tasa inicial del préstamo (sin considerar comisiones) del BID que correspondía con las condiciones restrictivas de crédito en los mercados externos a diciembre de 2008, fue de 5.154% (Libor más 400 puntos básicos), mientras el costo promedio de los depósitos y préstamos recibidos por los bancos se estimó alrededor de 3% para 2006 y de 3.4% en 2007. Los costos financieros de préstamos implicaban tasas entre el 6% y 7% para los mismos años.

El acuerdo precautorio firmado con el FMI fue por \$800 millones y mantuvo su condición de medida preventiva.

Gráfico No. 23
Crédito del BID para sostenibilidad del crecimiento en El Salvador
Saldos de Cartera comprada a bancos
(Millones de US\$)



Fuente: Banco Central de Reserva (2009)

Fitch (2009) opinó que estas medidas para dinamizar la economía incentivando el crédito, podrían beneficiar al sistema financiero, pero serían solamente mitigantes parciales para los efectos adversos de todo el sistema económico y financiero, debido a los montos limitados de los créditos multilaterales y la política conservadora mantenida por las instituciones para la concesión de préstamos.

Las otras acciones de política correspondieron al apoyo productivo, lo que significó la continuidad en la provisión de insumos y asistencia a la producción agropecuaria, pero el mayor componente se delimitó al patrocinio del consumo básico y programas sociales, implicando mayor presión sobre las cuentas fiscales.

En medio de la reducción en los ingresos fiscales a consecuencia de la crisis económica, el Estado continuó subsidiando el consumo de energía eléctrica a un amplio grupo de usuarios residenciales, el consumo de agua y gas licuado y el transporte público. En apoyo a los sectores económicamente más vulnerables, se duplicó el monto de ayuda a 30 dólares mensuales para familias en extrema pobreza.

En junio de 2009 el nuevo gobierno anunció la estructuración del Plan Global Anticrisis, que comprende programas de apoyo a la producción, la construcción de viviendas, de infraestructura básica, de atención integral de salud y nutrición, así como el otorgamiento de pensión básica universal a personas mayores de 70 años, entrega de bonos educativos, dotación de útiles y uniformes escolares, entre otras acciones.

Gran parte de los componentes del Plan se ejecutarían hasta en 2010 y estarían sujetos a la obtención del financiamiento respectivo y al avance en la reforma fis-

cal iniciada a finales de 2009. Dicha reforma incluye medidas para el combate a la elusión, evasión y el contrabando. Para fortalecer las finanzas públicas también se trabaja en la tarea pendiente de focalizar los subsidios y la posible supresión de algunos.

B. Políticas anti-crisis en países de América Latina

Los países en América Latina adoptaron medidas para enfrentar los efectos de la crisis, principalmente en 2009, con diferencias en amplitud y cuantía de acuerdo a sus condiciones macroeconómicas y fiscales. En una primera fase, los esfuerzos se enfocaron en proveer liquidez en moneda doméstica y extranjera a los sistemas financieros, principalmente los bancarios, a fin de estabilizar los mercados de cambios y las tasas de interés. Seguidamente tomaron mayor presencia las medidas de carácter fiscal, a través de los denominados “paquetes fiscales anticrisis” o de estímulo fiscal.

En un esfuerzo por paliar los riesgos de refinanciamiento de la deuda externa, los bancos centrales de varios países de la región ofrecieron crédito en moneda extranjera a los bancos, condicionados a que los fondos se prestasen a empresas locales para hacer frente a vencimientos de su deuda externa. Los préstamos se financiaron con reservas en divisas.

En febrero de 2009, por ejemplo, el banco central de Brasil anunció planes que contemplaban el otorgamiento de más de US\$20.000 millones para ayudar a más de 4.000 empresas a atender pagos de deuda externa en ese año.

El estímulo fiscal incluyó fundamentalmente aumentos del gasto en infraestructura o transferencias hacia los grupos sociales más vulnerables. Otras medidas consistieron en dotaciones adicionales a empresas públicas o provisión de fondos a los bancos estatales de desarrollo para sostener el crédito interno. Algunos países anunciaron reducciones temporales de impuestos o medidas administrativas para diferir su pago.

