

# *Banca Central.*

## *Una introducción*

---



*Bernardo D. Rojas P.*  
*Carlino Velázquez M.*  
*Carlos G. Fernández V.*  
*Emiliano R. Fernández F.*  
*José Cantero S.*  
*Zulma Espínola G.*

---

GERENCIA DE ESTUDIOS ECONOMICOS  
BANCO CENTRAL DEL PARAGUAY

# *Banca Central. Una introducción*

*Bernardo D. Rojas P.  
Carlino Velázquez M.  
Carlos G. Fernández V.  
Emiliano R. Fernández F.  
José Cantero S.  
Zulma Espínola G.*

**GERENCIA DE ESTUDIOS ECONOMICOS  
BANCO CENTRAL DEL PARAGUAY**

ISBN 99925-877-0-9  
Año 2003.  
Asunción, Paraguay

# Índice

Prólogo .....	i.
Presentación .....	ii.
<u>1- Historia del Banco Central del Paraguay</u>	
1. Los Años Finales del Siglo XIX .....	2
2. Los Inicios del Siglo XX .....	6
3. Los Intentos Finales de Creación .....	9
<u>2- Historia del Signo Monetario del Paraguay</u>	
1. Evolución de la Moneda .....	11
2. Creación del Signo Monetario del Paraguay .....	13
<u>3- Funciones Básicas del Banco Central</u>	
1. El Banco Central en los Países en Desarrollo .....	22
2. Las Funciones Propias de un Banco Central .....	24
3. El Marco Institucional del Banco Central en el Paraguay.....	27
<u>4- Instrumentos de Política Monetaria</u>	
1. Operaciones de Mercado Abierto .....	31
2. Préstamos a los Bancos (Redescuentos) .....	36
3. Requisitos de Reservas (Encajes Legales) .....	40
4. Intervenciones en el Mercado Cambiario .....	43
Anexo 1.....	46
<u>5- Regulación y Supervisión Financiera</u>	
1. Fundamentos de la Regulación del Sector Financiero .....	48
2. La Regulación Financiera en Paraguay .....	55
3. Desafíos Futuros de la Regulación y Supervisión .....	59
<u>6- Independencia de la Banca Central</u>	
1. Beneficios de la Independencia del Banco Central .....	62
2. La Independencia del Banco Central y la Política Monetaria .....	64
3. El Grado de Independencia del Banco Central del Paraguay .....	66
<u>7- Inflación y Crecimiento Económico</u>	
1. Costos de la Inflación .....	70
2. Efectos de la Inflación en el Crecimiento Económico .....	71
3. Inflación y Variabilidad de la Inflación .....	74
4. La Carta Orgánica de un Banco Central Moderno .....	76
5. Conclusiones .....	77
Bibliografía .....	78
Referencia sobre los autores .....	83

## **Prólogo**

La presente publicación del Banco Central del Paraguay, además de constituirse en un testimonio institucional de recordación de los cincuenta años de su creación y de los sesenta años desde la instauración del Guaraní como signo monetario nacional, aspira ser una contribución a la producción bibliográfica nacional sobre temas económicos y financieros.

Al respecto, el libro ofrece no sólo una revisión histórica de la evolución de la Banca Central y la moneda en el Paraguay, sino igualmente una reflexión sobre el dinero y las funciones que debería ejercer la principal institución monetaria del país. Esperamos que este material apunte el debate acerca de un tema tan complejo como el de la Banca Central y que el mismo sea de utilidad a fin de generar consensos sobre políticas públicas, ayudando a superar las propuestas de atajos cortoplacistas que son finalmente infructuosas para el progreso social de la República.

La investigación y divulgación de estudios, realizados por profesionales de la institución, que abarcan temas de interés académico y de política económica resulta uno de los actos culturales más significativos en conmemoración de los aniversarios del Banco Central del Paraguay y del Guaraní. Al respecto, una de las hipótesis mantenidas por este libro es que la estabilidad de la moneda, la normal operación del sistema de pagos internos y externos, y la estabilidad y eficacia del sistema financiero son objetivos sociales intangibles pero fundamentales para el logro de un crecimiento económico sostenible en el largo plazo. Le corresponde entonces al Banco Central del Paraguay la difícil tarea de velar eficientemente por el cumplimiento de estos objetivos. Ello en el convencimiento de que la contribución más relevante que esta institución puede brindar al país es la de ayudar a otorgar credibilidad a la política macroeconómica.

**Juan Ortíz Vely**  
Presidente  
Banco Central del Paraguay

## **Presentación**

El Banco Central del Paraguay conmemora en los años 2002 y 2003 dos fechas significativas de su historia: el cincuentenario de creación de la institución y los sesenta años desde la adopción del Guaraní como signo monetario nacional. Efectivamente, luego de un proceso caracterizado por marchas y contramarchas derivadas de cambiantes circunstancias políticas y económicas, el 25 de marzo del 1952 se estableció el organismo rector de la política monetaria y financiera del país. A su vez, el 5 de octubre de 1943 se reafirmó la soberanía monetaria de la nación, instituyéndose en esa fecha un nuevo régimen monetario en el Paraguay que reemplazó al anterior basado en una ley de otro país. El Banco Central del Paraguay ha organizado una serie de eventos culturales, sociales y académicos en homenaje a estos dos importantes aniversarios, siendo uno de ellos la presente publicación.

El control que un Banco Central posee sobre la oferta de dinero primario le otorga a esta institución un poder potencial enorme para influir sobre el resto de la economía de un país. Lamentablemente, no pocos Gobiernos han abusado de este poder para apropiarse indebidamente de los recursos pertenecientes a los individuos y firmas, recurriendo a la emisión monetaria para financiar un nivel de gastos muy por encima de sus posibilidades de recaudación. En todos los casos, esta política gubernamental de emisión comprometió la estabilidad de los precios internos de las economías y derivó finalmente en procesos inflacionarios o hiperinflacionarios. La experiencia de los países de América Latina en años recientes ha sido singular al respecto. Debe resaltarse que estas experiencias inflacionarias han sido, por lo general, resultado de decisiones de las autoridades gubernamentales que fueron influenciadas por intereses políticos o de determinados grupos económicos. En este sentido, algunas preguntas a responder en el presente son: ¿Cuál debería ser la función del Banco Central en la economía? ¿Cuál es la relación que esta institución debería mantener con el Gobierno? ¿Cuáles son los costos o las consecuencias que el Banco Central realice una emisión desordenada de dinero?

En sus inicios, los primeros Bancos Centrales se establecieron a fin de proveer el financiamiento necesario a los Gobiernos y para coadyuvar al desarrollo del sistema financiero. Con el transcurrir del tiempo, los objetivos establecidos para estas instituciones fueron variando y, más recientemente, la presencia de procesos inflacionarios en las economías orientó las responsabilidades de la Banca Central hacia el mantenimiento del valor de la moneda. Al respecto, la globalización de los mercados financieros, las crisis financieras regionales, la dolarización en algunas economías en desarrollo, la coordinación macroeconómica en los esquemas de integración regional, el efecto de las políticas macroeconómicas sobre los niveles de pobreza, etc., son factores contemporáneos que afectan el diseño de la política monetaria y delimitan nuevos enfoques a las funciones e instrumentos de la Banca Central. Igualmente, dentro del análisis actual sobre la perspectiva institucional, siguen vigentes las discusiones sobre regla o discreción de las políticas implementadas e independencia de la autoridad monetaria.

Por su complejidad y naturaleza, resultaría imposible abarcar en un solo volumen todo el material relevante que existe sobre política monetaria, financiera y Banca Central. El propósito de esta publicación es simplemente exponer, de modo sencillo y comprensible, los aspectos conceptuales básicos relativos al tema de la Banca Central.

La obra no pretende, en consecuencia, agotar el tratamiento de los temas referentes a la ejecución de la política monetaria y financiera. Por el contrario, la misma sólo contiene los puntos centrales necesarios para una comprensión elemental de las actividades que la Banca Central realiza en la implementación de estas políticas.

La organización de este libro es la siguiente. Los dos primeros capítulos realizan una breve descripción de la evolución histórica del signo monetario nacional y de la institución hoy conocida como el Banco Central del Paraguay. En el tercero se analizan las funciones básicas que realizan, por lo general, los institutos emisores en los diferentes países y se describe el marco institucional de la Banca Central en nuestro país. En el cuarto capítulo se detallan las características y funciones de los instrumentos con que cuentan los Bancos Centrales para la consecución de sus objetivos, al tiempo que el quinto discute brevemente los aspectos más importantes de la regulación y supervisión del sector financiero de un país. Los dos últimos capítulos examinan tópicos de actualidad relativos a la Banca Central: la propuesta de independencia de la misma y los efectos reales que sobre la economía tiene una emisión desordenada de dinero.

Resulta oportuno mencionar que este material es resultado de un esfuerzo mancomunado de un grupo de economistas de la Gerencia de Estudios Económicos quienes, en el breve tiempo disponible debido a la sobrecarga de tareas diarias que hacen a sus funciones, han podido revisar el material bibliográfico relevante y redactar las diferentes partes de la obra. Un mayor impulso a los trabajos de investigación fue un compromiso asumido por nuestra área desde hace un tiempo y este libro es resultado palpable de las tareas que se han venido realizando en ese sentido.

Por último, estimamos que la publicación será de utilidad para una mejor comprensión de los tópicos cubiertos, no sólo para los estudiantes y profesionales del área sino igualmente para el público en general. Asimismo, estamos confiados en que el libro permitirá transmitir exitosamente la idea de que una inflación baja y estable es el mejor aporte que un Banco Central puede dar a la sociedad.

Asunción, Julio de 2003.

**Carlos G. Fernández Valdovinos**  
Editor y Compilador

## **1. Historia del Banco Central del Paraguay**

Varios historiadores refieren que los bancos comerciales fueron los antecedentes más directo de los Bancos Centrales. Efectivamente, algunas pocas entidades bancarias empezaron a ser consideradas como el centro de los bancos comerciales al ser autorizados las mismas a efectuar operaciones con los Gobiernos de esa época. Gracias a esa cualidad, que incluía funciones de emisión, las instituciones privilegiadas fueron ganando prestigio entre los otros bancos comerciales y motivó que estas últimas entidades desearan poseer una cuenta en los bancos emisores. Similamente, los billetes emitidos por los bancos que operaban con el Gobierno fueron paulatinamente generando confianza entre el público ya que estas instituciones eran consideradas, de una u otra manera, como el agente y banquero del Gobierno. Sin embargo, con el tiempo surgieron algunos desequilibrios financieros debido a una falta de organización y coordinación entre las diferentes instituciones emisoras. Con todo ello se sintió la necesidad de regular y centralizar las operaciones de emisión, desembocándose finalmente en la creación de las entidades que hoy conocemos como Bancos Centrales.

Como primer referente histórico de los Bancos Centrales se cita al Banco de Inglaterra, entidad que pasó de ser un banco comercial a un banco nacional con responsabilidades oficiales. Este proceso llevó aproximadamente medio siglo, siendo el caso más antiguo de creación de un Banco Central y constituyéndose la entidad en una especie de modelo para la creación de los otros Bancos Centrales. Su proceso de creación se inició en 1694 y sus funciones como Banco Central datan de 1844. En América, las primeras instituciones financieras habían sido extensiones de entidades europeas o instituciones nacionales con lineamientos europeos, fundadas básicamente por la necesidad de facilitar el comercio y el financiamiento de la producción de alimentos. Los desequilibrios en el sector financiero de los Estados Unidos, a finales del siglo XIX, evidenciaron la debilidad de dicho sector y el Gobierno norteamericano empezó a dar importancia a la forma cómo se manejaban los sistemas financieros más antiguos. Ello desembocó en el establecimiento del Sistema de la Reserva Federal en 1914, compuesto por 12 bancos, coordinados por una Junta de la Reserva Federal. Esta institución se constituyó en el primer antecedente de un Banco Central en el continente americano.

El buen desempeño del Sistema de la Reserva Federal, el éxito del mismo en la post guerra (1917-1920) y su importante papel en el quehacer gubernamental y de los demás bancos, impulsó la idea de que los demás países del continente tuvieran su propio Banco Central. En 1920, luego de celebrarse la Conferencia Financiera Internacional en Bruselas, se observó un gran impulso para la creación de estas entidades en América Latina ya que en esta conferencia se había determinado la necesidad de crear entidades que se desempeñen como Bancos Centrales en los países que no lo tuvieran. Estos hechos reforzaron el interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos en los problemas monetarios de América Latina y, como consecuencia, fueron enviados a esta parte del continente prestigiosos

economistas con la finalidad de asesorar a los Gobiernos en el establecimiento de sus Bancos Centrales o en la mejora de los ya existentes<sup>1</sup>.

En el Paraguay, los intentos de creación de un Banco Central fueron varios. Especialmente a partir de 1920 se hicieron numerosos intentos formales para la creación de un Banco Central moderno tal como hoy día se lo conoce. Los ciclos económicos que se sucedían en el territorio paraguayo en esa época y, en especial, los desequilibrios económicos observados, hicieron que la población de entonces demandara a las autoridades públicas la implementación de normativas y la creación de entes destinados a otorgar el financiamiento adecuado para el desarrollo de las actividades productivas y que establezcan un ambiente de estabilidad macroeconómica para el desempeño de dichas actividades. Se empiezan a crear entonces entidades destinadas a conseguir una mayor estabilidad monetaria y cambiaria en el país y a lograr una mejor canalización del crédito hacia el comercio y la producción. Las primeras de estas instituciones fueron establecidas con características de bancos comerciales, si bien en su operativa se revistieron de algunas facultades que son propias de los Bancos Centrales: emisión de billetes, agente financiero y prestamista del Gobierno, etc. En estas entidades, creadas a fin de hacer frente a los desequilibrios económicos de entonces, radican los primeros antecedentes de un proceso que desembocó finalmente en la creación de lo que hoy se conoce como el Banco Central del Paraguay. En este capítulo se presenta una breve historia de este proceso<sup>2</sup>.

## **1. Los Años Finales del Siglo XIX**

La Constitución Nacional de 1870 incluía como una atribución del Congreso el “.....*contraer empréstitos de dinero sobre créditos de la Nación y establecer y reglamentar un Banco Nacional con la facultad de emitir billetes*”. En consecuencia, en ese mismo año surge la primera tentativa de crear un banco emisor en el país, el cual llevaría el nombre de “Banco del Paraguay”. Este banco tendría que haber sido fundado con préstamos del sector privado, pero el proyecto no pudo concretarse finalmente. En ese período, se manifiesta nuevamente una dificultad que por muchos años se constituyó en la principal fuente de problemas económicos de la nación: la escasez de medio circulante para las transacciones. Efectivamente, el papel moneda emitido por el Gobierno en carácter de deuda pública, a raíz de sus problemas de rescate, no pudo constituirse en un medio de cambio idóneo. Este instrumento era recibido en las transacciones con descuento o agio como se lo denominaba en aquella época. Al mismo tiempo, las monedas extranjeras que circulaban volvían rápidamente al exterior por la compra de bienes importados. Ante estos inconvenientes, se hizo necesario dotar a la economía de un instrumento eficaz para facilitar las transacciones.

La escasez de medio circulante, sumado a la adversa coyuntura económica nacional y mundial, indujo al Gobierno a buscar alternativas para lograr una recuperación económica del país. En esos años se argumentaba que uno de los motivos de la crisis económica interna era el agio generalizado que se hacía sobre el papel moneda estatal al momento de

---

<sup>1</sup> De estas misiones surgen igualmente los primeros contactos para la creación definitiva de lo que hoy se conoce como el Banco Central del Paraguay.

<sup>2</sup> El capítulo se basa en los textos de Ashwell (1989), Fernández (1984) y Rivarola Paoli (1982). Para una mayor información sobre los temas tratados se recomienda la lectura de las obras citadas.

las transacciones. Por ese motivo, el Gobierno asumió la responsabilidad de rescatar estos instrumentos monetarios y terminar con el agio y sus problemas conexos. Con la finalidad de obtener los recursos necesarios para el rescate de los títulos gubernamentales, se procedió a la venta de propiedades del Estado y se obtuvo un préstamo de Inglaterra. Sin embargo, estos fondos no fueron suficientes y el Gobierno no pudo completar el rescate planificado. Subsistió por ende la necesidad de contar con una moneda convertible, estable en su valor e idónea para las transacciones.

La persistencia de los problemas en la economía indujo a la población a solicitar la creación de un organismo que otorgara créditos, que sea de emisión y sobre el cual el Gobierno no ejerciera las presiones tradicionales para hacerse de billetes que financien su déficit. Como respuesta, en marzo de 1874 se establece la “Caja de Conversión”, entidad que debía encargarse de la conversión en metálico de la emisión de papel moneda realizada en enero de ese año<sup>3</sup>. Entre las facultades que tenía esta institución se encontraba la de emitir sus propios billetes, con el simple respaldo de un reducido capital, y hacer descuentos al comercio. Así, la Caja de Conversión se constituyó en la primera institución revestida con ciertos aspectos de entidad monetaria creada en el país. Sin embargo, a poco más de un año de su creación y luego de numerosos inconvenientes en su funcionamiento, el Gobierno puso fin a la existencia de esta entidad expropiando la misma<sup>4</sup>. El país volvió a enfrentarse entonces al problema de la falta de una institución que otorgue créditos y haga descuentos al comercio, al tiempo que el Gobierno tuvo que asumir de nuevo la responsabilidad de conversión de los títulos de la tesorería y del rescate de las emisiones de billetes.

Posteriormente, en enero de 1875, se crea la “Asociación General de Comercio Paraguayo”, un banco mixto que en su operativa parecía más un banco comercial que un Banco Central ya que no podía emitir billetes. No obstante, esta institución fue habilitada a emitir un bono al portador (bonos de caja) que eran pagaderos en oro sellado al vencimiento. La entidad, que puede ser considerada la primera institución bancaria comercial del país, no pudo resolver los problemas derivados de la falta de liquidez en la economía y dejó de operar en el mes de mayo del mismo año. En su reemplazo se estableció, en agosto de 1875, la “Comisión del Crédito Nacional”. Esta comisión tuvo entre sus responsabilidades la emisión de billetes, el rescate de los billetes y la comercialización del tabaco, esto último con la finalidad de captar los recursos necesarios para la conversión del papel moneda<sup>5</sup>. Dada la arbitrariedad de su operativa, ya que expropiaba a los productores de parte del fruto de su trabajo, este sistema no fue bien visto por la población y el mismo tuvo que ser dejado de lado en octubre del mismo año. Como consecuencia, se reestableció la “Caja de Conversión”, pero nuevamente esta entidad resultó poco efectiva en su desempeño.

---

<sup>3</sup> La lógica económica en ese momento era que la conversión en metálico de los papeles emitidos aseguraría su circulación y traería estabilidad al valor nominal de los mismos.

<sup>4</sup> La Caja de Conversión era administrada inicialmente por el sector privado

<sup>5</sup> La comisión operaba bajo el sistema denominado estanco del tabaco, extendiéndose posteriormente dicho sistema a la sal y al jabón. Bajo este sistema, el Gobierno se hacía cargo de toda la comercialización de importación y exportación de estos rubros. Por ejemplo, compraba en el mercado interno tabaco con moneda local y luego lo vendía al exterior a cambio de divisas. En el caso de los productos importados, como la sal y el jabón, el proceso era el inverso. Sin embargo, el Gobierno aprovechó la operativa y con el pretexto de financiar la compra de tabaco terminó emitiendo papel moneda para financiar sus déficits.

Durante el período siguiente, basado en el argumento de que las emisiones monetarias serían mejor administradas si las mismas fueran realizadas por instituciones privadas, el Gobierno comenzó a ofrecer facilidades a dicho sector para la constitución de bancos. Para el establecimiento de una entidad se exigía sólo un mínimo de capital y metálico suficiente para la convertibilidad de los billetes que las entidades fueran a emitir para financiar las actividades comerciales mediante préstamos. En ese contexto, el sector privado presentó varios proyectos, pero los mismos no se concretaron por la falta del capital mínimo exigido. Finalmente, en mayo de 1882, abre sus puertas el “Banco del Paraguay”. Esta institución se constituyó en el primer banco de emisión del país, introduciendo los primeros billetes bancarios que eran pagaderos al portador en oro o plata sellada<sup>6</sup>. Sin embargo, el reducido capital del banco sólo le permitió una mínima participación en el financiamiento del comercio local. Al mismo tiempo, sus reducidas reservas fueron presionadas por parte del público para la conversión de billetes. En esa coyuntura, la quiebra del banco se hizo inminente y con ella se acentuarían nuevamente los problemas derivados de los billetes emitidos sin respaldo.

El Gobierno resolvió absorber el pasivo del banco en problemas, dando origen en octubre de 1883 al “Banco Nacional del Paraguay”. A efectos de disminuir la influencia estatal en la administración de la entidad, su directorio fue compuesto por 6 miembros de los cuales sólo dos eran designados por el Gobierno. La nueva entidad emitiría billetes pagaderos a la vista, en moneda de ley, oro o plata, por lo que el banco fue obligado a mantener reservas en metálico equivalentes a la tercera parte de los billetes en circulación. Entre las atribuciones del nuevo banco estaban la de constituirse en agente financiero del Gobierno, la de conceder créditos hipotecarios y la de recibir depósitos de ahorro a plazo y a la vista. La mejora de la coyuntura económica nacional y mundial creó un ambiente de negocios más favorable a partir de 1885. Esto permitió la reactivación del comercio exterior y la entrada de capitales extranjeros al país, disminuyendo así los problemas financieros del Gobierno. Todo ello motivó el interés del capital privado en apoyar más activamente a las actividades productivas del país, presentándose numerosas propuestas para la instauración de bancos de propiedad privada. Fueron entonces autorizados a operar numerosos bancos comerciales, algunos de los cuales cumplieron al mismo tiempo el rol de emisor de billetes y otras funciones típicas de los Bancos Centrales hoy día. Una lista de estos bancos se presenta en la siguiente tabla.

---

<sup>6</sup> La entidad podía emitir billetes manteniendo como garantía de la emisión una tercera parte en metálico y las otras dos terceras partes en documentos comerciales con vencimientos no mayores a seis meses.

<b>Tabla 1: Instituciones Bancarias en el Paraguay a Finales del Siglo XIX</b>				
<b>Nombre</b>	<b>Fundación</b>	<b>Propiedad</b>	<b>Función de Banca Central</b>	<b>Otras Funciones</b>
Banco Nacional del Paraguay**	21/10/1883	Bco. Mixto	Emisión de billetes	Recibir depósitos. Agente Financiero. Descuento de documentos.
El Banco de Comercio	06/03/1886	Bco. Privado		Operaciones de Crédito. Pago de Intereses.
Banco Territorial del Paraguay	01.09/1887	Bco. Privado		Descuento de Documentos. Apertura de mercados. Especulaciones Inmobiliarias. Recibir depósitos. Operaciones de Crédito.
Banco Agrícola del Paraguay Comenzó a operar desde el 07/06/1888	24/09/1887		Descuento de documentos Redescuento	Fijar tasas de interés. Proteger la agricultura, la ganadería, etc. Acuerdo de adelantos. Cobranzas y Pagos. Realizar operaciones de cambio. Administrar valores, propiedades. Operaciones de Warrants.
S.A. Banco del Paraguay y Río de la Plata	25/06/1889	Bco. Mixto	Emisión de billetes	Recibir depósitos. Operaciones de créditos. Cobranzas y Descuentos de documentos. Préstamos Hipotecarios.
Banco Hipotecario del Paraguay	18/12/1890			Emisión de cédulas hipotecarias.
El Banco Mercantil del Paraguay	27/12/1890 Operó desde 1891	Bco. Privado		Desarrollar el comercio, la industria y la producción nacional. Recibir depósitos. Operaciones de Crédito. Cobranzas, Mandatos.
Banco de los Ríos y Cía.	04/01/1895			Recibir depósitos. Realizar exportaciones. Mantener Corresponsalia.

\*\*Banco del Estado a partir de 16 de junio de 1890, fecha en la cual fue nacionalizado.

Fuente: *Fernández (1984)*.

El ambiente de prosperidad no fue duradero y una suba inesperada del tipo de cambio, a inicios del segundo trimestre de 1889, alarmó nuevamente el ambiente comercial al provocar apremios a los importadores que ya habían cerrado muchos negocios. En previsión a futuros incrementos del tipo de cambio, los importadores aumentaron su demanda por divisas de los bancos a fin de cancelar anticipadamente sus compras del exterior. Este comportamiento también se extendió al comercio local, el cual trató de refugiarse en metálico convirtiendo sus billetes. Todo lo anterior influyó negativamente en la liquidez de los bancos, al punto que estas instituciones tuvieron que suspender sus operaciones de créditos a fin de hacerse de recursos para enfrentar los requerimientos de divisas y metálico del público. El corte en el crédito bancario impactó negativamente en el desarrollo del comercio, generando dificultades para la recuperación de los créditos ya concedidos y contribuyendo a una profundización de la crisis económica. Ante estos hechos, los bancos solicitaron la intervención estatal y la derogación de la convertibilidad en metálico de los billetes emitidos por los mismos. Como respuesta, el Gobierno decidió la

inconvertibilidad de los billetes por sesenta días e intervino el Banco Nacional en agosto de 1890, procediendo a su nacionalización<sup>7</sup>.