Por otra parte, algunos países que se encontraban en situaciones financieras más estrechas, debieron introducir medidas impositivas y realizar mejoras en la administración tributaria para compensar la caída de los ingresos fiscales.

A continuación se presentan brevemente dos casos que permiten visualizar en cierto grado, el tipo de medidas adoptadas.

1. México

La economía mexicana resultó afectada por la crisis internacional a través de las condiciones más restrictivas de acceso al financiamiento externo, la salida de capitales hacia mercados e instrumentos más seguros, la depreciación del tipo de cambio y volatilidad en los precios de activos.

No obstante la resistencia del sistema bancario en México, las autoridades financieras debieron enfrentar el reto de restaurar el funcionamiento ordenado de los mercados financieros. En primer término, los problemas en los mercados financieros se magnificaron debido a la exposición de algunas corporaciones privadas a la depreciación del tipo de cambio.

Con el objetivo de proveer liquidez a los bancos y mercados, el Banco de México instrumentó líneas adicionales de financiamiento de corto plazo en moneda nacional para la banca.

Para dar liquidez a las empresas e inducir a la banca comercial a aumentar sus préstamos, los bancos públicos de desarrollo ampliaron el monto de financiamiento a empresas, además de apoyar con garantías de crédito.

Para los requerimientos de moneda extranjera, el Banco de México desarrolló subastas en el mercado cambiario, estableció una línea de canje de moneda con la Reserva Federal de Estados Unidos por US\$30,000 millones, se solicitó al FMI una línea de crédito contingente por US\$47,000 millones y el gobierno incrementó el financiamiento con agencias multilaterales como el BID y el Banco Mundial.

En octubre de 2008 se anunció el Programa para impulsar el crecimiento y el empleo (PICE), que contenía un estímulo fiscal equivalente al 0.7% del PIB, que se destinaría a gasto en infraestructura, aumento del financiamiento otorgado a través de la banca de desarrollo y del Fondo Nacional de Infraestructura, programa de compras del gobierno para apoyar a las pequeñas y medianas empresas.

En enero de 2009 se anunció el Acuerdo Nacional en favor de la Economía Familiar y el Empleo (ANEFE) que incluyó el congelamiento de precios de las gasolinas y la reducción del 10% en el precio del gas licuado, así como la reducción en el precio de la electricidad.

El gobierno adquirió coberturas contra fluctuaciones en el precio del petróleo, además de contar con los recursos del denominado Fondo de Estabilización de los Ingresos Petroleros.

Los grados de libertad para implementar la política contracíclica estuvieron limitados por las rigideces para la baja de la inflación, la restricción del financiamiento a la cuenta corriente y su ajuste a los menores ingresos de exportaciones de petróleo y la dependencia de las finanzas públicas de los ingresos petroleros.

2. Chile

Los efectos de la crisis externa sobre la economía chilena se resumen en una mayor demanda por liquidez que incrementó las tasas de interés locales, la reducción significativa en las exportaciones y en el crecimiento económico, depreciación del peso y condiciones de crédito más restrictivas.

La respuesta del Banco Central de Chile fue proporcionar liquidez en moneda doméstica y en divisas al sector bancario. La tasa de política del banco central se redujo desde 8.25% a 0.5% entre los meses de enero y julio de 2009. La sólida posición de reservas internacionales permitió una reacción de política rápida, fuerte y creíble, que logró una reducción rápida en las tasas de interés domésticas.

Se otorgaron líneas de financiamiento con garantía del Estado para respaldar a empresas pequeñas y medianas y a exportadores, que también se vieron particularmente afectados por las condiciones más restrictivas del crédito interno.

En enero de 2009 se anunció un plan fiscal que consideraba un paquete de estímulo fiscal del 2.8% del PIB. La responsabilidad fiscal y el balance estructural generaron credibilidad para el marco contra-cíclico y permitieron un impulso fiscal rápido y fuerte.

En el análisis del Banco Central de Chile se plantea que el conjunto de medidas a implementar como parte de una política macroeconómica contra-cíclica, dependerá de las condiciones macroeconómicas iniciales, de los desarrollos institucionales previos y de los marcos de política macroeconómica.