Hacia fines de 1890, el Gobierno implementó un plan para reestablecer un esquema de convertibilidad que genere confianza en los billetes usados por la población. Este plan buscaba igualmente apoyar al estatal Banco Nacional, para lo cual se decidió prorrogar la inconvertibilidad de los billetes por unos años, centralizar la emisión de billetes en dicho banco y establecer límites a la emisión de billetes. Al mismo tiempo, los otros bancos existentes empezaron a operar sólo como bancos comerciales, ya que se reglamentó que los billetes emitidos por estas instituciones serían de circulación prohibida una vez terminado el plazo de inconvertibilidad. El poder de emisión empezó entonces a ser potestad de una sola institución, en este caso de naturaleza estatal. Sin embargo, a pesar de sus esfuerzos, el Gobierno no pudo restablecer el equilibrio en el sector bancario, por lo que todos los bancos entraron en proceso de liquidación, incluyendo el Banco Nacional<sup>8</sup>. Lo anterior motivó la desaparición del crédito al comercio y, con la finalidad de atenuar la crisis, a fines de 1892 fue creado el Banco Mercantil y reactivado el Banco Agrícola.

Hacia fines de 1895, con la reanudación del comercio internacional y con la suba en los precios de los productos de exportación, se observó una reactivación de la economía nacional. Con el refloreamiento del comercio se hizo imperioso el incremento del medio circulante y el establecimiento de un nuevo banco emisor, dado que la entrada de capitales no era suficiente para financiar todos los negocios. En consecuencia, en junio de 1897, se crea la segunda "Caja de Conversión". Esta entidad estaba facultada a emplear sus fondos para comprar y vender oro, al tiempo que podía emitir billetes y debía encargarse de su conversión. Adicionalmente, la coyuntura de recuperación económica llevó a los bancos a expandir sus operaciones. Para ello fueron utilizados los depósitos realizados por el público, los cuales eran suficientes para financiar la concesión de nuevos créditos y la expansión de la actividad bancaria<sup>9</sup>. Sin embargo, la bonanza del sector financiero no se replicó en las finanzas públicas. Al respecto, persistió la carencia de recursos suficientes para que el Gobierno pueda hacer frente a sus gastos y se recurrieron a nuevas emisiones sin respaldo<sup>10</sup>. Estas emisiones para solventar gastos fiscales no estuvieron exentas de costos económicos, puesto que las mismas ejercieron presiones hacia un alza del tipo de cambio y de los precios.

## **2. Los Inicios del Siglo XX**

Hacia 1902, el ambiente económico favorable a mundial propició una coyuntura nacional adecuada para la estabilidad cambiaria y de precios, al tiempo que el flujo de capitales y de metálicos al país relajó las presiones sobre el presupuesto fiscal derivadas de la

---

<sup>7</sup> Al llegar a su término, el plazo de la inconvertibilidad fue prorrogado por dos meses adicionales.

<sup>8</sup> Esta entidad fue cerrada en mayo de 1892.

<sup>9</sup> En ese período se fueron utilizando en mayor proporción los cheques de los bancos, incrementándose con ello los medios de pagos disponibles en la sociedad.

<sup>10</sup> Uno de los graves problemas del fisco en esos tiempos era la necesidad de utilizar importantes sumas de sus ingresos para garantizar la convertibilidad de los billetes emitidos con anterioridad.

convertibilidad de los billetes<sup>11</sup>. En 1904, beneficiado por el ambiente de estabilidad cambiaria, el Gobierno presentó un proyecto para la creación del “Banco de la República del Paraguay”, institución de carácter oficial pero con funciones de banco comercial. Esta entidad debía absorber al Banco Agrícola y tendría que hacerse cargo de la sección comercial de la Caja de Conversión<sup>12</sup>. Además, las funciones del nuevo banco incluían algunas atribuciones típicas de un Banco Central, como la de otorgar redescuentos de documentos a otros bancos. Sin embargo, a raíz de los problemas políticos de esa época y a una fuerte resistencia del sector bancario privado, que veía en el nuevo ente una competencia, el proyecto finalmente no prosperó.

Posteriormente, en 1907 se crea el “Banco de la República”, entidad de naturaleza mixta<sup>13</sup>. La entidad tenía la autorización para emitir billetes, que debían ser convertibles al portador, y acuñar monedas<sup>14</sup>. Además, la institución sería la encargada absoluta de las operaciones del Gobierno, era con preferencia asesor financiero del mismo y debía recibir todos los depósitos del sector público. Sin embargo, la nueva entidad no pudo cumplir eficientemente con su rol de conversión de billetes y finalmente operó como un banco comercial usual, sin aportar el necesario orden en el sistema monetario nacional. Hacia 1912, el Banco de la República constituía el ente bancario más importante del país. En esos años existía un ambiente convulsionado por las revoluciones armadas, al tiempo que los continuos problemas financieros del fisco, la volatilidad del tipo de cambio y la suba de precios caracterizaban nuevamente la coyuntura económica del país.

Ante inestabilidades cambiarias y de precios, la doctrina convencional de aquella época proponía a la convertibilidad en metálico de los billetes como mecanismo corrector de estos desequilibrios. En consecuencia, el Gobierno exigió al Banco de la República la conversión de los billetes emitidos por la institución. Sin embargo, ante la negativa del banco de implementar el esquema de conversión solicitado, el Gobierno decidió rescindir el contrato firmado con la entidad, modificando la ley que la autorizaba a operar. Por la nueva disposición legal, concretada en 1914, el banco cesaba en sus funciones de agente financiero del Gobierno y se resolvía la creación de una Caja de Conversión o una Oficina de Cambios en su reemplazo. Asimismo, se eliminaba la exclusividad del banco de ser depositario de los fondos del sector público, se limitaba el privilegio de emisión del ente hasta el doble de su capital integrado en dólares y desaparecía la representación del Gobierno en el banco, aunque este conservaba su carácter mixto.

Posteriormente, en una coyuntura de presiones al fisco para el pago de salarios atrasados, subas en el tipo de cambio, caídas del comercio exterior paraguayo y emisiones crecientes del Gobierno para financiar su déficit, se decidió en enero de 1916 la creación de la “Oficina de Cambios”. Esta institución tenía entre sus funciones la de emitir billetes sin respaldo sólo para el canje de otros circulantes, canjear y convertir por metálicos o divisas

---

<sup>11</sup> Inclusive, durante ese período, la Caja de Conversión aumentó sus reservas metálicas utilizadas como respaldo de los billetes emitidos.

<sup>12</sup> Con esta medida la Caja de Conversión sería convertida en una institución exclusivamente monetaria.

<sup>13</sup> Rivarola Paoli (1982) comenta que el contrato de fundación del banco fue firmado ese año entre el Gobierno y el Banco Francés del Río de la Plata. El banco empezó a operar en junio de 1908 y en su dirección contaba con nueve miembros, siendo seis de ellos del sector privado.

<sup>14</sup> Los billetes emitidos por este banco llevaban impreso el escudo nacional.

los billetes en circulación, comprar y vender giros, etc. Asimismo, para los exportadores de cueros vacunos, tabaco, yerba mate y tanino, se hizo obligatoria la venta de divisas a esta entidad hasta un monto equivalente al 20% del valor de las exportaciones. Esta Oficina de Cambios inició sus operaciones en mayo de 1916, pero las limitaciones de recursos de la misma hizo que sus intervenciones en el mercado cambiario no fueran suficientes para contrarrestar las volatilidades cambiarias de la época.

Hacia 1920, los problemas cambiarios de la economía persistían, lo cual acentuaba la incertidumbre económica del país<sup>15</sup>. Todo esto comenzó a repercutir en el balance de los bancos, registrándose problemas para la recuperación de los créditos otorgados y presiones sobre la liquidez de las entidades por la intención de los ahorristas de convertir sus depósitos en monedas nacionales por divisas. A fines de 1920, el Banco de España y Paraguay, que ya había solicitado anteriormente fondos de emergencia del Banco Agrícola y de la Oficina de Cambios, cierra definitivamente sus puertas. Con posterioridad, una corrida bancaria se extendió a otros bancos motivando el cierre de otras instituciones. Ante la crisis desatada, el Gobierno autorizó a la Oficina de Cambios a intervenir y, con el fin de atenuar los problemas de liquidez originados por el retiro de depósitos, la misma fue autorizada a emitir billetes que serían entregados a los bancos contra entrega de documentos. Asimismo, en ese mismo año fue sancionada una ley para que la Oficina de Cambios emita billetes por el monto que las otras entidades estatales tenían depositados en los bancos cerrados, con la cual la Oficina de Cambios se convirtió en el único acreedor oficial de los bancos en problemas.

Los desórdenes monetarios, cambiarios y fiscales observados en ese tiempo mostraron la necesidad de establecer un organismo capaz de generar estabilidad en estos sectores. Con esa finalidad, en abril de 1922 el Gobierno presentó un proyecto de ley para la creación de un Banco Central estatal. Esta propuesta había empezado a ganar fuerza a partir de 1920, luego de una Conferencia Financiera Internacional realizada en Bruselas y en la cual se recomendó el establecimiento de un Banco Central de emisión a los países que aún no tuvieran. En el proyecto, presentado por Eligio Ayala, el Banco Central asumiría las funciones de la Oficina de Cambios y del Banco Agrícola, entidad que pasaría a constituirse en un banco comercial. La institución estaría compuesta por una sección bancaria, una sección de emisión y una sección de fomento. La primera de estas secciones debía realizar las operaciones comerciales y de redescuentos a otros bancos, la segunda iba a estar a cargo de la emisión de billetes y la última debía encargarse de otorgar créditos para el sector agrícola, operando en coordinación con el Banco Agrícola. Si bien este proyecto finalmente no prosperó, el mismo se constituyó en el primer intento explícito de creación de un Banco Central en el Paraguay.

En 1926 se presentó un proyecto de reforma monetaria y bancaria del país, la que nuevamente incluía la fundación de un Banco Central estatal. Esta institución absorbería a la Oficina de Cambios, pero sin tener incidencia sobre el funcionamiento del Banco Agrícola. Este proyecto fue debatido en la Cámara de Diputados, aprobado por la misma y remitido al Senado, que nunca lo estudió. Eligio Ayala persistiría en su idea de creación de un Banco Central, elevando al Congreso un tercer proyecto en vísperas de la guerra del

---

<sup>15</sup> Por ejemplo, la cotización del oro era de 1.662 pesos a fines de 1919 y de 4.100 pesos en 1921.

Chaco. Sin embargo, este proyecto tampoco encontraría la voluntad necesaria de los congresistas para su concreción. Atendiendo las dificultades encontradas en el Congreso para la instauración de un Banco Central, el Gobierno decidió ampliar las facultades operativas de la Oficina de Cambios. Esto fue realizado mediante la aprobación de una ley en septiembre de 1930. Entre las nuevas funciones de la Oficina de Cambios se incluían algunas atribuciones típicas de un Banco Central, tales como: ser agente financiero del Gobierno, otorgar descuentos a otros bancos, emitir moneda de curso legal, etc. Sin embargo, a pesar de las modificaciones en sus facultades, la entidad continuó actuando más como banca comercial que como Banco Central.

### **3. Los Intentos Finales de Creación**

En el período posterior a la Guerra del Chaco, la coyuntura económica se caracterizaba por una elevada incertidumbre cambiaria y presiones inflacionarias. El Gobierno decide entonces suspender las operaciones de la Oficina de Cambios, debido a la mala administración de la entidad y al fracaso de la misma en corregir los desequilibrios monetarios y cambiarios de la economía. En febrero de 1936 se crea en sustitución el “Banco de la República del Paraguay”, un banco estatal que dependía directamente del Ministerio de Hacienda. Este banco trató de constituirse en el pilar de la organización monetaria y financiera del país, si bien el decreto de su creación especificaba que la misma carta orgánica de la Oficina de Cambios regiría las funciones del nuevo banco.

En 1940, el Banco de la República del Paraguay se enfrentó al viejo dilema de la economía paraguaya: una suba del tipo de cambio y sus problemas conexos. En consecuencia, en febrero de 1941 el Gobierno instauró un control de cambios. Con la medida, el Banco de la República quedó como el único organismo encargado de las operaciones de compra y venta de monedas extranjeras, obligándose a los otros entes a vender sus divisas a este banco. Asimismo, se obligó a los exportadores a liquidar todas sus divisas en dicho banco estatal, al tiempo que esta entidad quedaba encargada de fijar el tipo de cambio. Todas estas medidas lograron contener el incremento del tipo de cambio y, desde entonces, el Banco de la República se constituyó en una autoridad con fuerza gravitatoria en el mercado cambiario.

Este saneamiento monetario propició el ambiente ideal para llevar a cabo una reforma monetaria. Así, en 1943 se instituyó el Guaraní como signo monetario nacional y se encomendó al Banco de la República la tarea de defender la estabilidad del valor de la moneda nacional<sup>16</sup>. Asimismo, se decidió centralizar la emisión monetaria en el Banco de la República, despojando al Ministerio de Hacienda de esta facultad<sup>17</sup>. Esta reforma monetaria fue acompañada por una reforma bancaria, la cual fue llevada a cabo con la colaboración del Dr. Robert Triffin de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Así, en 1944 se dicta una ley de bancos y se crea el Banco del Paraguay<sup>18</sup>. La creación del Banco

---

<sup>16</sup> En ese período, un dólar norteamericano se cotizaba a 3,09 guaraníes.

<sup>17</sup> Igualmente, el Gobierno decretó eliminar para las transacciones internas el uso de monedas extranjeras.

<sup>18</sup> Decreto-Ley 5286 del 27 de septiembre de 1944 y Decreto-Ley 5130 del 8 de septiembre de 1944, respectivamente.

del Paraguay trajo consigo la liquidación del Banco de la República del Paraguay, entidad que operaba con funciones semejantes al nuevo banco creado.

La nueva institución tendría el objetivo de administrar la moneda nacional, manejar las actividades bancarias del Estado y debía propiciar un ambiente de estabilidad monetaria nacional. El banco estaría formado por tres departamentos: uno monetario, uno bancario y uno hipotecario y de ahorro. El departamento monetario tendría a su cargo las funciones típicas de un Banco Central, el bancario desempeñaría las funciones de banco comercial y el hipotecario y ahorro realizaría las tareas que su nombre lo define<sup>19</sup>. Entre las funciones del departamento monetario se encontraban la de administrar la política monetaria, bancaria y crediticia del país, el recibir depósitos de otras entidades bancarias, el elaborar las estadísticas monetarias, bancarias y de créditos del banco y del sistema bancario, el de emitir billetes y acuñar monedas con exclusividad, entre otras. Por otro lado, sus funciones de banca comercial incluían la concesión de créditos agrarios e industriales, el descuento de documentos relacionados con el comercio exterior, el otorgamiento de préstamos al Gobierno y la recepción de depósitos del público a la vista y a plazo, etc. Esta multiplicidad de funciones hizo que los objetivos del banco de implementar una buena administración monetaria y crediticia no pueda ser llevado en forma adecuada. Así, ante las dificultades operativas del ente y una coyuntura económica caracterizada por creciente inflación, desequilibrios financieros del fisco, bajo nivel de producción y especulación cambiaria, el Gobierno inició una segunda reforma bancaria.

Esta segunda reforma fue realizada en el año 1952. La misma tuvo como ejes los cambios introducidos en la legislación bancaria de 1944 y la creación del Banco Central del Paraguay (BCP) sobre la base del departamento monetario del Banco del Paraguay<sup>20</sup>. Esta última institución también sufrió modificaciones en su funciones, operando desde entonces sólo como banco comercial<sup>21</sup>. El BCP sería desde entonces la entidad bancaria a cuyo cargo estaría la administración monetaria, cambiaria y crediticia del país, con lo cual se esperaba que finalmente se podrían manejar más eficazmente estos aspectos relevantes de la vida económica nacional. La creación del nuevo ente bancario, con los perfiles de un Banco Central moderno, fue realizada con el apoyo y la cooperación técnica del Dr. James Thackara, del Fondo Monetario Internacional, y de los doctores Ernest Olson y David Grove, de la Reserva Federal de los Estados Unidos. El Banco Central empezó a operar el 1º de julio de 1952 siendo su primer Presidente el Dr. Juan Ramón Chávez<sup>22</sup>. Así luego de marchas y contramarchas emanadas de las variadas circunstancias políticas y económicas del país, se pudo finalmente culminar con la creación de lo que hoy es el Banco Central del Paraguay.

---

<sup>19</sup> Asimismo, la ley reglamentó las funciones del primer organismo fiscalizador bancario. Este debía estar bajo la dependencia directa de la Junta Monetaria, la cual estaba integrada por el Presidente del Banco del Paraguay, el Ministro de Hacienda, un miembro designado por el Poder Ejecutivo y un miembro designado por los demás bancos del país.

<sup>20</sup> Decreto-Ley 18 del 25 de marzo de 1952.

<sup>21</sup> El Banco del Paraguay fue liquidado en noviembre de 1961, transformándose en lo que hoy es el Banco Nacional del Fomento.

<sup>22</sup> En la memoria anual del primer ejercicio del Banco Central del Paraguay figura como Presidente de la institución el Sr. Epifanio Méndez. Sin embargo, el mismo asumió su cargo sólo en octubre de 1952.

## **2. Historia del Signo Monetario del Paraguay**

Los agentes económicos cotidianamente compran y venden bienes, servicios u otros activos como títulos, moneda extranjera, etc. La mayor parte de estas operaciones se realizan utilizando como medio de intercambio el signo monetario que rige en nuestra economía: el Guaraní. Pero, ¿cuál fue el origen del mismo? ¿En qué momento los paraguayos empezaron a utilizar este signo monetario para sus transacciones? ¿Fue nuestra moneda fruto de una evolución o surgió como creación espontánea de algún hombre excepcional de nuestra historia? ¿Apareció el Guaraní al mismo tiempo que el Paraguay surgía como país independiente y soberano? ¿Cómo negociaban los paraguayos antes de la existencia de esta moneda?. Este capítulo sobre la historia del signo monetario actualmente vigente en el Paraguay busca dar respuesta a todas estas interrogantes y, para el efecto, realiza una breve descripción de la evolución histórica del Guaraní.

### **1. Evolución de la Moneda**

Donde quiera que se indague sobre el origen y la evolución de los distintos signos monetarios se encontrará que los mismos fueron guiados impersonalmente, a través de la historia, por el propio desarrollo de la vida del hombre como ser social. Este proceso evolutivo buscó desde sus inicios otorgar mayores facilidades a las relaciones económico-comerciales entre las personas y generó además las bases para la especialización de los hombres en sus actividades.

En sus orígenes más remotos el dinero tuvo como antecedente al trueque. En este sistema, las personas adquirían los bienes y servicios que necesitaban y no poseían mediante un intercambio por los bienes y servicios de los que eran propietarios. Sin embargo, esta modalidad no proporcionaba la suficiente agilidad a las transacciones. Lo anterior debido a la dificultad de encontrar personas con el interés exactamente opuesto al de uno a fin de que la transacción se lleve a cabo. Además, el trueque implicaba la necesidad de establecer relaciones de intercambio (precios relativos) de un bien o servicio respecto a una infinidad de bienes o servicios. Lógicamente este sistema debía, por su propia ineficacia, tender hacia otro estadio evolutivo<sup>23</sup>.

En una segunda etapa surge en la vida del hombre el dinero mercancía. Con el transcurso del tiempo fueron usados como instrumentos de cambio distintas mercancías, las cuales eran especialmente valoradas en las sociedades donde se desarrollaban las actividades comerciales. Así, entre los bienes utilizados como medios de cambio figuraron el ganado, los dientes de animales silvestres y algunos productos agrícolas como el trigo, entre otros<sup>24</sup>. Si bien este sistema facilitaba un poco más las transacciones, persistían algunas dificultades. Por ejemplo, los distintos bienes no eran en todos los casos fácilmente

---

<sup>23</sup> Debe mencionarse que, en un mismo momento, pueden co-existir diferentes estadios de desarrollo del signo monetario en los distintos países del mundo o, incluso, en las diversas regiones de un mismo país. No obstante, a medida que la sociedad va evolucionando, el desarrollo del signo monetario sigue una historia similar a la narrada.

<sup>24</sup> El bien era utilizado como medio de intercambio o moneda y al mismo tiempo como mercancía, con un valor propio de acuerdo a su utilidad para satisfacer las necesidades de las personas.

transportables, divisibles (para realizar transacciones pequeñas) sin alterar su esencia, duraderos y homogéneos.

Atendiendo estas incomodidades, el uso del dinero mercancía, utilizando los bienes anteriormente señalados, fue dando lugar paulatinamente al uso de algunos metales como dinero. A tales efectos se empezaron a utilizar el hierro, el cobre, la plata y el oro. Si bien estos metales seguían siendo dinero mercancía, las anteriores dificultades respecto a su transporte, durabilidad, divisibilidad y homogeneidad fueron mayormente superadas. No obstante, se presentaron nuevas dificultades para el uso extensivo de estos metales como dinero: los problemas de su escasez, principalmente en el caso del oro y la plata. Efectivamente, la disponibilidad de estos metales dependía de las reservas y de la extracción de los mismos, así como del uso de estos metales en la fabricación de otros bienes. Otro problema se relacionaba con la necesidad de pesar estos metales en cada transacción, aunque esto fue de alguna manera subsanado mediante la acuñación<sup>25</sup>.

Concomitante a la evolución de las monedas se encuentra el desarrollo de las entidades bancarias. Estas entidades cumplieron un rol importante en el proceso de sustitución del uso del oro como dinero mercancía por lo que hoy es el billete de curso legal y forzoso usado como dinero fiduciario. Al respecto, el desarrollo del sistema bancario se basó en el hecho de que, antiguamente, ciertas personas gozaban de la suficiente confianza de la sociedad como para convertirse en custodios del oro de otras personas. A estas últimas se les entregaban títulos que le conferían el derecho de propiedad del oro depositado, el cual podía ser retirado con la simple presentación de este documento. Esta operativa permitía al individuo dueño del oro de librarse de los problemas de la custodia permanente de su metálico, delegando esta actividad a personas responsables y con experiencia en ese rubro.

El título entregado a los depositantes dio origen a la siguiente etapa del proceso de desarrollo del dinero: la moneda papel. El conocimiento y la confianza por parte de la sociedad de que esa moneda papel era convertible inmediatamente en oro, con la presentación del título emitido por los banqueros, hizo que las personas la acepten en las transacciones. Como consecuencia, los individuos empezaron a usar cada vez más este nuevo instrumento monetario, pero sin que los mismos intenten cambiarlo inmediatamente por su valor en oro. Con el transcurrir del tiempo, los custodios del oro percibieron que los retiros del metal no se realizaban todos al mismo tiempo y que por lo tanto existían siempre inventarios del mismo. Este hecho motivó a los banqueros a comenzar a emitir títulos de custodia que no estuvieran respaldados por depósitos en oro, con la ventaja de que en caso de necesidad podrían utilizar los inventarios existentes. Esta nueva operativa dio nacimiento a la siguiente etapa evolutiva del dinero: el papel moneda.

Este papel moneda tropezó con muchos problemas en su desarrollo y uso, muchos de los cuales estaban originados en la imposibilidad de convertirlo en oro, base de su existencia<sup>26</sup>. Con el transcurrir del tiempo, el uso del papel moneda fue desapareciendo paulatinamente para dar vida al dinero fiduciario, que es la forma de moneda que hoy conocemos. Este tipo

---

<sup>25</sup> Las monedas acuñadas más antiguas que se conocen datan del año 650 A.C. y son procedentes de Lidia, Asia.

<sup>26</sup> Así, la imprudencia de los custodios del oro en la emisión de títulos muy por encima de la capacidad de las reservas del metálico fue uno de sus verdugos.

de dinero se encuentra materializado en papeles cuyo valor nominal es mayor a su valor intrínseco, estableciéndose este valor nominal en virtud de una ley que permite su emisión. Este tipo de dinero carece completamente de cualquier tipo de respaldo en oro u otro bien y la base de su aceptación por la sociedad radica en las disposiciones legales que determinan su curso legal y forzoso, con poder cancelatorio de deudas<sup>27</sup>.

## **2. Creación del Signo Monetario del Paraguay**

La sección anterior ilustra la forma en que fue evolucionando a lo largo del tiempo lo que hoy conocemos como dinero fiduciario. Este mismo proceso evolutivo también fue seguido por la moneda hoy conocida como Guaraní, ya que nuestro signo monetario fue resultado de un lento desarrollo que se inició con el descubrimiento de América. Esta sección presenta una breve reseña histórica de la creación del signo monetario nacional considerando tres períodos diferentes: el período colonial, la primera época luego de la independencia del Paraguay y la etapa posterior a la Guerra de la Triple Alianza<sup>28</sup>.

### **i. El período colonial**

A su llegada a América los españoles se encontraron con los nativos de las nuevas tierras, los cuales poseían una civilización todavía muy atrasada respecto a los avances europeos. De los contactos iniciales entre ambas civilizaciones surgen las primeras transacciones en América, intercambiando los españoles algunas de sus mercaderías que eran atractivas para los indígenas por alimentos para su subsistencia. Este sistema primitivo de trueque marcó el inicio del proceso evolutivo de la moneda en el nuevo continente<sup>29</sup>. Estas operaciones de trueque se constituyeron en el primer paso del proceso de conquista de los nativos, empezándose a imponer a los mismos todo el bagaje cultural traído por los conquistadores, incluyendo sus instituciones económicas y comerciales. Así, iniciada la conquista fueron instauradas las dos primeras formas de Gobierno de los españoles: el llamado sistemas de encomiendas y el de las misiones.

Bajo el sistema de encomiendas los españoles utilizaban la mano de obra de los habitantes del lugar, los guaraníes, para hacerse de los bienes agrícolas necesarios para su subsistencia. Al mismo tiempo, los españoles se dedicaban a la búsqueda de los metales preciosos, en especial del oro, y a la expansión territorial para los dominios de la corona española. Por su parte, el régimen de las misiones consistía en emplear la mano de obra de los indígenas para las labores de producción agrícola y ganadera. Esta producción era posteriormente utilizada, en parte, para el propio sustento de los nativos y el de los misioneros, siendo el resto comercializado. En ambos sistemas, los guaraníes no percibían pagos por sus servicios y sólo recibían los bienes necesarios para su subsistencia. Estos esquemas permitieron que parte de la producción sea comercializada en el Río de la Plata y

---

<sup>27</sup> Bajo el sistema de Bretton Woods, establecido en 1944, cada país fijaba el valor de su moneda en términos de oro y las monedas eran convertibles en oro por los Bancos Centrales. Este régimen cambiario, conocido como patrón oro de cambio, duró hasta inicios de los años setenta cuando Estados Unidos suspendió la convertibilidad del dólar.

<sup>28</sup> La sección se basa en los textos de Ashwell (1989), Fernández (1984) y Rivarola Paoli (1982). Para mayor profundidad en los temas se recomienda la lectura de las obras citadas.

<sup>29</sup> Este intercambio era denominado rescate.

Europa. No obstante, el fruto de ese comercio, en oro y plata, era guardado en las arcas de los encomenderos españoles y los misioneros jesuitas, sin que estas monedas circulen en las respectivas comunidades<sup>30</sup>.

Al incrementarse el número de habitantes en las nuevas tierras, producto del aumento de españoles, indios y mestizos, se sintió la necesidad de usar un instrumento monetario que facilite el intercambio de bienes y servicios en la nueva comunidad en expansión. Así, aproximadamente en 1540 surgen las primeras mercancías de metal usadas como elementos de intercambio en el Paraguay. El hierro acuñado, llamado en ese entonces “Cuñas de Irala” (nombre del gobernador del Paraguay en esa época), se constituye en el primer antecedente en el país de mercancía metálica usada como moneda para las transacciones comerciales.<sup>31</sup> Circularon igualmente como monedas en ese periodo los llamados “anzuelos de malla”, producido con las mallas de las armaduras de los conquistadores, los “anzuelos de rescate” y los “cuchillos de rescate”. Surgen entonces las primeras tablas de equivalencia, las cuales eran exhibidas frente a la puerta de las iglesias para el conocimiento de los pobladores<sup>32</sup>. La siguiente tabla presenta una de ellas<sup>33</sup>.

**Tabla 2:**

**Tabla de Equivalencia durante la Colonia**

1 anzuelo	=	1 maravedí
1 cuchillo de rescate	=	25 maravedíes
1 cuña de marca	=	50 maravedíes
480 maravedíes	=	1 peseta
1 peseta	=	12 reales
1 real	=	40 maravedíes

**Fuente:** *Fernández (1984).*

Adicionalmente, fueron establecidas equivalencias para otras mercancías utilizadas para el trueque: gallinas, huevos, pescados, entre otros. Posteriormente comenzó a usarse como elemento de intercambio el lienzo de algodón, al cual ya se le asociaba una equivalencia con el oro y la plata. Otros bienes igualmente usados como dinero mercancía fueron la yerba mate y el tabaco, los cuales eran muy apreciados en el territorio de la conquista y en el exterior. Todas estas monedas eran llamadas monedas de la tierra o peso hueco del Paraguay<sup>34</sup>.

No obstante, ante los inconvenientes derivados del uso de mercancías como unidades monetarias, la población sintió la necesidad de comenzar a utilizar monedas de oro y plata

<sup>30</sup> A pesar de que los nativos recibían únicamente pagos en especies, principalmente alimentos, en el transcurso de sus labores productivas los mismos fueron adquiriendo distintos objetos e implementos de producción de los españoles: anzuelos, cuchillos de rescate, cuñas de marca, paños, bayetas, etc.

<sup>31</sup> Ver Asociación Numismática del Paraguay (2002).

<sup>32</sup> Esta medida fue implementada por el gobernador Domingo Martínez de Irala.

<sup>33</sup> Los árabes habían entrado a España en el 711 D.C. llevando consigo su unidad monetaria llamada dinar. Hacia 1144 D.C. los conquistadores cristianos adoptaron el dinar como moneda, al cual comenzaron a llamar maravedí.

<sup>34</sup> Algunas equivalencias eran: una gallina - dos reales, una arroba de algodón - 4 pesos, una arroba de yerba mate - 2 pesos, una arroba de tabaco en rama - 4 pesos. Ver Asociación Numismática del Paraguay (2002).

para las transacciones. Efectivamente, hasta el año 1600 todavía no circulaban en el país monedas de esa naturaleza o, por lo menos, su circulación era extremadamente escasa. Peor aún, en 1665 las exiguas existencias de oro y plata de la Caja Real de Asunción, fundada en 1537, fueron remitidas a Buenos Aires, dejando sin moneda de esta naturaleza al Gobierno de la provincia del Paraguay. Se realiza entonces una petición de los gobernadores del Paraguay para crear una moneda sellada propia de la provincia, tal como existían en otras partes de América. Sin embargo, el pedido no fue autorizado y el Paraguay tuvo que seguir efectuando sus transacciones comerciales a través del trueque y utilizando las llamadas monedas de la tierra<sup>35</sup>. Sólo hacia 1779 empieza la sustitución paulatina del trueque y las monedas de la tierra por las monedas de metal. Empezaron en ese periodo a circular en la Provincia del Paraguay las monedas de plata, oro y cobre<sup>36</sup>. Con estos instrumentos se comenzaron a pagar los sueldos de la Provincia, extendiéndose la circulación de estas monedas metálicas hasta la época de los López.

## ii. El inicio del periodo independiente

En el período inmediatamente posterior a la independencia del Paraguay, en 1811, el país continuaba usando las monedas de la España conquistadora. Así, en esa época la circulación monetaria para las transacciones estaba constituida por el llamado peso, el real y el cuartillo, a los cuales se les adicionaba el apelativo de corriente. Adicionalmente, las monedas de oro y plata eran usadas por la población para el atesoramiento y como referencia de cambios.

Luego de transcurridos tres años de la independencia asume el Gobierno el Dr. Gaspar Rodríguez de Francia. El mismo tuvo como objetivo fundamental de su gestión el consolidar la independencia del Paraguay. Bajo su Gobierno, el régimen económico, al igual que otras áreas, funcionaba bajo una total y suprema intervención del Estado, ejecutada de la mano del propio Dr. Francia. Al inicio de su Gobierno, el Dr. Francia reglamentó la prohibición de realizar exportaciones de oro y plata. La medida, sumada a los controles sobre el comercio exterior, hizo que se redujera sustancialmente la salida de metales del país. Igualmente, el gobernante decomisó muchas de las fortunas mantenidas en oro, plata, tierras, animales y otros bienes de los españoles ricos, clase minoritaria pero todavía influyente en el quehacer político nacional.

Con el transcurrir del Gobierno del Dr. Francia, y por efecto de las medidas adoptadas, las arcas del Estado fueron acumulando riquezas. Pero al concentrar paulatinamente el Estado todo el metálico existente en el país, se empezó a sentir en la sociedad la falta de moneda para las transacciones. Esto llevó a un estancamiento del desarrollo monetario del Paraguay y la población se vio forzada a volver al sistema de trueques y de créditos de compensación entre compradores y vendedores. Si bien durante el Gobierno del Dr. Francia no existieron emisiones de billetes o acuñaciones de monedas, en esa época aparecieron las llamadas monedas reselladas. Estas consistían en el resello, con un distintivo del país, de las

---

<sup>35</sup> En 1777 el entonces gobernador del Paraguay Agustín Fernando de Pinedo mediante nota dirigida al Rey de España, comentaba que "...en toda esta Provincia no hay ni corre moneda alguna.....".

<sup>36</sup> La moneda de plata se denominaba real, al tiempo que 8 reales de plata equivalían a un peso. La moneda de oro se denominaba doblón o escudo y la de cobre recibía el apelativo de cuartillo, cuarto u ochavo.

monedas de otros países, como las de Argentina o España<sup>37</sup>. Por otro lado, el atesoramiento por parte del Estado de importantes cantidades de oro y plata hizo que a partir de ese entonces no existiese escasez de moneda dura (o de alta denominación) en el Paraguay<sup>38</sup>. Inclusive el oro se devaluó atendiendo su capacidad de compra de bienes en el país.

Luego de 27 años de Gobierno del Dr. Francia la producción y el comercio se encontraban estancados, siendo ello resultado de las dificultades derivadas de la falta de moneda para realizar las transacciones en ese período. Asimismo, la destrucción de las fortunas de la clase burguesa había eliminado una clase social con posibilidades de inversión o de otorgar préstamos al Gobierno. El Gobierno entrante, de Don Carlos Antonio López, comenzó a buscar alternativas a fin de financiar las reformas necesarias para lograr una recuperación de la economía. Estas reformas, que abarcarían todos los ámbitos de la vida nacional, precisaban de fondos externos, ya que ni siquiera la riqueza acumulada en el anterior Gobierno se consideraba suficiente para financiarlas en su totalidad.

Por otro lado, consciente de la dificultad planteada por la escasez de monedas para las transacciones corrientes, López se abocó a la tarea de facilitar este instrumento a la comunidad a fin de restablecer un comercio ágil y fluido. En ese orden, en nota dirigida al Congreso Nacional el 24 de noviembre de 1842, el Presidente López resaltó la escasez de moneda menuda para las transacciones usuales y sugirió que el Gobierno monetice la plata existente en el Tesoro o, en su defecto, busque medios para acuñar 30.000 (treinta mil) pesos en cobre. El Congreso dio curso al pedido presidencial, autorizando al Gobierno a acuñar monedas de plata y cobre con el escudo y armas nacionales de la República. Si bien las monedas de plata nunca fueron emitidas, la acuñación de las monedas de cobre constituyó el primer caso de emisión de una moneda nacional.

La primera moneda genuinamente paraguaya, aunque acuñada en Inglaterra, fue de cobre. La misma contaba con la leyenda “República del Paraguay” junto a la denominación de 1/12 dentro de un círculo en el anverso<sup>39</sup>. A su vez, en el reverso tenía un asta con gorro frigio y a sus pies un león sentado, todo en una corona de laurel. Las equivalencias para su circulación en 1847 quedaron establecidas de la siguiente manera: 1 (un) peso plata equivalía a 8 (ocho) reales, 1 (un) real plata era igual a 24 (veinticuatro) monedas de cobre y 1 (un) peso plata correspondía a 192 (ciento noventa y dos) monedas de cobre<sup>40</sup>. Estas monedas, que circularon por mucho tiempo en el país juntamente con las monedas de oro y plata españolas, recibieron los apelativos de cobre-sañ, leoncito, cobrecito del león, entre otros.

La acuñación de monedas en el extranjero comenzó a revertir los problemas de financiamiento existentes en el país. No obstante, y atendiendo la inexistencia en el Paraguay de metales preciosos para acuñar monedas, la medida fue complementada con la

---

<sup>37</sup> Por ejemplo, diversas monedas argentinas reselladas, que datan de 1828, mostraban un león sosteniendo un asta con el gorro frigio en lo alto.

<sup>38</sup> No obstante, como se ha mencionado anteriormente, existía una escasez de moneda para las transacciones corrientes. Es decir, monedas de baja denominación.

<sup>39</sup> La Asociación Numismática del Paraguay (2002) indica como la primera moneda del Paraguay el “1/12 avos de Real”. La primera acuñación alcanzó una cantidad de 2.880.000 monedas de cobre.

<sup>40</sup> Ver Rivarola Paoli (1982).

autorización por López, el 1º de marzo de 1847, para la emisión de un título inconvertible bajo la garantía del Estado. Este título se constituyó así en el primer papel moneda del Paraguay. El total de esta primera emisión alcanzó un valor de 200.000 (doscientos mil) pesos y se determinó que el Tesoro Nacional y otras reparticiones de la Nación debían aceptarla como moneda corriente en pago de derechos<sup>41</sup>. Si bien esta emisión constituyó un paso trascendental en la evolución de nuestro signo monetario, el uso de este papel moneda presentó muchos inconvenientes por su falta de aceptación entre los habitantes del país. Esto fue posteriormente solucionado al establecerse, en octubre de 1847, la paridad del papel moneda y el metálico, imponiéndose además a los militares, civiles y eclesiásticos el pago de parte de sus sueldos en billetes. De esa manera, las transacciones de los paraguayos comenzaron a ser realizadas mediante el uso de billetes, denominados todavía en aquel entonces pesos<sup>42</sup>.

Una segunda emisión de títulos fue realizada en 1851 por 100.000 (cien mil) pesos, en donde las denominaciones máximas de los títulos se redujeron de 4 y 5 pesos a 1 y 2 pesos<sup>43</sup>. El desgaste de los billetes emitidos, tanto por su uso como por su mala calidad, obligó al Gobierno a decretar la renovación de los mismos en el año 1853, procediéndose a la incineración de los billetes rescatados<sup>44</sup>. Posteriormente, casi al finalizar el período presidencial de Carlos Antonio López, se registró una última emisión el 31 de marzo de 1862 por 1.000.000 (un millón) de pesos. Estas últimas emisiones se realizaron para financiar las obras del Gobierno y las mismas produjeron una significativa desvalorización de la moneda nacional.

A la muerte de Don Carlos A. López lo sucedió en el Gobierno su hijo, el General Francisco Solano López. La nación se encontraba entonces sin deuda pública y en franco progreso económico. No obstante, la proximidad de una guerra contra países vecinos echaba un manto de dudas sobre las perspectivas del Paraguay. Como parte de los preparativos para la guerra, López decretó en 1865 una nueva emisión de títulos por 5.000.000 (cinco millones) de pesos. Asimismo, se autorizó el uso del oro, plata y demás herencias financieras de la administración anterior para el pago de los técnicos extranjeros que prestaban sus servicios en el país y para la compra de material bélico en Europa. Ese mismo año, al iniciarse la contienda bélica, los adversarios establecieron un bloqueo económico total al Paraguay, el cual tuvo sensibles efectos sobre la economía de la nación.

El temor de los saqueos propios de una guerra hizo que, como manera de proteger la riqueza del país, fueran enterrados los numerarios y metálicos del Gobierno y de la población. Lo anterior motivó nuevamente una escasez de monedas para las transacciones y dio origen a la llamada plata cortada. Esta consistía en la fragmentación de las monedas paraguayas, las cuales no sólo fueron partidas en varios pedazos sino inclusive fueron remarcadas para darles un nuevo valor. Estas monedas sólo existieron durante la contienda

---

<sup>41</sup> La equivalencia de la moneda nacional era: 1 onza oro igual a 17 pesos, 1 peso papel paraguayo igual a 1 peso plata.

<sup>42</sup> Un problema grave de esa época era la falsificación de los billetes, delito que era duramente sancionado por la legislación vigente en ese tiempo.

<sup>43</sup> Estos billetes fueron confeccionados en la Imprenta Nacional del Paraguay. Las denominaciones de los billetes era de 1 real, 2 reales, 4 reales, 1 peso y 2 pesos.

<sup>44</sup> Este hecho constituyó el primer antecedente de destrucción de billetes en el país.

armamentista y, terminada la guerra, fueron desmonetizadas inmediatamente por los inconvenientes que representaba su utilización. Debe mencionarse que durante ese período circularon igualmente en el país monedas de Argentina, Brasil, Uruguay, Inglaterra y otros países europeos<sup>45</sup>. Al finalizar la guerra, la economía paraguaya estaba destruida, el Tesoro Nacional había desaparecido y el valor de los billetes emitidos por los López quedó prácticamente reducido en un 90%. Las deudas de guerra tuvieron entonces que ser saldadas mediante la venta de los bienes patrimoniales de la nación.

### **iii. La etapa de la post-guerra**

Los innumerables problemas financieros del Gobierno y de la economía toda, originados por la guerra contra la Triple Alianza, no pudieron ser solucionados por un largo período de tiempo. Por sus necesidades financieras, los primeros Gobiernos de la post-guerra empezaron nuevamente a emitir papel moneda. Este era convertible a la vista por la Tesorería y representaba valores de 1, 2 y 4 reales fuertes y 1, 5 y 10 pesos fuertes. Como respaldo de estas emisiones fueron utilizadas propiedades del Estado e inclusive el producto de la venta del Ferrocarril Nacional, cuya privatización inició sus trámites en 1874<sup>46</sup>. Ese mismo año, con el fin de implementar el régimen de convertibilidad, fue creada la Caja de Conversión. Sin embargo, el esquema de convertibilidad diseñado nunca pudo ponerse en práctica, por lo que los billetes tuvieron únicamente un curso forzoso y la institución mencionada tuvo que desaparecer por su ineficacia de hecho<sup>47</sup>.

Uno de los problemas más graves en esos tiempos era la carencia de créditos, lo que impedía el desarrollo normal de la actividad comercial y productiva del país. Para paliar los efectos de la escasez de financiamiento, el Gobierno creó en 1874 la institución denominada Asociación General del Comercio Paraguayo. La misma debía encargarse de la emisión de billetes, depósitos, giros y descuentos para financiar las operaciones de comerciantes, quienes accedían al crédito depositando parte de sus mercaderías como garantía. Esta entidad realizó las primeras operaciones de naturaleza bancaria en el Paraguay, desapareciendo poco más de un año luego de su creación<sup>48</sup>. A pesar del poco éxito de la institución mencionada, los gobernantes perseveraron en su intento de crear entidades que proporcionen el crédito necesario a las actividades comerciales. Con ese fin se establece en 1884 el Banco Nacional del Paraguay, organismo integrado por el sector privado y el Estado. Entre las funciones del banco se encontraban la de emitir billetes, conceder préstamos hipotecarios, hacer anticipos al Gobierno y recibir depósitos judiciales. En esos años surgieron igualmente tres bancos privados de emisión, pero la importancia de estas entidades fue escasa y sus emisiones fueron retiradas rápidamente de circulación.

---

<sup>45</sup> En esa época se acuña la primera moneda conmemorativa de oro del Paraguay, fabricada con el metal que las damas de Asunción habían donado al Mariscal López. Estas monedas no llegaron a circular debido a que fue sellada sólo una cantidad muy pequeña de las mismas.

<sup>46</sup> El Gobierno de Paraguay había recibido un préstamo de Inglaterra al finalizar la guerra. Parte de este empréstito fue amortizado con los fondos provenientes de la venta del ferrocarril (concretada en 1879), el cual en 1886 volvió a ser adquirido por el Estado.

<sup>47</sup> Un hecho notable en el Paraguay de esa época era la preponderancia en la economía de las monedas extranjeras sobre las emitidas internamente.

<sup>48</sup> Ashwell (1989) refiere que la entidad empezó a operar de hecho en enero de 1875, cerrando en mayo del mismo año.

En el segundo semestre de 1885 se establecieron las bases del nuevo sistema monetario nacional, promulgándose que las monedas de oro y plata de la República Argentina tendrían curso legal en el Paraguay. De la adopción de la ley monetaria de Argentina surgieron el peso oro sellado y el peso fuerte o peso de curso legal<sup>49</sup>. Si bien en la ley fueron establecidas las monedas a ser fabricadas, no se acuñaron finalmente monedas paraguayas de oro y fueron escasas las acuñadas en plata. En su reemplazo fueron emitidos billetes que circularon con sus equivalencias al peso argentino<sup>50</sup>. Sin embargo, al momento que el Paraguay adoptaba el sistema monetario de Argentina, ese país suspendió la convertibilidad de sus monedas en metálico. Como resultado final se tuvo entonces un peso papel paraguayo con equivalencias a un peso papel argentino, con mucha inestabilidad y en constante depreciación<sup>51</sup>. En 1897, con la finalidad de restaurar la credibilidad en el peso papel paraguayo, fue creada una nueva Caja de Conversión. Entre los objetivos de esta institución estaba la de acumular metálico para respaldar las emisiones de billetes. Al respecto, en 1900 esta entidad emitió monedas de níquel, denominados níquel del león. Sin embargo, contrario a lo inicialmente previsto, esta caja nunca fue de conversión como su nombre lo indicaba y sus operaciones se limitaron al canje de billetes, dejando de funcionar hacia 1908.

La inestabilidad y debilidad de la moneda nacional persistió por muchos años. En el convencimiento de que su convertibilidad en metálico era la única manera de dar confianza y valor a la misma, el Gobierno creó una nueva institución a estos efectos. Así, en 1916 se estableció la Oficina de Cambios, entidad que intervenía en el mercado vendiendo y comprando oro sellado y que además emitía billetes, los canjeaba y los convertía en oro. Con el transcurso del tiempo las funciones de este organismo fueron objeto de varias modificaciones, llegando inclusive a operar como banca comercial en el año 1933. Hacia 1936 la Oficina de Cambios fue intervenida debido a malos manejos administrativos, dejando de operar a partir de ese mismo año<sup>52</sup>. En sustitución de la Oficina de Cambios se fundó el Banco de la República del Paraguay, institución que operó bajo un régimen de control de cambios bastante rígido. Por ejemplo, se otorgó al nuevo banco el monopolio absoluto de las operaciones de compra-venta de divisas extranjeras. Se estableció igualmente un control estricto de las importaciones a fin de mejorar la balanza comercial del país y estabilizar el valor de la moneda. Si bien con tropiezos, la cotización de la moneda nacional fue estabilizándose con estas medidas y el mejoramiento de los saldos de divisas disponibles recuperó la confianza de la población en el peso de curso legal

---

<sup>49</sup> Las monedas de oro del peso, de 8,0645 gramos con 900 milésimas de fino, tenían un valor de 5 pesos fuertes, en tanto que las piezas de plata, de 25 gramos de peso y 9 décimas de fino, valían 94 centavos de peso fuerte. Ver Ashwell (1989).

<sup>50</sup> La vigencia del sistema monetario que había sido implementado con la adopción de la ley monetaria de Argentina se extendió hasta 1941 y durante esos años se utilizaron indistintamente en el país el peso papel paraguayo y el peso papel argentino.

<sup>51</sup> La inconvertibilidad de la moneda argentina condujo a su desvalorización, aceptándose una equivalencia de 44 centavos de oro por cada peso papel a diferencia de los 100 centavos de oro fijados con anterioridad. Por su parte, la moneda nacional se cotizaba en términos de una moneda de cuenta, el peso oro sellado, que era un simple múltiplo de la moneda argentina.

<sup>52</sup> Debe destacarse que la Oficina de Cambios desempeñó un importante papel en la contienda bélica con Bolivia, intermediando en la obtención de préstamos para que el Gobierno pueda financiar sus gastos de defensa.

paraguayo. Este saneamiento monetario, emprendido desde fines de la Guerra del Chaco hasta 1942, propició la coyuntura ideal para que el Banco de la República del Paraguay lleve a cabo una nueva reforma monetaria y bancaria.

El objetivo de la nueva reforma monetaria fue la eliminación del peso oro sellado y el peso oro fuerte como unidades monetarias nacionales, así como la sustitución del orden monetario vigente que estaba basado en una ley de otro país. En consecuencia, por Decreto-Ley N°. 655 de fecha 5 de octubre de 1943, se instituyó un nuevo régimen monetario en el Paraguay. Este decreto reafirmó la soberanía monetaria de la nación, unificando la moneda nacional y reglamentando su emisión. Para la denominación de la nueva moneda se buscó un vocablo expresivo, corto, de fácil pronunciación y diferente de la palabra peso para borrar toda confusión con la anterior moneda. Se consideraron nombres como: Escudo, León, Nacional, Paraguayo, Patacón, Guaran, Guaraní, entre otros. Finalmente se adoptó como nombre de la nueva unidad monetaria del Paraguay la palabra "Guaraní", como un homenaje a la raza ancestral de nuestra civilización.

De acuerdo con el decreto de creación, el nuevo signo monetario tendría como símbolo la letra G cruzada diagonalmente por una línea y estaría dividida en cien partes iguales llamadas céntimos. Su emisión sería potestad exclusiva del Banco de la República del Paraguay, otorgándose a los billetes curso legal y fuerza cancelatoria ilimitada en todo el territorio de la República<sup>53</sup>. Asimismo, se otorgó a la nueva moneda un respaldo en relación a las divisas que más influyen en la balanza de pagos del país. Los primeros billetes que circularon fueron pesos resellados con la nueva denominación, los cuales posteriormente fueron desapareciendo de circulación en forma gradual. En su reemplazo fueron emitidos los primeros billetes expresados en Guaraníes, que circularon con denominaciones de 1, 5, 10, 50, 100, 500 y 1.000<sup>54</sup>. Los diseños en el anverso de estos billetes representaban respectivamente a: el Soldado paraguayo, General José Eduvigis Díaz, Don Carlos A. López, Dr. José Gaspar Rodríguez de Francia, Mariscal José Félix Estigarribia, Mariscal Francisco S. López y una pintura simbólica de la independencia nacional. Por tanto, luego de más de 450 años desde el inicio de la conquista española en 1492, cumpliendo con casi todas las etapas históricas típicas de cualquier moneda y en un proceso imbuido de contratiempos y avances, fue finalmente instituido en 1943 el que a la fecha constituye nuestra moneda nacional: el Guaraní.