Dentro de las condiciones macroeconómicas iniciales, importan la deuda pública, el déficit en cuenta corriente, la posición de reservas internacionales, la inflación inicial y la desalineación del tipo de cambio real.

En los desarrollos institucionales sobresalen la apertura de la economía, la sostenibilidad fiscal, el desarrollo financiero y la exposición a los riesgos financieros de los sectores privado y público. Se destaca también la existencia de un sistema financiero sólido y bien regulado como un elemento esencial para reducir las vulnerabilidades.

El conjunto de posibilidades de política y su credibilidad se encuentra delimitado por el marco de política macroeconómica. Chile es un ejemplo del amplio grupo de países en América Latina que han optado por una política monetaria de metas de inflación, su tipo de cambio es flexible y además aplica una regla fiscal de balance estructural.

En opinión de las autoridades chilenas, la credibilidad de la política monetaria permitió aplicar importantes medidas contra-cíclicas, la responsabilidad fiscal generó confianza y permitió un impulso fiscal rápido y fuerte y la depreciación del tipo de cambio fue consistente con el entorno externo adverso.

IV. Consideraciones finales

Los análisis de la actual recesión económica coinciden en señalar la importancia de las condiciones macroeconómicas iniciales para enfrentar sus efectos. El anterior ciclo económico expansivo que finalizó en 2008 permitió a varios países exportadores de materias primas en América Latina, avanzar hacia una posición más robusta

en términos de deuda pública interna y externa, acumulación de reservas internacionales y posición fiscal.

El grado de control sobre la producción y exportación de materias primas estratégicas o la facultad del gobierno para adueñarse de parte de los ingresos, habría facilitado poder orientar los ingresos extraordinarios de exportación a conformar fondos de contingencia o estabilización de precios en países de América Latina.

El crecimiento de la economía salvadoreña ha sido sustentado en el consumo, con una alta dependencia de las remesas familiares e inversión extranjera, así como del fuerte vínculo comercial con los Estados Unidos y Centroamérica. Estas condiciones definían una situación de alta vulnerabilidad a la crisis económica de Estados Unidos y sustentan que el mayor impacto se haya dado principalmente sobre las variables reales de remesas, producción, empleo y el flujo de comercio.

En el tema fiscal, la baja carga tributaria y restricciones de tipo estructural en el gasto, establecen un limitado margen de maniobra para responder a choques externos; los mismos factores combinados con la historia económica reciente de El Salvador, revelan su alta vulnerabilidad a desastres naturales y choques macroeconómicos.

No obstante el reconocido progreso en materia de disciplina fiscal que había alcanzado El Salvador hasta antes de la crisis, el mayor avance en las condiciones fiscales y de deuda pública en otros países de similar calificación crediticia y de otros exportadores de materias primas, que se beneficiaron más del período de expansión económica mundial, trae al debate la forma como deberían aprovecharse las épocas de auge en el ingreso de remesas y en el crecimiento económico, para lograr una situación fiscal más robusta.

La resistencia de los sistemas financieros de América Latina a la crisis actual, evidencia la relevancia de que existan sistemas bancarios sólidos y bien regulados que sostengan la propagación de los choques externos.

Las utilidades bancarias han amortiguado los efectos de la recesión sobre el sistema bancario salvadoreño y los aumentos de capital mantienen un amplio nivel patrimonial respecto a los requerimientos prudenciales, aunque la incertidumbre, la caída en la actividad económica, los requerimientos de liquidez y las restricciones de fuentes externas, han derivado en condiciones más restrictivas y menor volumen del crédito interno.

Los gobiernos de América Latina proporcionaron liquidez a sus sistemas bancarios tanto en moneda nacional como extranjera; en el último caso utilizaron las reservas internacionales acumuladas o recurrieron al crédito de organismos multilaterales como el BID, BM y FMI, dada la restricción en los mercados de capital.