---

<sup>53</sup> En esa época fue llevada a cabo también una reforma bancaria en el país. Como resultado, en 1944 fue creado el Banco del Paraguay en reemplazo del Banco de la República del Paraguay. Esta institución, con la segunda reforma bancaria de 1952, fue transformada en un banco comercial y su departamento monetario fue convertido en lo que hoy se conoce como el Banco Central del Paraguay.

<sup>54</sup> En la actualidad circulan además billetes de 5.000, 10.000, 50.000 y 100.000, al tiempo que los billetes de baja denominación fueron reemplazados por monedas.

### **3. Funciones Básicas del Banco Central**

Los Bancos Centrales surgieron inicialmente como instituciones de carácter privado al servicio de los bancos comerciales. En un primer momento, sus funciones se circunscribieron a ser depositarios de las reservas excedentes de los bancos, las cuales eran utilizadas para asistir a las entidades con problemas transitorios de iliquidez. Sin embargo, a poco de su creación trascendió la notable capacidad de estas instituciones para influir en el desenvolvimiento de los bancos comerciales y, a través de ellos, en la actividad de la economía toda. Así, la potencialidad de emitir medios de pago llevó a los primeros Bancos Centrales a estrechar lazos con los Gobiernos de los países, constituyéndose estas entidades en proveedoras primarias de créditos de los mismos<sup>55</sup>.

Con el transcurso del tiempo los Bancos Centrales tomaron como responsabilidad primaria otro objetivo: el de proteger la estabilidad del sistema financiero y el valor externo de la moneda local. Posteriormente, y en medio de la gran depresión que afectaba a la economía mundial en los años treinta e inicios de los cuarenta, el mandato dado a estas instituciones incluyó no sólo el preservar la estabilidad monetaria, sino asimismo la promoción del pleno empleo y de los niveles máximos de producción. Más recientemente, con la presencia de procesos inflacionarios en muchas economías, que derivaron en la destrucción del sistema de Bretton Woods, el objetivo principal del Banco Central volvió a concentrarse en el mantenimiento del valor interno de la moneda. Todo este proceso histórico puede ser observado en la evolución a lo largo del tiempo de las cartas orgánicas de casi todos los Bancos Centrales.

En la actualidad se coincide en la necesidad de la existencia de un Banco Central en la economía, entidad que debe ofrecer a la sociedad los medios primarios de pagos que faciliten las transacciones y que cumplan además con las otras funciones típicas del dinero<sup>56</sup>. Las cuestiones discutidas en la actualidad se centran más bien en aspectos ya propios de un Banco Central, como ser el manejo de la política monetaria y cambiaria o acerca de los mecanismos a ser empleados para lograr la estabilidad de precios y la solvencia del sistema financiero. En este sentido, las economías desarrolladas utilizan institucionalidades cada vez más sofisticadas a fin de otorgar mayor eficiencia a las funciones de la autoridad monetaria, creando incluso Bancos Centrales supranacionales.

Por otro lado, la historia monetaria de la mayoría de los países del mundo es abundante en situaciones en las cuales la emisión de dinero primario por parte de los Bancos Centrales no guardó relación alguna con la demanda del mismo. Así, los Bancos Centrales fueron utilizados muchas veces para financiar los resultados deficitarios del sector público, las políticas macroeconómicas inconsistentes, la promoción de determinados sectores de la economía, la mala gestión de algunas entidades financieras, etc. Todo ello llevó a pensar en

---

<sup>55</sup> Como primer referente histórico de los Bancos Centrales se cita al Banco de Inglaterra, creado en el año 1694.

<sup>56</sup> Estas funciones básicamente son las siguientes: medio de pago, unidad de cuenta y portador de valor en el tiempo y en el espacio.

que si bien es posible proporcionar a la sociedad los medios primarios de pagos a través de un Banco Central de propiedad pública, el sector privado estaría en condiciones de cumplir con dicha función de forma más eficiente. En este sentido, algunas de las preguntas adicionales a responder en el presente son: ¿cuál es la real justificación de la existencia de un Banco Central de propiedad pública en una economía?, ¿se constituye el sistema bancario privado en un competidor del Banco Central en la provisión de los medios de pagos o ambos son complementos para un funcionamiento global más estable de todo el sistema de pagos de la economía?<sup>57</sup>. Por tanto, aunque la justificación de la existencia de un Banco Central es una cuestión ya dirimida, aún es de capital importancia encontrar respuestas objetivas a estas dos últimas interrogantes.

## **1. El Banco Central en los Países en Desarrollo**

Actualmente casi todos los Bancos Centrales del mundo poseen características y desarrollan funciones similares. Sin embargo, persisten aún importantes diferencias cuando comparamos el papel desempeñado por estas instituciones en las economías de los países desarrollados (PD) con el que realizan en los países menos desarrollados (PMD). Estas diferencias se manifiestan principalmente en tres ámbitos: el relacionamiento con el Gobierno, la función del Banco Central en el sistema financiero y las intervenciones de la autoridad monetaria en el mercado de divisas<sup>58</sup>.

Aunque en la formalidad de los papeles el relacionamiento de los Bancos Centrales con el Gobierno es relativamente similar en ambos grupos de economías, en la práctica este difiere de modo significativo. Así, aunque en muchos casos pareciera existir un esquema de relacionamiento sano en la relación política que existe entre el Banco Central y el Gobierno, en la práctica el mismo es de alta subordinación. Por ejemplo, la principal diferencia de dicho relacionamiento entre los PD y los PMD radica en las posibilidades de financiamiento del Gobierno a través del mecanismo del señoriaje<sup>59</sup>. En no pocos de los PMD una de las principales fuentes de financiamiento público sigue siendo el impuesto inflación<sup>60</sup> y, aunque cada vez más se está abandonando el mecanismo de préstamos directos, actualmente se van implementando nuevas formas de financiamiento del déficit gubernamental. Por ejemplo, la negociación de bonos públicos por medio del Banco Central es una práctica común en la mayoría de los PMD. Sin embargo, luego de que estos instrumentos circulen inicialmente en el mercado privado, muchas veces terminan engrosando el caudal de activos internos de los Bancos Centrales. Esta práctica, nociva desde todo punto de vista, fue abandonada por los PD para ubicar a sus Bancos Centrales en la función de emisor monetario primario que tiene como objetivo fundamental el mantenimiento de la estabilidad de precios.

---

<sup>57</sup> Por sistema de pagos se entiende el conjunto de instituciones e instrumentos que facilitan la realización de transacciones en la economía.

<sup>58</sup> Estas son las conclusiones de un estudio publicado en 1995 por el Banco de Inglaterra y elaborado por M. Fry, C. Goodhart y Alvaro Almeida.

<sup>59</sup> El señoriaje es el ingreso que percibe el Gobierno como resultado de su poder monopólico para imprimir moneda. Imprimir moneda no tiene costo virtualmente y los billetes y monedas pueden cambiarse por bienes y servicios.

<sup>60</sup> El impuesto inflación es la pérdida de capital que sufren los poseedores de dinero como resultado de la inflación.

Por otro lado, la gran represión financiera en la que están sumidos los sistemas financieros de algunos de los PMD también suele ser una razón para la intervención de los Bancos Centrales. Por ejemplo, las políticas de direccionamiento del crédito hacia ciertos sectores de la economía suele ser una práctica más o menos común en este tipo de economías. El bajo desarrollo del mercado financiero y de los instrumentos negociados en este mercado, sumado al escaso nivel de ahorro interno, ubica al Banco Central como el candidato ideal para ofrecer el financiamiento necesario del gasto de inversión o consumo de ciertos sectores económicos, utilizando para ello recursos derivados de la emisión monetaria. A todas luces estas medidas son perjudiciales para la economía como un todo, tanto por sus efectos inflacionarios como por las distorsiones generadas por la asignación discrecional del crédito.

Asimismo, a diferencia de lo observado en las economías más desarrolladas, en los PMD existe generalmente un financiamiento irrestricto de los Bancos Centrales al sistema financiero cuando este último afronta problemas. En estos países es común que el Banco Central actúe como prestamista de última instancia de los bancos comerciales, algunos de los cuales presentan, no un problema de liquidez sino de solvencia. Lo anterior ha generado grandes pérdidas cuasi fiscales como consecuencia de la emisión monetaria derivada del otorgamiento de créditos irrecuperables a las entidades en dificultades. El Banco Central termina en estos casos por cumplir funciones ajenas a su naturaleza y, con el pretexto de generar estabilidad en el sector real o financiero, relega su función de dotar a la economía de la estabilidad nominal para lo cual fue creado inicialmente.

Similarmente, aunque en algunos PMD la carta orgánica del Banco Central determina que la función principal de la institución es el logro de la estabilidad de precios, la autoridad monetaria se ha visto obligada, leyes mediante, a realizar acciones que atentan finalmente contra este objetivo. Como ejemplo se pueden citar las distintas leyes de emergencia financiera y autorizaciones excepcionales para auxiliar a entidades financieras insolventes. La razón que normalmente se esgrime para estas medidas es la necesidad de mantener o precautelar la estabilidad del sistema financiero. Sin embargo, esta argumentación no está exenta de críticas. En primer lugar, aunque a veces es difícil de diferenciar entre una situación financiera anormal de una sola entidad y otra que puede desembocar en una crisis sistémica, no siempre se hicieron los mayores esfuerzos para distinguir ambos escenarios a fin de permitir una actuación más correcta y apropiada del Banco Central. En segundo lugar, siendo una crisis en el sistema financiero un problema asociado a un bien social, el financiamiento para la resolución del problema debería provenir del fisco. Esto, por lo general, no ha ocurrido en los PMD y en la mayoría de las veces los Bancos Centrales han asumido los costos de las quiebras financieras. Lo anterior ha socavado fuertemente la posición patrimonial de estas instituciones, al punto de restarle capacidad de acción para intervenir luego eficientemente en el mercado de dinero y de divisas.

Otra característica de los Bancos Centrales en los PMD es la continua intervención de los mismos en los mercados locales de divisas, en la búsqueda de mantener una cierta paridad de la moneda doméstica con la extranjera. La ausencia de mercados a futuros para divisas, así como la inestabilidad del mercado de capitales, suele alentar el deseo de los Bancos Centrales de intervenir en el mercado cambiario local y suplir estas deficiencias.

Posteriormente, estas intervenciones alentaron devaluaciones competitivas, a fin de promover las exportaciones, o la estabilidad artificial del tipo de cambio nominal, para proteger el consumo. Sin embargo, estas operaciones son altamente perniciosas en el tiempo ya que las devaluaciones competitivas terminan usualmente en procesos inflacionarios y la estabilidad artificial del tipo de cambio nominal en problemas de balanza de pagos. Por el contrario, el mercado de cambios en los PD tiende a ser más libre y las intervenciones de los Bancos Centrales mucho más esporádicas. En este caso, el tipo de cambio se fija normalmente en el mercado y el mismo recoge automáticamente los desequilibrios reales de la economía doméstica respecto a la extranjera.

## **2. Las Funciones Propias de un Banco Central**

Teniendo en cuenta los aspectos negativos que durante mucho tiempo han acompañado la existencia de algunos Bancos Centrales de propiedad estatal, ha surgido la necesidad de definir cuál es el bien que la autoridad monetaria debería ofrecer a la sociedad. Para responder correctamente a esta interrogante es preciso identificar claramente cuáles deberían ser las funciones básicas de estas instituciones. Este debate tendría que realizarse en un contexto práctico y donde se reconozca que las economías de los diversos países tienen estructuras diferentes, no sólo en cuanto al grado de desarrollo y tamaño de la economía misma, sino también respecto al sistema jurídico que debe asegurar el cumplimiento de los contratos, al desarrollo del sistema financiero, etc.<sup>61</sup> Estas características son fundamentales a la hora de analizar las funciones que un Banco Central debería cumplir en un determinado país.

Como se ha mencionado, las disparidades en la estructura económica y legal de los países determinan necesidades y escenarios de actuación diferentes para los Bancos Centrales. Así, existirán algunas funciones que el Banco Central debería cumplir dependiendo de la estructura económica y jurídica de los países, pero habrán otras que tendría que realizarlas con independencia de estas características. Esta es la explicación del porqué difieren las formas de organización de los Bancos Centrales en las distintas economías del mundo. No obstante, a través de todos los países estas instituciones mantienen algunas funciones primarias comunes. Como ejemplos pueden citarse la provisión de medios primarios de pagos, que debería ser a un mínimo costo, y la administración de estos medios de pagos, en cuanto a cantidad y calidad, a fin de que el dinero cumpla con sus funciones básicas.

La experiencia de la mayoría de los países indica que las funciones típicas de un Banco Central guardan relación con: i.) la emisión de medios de pago y el control de su cantidad, ii.) la regulación de la cantidad de dinero en circulación y de crédito, iii) la regulación del sistema financiero, iv) el precautelar la estabilidad del sistema financiero y de pagos, v.) el velar por el desarrollo equilibrado del sistema financiero, vi.) el asegurar la convertibilidad correcta de la moneda doméstica a otra extranjera, vii.) el actuar como agente y asesor financiero del Gobierno.

---

<sup>61</sup> La seguridad jurídica es de suma importancia para el sistema de pagos de un país debido a que los medios de pago que se emiten en la actualidad no poseen un valor intrínseco y su circulación depende sólo de una cuestión fiduciaria. Se considera fundamental que el estado de derecho proteja a quien utiliza estos medios de pago de abusos que podrían cometer los emisores, ya sea en cuanto a cantidad o calidad de los mismos.

## **i. Emisión y control de medios de pago**

Se menciona que la necesidad de contar con un activo financiero líquido, capaz de cumplir con todas las funciones del dinero, conlleva a la exigencia de crear un ente emisor. En este sentido, el Banco Central de cada país es habitualmente la entidad encargada de la emisión primaria de medios de pago (billetes y monedas), los cuales se esperan cumplan con estas funciones<sup>62</sup>. Dado que existe una capacidad de captación de recursos reales con esta acción (señoraje), se considera que la propiedad de esta institución debería ser pública. Así, aunque inicialmente los Bancos Centrales eran entidades de carácter privado al servicio de los bancos comerciales, en la gran mayoría de los países operan actualmente con un patrimonio provisto por el Estado y bajo propiedad del mismo.

## **ii. Regulación de la cantidad de dinero en circulación**

El Banco Central es, por lo general, la entidad encargada de poner inicialmente en circulación los medios de pago de una economía. Al respecto, la eficiencia de este servicio dependerá del cuidado que ejerza la autoridad monetaria en la cantidad de medios de pagos puesta en circulación. Así, la demanda del dinero primario emitido por un Banco Central dependerá de la calidad del mismo, la cual está en relación directa con la estabilidad de su valor real. A su vez, dicha estabilidad dependerá de la evolución de la cantidad de dinero emitido<sup>63</sup>. En consecuencia, una de las funciones de todo Banco Central debería ser la de regular la cantidad de dinero puesta a disposición de la economía para financiar la producción y el gasto<sup>64</sup>. Para ello, la autoridad monetaria tendría que tomar en cuenta no sólo los factores estacionales en el año de la demanda real de dinero, sino igualmente la evolución de dicha demanda en el mediano plazo. Por último, la evidencia empírica señala que los Bancos Centrales que mejor han desempeñado esta función (i.e. las economías que registraron menores niveles de inflación), fueron las que mayor nivel de independencia o autonomía mantuvieron respecto al Gobierno.

## **iii. Regulación del sistema financiero**

La regulación del sistema financiero forma parte de las funciones principales de muchos Bancos Centrales. Estas funciones reguladoras tienen como objetivo el logro de un sistema financiero saludable, eficiente y sólido. En este sentido, la presencia de una institución reguladora del sistema financiero es necesaria debido a la existencia de fallas de mercado, cuyas consecuencias directas son los problemas de riesgo moral y selección adversa. Por lo general, el Banco Central desarrolla dos líneas de acción en materia reguladora, buscando siempre la protección del consumidor final de los servicios bancarios: a.) realiza un análisis macroprudencial, que evalúa las políticas macroeconómicas implementadas por el Gobierno y sus eventuales efectos sobre el sector financiero, y b.) efectúa un análisis microprudencial, a través de la labor de la Superintendencia de Bancos, dictando

---

<sup>62</sup> Por lo general, estas instituciones tienen la potestad exclusiva de emisión de dinero fiduciario.

<sup>63</sup> La cantidad de dinero puesta en circulación tiene relación directa con la estabilidad interna (inflación) y externa (depreciación del tipo de cambio) del valor de dicha moneda.

<sup>64</sup> Por lo general, una falla de los Bancos Centrales en esta función origina procesos de sustitución de la moneda doméstica por otra extranjera.

regulaciones de entradas al mercado y analizando la solvencia de cada una de las entidades. Al respecto, el escenario actual exige que la función supervisora se realice dentro de un marco prudencial a fin de poder revertir, en forma oportuna, los riesgos innecesarios afrontados por las entidades del sector.

#### **iv. Precautelar la estabilidad del sistema financiero y de pagos**

Una de las funciones básicas del sistema financiero es la de proveer medios de pago a la economía de un país a través del proceso de creación secundaria del dinero. Si por alguna razón los medios de pago emitidos por el sistema financiero perdieran su valor como tales (por ejemplo, por una situación de desconfianza generalizada), entonces una parte importante del sistema de pagos de la economía se vería afectada. Esto a su vez influiría en forma negativa en los niveles de producción y empleo de la economía. En este sentido, la intervención del Banco Central, precautelando el adecuado funcionamiento del sistema financiero y de pagos, es clave para generar estabilidad en el sistema económico de cada país.

El sistema de pagos de un país está compuesto por el conjunto de instrumentos, normativas e institucionalidades que permiten o facilitan el financiamiento de las transacciones de una economía. Por lo general, el Banco Central ha sido históricamente la institución rectora de esta parte del sistema económico. Por ejemplo, una de las funciones que se asigna frecuentemente a la autoridad monetaria es la de actuar como supervisora en el proceso de compensaciones de todos los instrumentos de pago utilizados en la economía. Esta función es de suma importancia dado que con el tiempo los pagos son realizados en activos financieros cada vez más sofisticados, lo cual exige la presencia de una institución que supervise dichos instrumentos. Asimismo, es habitual que en caso de necesidad el Banco Central actúe de compensador final, respaldando las operaciones de las demás entidades financieras y otorgando con ello estabilidad y seguridad al sistema. Sin embargo, el Banco Central debe tener un extremo cuidado al desempeñar esta función, a fin de no incurrir en costos innecesarios por respaldar posiciones deficitarias de entidades insolventes.

#### **v. Velar por el desarrollo equilibrado del sistema financiero**

Con la expansión del comercio y el incremento de los movimientos internacionales de capitales fueron surgiendo diversas entidades con funciones de intermediación financiera. Esta aparición de entidades financieras con distintos productos y servicios, pero con el mismo trasfondo de canalizar el ahorro hacia el crédito productivo o de consumo, generó la aparición de numerosos activos financieros que cumplen funciones del dinero. En este contexto, se hizo fundamental la presencia de un Banco Central con el objeto de ordenar la expansión de esta industria, a fin de que las entidades del sector cumplan adecuadamente su rol de intermediación y de emisión secundaria de medios de pago.

Muchas veces la actuación del Banco Central, a más de tener una presencia reguladora, busca incentivar a la industria financiera a fin de que la misma desarrolle nuevos productos o instrumentos que redunden en una mayor eficiencia de la intermediación entre el ahorro y el crédito. Por ejemplo, el desarrollo del mercado de capitales en todos los países estuvo históricamente vinculado al progreso del sistema financiero y el desarrollo de este último

estuvo muchas veces influenciado por la acción del Banco Central. En este sentido, el Banco Central puede jugar un rol trascendental en la evolución del mercado financiero, implementando una regulación que incentive la competencia y la creatividad del sector privado.

#### **vi. Asegurar la convertibilidad correcta de la moneda doméstica por otra extranjera**

Dada la demanda de los agentes económicos por moneda doméstica, es función del Banco Central asegurar su correcta conversión a otras monedas. Al respecto, los Bancos Centrales cumplen un rol importante a la hora de asegurar la convertibilidad de los medios de pago por ellos emitidos mediante la administración de sus reservas internacionales. Si bien la tendencia actual de la política cambiaria de la mayoría de los Bancos Centrales se orienta hacia la liberalización de los regímenes cambiarios, en países pequeños, con mercados financieros y de divisas muy primitivos, estas entidades continúan desempeñando un papel importante en el mercado cambiario. En estos casos, el Banco Central, aunque no determina a cada momento el nivel del tipo de cambio, influye fuertemente en su tendencia de corto plazo.

#### **vii. Agente y asesor financiero del Gobierno**

Entre las funciones institucionales que normalmente se asignan a un Banco Central se encuentra la de actuar como agente y asesor financiero del Gobierno. Por lo general, los puntos específicos donde actúa un Banco Central como asesor financiero del Gobierno son en la contratación de empréstitos externos, en la administración de los recursos excedentes del Gobierno y en la emisión y colocación de instrumentos de deuda. No obstante, debe mencionarse que varias de estas funciones son fácilmente trasladables a entidades del sector privado, las cuales pueden igualmente cumplir de forma eficiente con estos roles.

Como se ha citado anteriormente, los Bancos Centrales surgieron como consecuencia del mayor acercamiento de los Gobiernos con sus bancos asesores. En la actualidad, las necesidades de manejo eficiente de los activos y, sobre todo, de los pasivos financieros del Gobierno exigen contar con una entidad experta en la materia. En este sentido, aunque es común observar que los Gobiernos recurren a entidades financieras privadas en busca de asesoría para casos específicos, en la generalidad de los casos es el Banco Central el que actúa primariamente como asesor financiero de los mismos. Debe resaltarse que la contratación de una entidad privada para estas tareas puede generar una colisión de intereses, ya que las entidades financieras, además de asesorar, también participan activamente en el mercado basados en sus propios intereses.

### **3. El Marco Institucional del Banco Central en el Paraguay**

En años recientes las cartas orgánicas de los Bancos Centrales han enfatizado la función de estas entidades como órganos encargados de preservar la estabilidad de precios, dejando paulatinamente de lado la posibilidad de utilizar la política monetaria como mecanismo para afectar el nivel de producción doméstica. Esta tendencia se reflejó igualmente en la legislación paraguaya, incorporándose en la Constitución Nacional de 1992 una sección referente al Banco Central del Estado. Así, el Artículo 285° de la Carta Magna establece

que *“ella tiene la exclusividad de la emisión monetaria y, conforme con los objetivos de la política económica del Gobierno nacional, participa con los demás organismos técnicos del Estado en la formulación de la política monetaria, crediticia y cambiaria, siendo responsable de su ejecución y desarrollo, preservando la estabilidad monetaria”*. El establecimiento como objetivo prioritario para el Banco Central del mantenimiento del poder adquisitivo de la moneda local se evidenció igualmente en la Ley 489/95 “Orgánica del Banco Central del Paraguay”. Así, en dicha ley se establece que *“son objetivos fundamentales del Banco Central del Paraguay preservar y velar por la estabilidad del valor de la moneda y promover la eficacia y estabilidad del sistema financiero”* (Art. 3º)<sup>65</sup>.

Sin embargo, en el Artículo 4º de la misma Ley 489/95 se establece que *“...para el cumplimiento de sus objetivos, el Banco Central del Paraguay ejercerá las siguientes funciones: a) Participar con los demás organismos técnicos del Estado en la formulación de la política monetaria, crediticia y cambiaria, siendo responsable de su ejecución y desarrollo....”*. Por tanto, aunque existe una obligación del Banco Central de velar por la estabilidad de precios, no existe una independencia técnica de la autoridad monetaria de otros órganos administrativos del Gobierno. Este hecho merma las posibilidades de que el Banco Central cumpla adecuadamente con su función de fijar metas y objetivos propios, relacionados, única y exclusivamente, con la estabilidad de precios.

Adicionalmente, la carta orgánica del Banco Central del Paraguay establece, en el mismo Artículo 4º, otras funciones específicas para la entidad. Así, la mencionada disposición legal establece que es potestad exclusiva de la institución la *“emisión de billetes y monedas de curso legal, administrando y regulando su circulación”* (Art. 4º, Inciso b.). Es decir, ninguna otra institución en el país puede emitir medios de pago de carácter fiduciario y poder cancelatorio de deudas. La parte final de este inciso establece que la autoridad monetaria debe administrar y regular la emisión de billetes y monedas de curso legal teniendo en cuenta, nuevamente, el objetivo de estabilidad de precios.

Con referencia a sus relaciones con el Estado, la Ley 489/95 establece que el Banco Central debe *“actuar como banquero y agente financiero del Estado”* (Art. 4º, Inciso c.). En este sentido, el Banco Central actúa como intermediario financiero con las entidades de crédito extranjeras con las que el Gobierno posee relaciones ya que debe *“participar y operar en representación del Gobierno Nacional o por sí, según corresponda, en organismos financieros extranjeros o internacionales o ante Gobiernos u organismos internacionales”* (Art. 4º, Inciso h.). Anexo a esta función, la citada ley norma que la institución debe *“actuar como asesor económico y financiero del Gobierno y participar como asesor del Gobierno en todas las modificaciones legales y reglamentarias que puedan incidir en el ejercicio de sus funciones, alertando sobre las disposiciones que puedan afectar la estabilidad monetaria”* (Art. 4º, Inciso g.).

Por otro lado, la posibilidad de que el Banco Central pueda financiar, mediante emisión monetaria, el déficit del Gobierno se encuentra acertadamente limitada en las disposiciones

---

<sup>65</sup> Al respecto, el Banco Central del Paraguay implementa su política monetaria a través de un programa monetario anual. En el mismo se establecen metas intermedias de las variables sobre las cuales la autoridad monetaria puede influir directamente, siempre con el objetivo final de lograr una estabilidad de precios.

legales. Así, el Artículo 58° de su carta orgánica establece que *“el Banco Central del Paraguay podrá conceder al Gobierno adelantos de corto plazo de los recursos tributarios presupuestados por el año respectivo para financiar el gasto público presupuestado. El monto total de estos adelantos no podrá exceder del 10% (diez por ciento) de los ingresos tributarios presupuestados para ese ejercicio”*. No obstante, la misma ley establece una excepción a dicho límite en la eventualidad de una emergencia nacional, en cuyo caso podrá excederse dicho límite mediante resolución fundada del Poder Ejecutivo y previo acuerdo de la Cámara de Senadores.

La estabilidad del sistema financiero es otro de los objetivos del Banco Central del Paraguay, según lo establece su carta orgánica. La promoción de la eficacia y estabilidad del sistema financiero, como función de la autoridad monetaria, le faculta a *“actuar como banco de bancos, facilitando las transacciones entre los intermediarios, custodiando sus reservas líquidas y realizando las funciones de prestamista de última instancia”* (Art. 4°, Inciso e.). La redacción de este artículo se basa en la necesidad de que los bancos comerciales tengan una instancia superior, que mantenga en resguardo los activos de reservas y a quien puedan eventualmente recurrir para atenuar sus problemas de liquidez.

Por otra parte, también en lo referente a sus relaciones con el sistema financiero, la institución emisora debe *“promover la eficacia, estabilidad y solvencia del sistema financiero, adoptando a través de la Superintendencia de Bancos las medidas de ordenación, supervisión y disciplina de los bancos y demás entidades que en él actúan”* (Art. 4°, Inciso f.). Es decir, el relacionamiento del Banco Central con el sistema financiero se realiza a través de la Superintendencia de Bancos. En este sentido, las actuaciones de la Superintendencia de Bancos deben estar orientadas a la regulación y supervisión preventiva, debiendo esta dependencia establecer los mecanismos y acciones necesarios para lograr este objetivo. Asimismo, la Ley 489/95 establece que *“la Superintendencia de Bancos es un órgano técnico que goza de autonomía funcional, administrativa y financiera en el ejercicio de sus funciones.....”* (Art. 30°).

Con relación a la política cambiaria, la Ley 489/95 establece que *“el tipo de cambio será el que libremente acuerden las partes intervinientes, conforme a la oferta y la demanda”* (Art. 47°)<sup>66</sup>. Esto significa que el tipo de cambio será fijado por el mercado de acuerdo a las fuerzas de la oferta y la demanda, eliminándose de esa manera la posibilidad de establecer discrecionalmente un régimen de tipo de cambio fijo. No obstante, el Artículo 50° regla que *“el Banco Central del Paraguay operará en el mercado cambiario para asegurar su funcionamiento normal, competitivo y equilibrado y respetando las tendencias fundamentales de la oferta y la demanda de moneda extranjera”*. Seguidamente el mismo artículo establece que *“las operaciones de compra-venta de moneda extranjera por el Banco Central del Paraguay tendrán por objetivo atenuar los efectos de las fluctuaciones estacionales de la oferta y la demanda así como contrarrestar los movimientos erráticos de*

---

<sup>66</sup> Este mismo artículo, y a modo de disposición administrativa, establece que *“en el marco de la política económica del Gobierno Nacional y las leyes, el Banco Central del Paraguay administrará las disposiciones legales y sus reglamentaciones que establezcan el régimen de cambios, así como las medidas de control sobre cobros, y pagos corrientes con el exterior y los movimientos de capitales que solamente en circunstancias de excepcional emergencia nacional sean adoptados”*.

*capital y las maniobras especulativas que pudieran perturbar el mercado o el nivel del tipo de cambio*". Esto significa que existe la posibilidad de que el Banco Central intervenga en el mercado cambiario cuando el precio fijado se aleje de los fundamentos normales del mercado. Por ejemplo, cuando algún agente económico con un fuerte poder en dicho mercado, ya sea por el lado de la oferta o la demanda, induzca una apreciación o depreciación muy fuerte del tipo de cambio sin que existan fundamentos reales para ello. No obstante, debe clarificarse que esta intervención no puede de ninguna manera prolongarse en el tiempo ya que esto implicaría el establecimiento de hecho de un tipo de cambio fijo.

Para el manejo de la política cambiaria el Banco Central cuenta, entre otros instrumentos, con un saldo de activos en el exterior. Al respecto, la ley establece que *"las reservas monetarias internacionales del Banco Central del Paraguay están destinadas exclusivamente a mantener la normalidad en las transacciones en el mercado libre de cambio, a superar dificultades transitorias en la balanza de pagos y a preservar el valor de la moneda"* (Art. 61º). Así, aunque el sistema cambiario es el de flotación libre, se considera necesario que el Banco Central disponga de un nivel de reservas internacionales que sirva de sustento a la emisión monetaria y genere confianza en los agentes económicos acerca de la evolución futura del valor de la moneda doméstica. Por ello, a fin de otorgar a la economía las condiciones para un desenvolvimiento estable del mercado de divisas y las transacciones internacionales, se determina que es función del Banco Central el *"mantener y administrar las reservas internacionales"* (Art. 4º, Inciso d.).

## **4. Instrumentos de Política Monetaria**

En los diferentes países, y dependiendo de las legislaciones vigentes, los Bancos Centrales poseen distintos objetivos de política económica. Estas disposiciones legales abarcan metas muy diversas para las autoridades monetarias. Por ejemplo, las metas pueden incluir el logro de un alto nivel de empleo, la obtención de un crecimiento económico sostenible, el alcance de una estabilidad en los precios, en la tasa de interés y/o en el tipo de cambio, así como el asegurar la solidez del sistema financiero local. En nuestro país los objetivos del Banco Central del Paraguay (BCP) están establecidos expresamente en su ley orgánica que data del año 1995. Así, el Artículo 3º de la citada ley establece que “...son objetivos fundamentales del Banco Central del Paraguay velar por la estabilidad del valor de la moneda y promover la eficacia y estabilidad del sistema financiero”.

Para la consecución de sus objetivos los Bancos Centrales disponen, por lo general, de un variado conjunto de instrumentos. Estos instrumentos pueden clasificarse en cuatro principales: las Operaciones de Mercado Abierto, los Préstamos a los Bancos, los Encajes Legales y las Intervenciones en el Mercado Cambiario. En el presente capítulo se detallan las características y funciones de los diferentes instrumentos de política monetaria con que cuentan los Bancos Centrales. Adicionalmente, se analizan las debilidades y ventajas de cada uno de estos instrumentos y se discute cómo, a través del uso de los mismos, la autoridad monetaria puede lograr un control eficiente de la oferta monetaria para el cumplimiento de sus funciones.

### **1. Operaciones de Mercado Abierto**

#### **I. Características de las Operaciones de Mercado Abierto**

Las Operaciones de Mercado Abierto (OMA) se refieren a las transacciones de compra y venta, por parte del Banco Central, de títulos valores en el sistema financiero. La operativa de una OMA es la siguiente. Si el Banco Central desea expandir la oferta monetaria, realiza compras de títulos valores en el sistema financiero y con ello, al inyectar dinero, expande la liquidez del mercado. Por el contrario, si se desea reducir la cantidad de dinero, el Banco Central realiza operaciones de venta de títulos valores, retira liquidez del mercado y con ello logra una contracción monetaria.

Existen dos modalidades en que un Banco Central realiza las OMA. La primera consiste en la implementación de una *Operación de Mercado Abierto Dinámica*. Este tipo de operación tiene el propósito fundamental de afectar el nivel de liquidez de mercado, ya sea en forma sustancial o ínfima, como consecuencia de una decisión inicial o unilateral del Banco Central. Por otro lado, un Banco Central puede realizar una *Operación de Mercado Abierto Defensiva*. Esta operación está orientada a neutralizar los efectos causados por acontecimientos, previstos o imprevistos, que afectan el nivel de liquidez del mercado. Como ejemplo puede citarse a las operaciones destinadas a neutralizar el exceso de liquidez derivado de una reducción de los depósitos del sector público en el Banco Central.

## **ii. Breve historia de las OMA en los Estados Unidos**

El Banco Central de los Estados Unidos, la Reserva Federal, realizó sus primeras Operaciones de Mercado Abierto a inicios de 1920. En esa ocasión la Reserva Federal intervino en el mercado demandando bonos “Libertad de la Primera Guerra Mundial” de los bancos comerciales. El propósito de la institución gubernamental había sido la de proveer liquidez al sector bancario para que éste a su vez canalice estos recursos al sector productivo de la economía.

En la actualidad, la Reserva Federal continúa realizando Operaciones de Mercado Abierto para afectar la tasa de interés y el grado de liquidez del mercado. Estas operaciones son realizadas usualmente a través de la compra y venta de títulos del Tesoro Norteamericano de corto plazo (T-Bills) en el mercado financiero. Estos títulos cuentan con un elevado grado de profundidad o liquidez y además se los considera libres de riesgo. Además de las operaciones con títulos del Tesoro, la Reserva Federal interviene en menor cuantía comprando y vendiendo títulos valores de agencias federales y otros títulos que tienen aceptaciones bancarias.

Cabe señalar que la Reserva Federal de los Estados Unidos, a través de las OMA, no sólo afecta el nivel de liquidez del mercado sino igualmente influye en el precio de los bonos en el mercado y, consecuentemente, en su rendimiento (tasa de interés). La capacidad con que cuenta la Reserva Federal para afectar los rendimientos de los títulos se debe a que la misma es, con relación a las demás instituciones que participan en la compra o venta de bonos del Gobierno, un participante muy importante en el mercado. Dicho en otros términos, dado el elevado volumen de las transacciones que realiza en sus OMA, la Reserva Federal es capaz de afectar la tasa de interés del mercado. Sin embargo, no todos los Bancos Centrales tienen esta misma capacidad de influir en la tasa de interés.

## **iii. Operaciones de Mercado Abierto en el Paraguay**

El Banco Central del Paraguay, a diferencia de la experiencia de la Reserva Federal, no realiza sus OMA a través de la compra y venta de títulos valores del Tesoro Nacional. La limitación primordial para utilizar estos títulos valores radica en la falta de liquidez de los mismos, lo cual dificulta la capacidad del Banco Central para intervenir eficientemente en el mercado financiero a través de compras y ventas de estos bonos. Al respecto, la falta de liquidez de estos instrumentos puede ser consecuencia de los plazos de vencimiento de los títulos, que por lo general son de dos años. Otra restricción para que el Banco Central del Paraguay realice las OMA utilizando títulos del Tesoro Nacional radica en que una proporción importante de estos bonos está expresada en dólares americanos, mientras que el Banco Central realiza su política monetaria utilizando instrumentos denominados en moneda nacional. Como alternativa, para el futuro podría analizarse la posibilidad de emisión de títulos del Tesoro Nacional, expresados en moneda doméstica, de corto plazo (30, 90 y 180 días).

Debido a los impedimentos anteriormente citados, para sus OMA el Banco Central del Paraguay emite sus propios títulos, denominados Instrumentos de Regulación Monetaria

(IRM). Estos instrumentos se venden a descuento, es decir, son bonos cupón cero. La operativa de este instrumento es la siguiente. Una emisión o venta de Instrumentos de Regulación Monetaria al sistema bancario implica una reducción de la liquidez del mercado y, consiguientemente, una contracción de la oferta monetaria. Generalmente el Banco Central del Paraguay no realiza una operación contraria, es decir, no efectúa expansiones de la liquidez por medio de compras en el mercado de los IRM. No obstante, un mecanismo que dispone la autoridad monetaria para expandir la cantidad de dinero consiste en la cancelación anticipada de los IRM por parte de las entidades financieras poseedoras de los títulos.

De acuerdo a las reglamentaciones vigentes la cancelación anticipada de IRM puede tener una tasa de penalización, la cual es discrecional ya que depende de la coyuntura del mercado. Así, una penalización más elevada se aplica cuando no es la intención del Banco Central expandir la oferta monetaria. Por ejemplo, si un banco comercial desea cancelar anticipadamente un IRM que tiene un rendimiento nominal anual del 15%, el Banco Central descuenta el instrumento adicionando una tasa de penalización a la tasa inicialmente pactada. Esta tasa, que es superior al 15%, se utiliza para calcular el valor presente del IRM y, por ende, para determinar el monto de dinero que el Banco Central debe entregar al banco que cancela anticipadamente el título. Sin embargo, cuando el deseo de la autoridad monetaria es el de incentivar la expansión de la liquidez, se puede cobrar inclusive una tasa de sanción negativa. En este caso, el valor presente del título se calcula utilizando una tasa de descuento inferior al 15%.

#### **iv. Instrumentos de Regulación Monetaria del BCP**

##### **a. Letras de Regulación Monetaria y Cartas de Compromiso**

El método más frecuente por el cual el Banco Central del Paraguay afecta la liquidez del mercado consiste en las Operaciones de Mercado Abierto implementadas mediante la venta de Instrumentos de Regulación Monetaria. Estos a su vez comprenden las Letras de Regulación Monetaria (LRM) y las Cartas de Compromiso. Estos títulos constituyen una promesa de pago, a su vencimiento, de una determinada suma de dinero por parte del BCP. Estos instrumentos rinden una tasa de interés que depende de las condiciones de liquidez del mercado y de los objetivos de política monetaria prevalecientes en el momento. Ambos títulos son colocados por el Banco Central del Paraguay a través de licitaciones, competitivas y no competitivas, y pueden ser cancelados anticipadamente a criterio del BCP. Tanto las LRM como las Cartas de Compromiso son títulos de deuda cupón cero y de corto plazo. Debe resaltarse que el rendimiento de ambos instrumentos está exento por ley de todo impuesto fiscal o municipal.

La diferencia principal entre estos dos títulos emitidos por el BCP radica en que las Cartas de Compromiso no están diseñadas en papeles de alta seguridad. Esto constituye un impedimento para que sean utilizadas en operaciones en el mercado secundario y, por tanto, las emisiones de estos instrumentos permanecen en custodia en el Banco Central del Paraguay. Como contrapartida, el banco comercial que adquiere una Carta de Compromiso obtiene un certificado de custodia de la Tesorería del Banco Central. A diferencia, las LRM cuentan con todas las seguridades requeridas para su transacción en el mercado secundario y, por tanto, estos títulos son entregados a los bancos adquirentes.

Otras distinciones adicionales entre estos instrumentos constituyen el plazo de vencimiento y el corte de los mismos. Las Cartas de Compromiso tienen un plazo de 35, 63 y 91 días, mientras que las LRM son instrumentos con plazos de vencimiento superiores: 182, 245 y 365 días. En cuanto al corte de los instrumentos, las Cartas de Compromiso no se encuentran estandarizadas, pudiendo el valor nominal del título ser fijado de acuerdo a las necesidades de la autoridad monetaria. Por su parte, las LRM se encuentran estandarizadas en títulos de: Gs. 10 millones, Gs. 20 millones, Gs. 50 millones, Gs.100 millones, Gs. 500 millones y Gs. 1.000 millones.

#### **b. Otros instrumentos**

La Resolución N° 1, Acta N° 50, del 20 de abril de 1995, del Directorio del BCP, establece los instrumentos adicionales que el Banco Central del Paraguay puede utilizar con fines de regulación monetaria. Estos incluyen los títulos-valores de terceros, en moneda nacional o extranjera, negociados por el BCP. Cabe destacar que los instrumentos de terceros, ya sea expresados en moneda nacional o extranjera, no son utilizados en la actualidad por el BCP debido a los problemas de liquidez de estos títulos.

#### **v. Operaciones de reporto**

En las Operaciones de Mercado Abierto el Banco Central compra y/o vende títulos valores, sin añadir una obligación de realizar otra transacción inversa en el futuro. Este tipo de operación se denomina operación al contado. Adicionalmente, la autoridad monetaria puede realizar una OMA donde la transacción implique una operación adicional a término. Esta segunda modalidad de OMA se conoce como reporto. El reporto es una operación financiera que consiste en la venta de títulos valores por un agente financiero (el reportado) al Banco Central (el reportador), con la consiguiente obligación del reportado de volver a readquirirlo, a un precio convenido, en una fecha futura. Dicho en otros términos, el reporto se refiere a un acuerdo de venta de valores al contado por parte de las instituciones financieras al Banco Central y, simultáneamente, una operación inversa o de compra de los mismos títulos en una determinada fecha en el futuro y por un precio pre-determinado. La operación contraria al reporto es el reporto reverso. En esta última operación el Banco Central vende los títulos valores a una entidad financiera con el compromiso de re-comprarlos posteriormente a un precio y fecha pre-establecidos.

El reporto es un instrumento de política monetaria poderoso que muchos Bancos Centrales han implementado recientemente. La primera experiencia de reporto ocurrió en los Estados Unidos a principios de 1920. Inicialmente este contrato tenía el propósito de favorecer al sector exportador que, al contar con una carta de crédito, acudía al Banco Central para obtener liquidez realizando una venta de esta carta de crédito con pacto de retro-compra. En la actualidad los Bancos Centrales han diseñado contratos de reporto consistentes con sus objetivos de política monetaria. Así, en estos días se realizan estas operaciones para solucionar, de manera rápida y segura, los problemas transitorios de liquidez del sistema financiero, así como para incidir en la tasa de interés de corto plazo y brindar un mecanismo de señal a la economía. Cabe destacar que las iniciativas de los Bancos Centrales en

implementar las OMA a través del reporto han sido fundamentales para propiciar el desarrollo del reporto interbancario y del reporto a través de las bolsas de valores.

Se argumenta igualmente que el reporto y reporto reverso son operaciones que implementan frecuentemente los Bancos Centrales con fines de *OMA Defensivas*, dado que estos producen efectos temporales en la liquidez del mercado. Así, el reporto es implementado para incrementar la liquidez temporalmente, mientras que el reporto reverso absorbe transitoriamente reservas excedentes.

La experiencia del reporto en el Paraguay ha sido mínima dadas las restricciones legales existentes hasta recientemente. Cabe destacar que con la promulgación de la Ley 701/95, "Que precisa el objeto de la prohibición de la venta con pacto de retroventa y el pacto de reventa", se habilitó la posibilidad de realizar operaciones de reporto con los títulos valores, acciones y demás documentos e instrumentos negociados a través de casas de bolsa debidamente autorizadas por la Comisión Nacional de Valores. No obstante, la norma legal no es clara acerca de la viabilidad de utilizar los Instrumentos de Regulación Monetaria (IRM) en operaciones de reporto por parte del BCP. Dada la poca profundización de casi todos los títulos valores, acciones y demás instrumentos negociados por las casas de bolsas, esto podría restarle efectividad al reporto-BCP para asistir a los bancos con problemas de liquidez transitoria.

La implementación del reporto por parte del BCP es fundamental para una adecuada ejecución de la política monetaria y financiera. Lo anterior debido a que, como mecanismo de provisión de liquidez y a diferencia del préstamo call activo del BCP, el reporto no lanza señales desfavorables al mercado respecto a la situación de la entidad que obtiene la liquidez. Además, este instrumento tiende a propiciar la estabilidad del sistema financiero mediante la implementación de un mecanismo de asistencia a las entidades financieras, con problemas de liquidez transitorios, de manera inmediata y segura. Efectivamente, el reporto implica un riesgo de crédito mínimo para el BCP ya que la operación envuelve una cobertura total del préstamo por medio de la garantía o título valor. Inclusive se establece generalmente un "hair cut" o descuento adicional sobre el precio de mercado del título a fin de prevenir eventuales deterioros de su valor.

## **vi. Ventajas de las Operaciones de Mercado Abierto**

Por lo general, las Operaciones de Mercado Abierto son los instrumentos de mercado de mayor importancia con que dispone un Banco Central para la implementación de su política monetaria. Esto debido a que los mismos cuentan con ciertas ventajas sobre otros instrumentos, las cuales se citan a continuación:

- Las Operaciones de Mercado Abierto son instrumentos **flexibles** con los que todo Banco Central puede operar, en cualquier magnitud, para afectar, la liquidez del mercado. Así, si el cambio necesario en la liquidez del mercado es ínfimo, el Banco Central puede incidir a través de compras y ventas de pequeña magnitud. Por el contrario, si el deseo del Banco Central es cambiar en una gran proporción la liquidez del mercado, esto lo lograría con transacciones de títulos valores que implican grandes montos.

- Las OMA son fácilmente **reversibles**. Si ocurre un error en la operación de mercado abierto, este puede ser revertido con una intervención contraria e inmediata a la inicial.
- La preferencia por las OMA se basa en que pueden ser implementadas con **rapidez**, dado que las operativas de este instrumento no implican demoras administrativas excesivas.
- El Banco Central tiene el **control** pleno del volumen de la operación, pues la misma ocurre a iniciativa del mismo.

Es importante mencionar que la reversibilidad de estos instrumentos depende del grado de profundidad del sistema financiero. Así, la reversibilidad será superior cuando el mercado financiero sea desarrollado, ya que esto facilita las transacciones del Banco Central en el mercado. En cambio, si el mercado financiero no se encuentra muy desarrollado y por ende no otorga la suficiente liquidez a títulos emitidos por terceros, el Banco Central no tendrá otra opción que realizar las OMA con sus propios títulos, restándole reversibilidad a sus operaciones. Por ejemplo, en caso que el Banco Central del Paraguay quiera revertir una política monetaria contractiva, originada por la emisión de sus títulos, tendrá que esperar el vencimiento de los títulos colocados o inducir a que los bancos realicen una cancelación anticipada. En consecuencia, la carencia de un mercado líquido de títulos del Tesoro le resta reversibilidad a las OMA del BCP, especialmente porque no existe siquiera un mercado secundario activo de los títulos emitidos por la autoridad monetaria. Obviamente que para revertir una operación de mercado abierto el Banco Central del Paraguay puede realizar intervenciones en el mercado de divisas o efectuar una operación de reporto.

Se argumenta igualmente que cuando el mercado financiero no cuenta con el suficiente desarrollo, como la situación actual del mercado paraguayo, el Banco Central no tendrá el control pleno de este instrumento. Lo anterior se debe a que en esta situación la autoridad monetaria no puede intervenir como un agente más en la compra o venta de títulos del Tesoro Nacional. En nuestro país, el Banco Central utiliza un mecanismo de licitación de sus títulos para sus OMA y, bajo este esquema, parte del control lo tienen las entidades financieras dado que ellas deciden si compran o no los títulos emitidos por el BCP.

## **2. Préstamos a los Bancos (Redescuentos)**

### **I. Características de los préstamos a los bancos**

El término “redescuento” se refiere al hecho que el Banco Central otorga préstamos al sistema bancario por un monto inferior (redescontado) al valor de las garantías (usualmente pagarés de terceros) presentadas por los bancos comerciales. Con la creación de la Reserva Federal en 1913, el préstamo de redescuento se constituyó originalmente en el único instrumento activo de política monetaria. Uno de los propósitos iniciales de este tipo de préstamos era el de cambiar o regular el volumen de créditos de la economía. Por ejemplo, durante una expansión económica las expectativas de los agentes tendían a ser favorables, lo cual alentaba a las empresas o individuos a endeudarse. Para satisfacer esta demanda de créditos los bancos

precisaban de manera inmediata fondos líquidos, los cuales eran proveídos, a través de préstamos de redescuentos, por el Banco Central. Por el contrario, en periodos de baja actividad económica, los bancos por lo general no renovaban sus líneas de crédito con el Banco Central y la oferta monetaria decrecía.

El Banco Central puede tratar de incidir en el volumen de los préstamos de redescuento afectando el precio o tasa de interés que cobra por estos créditos. En efecto, un incremento en la tasa de interés o de redescuento incrementa el costo del préstamo, implicando que los bancos van a reducir la demanda de estos créditos. Por su parte, una disminución de la tasa de interés implica una reducción en el costo de estos créditos, incrementando el incentivo para la financiación de los bancos mediante este mecanismo y, en consecuencia, elevando el volumen de préstamos en la economía. No obstante, los bancos podrían finalmente decidir no recurrir a nuevos créditos a pesar de verificarse cambios en la tasa de interés por los préstamos de redescuento.

En los países donde existe un mecanismo de transmisión de la política monetaria, el cambio en la tasa de interés puede ser utilizado para dar señales al mercado acerca de la percepción del Banco Central sobre el nivel de actividad económica. Por ejemplo, si el Banco Central desea reducir el ritmo de expansión de la economía, por temor a un incremento en la tasa de inflación, puede tomar la decisión de elevar la tasa de interés para los préstamos de redescuento y con ello incidir indirectamente en las tasas de interés de la economía.