La restricción de crédito a nivel interno en los países de América Latina ha sido mitigada con la mayor actividad crediticia de bancos de desarrollo públicos, así como

fondos de garantía estatales. En El Salvador, la provisión de crédito con fondos del BID no tuvo el efecto deseado tanto en magnitud como en tiempo de duración del esquema, resultado atribuible a factores de costo, menor demanda crediticia por la baja en los negocios, sin excluir el deterioro en las categorías de crédito de los clientes.

Bibliografía

ABANSA, "El crédito no se restringe sin una razón", El Diario de Hoy, sección Negocios, Pág. 21, miércoles 5 de agosto de 2009. www.elsalvador.com

Araujo, M., (2009), "La dolarización en Ecuador: un proceso de cambios", <http://www.auladeeconomia.com/articulosot-03.htm>, 02 diciembre 2009.

Aquino, L. y Cabrera, O., (2008), "Efectos de la Desaceleración de los Estados Unidos y sus Posibles Repercusiones sobre Variables Relevantes de El Salvador", Banco Central de Reserva de El Salvador, Tópicos Económicos, Año I, No. 12, 30 de Junio de 2008.

Banco Central de Reserva de El Salvador (2003), Integración Monetaria – Resultados a diciembre 2002, Gerencia de Estudios y Estadísticas Económicas, Enero de 2003, documento inédito.

Banco Central de Reserva (2008), Memoria de Labores.

Cabrera, O., et al (2005) "Hechos Estilizados en el Crecimiento Económico de El Salvador. Una Propuesta de Acciones de Política Económica en el Corto y Mediano Plazo", Banco Central de Reserva de El Salvador, Documento de Trabajo No. 2005 – 02, Segundo Semestre 2005.

CEPAL (2007), "Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe 2007", diciembre de 2007.

CEPAL (2009), "La reacción de los gobiernos de las Américas frente a la crisis internacional: una presentación sintética de las medidas de política anunciadas hasta el 30 de septiembre de 2009", 30 de octubre de 2009.

Céspedes, L. (2009), "Macroeconomic Policy Responses to an External Crisis: The Recent Experience of Chile", Banco Central de Chile, ponencia desarrollada en la XIV Reunión de la Red de Investigadores de Bancos Centrales del Continente Americano, Salvador, Bahía, Brasil, del 11 al 13 de noviembre de 2009.

Fitch (2005), El Salvador, credit analysis, febrero de 2005.

Fitch (2006), Republic of El Salvador, credit analysis, febrero de 2006.

Fitch (2007), Republic of El Salvador, International Credit Update, enero de 2007.

Fitch (2008a), República de El Salvador, Soberanos, Análisis de Riesgo, abril de 2008.

Fitch (2008b), Republic of El Salvador, Fitch Revises El Salvador's Rating Outlook to Negative, octubre de 2008.

Fitch (2009), "Bancos Centroamericanos: Resultados Anuales y Perspectivas", 15 de abril de 2009.

Fondo Monetario Internacional (2006), "Perspectivas económicas. Las Américas", noviembre de 2006.

Fondo Monetario Internacional (2007), "Perspectivas económicas. Las Américas", noviembre de 2007.

Fondo Monetario Internacional (2009), "Perspectivas económicas. Las Américas", mayo de 2009.

Fuentes, J. y Salazar, R. (2009), "Cálculo de un indicador coincidente y adelantado de la actividad económica salvadoreña", Banco Central de Reserva de El Salvador, Documento de Trabajo No. 2009-01, primer semestre de 2009.

Fuentes, J. y Tobar, M., (2003), "Análisis del ciclo económico salvadoreño", Banco Central de Reserva de El Salvador, Boletín Económico No. 154, enero-febrero de 2003.

Moody's (2009), Base de datos, mayo de 2009.

Roache, S.K., (2008), "Central America's Regional Trends and U.S. Cycles", IMF Working Paper WP/08/50, Fondo Monetario Internacional, febrero de 2008.

Secretaría Técnica de la Presidencia (2009), "Plan global anti-crisis", Gobierno de El Salvador, presentación de junio de 2009.

Superintendencia del Sistema Financiero (2008), "Medidas contingenciales para prevenir problemas de liquidez", junio de 2008.



**Banco Central de Reserva
de El Salvador**

<http://www.bcr.gob.sv>
E-mail: info@bcr.gob.sv