Un inconveniente de la política de redescuento es que cuando el Banco Central fija la tasa de interés a un cierto nivel, grandes fluctuaciones pueden ocurrir en el diferencial entre la tasa de redescuento y la tasa de interés de mercado. En ocasiones, estas fluctuaciones han causado grandes volatilidades en el volumen de préstamos de redescuento y, por consiguiente, en la oferta monetaria. En este sentido, la política de redescuento podría hacer más difícil la ejecución eficiente de la política monetaria.

Los préstamos de redescuento del Banco Central cumplen además con otra función relevante. Aparte de afectar el volumen de crédito disponible en la economía, los préstamos a los bancos comerciales tienen la relevante función de prevenir pánicos financieros. Al respecto, los Bancos Centrales fueron creados originalmente con el propósito de ser prestamistas de última instancia. El objetivo era el de crear una institución que provea de recursos a los bancos comerciales cuando nadie más estaba dispuesto a hacerlo. De esa manera se buscaba evitar que problemas temporales de liquidez en el sector bancario se traduzcan en pánicos financieros. Por tanto, el préstamo de redescuento fue constituido inicialmente como un el mecanismo destinado a proveer de liquidez al sistema bancario durante crisis (i.e. corridas) bancarias, permitiendo la canalización inmediata de fondos a los bancos que más lo necesitaban.

Esta función de los préstamos de redescuentos persiste hasta nuestros días. No obstante, en la práctica, es muy difícil de diferenciar los problemas de liquidez de una institución bancaria con aquellos de solvencia. En efecto, la iliquidez puede ser señal de inminente insolvencia, así como la insolvencia puede anteceder los problemas de liquidez. Por lo tanto, debido a que estos problemas están frecuentemente asociados, se recomienda que los Bancos Centrales

exijan garantías suficientes antes de otorgar estos tipos de crédito a fin de que una institución bancaria haga frente a problemas de liquidez.

## **ii. Garantía de depósitos y los préstamos a los bancos**

Algunos economistas han propuesto que los Bancos Centrales eliminen los préstamos de redescuento como mecanismo para asistir a los bancos con problemas de liquidez. Se argumenta que la presencia de un seguro de depósitos elimina la necesidad de los préstamos de redescuento. Así, la implementación del seguro de depósitos, que cumple con la función de asegurar la devolución de los depósitos del público en casos de crisis, supliría o volvería superflua la función del Banco Central como prestamista de última instancia.

Sin embargo, las experiencias de crisis financieras a lo largo del mundo han demostrado que la implementación de un esquema de garantía de depósitos, ya sea público o privado, no suple sino complementa la función del Banco Central como prestamista de última instancia. Existen dos razones que justifican este razonamiento. Primero, en el caso que el número de bancos con problemas sea elevado (crisis sistémica), el fondo de la garantía de depósitos no sería suficiente para cubrir todas las necesidades de recursos líquidos. Segundo, por lo general los esquemas de seguro de depósitos están diseñados para realizar una devolución parcial (hasta un determinado monto) de los depósitos. Por lo tanto, el seguro de depósitos no elimina la posibilidad de una pérdida de confianza en el sistema bancario.

En resumen, se considera que el seguro de depósitos es efectivo para prevenir una crisis bancaria solamente cuando el Banco Central juega el rol de prestamista de última instancia. Además, como en el caso de algunas crisis bursátiles observadas en países desarrollados (por ejemplo, el denominado “Lunes Negro” en los Estados Unidos<sup>67</sup>), la existencia de la Reserva Federal como prestamista de última instancia fue fundamental para prevenir un pánico financiero no relacionado a problemas bancarios.

## **iii. Algunos efectos del rol de prestamista de última instancia**

Los bancos comerciales enfrentan tres costos cuando acceden a préstamos de redescuento: la tasa de interés, el costo que implican las dudas de parte del sistema bancario y del público en general respecto a la salud financiera del banco que acude al Banco Central y, por último, el costo de no ser aceptado en el futuro para la obtención de nuevos préstamos.

Además de los costos mencionados, el rol de prestamista de última instancia puede inducir a un cambio en el comportamiento de las entidades financieras. Es probable que, al saber de la disposición del Banco Central de asistirlos como prestamista de última instancia, estas entidades realicen actividades más riesgosas. Es decir, el Banco Central como prestamista de última instancia puede crear un problema de riesgo moral, similar al originado por el seguro de depósitos. De hecho, el riesgo moral creado tiende a ser más severo para las entidades grandes ya que estas tienen por seguro que el Banco Central las considera como “muy grandes

---

<sup>67</sup> La mayor caída de la bolsa de valores en la historia de Wall Street se registró el denominado “Lunes Negro”, 19 de octubre de 1987, cuando el índice Dow Jones Industrial Average cayó 508,32 puntos, perdiendo el 22,6% de su valor.

para caer". En otras palabras, estas instituciones juzgan que siempre que entren en problemas la autoridad monetaria los asistirá prontamente para evitar una crisis sistémica en el sector.

Esta existencia de costos y beneficios derivados del rol del Banco Central como prestamista de última instancia justifica el hecho que el Banco Central no participe muy frecuentemente como prestamista de los bancos.

#### **iv. Los préstamos de redescuento en el Paraguay**

Hasta inicios de los años noventa, el Banco Central del Paraguay utilizaba los préstamos de redescuento para influir en el volumen de crédito de la economía. Así, estacionalmente habilitaba líneas de crédito para los bancos de manera tal que los mismos financien ciertas actividades económicas consideradas de interés para el Gobierno. Por ejemplo, la producción agrícola exportable. Mediante la Ley N° 281/93 se acordó la eliminación de los redescuentos sectoriales pero no los que tienen carácter monetario. Es decir, no aquellos orientados a incrementar la liquidez general del sistema financiero.

Actualmente, en concordancia con el Artículo 66 de su carta orgánica, el Banco Central asiste únicamente a los bancos con problemas transitorios de liquidez como prestamista de última instancia. Utiliza para ello una operación de préstamo de muy corto plazo, denominado préstamo call activo, que pueden ir hasta un máximo de 60 días corridos. Adicionalmente, a través de la Red de Seguridad, la autoridad monetaria puede otorgar préstamos por un plazo máximo de 180 días. La distinción entre estos mecanismos radica no sólo en el plazo de los préstamos, sino igualmente en las exigencias en cuanto a las garantías que respaldan los créditos, las cuales son más elevadas en el caso de las operaciones a través de la Red de Seguridad.

Cabe resaltar que anteriormente existía un mecanismo de asistencia adicional a las entidades financieras. El mismo era realizado en el marco de planes de rehabilitación institucional y recapitalización financiera de las entidades. Empero, este tipo de asistencia de liquidez fue anulado por el Banco Central del Paraguay mediante la Resolución N° 2, Acta N° 183, de fecha 8 de octubre de 1998.

Por otro lado, deben distinguirse claramente las diferencias existentes entre el préstamo call activo y el préstamo call pasivo del BCP. El primer instrumento es un mecanismo utilizado para proveer liquidez al sistema bancario cuando éste enfrenta problemas transitorios de liquidez. En cambio, al call pasivo se lo puede considerar como un instrumento de OMA. Efectivamente, este instrumento consiste en un endeudamiento a corto plazo, por lo general hasta 7 días, por parte del BCP con el sistema bancario a fin de absorber el excedente de liquidez de corto plazo del mercado.

#### **v. Coordinación entre los mecanismos de asistencia de liquidez**

El objetivo de los préstamos de liquidez de corto plazo, así como la del reporto del Banco Central del Paraguay, es el de proveer asistencia crediticia (liquidez) a los bancos comerciales como prestamista de última instancia. Al respecto, una vez que el BCP implemente el reporto

como OMA, será necesario lograr una mejor coordinación entre ellos de manera a aumentar su eficiencia en la ejecución de la política monetaria.

En ese sentido, el Banco Central podría proveer liquidez al mercado principalmente por medio de un canal y sólo en forma complementaria u ocasional a través del otro mecanismo. Por ejemplo, la autoridad monetaria podría proveer liquidez al mercado esencialmente a través del reporto con IRM, ya que éste es un instrumento más flexible. Las ventajas de las operaciones de reporto con IRM radican en que son fáciles de manejar, son dinámicas y cualquier error incurrido en la operación es fácilmente reversible. Adicionalmente, en este tipo de operaciones el Banco Central reduce sustancialmente el riesgo crediticio debido a las características del contrato. Lo anterior debido a que en el contrato de reporto el Banco Central no sólo es propietario del colateral, sino que además el valor de este instrumento está descontado con el propósito de prever eventuales pérdidas de valor del mismo. Por su parte, los créditos de corto plazo podrían complementar, en menor escala, al reporto-BCP en la tarea de inyectar liquidez al mercado, dependiendo ello de la coyuntura del mercado financiero y de los objetivos de política del Banco Central.

### **3. Requisitos de Reservas (Encajes Legales)**

#### **i. Características de los requisitos de reservas**

Por lo general, los Bancos Centrales requieren que las entidades financieras mantengan una fracción de los depósitos que reciben del público en la forma de activos líquidos (depósitos a la vista) en el Banco Central. Uno de los objetivos iniciales de este mecanismo era el que las entidades financieras dispongan de reservas líquidas a fin de afrontar eventuales problemas (corridas de depósitos). En la actualidad, el rol del encaje legal como colchón de reservas líquidas para afrontar eventuales necesidades de liquidez del sistema financiero ha perdido terreno. Su función presente es más bien la de incidir sobre la capacidad de las unidades financieras de expandir el crédito y, por lo tanto, controlar la creación secundaria de dinero.

Se considera que este instrumento de política monetaria constituye una de las herramientas más efectivas con que dispone un Banco Central cuando desea incidir sobre los niveles de oferta de dinero. Ello debido a que el mismo ejerce un impacto instantáneo en las reservas disponibles del sistema bancario y, consecuentemente, en las posibilidades de expansión de dinero por la vía secundaria. Al respecto, de manera tal que la oferta monetaria sea enteramente controlable por el Banco Central, Milton Friedman sugirió que la tasa de reservas requeridas debía fijarse en el 100% de los depósitos<sup>68</sup>. La ventaja de esta propuesta es evidente, ya que permitiría al Banco Central tener el control pleno de la oferta monetaria al ser esta igual a la base monetaria (suma de los billetes y monedas en circulación más los depósitos bancarios en el Banco Central). Es decir, con encajes legales equivalentes al 100% de los depósitos se estaría eliminando la posibilidad de creación secundaria de dinero.

---

<sup>68</sup> Ver Friedman (1962).

## ii. Los encajes legales en Paraguay

Desde finales de los años ochenta, los Bancos Centrales promovieron una reducción sistemática del requisito de reservas. El objetivo de esta medida era que los recursos captados como depósitos por instituciones financieras sean canalizados mayormente hacia créditos, buscando con ello incidir positivamente en la competitividad de estas entidades. En efecto, las reservas requeridas constituían una especie de impuesto para las entidades financieras, ya que por lo general los Bancos Centrales no pagaban intereses por estos depósitos. Como una institución financiera no obtenía ningún retorno por los encajes mantenidos en el Banco Central, perdía los intereses que hubiese ganado en caso de haber utilizado estos fondos para otorgar préstamos. Como consecuencia, el costo que implicaba este mecanismo hacía menos competitivas a las entidades ya que afectaba su condición financiera.

Paraguay no estuvo ajeno al proceso de reducción gradual de los porcentajes de encajes legales y a partir de 1990 se observó una reducción pronunciada de los requerimientos de reservas para los depósitos mantenidos en entidades financieras. Actualmente, la Ley 489/95, "Orgánica del Banco Central del Paraguay", exige que las instituciones que capten o administren recursos del público o realicen operaciones de intermediación financiera mantengan depósitos en el BCP en concepto de encajes legales. La citada disposición legal otorga al Banco Central la potestad de determinar la proporción, composición y penalización en caso de incumplimiento de estos encajes, los cuales no podrán exceder el 40% de los depósitos y operaciones financieras.

Además, con el objeto de reducir la incidencia de este instrumento en el costo financiero de las entidades, el Banco Central del Paraguay debe remunerar los requisitos de encaje que excedan el 7% para los depósitos en moneda nacional y el 10% para los depósitos en moneda extranjera<sup>69</sup>. La tasa de remuneración para los encajes en moneda nacional es la equivalente a la tasa nominal promedio ponderado de las operaciones pasivas del sistema bancario, que incluye la ponderación de los depósitos en cuenta corriente. Esta tasa pasiva promedio es la correspondiente al mes anterior al período de remuneración del encaje. Por su parte, la remuneración para los encajes en moneda extranjera es la equivalente a la tasa Libor de 30 días, correspondiente al mes anterior al período de remuneración del encaje.<sup>70</sup>

Una de las características del requisito de encaje legal en el Paraguay es que este varía dependiendo del tipo de depósito, del plazo de captación de los depósitos y de la moneda de denominación de los mismos. Por ejemplo, a mediados del año 2002, la tasa de encaje para los depósitos de ahorro a plazo, en moneda nacional, captados por los bancos era del 20% para depósitos con plazos menores a 181 días, del 15% si las captaciones eran entre 181 y 360 días, del 7% si el plazo era mayor a 360 pero menor a 540 días y 0% para las captaciones de más de 540 días. Por su parte, los encajes legales para los depósitos en los bancos, bajo la forma de Certificados de Depósitos de Ahorro (CDA) y con plazo de entre 181 y 360 días, eran del 15% si los depósitos eran en moneda nacional y del 16,5% si eran en moneda extranjera.

<sup>69</sup> Artículo 68° de la Ley 489/95 "Orgánica del Banco Central del Paraguay".

<sup>70</sup> Resolución N° 1, Acta N° 145, de fecha 30 de julio de 1996 y Resolución N° 2, Acta N° 145, de fecha 30 de julio de 1996.

### **iii. Ventajas y limitaciones del encaje legal**

La ventaja del encaje legal sobre otros instrumentos disponibles por el Banco Central radica en que el mismo afecta a todas las entidades de una misma manera y, además, tiene un efecto instantáneo y directo en la oferta monetaria. Así, un incremento en el requisito de reserva legal reduce inmediatamente la capacidad de creación secundaria de dinero del sistema financiero, resultando en una menor expansión de la oferta monetaria.

Sin embargo, a diferencia de los demás instrumentos de política monetaria, el encaje legal carece de flexibilidad y por ello es poco probable que un Banco Central realice cambios frecuentes en el coeficiente de requisito de reservas. Esta rigidez se debe en parte a que una modificación en la tasa de encaje legal puede ser considerado como un cambio sustancial de la política monetaria, lo que podría lanzar señales equivocadas al mercado y afectar finalmente la conducción de la política monetaria por parte del Banco Central. Además, es poco probable observar cambios continuos en el requisito de reservas pues ello implicaría alteraciones frecuentes en el portafolio de los bancos y demás empresas financieras, lo cual puede ser nocivo para la salud de esas instituciones. Por ejemplo, en el caso que un Banco Central incremente las reservas requeridas, se produciría un problema de liquidez en el corto plazo para aquellos bancos que no cuenten con suficiente exceso de reservas.

Por lo general, cuando un Banco Central dispone un incremento en el requisito de reservas, simultáneamente reduce los problemas de liquidez ocasionados por esta determinación por medio de otra medidas: operaciones de reporto, compras en el mercado de divisas, habilitación de la ventanilla de redescuentos o una combinación de los mecanismos recientemente citados.

### **iv. Implicancias de la eliminación de los encajes legales**

La función principal de las instituciones financieras constituye la transformación (intermediación) de pasivos financieros en activos financieros. Efectivamente, las instituciones financieras captan depósitos, muchos de ellos de corto plazo, y los canalizan de vuelta a la economía en forma de préstamos, que generalmente poseen un plazo de vencimiento superior a los depósitos. Esta peculiaridad del sistema bancario los expone a un riesgo de liquidez, el cual se intensifica durante las corridas bancarias. Como mencionado anteriormente, uno de los propósitos del encaje legal es que las entidades financieras dispongan de un fondo de recursos líquidos para hacer frente a los retiros de depósitos ante coyunturas de crisis financiera.

Si bien el encaje legal coadyuva a la estabilidad del sistema financiero, existen economistas que postulan su eliminación. Los fundamentos se basan en que el encaje legal constituye un impedimento para una canalización eficiente de los préstamos por parte de las instituciones financieras. Además, se sostiene que el encaje legal no suple la decisión autónoma de los bancos en mantener una cartera líquida. En otras palabras, los bancos son capaces por cuenta propia de manejar su riesgo de liquidez, manteniendo una cartera líquida sin necesidad de constituir reservas en el Banco Central. Por último, se argumenta que el hecho de manejar su liquidez posibilitaría a las entidades financieras obtener un mejor retorno por sus fondos.

No cabe dudas que el encaje legal incide en el costo de financiamiento de las entidades y, consecuentemente, afecta la canalización eficiente de los recursos financieros. Sin embargo, no sería recomendable que el requisito de reservas exigido a los bancos sea ínfimo o cero, principalmente cuando el mercado financiero de la economía no se encuentra suficientemente desarrollado. Efectivamente, si el mercado financiero no cuenta con la profundización necesaria, los bancos no podrían recurrir al mercado para hacer líquidos sus activos en caso de necesidad y, por tanto, no tendrían manera de sustituir las bondades del encaje legal como mecanismo precautorio de liquidez.

Suplementariamente, los bancos comerciales y las otras entidades financieras podrían disminuir su riesgo de liquidez reduciendo la volatilidad de los retiros de depósitos mediante el incremento de los plazos de captación de los fondos. Por el lado del activo, estas instituciones podrían reducir la madurez de su cartera mediante el uso de instrumentos derivados (por ejemplo, la securitización). Sin embargo, la aplicación de estas estrategias es impracticable en los países que no disponen de mercados financieros desarrollados. En consecuencia, la falta de profundización limita las chances de los bancos de disminuir el riesgo de liquidez a través de la captación de depósitos a largo plazo y restringe la capacidad de estas instituciones de vender sus carteras a través de cédulas hipotecarias o securitización. En estos casos, los encajes legales cumplen un rol fundamental para garantizar la estabilidad del sistema financiero.

#### **4. Intervenciones en el Mercado Cambiario**

Frecuentemente los Bancos Centrales se preocupan por los efectos económicos de las fluctuaciones del valor de sus monedas, especialmente desde el abandono del Sistema de Bretton Woods a inicios de los años setenta. Este sistema establecía un esquema de tipo de cambio fijo entre los diferentes signos monetarios. A partir de ese momento, existió una marcada y paulatina tendencia en abandonar los sistemas de tipo de cambio fijo y adoptar en cambio un sistema donde la presencia del mercado para la determinación del valor de las monedas es mayor.

En un esquema de tipo de cambio fijo, el Banco Central utiliza fundamentalmente sus reservas internacionales para hacer frente a los desequilibrios temporales de la balanza de pagos. Por ejemplo, cuando existen déficits en la balanza de pagos, el Banco Central provee divisas al mercado para satisfacer el exceso de demanda de moneda extranjera. Esto representa una disminución de las reservas internacionales y, a la vez, una contracción de la oferta monetaria. En caso contrario, el Banco Central absorbe el exceso de divisas del mercado, lo que implica un incremento en el nivel de las reservas internacionales y de la oferta monetaria. En ambos casos, la autoridad monetaria busca que el tipo de cambio permanezca estable, incrementando o disminuyendo, según el caso, la oferta de divisas en el mercado.

A diferencia, en un sistema de tipo de cambio flexible el valor de las monedas se determina libremente por las fuerzas de la demanda y la oferta de divisas en el mercado cambiario. Sin embargo, es poco probable que en la práctica los Bancos Centrales dejen que el tipo de cambio fluctúe libremente. En efecto, estas instituciones no han abandonado del todo su

presencia en el mercado cambiario, ya que consideran que volatilidades severas del tipo de cambio, ocasionadas por inestabilidades en el mercado cambiario, pueden imponer costos elevados a una sociedad. Así, se sostiene que las oscilaciones bruscas e impredecibles del valor de una moneda afectan negativamente al consumo o la inversión de los agentes económicos, incidiendo adversamente en el nivel de producción.

El Banco Central del Paraguay, conforme a lo establecido en su carta orgánica, interviene en el mercado cambiario para asegurar su funcionamiento normal, competitivo y equilibrado, pero respetando las tendencias fundamentales de la oferta y la demanda de moneda extranjera. En este sentido, la ley establece que las operaciones de compra y venta de moneda extranjera por el BCP tendrán por objetivo atenuar los efectos de las fluctuaciones estacionales de la oferta y la demanda de divisas. Asimismo, estas operaciones deben contrarrestar los movimientos erráticos de capital y las maniobras especulativas que pudieran perturbar el mercado cambiario o el nivel del tipo de cambio.

## **I. Tipos de intervención**

### **a. Intervenciones esterilizadas y no esterilizadas**

Las intervenciones del Banco Central en el mercado cambiario afectan la oferta monetaria. Por ejemplo, una compra de divisas del mercado permite incrementar las reservas internacionales, teniendo como contrapartida un aumento en la oferta monetaria. Sin embargo, si la intención de la autoridad monetaria es realizar operaciones cambiarias sin afectar la oferta monetaria, esta puede implementar simultáneamente una OMA que neutralice el aumento de dinero primario derivado de la operación en el mercado de divisas. Una intervención de este tipo se denomina intervención esterilizada en el mercado cambiario. Por ejemplo, si el Banco Central del Paraguay compra divisas por un monto equivalente a Gs. 100 millones, este puede vender simultáneamente IRM con la intención de contraer Gs. 100 millones y mantener así la oferta monetaria inalterable. Por el contrario, una intervención no esterilizada en el mercado cambiario es aquella donde el Banco Central, al intervenir en dicho mercado, no realiza una operación de mercado abierto para contrarrestar los efectos de esta intervención sobre la oferta monetaria.

### **b. Intervenciones para apreciar y depreciar contra la moneda**

Adicionalmente a la compra y venta de divisas para la defensa del tipo de cambio contra factores exógenos que afectan su nivel, un Banco Central puede intervenir en el mercado cambiario para alterar discrecionalmente el valor de la moneda. Se busca con ello lograr apreciaciones o depreciaciones de la moneda doméstica con el objeto de potenciar ciertos sectores de la economía. Así, una política monetaria contractiva tiende a apreciar la moneda doméstica, mientras que una expansiva deprecia el valor de la misma. Por apreciación se entiende que el precio de la moneda doméstica respecto a la extranjera se incrementa, lo que beneficia al sector importador ya que la moneda externa se vuelve relativamente más barata con relación a la doméstica. Por su parte, una depreciación implica la pérdida del valor de la moneda local respecto a la extranjera, lo cual afecta positivamente al sector exportador de la economía en detrimento del importador.

### **c. Intervención al contado y a término**

Una transacción al contado o spot es aquella donde se pactan contratos de compra y venta de divisas, haciéndose efectivo el pago de divisas en un plazo muy corto de tiempo (por lo general, dos días). En cambio, una transacción a término o “forward” es un acuerdo de compra (o venta) de una cantidad específica de una divisa, en una fecha futura determinada y a un precio fijado en el momento de la firma del contrato. Actualmente, el Banco Central del Paraguay interviene únicamente en el mercado cambiario al contado o spot.

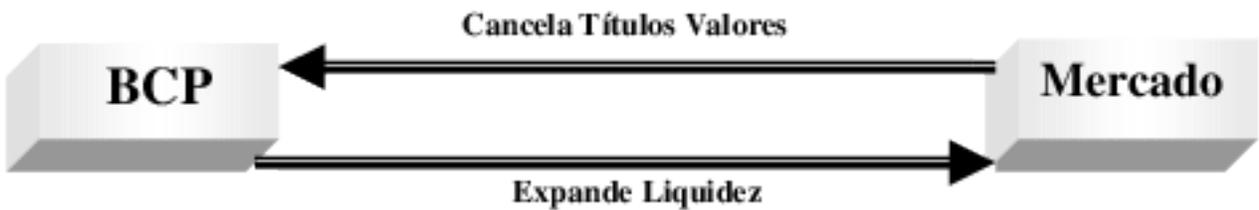
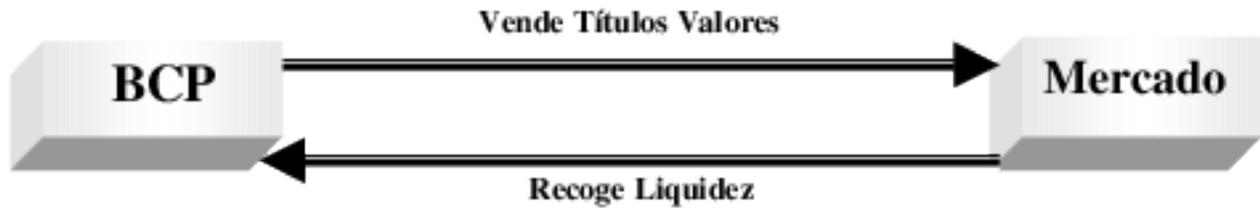
### **ii. Mecanismos adicionales**

El reciente proceso de liberalización de los mercados financieros ha traído ciertas implicancias en el manejo del tipo de cambio para los Bancos Centrales. Hoy en día, el nivel de reservas internacionales de cualquier país es insignificante comparado con las transacciones diarias de divisas en los mercados internacionales. Este hecho implica que no existe país alguno con reservas internacionales suficientes para hacer frente a un ataque especulativo contra su moneda, especialmente cuando el mercado financiero anticipa una inminente depreciación de la misma.

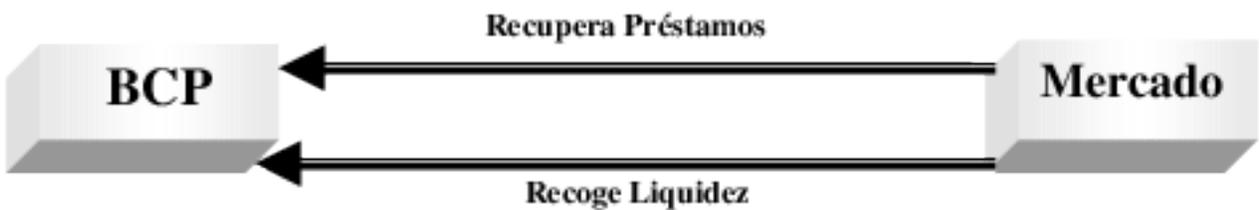
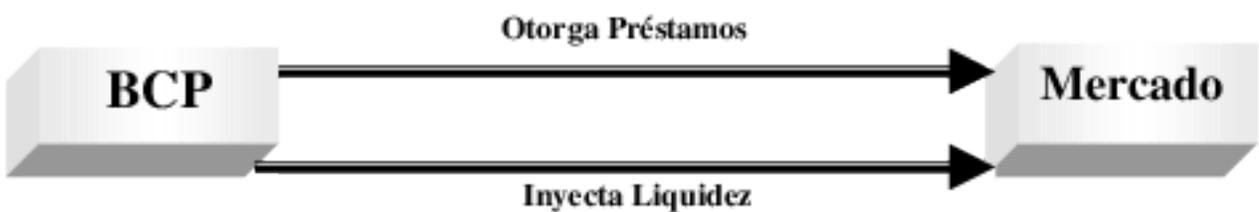
Como consecuencia de este fenómeno, muchos Bancos Centrales se han visto obligados a coordinar más eficientemente sus herramientas de política económica a fin de lograr una mayor estabilidad del tipo de cambio. Por ejemplo, varios Bancos Centrales utilizan como instrumentos complementarios a las intervenciones en el mercado de divisas, las operaciones de mercado abierto. Estas OMA intentan absorber el exceso de liquidez en moneda doméstica del mercado, disminuyendo su oferta y controlando así indirectamente la cotización de las monedas extranjeras. Asimismo, otras instituciones utilizan modificaciones transitorias en la estructura del encaje legal como un mecanismo eficaz para contener desequilibrios en el mercado de divisas. Alternativamente, algunos países han implementado políticas de restricciones en los flujos de capital, especialmente en los ingresos de capital de corto plazo. Por último, existen experiencias de Bancos Centrales que han optado por restringir o limitar los depósitos en moneda extranjera en la banca doméstica o limitar la posición de divisas de los bancos, es decir, la capacidad de estas entidades de convertir pasivos denominados en moneda doméstica en activos en moneda extranjera.

**ANEXO 1**  
**Instrumentos de Política Monetaria**

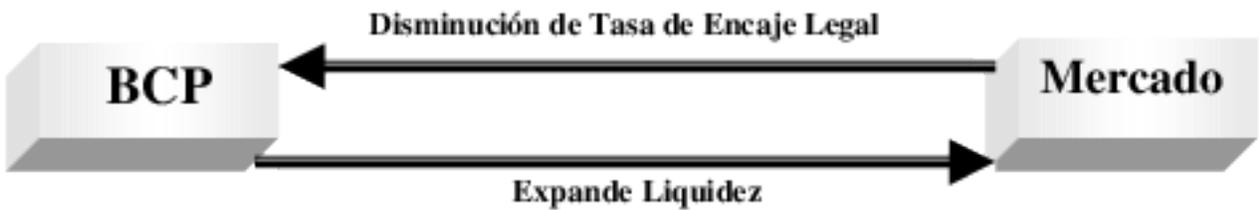
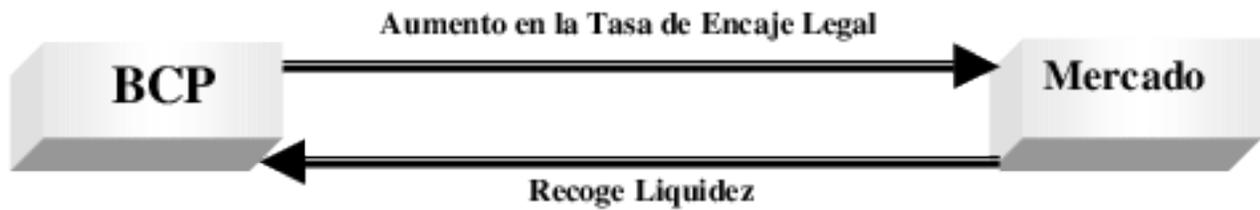
**a) Operaciones de Mercado Abierto**



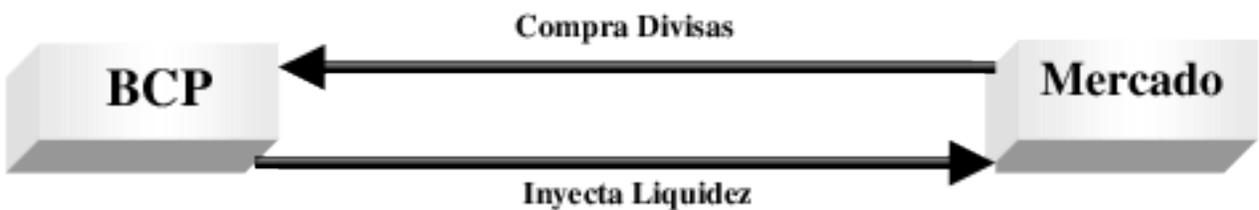
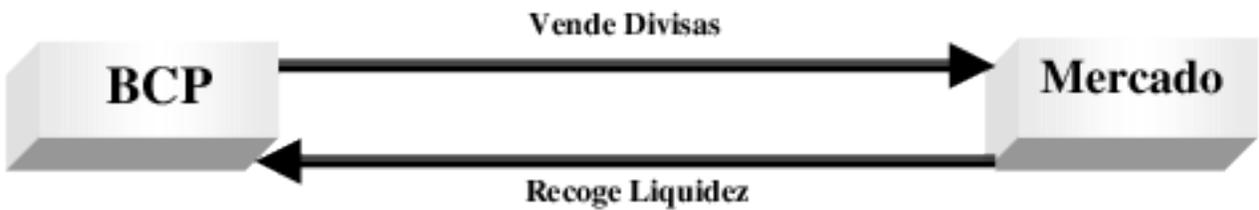
**b) Operaciones de Redescuento**



c) Encajes Legales



d) Compra y Venta de Divisas



## **5. Regulación y Supervisión Financiera**

En casi todos los países, el sector financiero es uno de los sectores de la economía más regulados. Debe mencionarse que, desde un punto de vista económico, la finalidad básica de toda regulación es el logro de una conducta maximizadora del bienestar social por parte de los agentes privados, a ser lograda mediante la imposición de mecanismos, estructuras e instituciones reguladoras.

El propósito de este capítulo es caracterizar los aspectos más importantes de la regulación y supervisión del sector financiero paraguayo. En este sentido, el análisis del presente trabajo combina las perspectivas macro y microeconómicas de la regulación. La importancia del aspecto macro se sustenta en el hecho de que la salud del sistema financiero es uno de los objetivos centrales de la política económica de todo país. Ello por las repercusiones que el sector financiero tiene sobre el ritmo de actividad económica. Desde un punto de vista microeconómico, la solvencia y la estabilidad de cada una de las entidades que componen el sistema financiero constituyen dos de los principales objetivos de la regulación bancaria. Al respecto, todo marco regulatorio del sector financiero intenta lograr la salud financiera de cada una de las entidades del sector, asegurando que los riesgos inherentes a la actividad realizada por estas entidades estén adecuadamente contemplados en la toma de decisiones de las mismas.

El desarrollo de este trabajo contempla tres partes bien diferenciadas. La primera parte ofrece el marco teórico de la regulación, la segunda realiza un estudio del caso paraguayo y la última presenta una perspectiva del futuro de la regulación financiera en el contexto actual de globalización de las economías. La primera parte se inicia con una corta discusión referente a la filosofía y objetivos de la regulación del sector financiero, considerando brevemente las razones teóricas de la regulación, los tipos de regulación existentes y los instrumentos utilizados comúnmente en los esquemas de regulación. La segunda parte detalla los operadores que actúan en el sector financiero paraguayo y los principales instrumentos de regulación utilizados por el Banco Central del Paraguay. Adicionalmente, ofrece una breve reseña histórica y un resumen del marco regulatorio del sector financiero actualmente vigente en el país. En la última parte se discuten los principales desafíos para la supervisión a inicios de un nuevo siglo.

### **1. Fundamentos de la Regulación del Sector Financiero**

El marco teórico que fundamenta la existencia de regulaciones en el sector financiero es muy variado. Los principales argumentos se desprenden de la misma naturaleza y objeto del sector: la transmisión del ahorro, o recursos financieros excedentes, desde algunas unidades económicas hacia otras con déficit de recursos. Es decir, el sistema financiero es el marco institucional donde se reúnen oferentes y demandantes de los recursos financieros disponibles en la economía. Por tanto, el sistema financiero constituye un medio para canalizar el ahorro generado en la economía hacia los agentes económicos deficitarios, sean estos individuos, empresas o el Gobierno. Hacia las unidades domésticas para financiar su consumo, hacia las empresas para sus operaciones e inversiones y hacia el Gobierno para cubrir parte de su déficit fiscal.

Los intermediarios financieros, bancos y otros intermediarios no bancarios, no operan exclusivamente con su propio capital. Por el contrario, lo hacen principalmente con los fondos que captan del público y que alcanzan una suma varias veces superior a su patrimonio propio. Este hecho, sumado a la necesidad de que los intermediarios financieros cumplan eficientemente con la asignación de estos recursos entre las diversas unidades productivas de la economía, proporciona un argumento sólido para que el Estado dicte regulaciones y establezca medidas de control en este sector. Adicionalmente, es necesario que la regulación sea complementada con una adecuada supervisión que asegure una competencia abierta, justa y ordenada en los mercados financieros. Esta supervisión tendría que crear instrumentos que ayuden a prevenir los riesgos sistémicos en el sector y, sobre todo, debería proteger los derechos e intereses legítimos de los ahorristas e inversores.

En síntesis, la tarea básica de la regulación y supervisión financiera es la de evitar una crisis en el sistema de pagos de la economía. La regulación debería consistir en dos actividades básicas: la provisión de guías para lograr un desempeño eficiente de las instituciones financieras y la imposición de restricciones a través de un marco legal adecuado. Por su parte, la supervisión tendría que enfocarse en analizar la asignación de los activos financieros, a dictar normativas sobre el mantenimiento de un capital adecuado que garantice la solvencia de las instituciones y a promover la constitución de reservas que amparen los riesgos en que incurren las entidades supervisadas. Debe resaltarse la importancia de encontrar, en el desarrollo de estas dos tareas, un equilibrio entre la libertad para las empresas financieras y la imposición de restricciones a operaciones riesgosas por parte de estas entidades. Lo primero a fin de que las empresas innoven y sean eficientes, y lo segundo por la necesidad de ofrecer un margen de seguridad a los depositantes.

## **i. Razones teóricas de la regulación**

### **a. Asimetría de informaciones**

El rol del sector financiero es el de constituirse en factor de interrelación entre el ahorro y la inversión productiva. Sin embargo, una economía con fallas de mercado dificulta el cumplimiento eficiente de esta función. Al respecto, uno de los principales argumentos teóricos que justifican la regulación de ciertos sectores económicos es la presencia de asimetrías de informaciones, entre consumidores y proveedores, respecto a las características de un bien transado en el mercado. La versión estándar del problema de información asimétrica enfatiza que la causa de la ineficiencia radica en la incapacidad de los consumidores de prever con exactitud, en la etapa previa a la compra, la calidad del producto ofrecido. Lo anterior constituye un factor que dificulta la toma de decisiones óptimas por parte de estos consumidores.

La literatura económica ha clasificado los problemas derivados de la información asimétrica en dos tipos: el riesgo moral y la selección adversa. Si una de las partes puede realizar una acción que la contraparte en la transacción no puede observar ni controlar, surge el problema denominado riesgo moral. En este caso existe la posibilidad de que la parte informada tome una acción equivocada o no deseada por la contraparte. Para solucionar esta distorsión se utilizan incentivos a fin de que la parte informada, que realiza

sus acciones movida por su propio interés, beneficie finalmente a la contraparte que no puede controlar estas acciones por la falta de información. Por otra parte, si la falta de información se origina en las características ocultas de una de las partes y que la contraparte quisiera conocer porque le resulta relevante en la transacción, existe la posibilidad de que la parte no informada termine tratando o contratando con quien no debería. En este caso se tiene un problema de selección adversa. La solución a este problema consiste en forzar la transmisión de señales para dar a conocer indirectamente esas características ocultas.

A modo de ejemplo, el riesgo moral se presenta cuando, ante la existencia de un seguro de depósitos, los depositantes escogen colocar sus ahorros en intermediarios financieros que les ofrecen las mayores tasas de interés. Esto lo realizan sin considerar que tal hecho (elevadas tasas de interés) puede ser producto de una condición financiera delicada de esas entidades. El razonamiento de los depositantes es que en caso de insolvencia y consecuente quiebra de estos intermediarios financieros, los mismos serán auxiliados por las autoridades pertinentes, permitiendo una rápida recuperación de sus fondos. Como ejemplo de selección adversa podemos mencionar el uso de la tarjeta de crédito, producto financiero de uso extensivo en la actualidad. Generalmente se facilita al usuario la apertura de una línea de crédito sin colaterales y las ganancias de las compañías emisoras de tarjetas de créditos son resultados de las tasas de interés pagadas por los usuarios. El problema surge en la identificación por parte de estas compañías entre usuarios considerados de buena calidad (que pagan sus deudas) y los de mala calidad (que no pagan). En este caso, los usuarios manejan mejor la información sobre su capacidad de pago.

Estos problemas, la selección adversa y el riesgo moral, afectan al ahorrista y disminuyen su confianza y sus expectativas sobre el sector financiero, debilitando con esto a un sector cuyo principal capital es la confianza del público en general. Ambos problemas, que surgen de una falla de mercado derivado de la asimetría de informaciones, deben ser enfocados con respuestas institucionales que intenten minimizar sus impactos. Por ejemplo, a través de la creación de un marco regulador y supervisor adecuado. En efecto, tomando el caso del sector financiero, la regulación y supervisión tratan de atenuar estos problemas con normativas sobre la intermediación financiera respecto al uso de colaterales, indicadores mínimos de solvencia, márgenes de provisiones, regímenes de garantías, restricciones en contratos, entre otros.

#### **b. Costos de información y de transacción**

La presencia de regulaciones adecuadas puede ayudar a la reducción de los costos de información y de transacción ya que facilita el logro de economías de escala y de alcance por parte de los intermediarios financieros. Por definición, estas economías de escala y de alcance permiten una reducción de los costos de transacciones, por unidad monetaria de inversión, a medida que aumenta el volumen de las operaciones y la diversificación de los productos y/o servicios financieros. En este sentido, el hecho de contar con un regulador oficial puede reducir los costos para todos los agentes del sistema financiero. Un ejemplo concreto lo constituye la implementación de una central de riesgos, la cual consolida o clasifica en distintas categorías de riesgos a los distintos deudores del sistema financiero regulado.

## **ii. Objetivos básicos de la regulación**

La protección de los depositantes y del sistema de pagos de un país son los objetivos finales de las entidades reguladoras del sector financiero. Estas tareas sólo pueden ser logradas si se cuenta con un sistema financiero eficiente y efectivo. A su vez, para que un sistema bancario opere de forma adecuada son necesarias tres condiciones: un pleno respeto a la propiedad, una estabilidad económica que permita la planificación del gasto y de la inversión y, finalmente, un marco regulatorio y supervisor que promueva la asignación eficiente de los recursos financieros y evite comportamientos extremadamente riesgosos por parte de las entidades financieras.

La necesidad de un sector financiero eficiente y efectivo es un argumento sólido a favor de la implementación de un esquema de regulación en dicho sector. Esto se debe a que la regulación del sector financiero cumple un rol trascendental en la protección de los consumidores al facilitar, por ejemplo, la diseminación de una adecuada información al mercado. Efectivamente, es probable que los consumidores no dispongan de información acabada sobre la situación financiera de la entidad con la que operan usualmente y, en este caso, la regulación desempeña un papel de importancia en la protección de estos consumidores.

Al apuntar la regulación al logro de un sistema financiero eficiente, la misma coadyuva indirectamente al logro de un crecimiento sostenible de la economía. En este sentido, un gran número de estudios empíricos avala la hipótesis de que una mayor eficiencia de los sistemas financieros contribuye positivamente al crecimiento económico de los países. Por el contrario, un sistema bancario de pobre funcionamiento impide el progreso económico, resalta más la pobreza y desestabiliza a la economía. En síntesis, la eficiencia del sector bancario es crucial para el desarrollo económico de un país, ya que se considera que sin un financiamiento bancario saludable ningún país puede crecer de manera sostenida.

Por tanto, la idea básica detrás de la regulación es el resguardo de la solvencia e integridad de las entidades financieras, lo cual a su vez resguarda a los depositantes y al mismo sistema de pagos de un país. Adicionalmente, una regulación apropiada promueve una sana competencia en el sistema financiero, constituyendo este marco competitivo un escenario ideal para el gerenciamiento de riesgos en forma preventiva. Por el contrario, la presencia de represión financiera, asociada a controles cuantitativos del crédito y de las tasas de interés, o la existencia de una gran proporción de bancos en manos del sector público atenta contra la eficiencia de la intermediación financiera y puede impedir una correcta asignación de recursos. Es por ello que la liberalización y privatización de los mercados financieros, junto a buenas políticas de regulación y supervisión preventivas, contribuyen a lograr mayores tasas de crecimiento económico de los países.

### iii. Tipos de regulación

Dependiendo del grado de poder del regulador, existen varias clases de regulación del sector financiero. Estas van desde un sistema autoritario de excesivo control a un sistema de autorregulación. Al respecto, los fundamentos tradicionales que justifican la regulación de un mercado se basa en el enfoque clásico de Pigou<sup>71</sup>. Este enfoque sustenta que la existencia de monopolios, de informaciones asimétricas o de otras fallas de mercado crean espacios para una regulación de apoyo de parte del Gobierno, con la intención de eliminar estas fallas y maximizar el bienestar social. Bajo este criterio, se considera a la intervención estatal como una política apropiada que tiende a aminorar las fallas del mercado y mejorar la asignación eficiente de los recursos. Sin embargo, una de las principales críticas a este tipo de regulación es la posibilidad de dar lugar a supervisores oficiales muy autoritarios, lo que a su vez puede elevar el nivel de corrupción existente y terminar finalmente perjudicando la salud o estabilidad del sector regulado. De allí que otros enfoques propician, en forma alternativa, una autorregulación del sector privado para lograr un desempeño eficiente de las entidades financieras.

Un punto intermedio entre los enfoques anteriormente mencionados, y que actualmente se implementa en una gran mayoría de los países, es el de la regulación prudencial. Este enfoque alternativo incluye no sólo la regulación gubernamental, sino igualmente el monitoreo cercano de las entidades a fin de asegurar que los riesgos inherentes a la actividad financiera estén contemplados en las gestiones y toma de decisiones de las mismas. La regulación gubernamental estipula normativas que tienden a la reducción de riesgos, al tiempo que el monitoreo o supervisión de las entidades financieras permite ver el grado de cumplimiento de las normativas vigentes. Al respecto, este proceso de supervisión tiende a examinar adicionalmente a las entidades a fin de evitar una toma excesiva de riesgos por parte de las mismas. Así, si bien se considera que no es posible eliminar totalmente los riesgos, las quiebras o las corridas a los bancos, a través de una adecuada gestión y regulación prudencial es posible reducir el riesgo específico a su mínima expresión, al tiempo que se pueden alertar y aminorar los efectos sistémicos y los costos sociales inherentes a los mismos.

La labor de regulación y supervisión prudencial requiere de algunas condiciones institucionales básicas: metas claras, independencia operativa libre de presiones políticas y, por último, recursos suficientes, en especial recursos humanos. Todas estas condiciones permiten eliminar posibles actitudes de discrecionalidad, falta de objetividad o independencia, así como posibilitan evitar los conflictos de interés con las entidades supervisadas. Por otra parte, los parámetros claves de control en el marco de una supervisión prudencial son: los índices de solvencia de las entidades, la calidad de sus activos, los límites a ciertas operaciones, el control de la gestión administrativa y el gerenciamiento adecuado de riesgos<sup>72</sup>. Igualmente importante es el hecho de que la supervisión prudencial sólo puede ser desarrollada efectivamente en un escenario donde

---

<sup>71</sup> Arthur C. Pigou (1877-1959), economista inglés, discípulo de Marshall y profesor de Keynes. Es autor de la obra "The Economics of Welfare" (La Economía del Bienestar) en la que aboga por la intervención del Estado, con subsidios e impuestos, para corregir las fallas del mercado e internalizar las externalidades.

<sup>72</sup> Estos parámetros están basados en los 25 Principios de Supervisión Efectiva del Comité de Basilea.

exista disciplina de mercado y verdadera transparencia informativa. Para ello es imperativo un proceso de sinceramiento de la información proveída por las entidades supervisadas.

Por último, debe enfatizarse que una supervisión prudencial integral abarca una interrelación entre la supervisión extra e in-situ, siendo ambas complementarias. La supervisión in-situ (inspección) se refiere al trabajo de campo en las instituciones financieras y debe recoger elementos referentes a suficiencia patrimonial, rentabilidad, liquidez, calidad de la cartera de créditos, valorización de garantías, créditos vinculados, concentraciones del activo, concentraciones del pasivo, cobertura de provisiones y déficit previsional, descalkes en plazos, en tasas de interés, en posición en moneda extranjera, entre otros. Paralelamente, la supervisión extra-situ, realizada dentro de los órganos reguladores, debe encargarse del análisis financiero de las entidades y de complementar y apoyar la labor supervisora de los inspectores.

#### **iv. Instrumentos de un régimen de regulación**

El sistema financiero se caracteriza por ser uno de los sectores más dinámicos de la economía, dada la celeridad con la que evolucionan los servicios, productos y estrategias de negocios de este sector. Por tanto, es indispensable un ajuste continuo en su regulación y supervisión ya que un rezago en esta tarea se transforma, rápidamente, en una debilidad institucional que genera riesgos para el funcionamiento de la economía toda. Es por ello que la supervisión bancaria debe ser entendida como un proceso permanente y dinámico. Así, por la propia naturaleza de la actividad financiera y por los procesos de internacionalización y globalización de los mercados, los mecanismos de supervisión y todos sus instrumentos deben estar en constante adecuación y actualización.

Las agencias reguladoras, en el desempeño de las tareas encomendadas a las mismas, necesitan hacer uso de una variedad de instrumentos. En este sentido, algunos de los instrumentos claves de un esquema regulatorio adecuado son los siguientes:

- Instrumentos legales y de regulación: restricciones en materia de entrada al mercado, propiedad, funcionamiento, jurisdiccionales, de precios y de las operaciones.
- Instrumentos de monitoreo oficial y supervisión: requisitos de publicaciones, reportes, inspecciones periódicas, comunicación regular con responsables de las entidades supervisadas, esquemas de alerta temprana, régimen resolutorio, mecanismos de registros oportunos del riesgo y de insolvencias, cierre oportuno de entidades insolventes, detección de manipulaciones de precios y de prácticas comerciales no legales.
- Instrumentos de incentivos para los contratos y estructuras: incentivos para el uso de códigos apropiados en la conducción de los negocios, incentivos para alentar la exposición prudencial a los riesgos.
- Instrumentos de monitoreo de mercado y disciplina: aplicación normas internacionales de contabilidad, normas sobre publicaciones y transparencia informativa, implementación de auditorías externas, educación del consumidor e inversor, barreras mínimas de entrada al mercado.

- Instrumentos de manejo corporativo: liderazgo, empresa, integridad y juicio, estrategias y valores para lograr la generación de riqueza y protección de la reputación, plan de negocios, cumplimiento de las principales leyes, gerencia de riesgos, revisión anual de futura solvencia.
- Instrumentos de disciplina y de responsabilidad de los reguladores: definición de la responsabilidad pública de los reguladores, coordinación y armonización entre agencias regulatorias locales y extranjeras.

## **v. El Comité de Basilea y el Foro de Estabilidad Financiera**

El Comité de Basilea se estableció como el Comité de Regulaciones Bancarias y Prácticas Supervisoras por parte de los gobernadores de los Bancos Centrales del Grupo de los Diez Países a fines de 1974. El mismo fue formado como consecuencia de los serios problemas que se habían observado entonces en los mercados financieros y de divisas, en especial luego de la bancarrota de Bankhaus Herstatt en Alemania Occidental. En la actualidad, el Comité proporciona un foro para la cooperación entre los países miembros en lo referente a materias de supervisión bancaria<sup>73</sup>.

El Comité de Basilea no posee ninguna autoridad supervisora supranacional formal. Es decir, sus conclusiones no tienen, y nunca han pretendido tener, fuerza legal. El mismo únicamente diseña estándares y pautas supervisoras y recomienda declaraciones de buenas prácticas, esperando que las autoridades de cada país tomen medidas para implementarlas y las adopten en sus propios sistemas nacionales de supervisión. De esta manera, el Comité estimula la convergencia hacia enfoques y esquemas de supervisión comunes, sin intentar una armonización detallada de las técnicas supervisoras de los países miembros. Adicionalmente, si bien las recomendaciones del Comité tienen sólo el carácter de principios y, por lo tanto, no están por encima de las leyes y normativas nacionales, la mayoría de los países las han adoptado como parte de su cuerpo legal.

El Comité de Basilea editó dos documentos importantes referentes a la regulación financiera global. El primer documento contiene una descripción de los (considerados) 25 Principios Fundamentales para una Supervisión Efectiva. Por su parte, el segundo documento es un compendio de tres volúmenes en el que se sintetiza todo el trabajo realizado por el Comité desde su fundación. El primero de estos tres volúmenes contiene los métodos de supervisión que se consideran básicos, el segundo analiza los métodos avanzados de supervisión y el tercero examina asuntos relacionados con la supervisión internacional. Este compendio del Comité de Basilea constituye una verdadera enciclopedia sobre regulación y supervisión del sistema financiero y desarrolla en forma exhaustiva los principios fundamentales de regulación y supervisión prudencial.

El escenario actual, luego de las crisis financieras observadas en diversas regiones del mundo, ha impulsado a que el Comité de Basilea emita un nuevo Acuerdo de Capital que a fines del 2002 se encontraba en etapa de consulta. Cabe destacar que el Acuerdo de Capital es un compendio de normas que busca la convergencia internacional en la medición del

<sup>73</sup> Los países miembros del Comité son: Bélgica, Canadá, Francia, Alemania, Italia, Japón, Luxemburgo, Holanda, Suecia, Suiza, Reino Unido y los Estados Unidos.

capital de las entidades financieras y especifica los estándares que debería reunir el mismo<sup>74</sup>. Este acuerdo enfatiza la necesidad de que las entidades cuenten con un capital mínimo para confrontar los problemas crediticios potenciales<sup>75</sup>. El Acuerdo de Capital fue establecido con el objetivo principal de fortalecer la fiabilidad y la estabilidad del sistema bancario internacional, en una época en que los reguladores pensaban que los grandes bancos estaban subcapitalizados. En la actualidad, el factor dinámico tecnológico y la volatilidad del mercado financiero han empujado a que el Comité de Basilea prepare un nuevo Acuerdo de Capital. La principal fortaleza del nuevo acuerdo es la adición de otros riesgos, además del riesgo de crédito, en la medición del capital mínimo requerido. Este nuevo marco de capital consiste en tres pilares: *los requisitos de capital mínimo*, que buscan desarrollar y expandir las reglas estandarizadas establecidas en el Acuerdo de Capital de 1988; *la revisión del esquema de supervisión* de la adecuación de capital de las instituciones; y el uso efectivo de la *disciplina de mercado*, mediante la transparencia en materia de informaciones. El Comité ha señalado que la conjunción de estos tres pilares es un elemento esencial para que el nuevo marco de capital sea efectivo.

Complementariamente, a fines de la década de los noventa se creó el Foro de Estabilidad Financiera. La finalidad de este foro consiste en *“mejorar la vigilancia y supervisión de los mercados internacionales, localizar y vigilar los puntos débiles del sistema financiero internacional, y delimitar y proponer las medidas y acciones necesarias para neutralizar los peligros”*. En especial, el Foro de Estabilidad Financiera enfoca su atención en alentar la utilización nacional de las normas y los códigos acordados internacionalmente, buscando así la estabilidad financiera en los países.

## **2. La Regulación Financiera en Paraguay**

Los años 1995 y 1996 fueron claves para el sistema financiero paraguayo debido a la modificación y modernización de las principales leyes de regulación y supervisión del sector. Las disposiciones legales aprobadas fueron la Ley 489/95 “Carta Orgánica del Banco Central del Paraguay” y la Ley 861/96, “General de Bancos, Financieras y Otras Entidades de Crédito”. La primera ley detalla las tareas del regulador y las funciones específicas del organismo supervisor de las entidades financieras, mientras que la segunda constituye el principal marco legal que rige las actividades de los intermediarios financieros<sup>76</sup>. Cabe destacar que estas leyes son constantemente complementadas con resoluciones, circulares y notas de parte del Banco Central del Paraguay y/o de la Superintendencia de Bancos.

---

<sup>74</sup> El primer Acuerdo de Capital data de julio de 1988.

<sup>75</sup> El Acuerdo de Capital establece un capital mínimo equivalente al ocho por ciento de los activos ponderados por riesgo.

<sup>76</sup> Los puntales de la Ley 861/96 son el establecimiento de los requisitos mínimos de supervisión para las entidades financieras, acordes a los preceptos de los 25 Principios de Basilea y al Acuerdo de Capital del Comité de Basilea, y la instauración de límites como herramientas dinámicas para el gerenciamento adecuado de riesgos por parte de las entidades financieras.

## **i. Los operadores del sistema financiero paraguayo**

El sistema financiero paraguayo presenta una diversidad de intermediarios financieros que operan en el mercado local. Al respecto, se observan dos bloques bien definidos. Por un lado se encuentran los entes bajo supervisión directa de la Superintendencia de Bancos (SIB) y, por el otro, los entes no supeditados a la supervisión directa de esta institución. Así, los operadores del sistema financiero paraguayo se pueden clasificar en:

- Banco Central del Paraguay.
- Entidades bajo supervisión directa de la SIB:
  - Bancos:
    - a. De capital extranjero.
      - i. Sucursal directa extranjera.
      - ii. De propiedad extranjera mayoritaria.
    - b. De capital local.
    - c. Banca estatal.
  - Empresas Financieras.
  - Otros: Casas de Cambio, Almacenes Generales, Oficinas de Representación.
- Entidades bajo supervisión no directa de la SIB: Cooperativas de Ahorro y Créditos, Banco Nacional de la Vivienda, Crédito Agrícola de Habilidad, Fondo de Desarrollo Campesino, Fondo Ganadero, etc.

El marco legal actualmente vigente señala que la función principal de la Superintendencia de Bancos es la de velar por la estabilidad del sistema financiero del país, a efectos de precautelar los bienes monetarios que los agentes económicos confiaron al mismo. Esta función primaria de supervisión se desarrolla mediante diversas tareas que buscan salvaguardar la estabilidad y solvencia de los intermediarios financieros. Como ejemplo de estas tareas pueden mencionarse la verificación de las normas contables y legales de las entidades, el análisis del control interno de las instituciones, el examen de la calidad y suficiencia de las auditorías interna y externa, la verificación del cumplimiento de las normas relativas a las operaciones de cambio, etc.

## **ii. La Superintendencia de Bancos**

En el Paraguay el ente regulador del sector financiero es el Banco Central del Paraguay. El Artículo 4º de la Ley 489/95, “Carta Orgánica del Banco Central del Paraguay”, establece como una de las funciones de la autoridad monetaria el de *“promover la eficacia, estabilidad y solvencia del sistema financiero”*. Para ello, la autoridad monetaria adopta, a través de la Superintendencia de Bancos (SIB), las medidas de ordenación, supervisión y disciplina de los bancos y demás entidades que actúan en el sistema financiero del país. Por tanto, la tarea de supervisión es realizada por la Superintendencia de Bancos, entidad autónoma en sus funciones de supervisión, pero dependiente en forma institucional del Banco Central del Paraguay.

La estructura actual de la SIB, originada en febrero de 1999, consta de cuatro Intendencias coordinadas y complementadas en la función de supervisión. La Intendencia de Inspección

es la encargada de realizar la supervisión in-situ y una de sus principales tareas es el cumplimiento de un cronograma anual de visitas de campo a las entidades sujetas a supervisión. Esta tarea finaliza con un reporte de las principales fortalezas y debilidades de la entidad supervisada y contiene recomendaciones de acciones que deben ser implementadas. La Intendencia de Análisis Financiero y Normas, que realiza la función de supervisión extra situ, evalúa y monitorea permanentemente la solvencia de las instituciones financieras para asegurar que los riesgos asumidos por ellas estén acordes con los niveles de patrimonio exigidos en las normas prudenciales. Como resultado de la constante evolución a la que está expuesto el mercado financiero, esta Intendencia procede periódicamente a realizar ajustes a la normativa prudencial vigente, aconsejando cambios que puedan servir de herramienta oportuna para mitigar los riesgos que enfrentan las entidades. Por su parte, la Intendencia de Supervisiones Especiales es la encargada de las intervenciones, liquidaciones y de los planes de rehabilitación de las entidades y, por último, la Intendencia Administrativa constituye el órgano de apoyo administrativo a la tarea de supervisión global.

### **iii. Evolución reciente de la supervisión**

El sistema bancario paraguayo recogió importantes lecciones de su experiencia reciente. Al respecto, pueden destacarse cuatro etapas concretas de la supervisión del sector:

- Hasta 1989 existía un predominio del modelo tradicional, basado en regulaciones excesivas al sistema financiero. Este modelo imponía, por ejemplo, un direccionamiento mínimo de los préstamos bancarios a determinados sectores económicos, elevados coeficientes de encaje legal obligatorio, líneas de redescuentos del Banco Central para determinados sectores económicos y límites en la fijación de precios (tasas activas como pasivas y tipos de cambio).
- Periodo inicial de liberalización en 1989, sin el acompañamiento de un cambio en el marco legal.
- Período de introducción de un nuevo marco legal en los años 1995 y 1996 con la promulgación de las nuevas leyes bancarias bases.
- Período posterior al año 1997, caracterizado por la constante adecuación del marco legal a los estándares internacionales y por el fortalecimiento de la Superintendencia de Bancos.

Desde la crisis financiera de 1995, el sistema financiero paraguayo ha experimentado cambios muy profundos en su estructura organizativa. En la primera etapa de la liberalización el marco macroeconómico financiero no había presentado desequilibrios importantes, notándose un auge en el número de entes financieros. No obstante, la situación comenzó rápidamente a cambiar dando origen a dos crisis bancarias consecutivas. Al respecto, el Paraguay había emprendido una liberalización financiera prematura e indiscriminada desde el año 1989, sin establecer simultáneamente mecanismos adecuados de regulación y supervisión. Tal liberalización abarcó la desregulación del sistema financiero nacional, liberalizando no sólo los tipos de interés y el tipo de cambio, sino igualmente eliminando las barreras a la entrada en la intermediación financiera. Esto provocó la introducción de instituciones nuevas, sin experiencia y, consecuentemente, una atomización del sector financiero local. Además, durante este periodo se otorgó un mayor

margen de libertad en las decisiones de endeudamiento y préstamos de las instituciones financieras. Como mencionado, tal situación se produjo en un contexto de inadecuada supervisión y regulación financiera por parte de las autoridades, factores que constituyeron elementos vulnerables propicios para el estallido de las crisis.

En los períodos de crisis bancarias fueron intervenidas más del 50% del total de bancos y financieras del mercado local, las que posteriormente tuvieron que ser liquidadas debido a que los requerimientos de capital para reflotarlas eran inmensos. Las estimaciones respecto al costo de las crisis para el país se ubican en el rango del 7% al 12% del PIB. Al respecto, se señala que las principales causas de este grave trastorno del sector fueron las malas prácticas bancarias del sistema (incluyendo la concentración de préstamos a empresas vinculadas y sin el proceso de análisis crediticio apropiado), los sistemas de información inadecuados, la presencia de una economía informal importante (los balances publicados no reflejaban apropiadamente la situación de las entidades) y los sistemas de supervisión y control ineficientes que no pudieron prevenir prácticas fraudulentas de algunos banqueros. Sumado a esto, se menciona la presencia de un sistema pobre de administración de riesgos, especialmente entre los bancos de capital nacional, y el hecho de que los administradores, gerentes en general, carecían de la preparación adecuada para dirigir los bancos.

El proceso reactivo a las crisis bancarias se inició con la promulgación de la Ley 861/96 sancionada en mayo de 1996. Entre otras facultades, esta disposición legal permitió a la Superintendencia de Bancos exigir a las entidades del sistema que sus balances sean auditados por auditores externos y recomendar la intervención de aquellos bancos con deficiencias de capital o que no cumplan con las regulaciones prudenciales. Asimismo, esta ley incorporó las recomendaciones del Comité de Basilea en materia de riesgos crediticios y de capital, limitó el monto a ser proveído como seguro de depósitos por el BCP y creó una central de riesgos. En esta central de riesgo crediticio, las entidades financieras deben informar los préstamos que conceden y a su vez pueden obtener información acerca del endeudamiento total que posee un cliente en el sistema financiero. No obstante, a pesar de los significativos avances que significó la nueva legislación, la misma no incorporó previsiones para cubrir los demás riesgos inherentes a la intermediación.

Paralelamente a la actualización del marco legal, se ha procedido a la modernización institucional de la Superintendencia de Bancos en el marco del Programa de Fortalecimiento de la SIB-FOMIN<sup>77</sup>. Dentro de este convenio, se han ejecutado diversas actividades tendientes a alcanzar los objetivos establecidos en el mismo: fortalecimiento institucional de la Superintendencia de Bancos, mejora de la eficiencia y transparencia del sistema financiero nacional mediante el desarrollo operacional del marco regulatorio, la implementación de procesos de selección, preparación y formación profesional de supervisores e inspectores, la adecuación de la infraestructura informática de la SIB para el procesamiento oportuno y la apropiada publicación y divulgación de las informaciones financieras, etc.

Los documentos principales actualmente utilizados en la supervisión del sistema financiero comprenden los estados contables presentados por las entidades, los informes de control

---

<sup>77</sup> Convenio de Cooperación Técnica ATN/MT-5479-PR – Banco Interamericano de Desarrollo.

interno y los informes de auditoría externa. El insumo común de las publicaciones periódicas de la entidad reguladora son los estados contables presentados en carácter de declaración jurada. El principal producto de estas publicaciones es el Boletín Estadístico del Sistema Financiero, con periodicidad mensual, que contiene informaciones de índole financiera y contable de las entidades supervisadas, así como los más importantes indicadores sobre capital, calidad del activo, rentabilidad, gestión y liquidez de estas instituciones.

### **3. Desafíos Futuros de la Regulación y Supervisión**

Basado en el Plan Estratégico del año 2001, la SIB ha adoptado diversas estrategias operacionales para el logro de una supervisión bancaria más efectiva. Estas estrategias están basadas en políticas prudenciales de supervisión. Para ello fue definido que la SIB adoptará un ciclo de supervisión anual a las entidades financieras, en el que se debe realizar, entre otras tareas, las siguientes:

- Evaluar y actualizar por ciclo los riesgos de cada institución.
- Inspección in situ por lo menos una vez al año.
- Detectar las principales debilidades y fortalezas de cada entidad.
- Elaborar el perfil de riesgo de cada entidad. Esta debe contener aspectos referentes a la calidad de los activos, la rentabilidad, tendencias y comparaciones relativas con entidades similares, el grado de concentración de riesgos de créditos y de mercado, la calidad del sistema de control interno de información y contabilidad, la gestión de la alta gerencia, etc.

La elaboración del citado plan estratégico obedeció a la conciencia de parte del órgano supervisor de la constante evolución del sistema financiero y de la necesidad de fortalecerlo con miras a poder lograr un mejor desempeño del mismo. Recientemente se han dado pasos específicos en materia de fortalecimiento de la normativa vigente y de la calidad de información proveída por las entidades. Sin embargo, quedan como deberes lo relacionado a la calificación de la gestión de las entidades, el control de grupos financieros y el diseño de mejores indicadores de valoración de activos financieros. En el diseño de dicho plan estratégico, las prioridades regulatorias y supervisoras del Paraguay se fundamentaron en una visión de largo plazo, dejando de lado medidas coyunturales de corto plazo. Lo anterior en el pensamiento de que el diseño de una reforma estructural debe permitir una eficiencia y efectividad sostenible del sector financiero.

El logro de una conducta innovadora, pero a la vez prudente, en todos los agentes intervinientes en el sistema financiero debe ser el objetivo básico de todo esquema de regulación y supervisión prudencial. En este sentido, todo modelo de supervisión debería centrarse en una regulación motivadora y compatible, que posibilite a las firmas internalizar los costos de la regulación y que permita lograr los intereses públicos de la manera más efectiva y eficiente posible.

La tarea de fortalecimiento del sector financiero paraguayo es una tarea dinámica y se constituye en un puntal de las políticas macroeconómicas actuales. No se puede negar la evidencia empírica de que los países con esquemas más efectivos de supervisión cuentan

con sistemas financieros más saludables y con mayores tasas de crecimiento económico. Esto enfatiza el rol positivo de la regulación gubernamental y la necesidad de contar con un sector financiero sólido como condición necesaria para el crecimiento de la economía. Al respecto, la nueva arquitectura financiera, en un escenario de globalización, requiere de un modelo de supervisión y regulación tendiente a controlar o reducir los riesgos que enfrentan las entidades del sector y mantener así la estabilidad financiera. El desafío futuro es la implementación de un escenario de “regulación proactiva”, que tienda a elevar los estándares de supervisión mediante la mejora de las regulaciones, sistemas y métodos de supervisión, en un marco institucional de permanente adecuación.

## **6. Independencia de la Banca Central**

Existe un consenso en la actualidad de que el objetivo fundamental de todo Banco Central debe ser el control de la inflación. Una inflación baja permite que los precios desempeñen eficientemente su rol de emitir señales del estado relativo de la oferta y la demanda en los distintos mercados. Por el contrario *“una inflación alta desorienta a los consumidores y productores, desalienta la inversión y, por ende, frena el crecimiento. Genera transferencias de ingresos sistemáticas y, a veces, aleatorias, acentúa el déficit fiscal, disminuye el horizonte de planeamiento y predictibilidad por la mayor incertidumbre que genera la fuga de capitales y deteriora el sector externo y la monetización de la economía. En general, en situaciones de alta inflación, la volatilidad de los precios envuelve a los agentes económicos en un complejo juego de conjeturas, sin información confiable. Los costos de la inflación se amplifican no solamente por el crecimiento de los precios sino también por su turbulencia”*<sup>78</sup>.

Al respecto, la propuesta de independencia de los Bancos Centrales, a fin de que los mismos cumplan adecuadamente con su objetivo de mantener la estabilidad de precios, es uno de los temas institucionales de mayor discusión en estos días. Sin embargo, la idea de otorgar mayor independencia a la autoridad monetaria no está exenta de controversias. Esto debido a que existe un “temor” a que de esa manera se cree un Estado dentro de otro Estado y de que existan abusos relacionados con la condición de autonomía. Esta desconfianza se justifica de alguna manera por la experiencia poco placentera de los Bancos Centrales en América Latina, con una historia de poca responsabilidad en su desempeño debido justamente a la carencia de autonomía. No obstante, gran parte de la oposición a la propuesta se origina en una confusión respecto a los alcances y limitaciones del concepto de independencia.

En ese sentido, existe una extensa literatura que define los alcances y examina las ventajas de un Banco Central independiente. Por ejemplo, Blinder (1998) entiende que la independencia de un Banco Central comprende dos aspectos principales. En primer lugar, el Banco Central debe tener la potestad para determinar los instrumentos que utilizará para alcanzar sus objetivos. En segundo lugar, sus decisiones tienen que ser difíciles de revocar por cualquier otra instancia política. Según este autor, un Banco Central independiente debe tener un grado apreciable de libertad para decidir cómo va a lograr sus objetivos, pero esto no significa que pueda seleccionar estos objetivos unilateralmente. Por el contrario, Blinder considera que en una democracia es totalmente apropiado que el Gobierno o el Parlamento establezca los objetivos a cumplir por el Banco Central. Es decir, para ser independiente el Banco Central debe gozar de un elevado grado de discrecionalidad sobre cómo utilizar sus instrumentos a fin de perseguir los objetivos legislados. No obstante, no existe razón para que el mismo tenga la facultad de fijar estos objetivos. En resumidas cuentas, tal como lo sugiere Fischer (1997), *“el Banco Central debe tener independencia para elegir los instrumentos, pero no para elegir los objetivos”*<sup>79</sup>.

<sup>78</sup> Blanchard y Pérez Enri (2000).

<sup>79</sup> Con respecto a las funciones y objetivos que debería tener un Banco Central moderno, ver el capítulo del libro referente a este tema.

El segundo sello distintivo de un Banco Central independiente, de acuerdo a Blinder, es la irrevocabilidad casi absoluta de sus decisiones. Por ejemplo, en el sistema norteamericano de Gobierno ni la Corte Suprema de Justicia puede revocar las decisiones del Comité Federal de Mercado Abierto. Sólo el Congreso de la Nación puede derogar estas determinaciones a través de una ley, la cual debe ser ratificada posteriormente por el Poder Ejecutivo. Esto hace que las decisiones del Comité sean prácticamente inmunes a una revocación. Sin esta inmunidad, la Reserva Federal no sería realmente independiente ya que sus decisiones sólo valdrían en tanto y en cuanto no desagraden a alguna instancia más poderosa<sup>80</sup>.

Después de delimitar el significado de la acepción independencia del Banco Central, la pregunta siguiente es ¿por qué debería ser independiente esta institución?. Como mencionado por Blinder, la política monetaria requiere, por su propia naturaleza, un horizonte temporal amplio. Primero, porque sus efectos sólo se dejan sentir en la economía con importantes rezagos y los responsables de tomar las decisiones de política monetaria no ven los resultados de sus actos hasta pasado cierto tiempo. En segundo lugar, porque toda política de contención de la inflación posee el perfil de cualquier actividad inversora: un costo inmediato y resultados que sólo se recogen con el paso del tiempo. Sin embargo, la clase política de los diferentes países no es conocida generalmente por su paciencia o por realizar consideraciones de largo plazo al momento de tomar sus decisiones.

Teniendo en cuenta todo lo anteriormente mencionado, muchos países han decidido despolitizar la política monetaria, poniéndola en manos de personas profesionales del área, que disponen de largos mandatos y que están aislados legalmente de las oscilaciones de la política. En el presente capítulo se esbozan algunas consideraciones que justifican la independencia del Banco Central en un contexto democrático. Se realiza asimismo un análisis acerca del grado de independencia que en la actualidad posee el Banco Central del Paraguay y se examinan las limitaciones que el marco legal vigente impone a la autoridad monetaria para la consecución de su objetivo de estabilidad de precios.

## **1. Beneficios de la Independencia del Banco Central**

La idea de que en el largo plazo los Bancos Centrales son capaces de establecer la tasa de inflación, pero no pueden lograr mejoras significativas en el desempeño de las variables reales es generalmente aceptada. Al mismo tiempo, se reconoce que mantener la estabilidad de precios no es una tarea fácil, menos aún cuando el Banco Central no goza de una total autonomía para implementar su política monetaria. Esta independencia para la toma de decisiones implica, por ejemplo, que la autoridad monetaria no sea forzada a financiar los resultados deficitarios del Gobierno ni sea obligada a otorgar créditos subsidiados a ciertos sectores del sector privado. Como mencionado anteriormente, la autonomía del Banco Central significa que la misma pueda decidir cómo va a perseguir sus objetivos y que esas

---

<sup>80</sup> Similarmente, la ley que regula las funciones del Banco Central de Alemania establece explícitamente que la autoridad monetaria es “independiente de las instrucciones del Gobierno federal”.

decisiones sean difíciles de ser revocadas por otras instancias políticas que por lo general tienen funciones y objetivos diferentes<sup>81</sup>.

A pesar de que el consenso en economía es usualmente muy difícil, para no decir imposible, muchos de los pensadores en esta disciplina parecen apoyar la hipótesis de que existen importantes beneficios para la sociedad que provienen del establecimiento de un Banco Central independiente. El argumento más fuerte a favor de la independencia de la autoridad monetaria es que ella evita que la política monetaria sea utilizada por los gobernantes de turno como un elemento populista de corto plazo. Este argumento es especialmente importante en aquellos países donde las decisiones de las autoridades económicas están altamente influenciadas por intereses políticos y los compromisos asumidos por estas autoridades tienen, por lo general, un bajo nivel de credibilidad.

Al respecto, gran parte de las argumentaciones a favor de la independencia del Banco Central han surgido del texto pionero de Kydland y Prescott (1971), quienes introdujeron en ese trabajo la idea de que la tendencia de tasas más elevadas de inflación en las economías está ligada a la ausencia de independencia del Banco Central. Esta idea inicial fue comprobada posteriormente por numerosos trabajos empíricos. Así, importantes aportes fueron dados sobre el tema por Alesina (1988), Cuckierman (1992), Cuckierman, Webb y Neyapti (1992), Grilli, Masciandaro y Tabellini (1991), entre los más representativos. El enfoque de la mayoría de estos estudios consiste en investigar la relación entre medidas de independencia del Banco Central y el desempeño inflacionario de los países, ya sea recurriendo a diagramas de dispersión o a modelos econométricos más elaborados. Las conclusiones de todos estos trabajos apoyan, al menos empíricamente, la idea de que una mayor independencia del Banco Central trae aparejada la posibilidad de lograr tasas de inflación más reducidas. Por ejemplo, Cuckierman, Webb y Neyapti (1992) elaboraron índices que pretenden capturar el grado de independencia de los Bancos Centrales para 72 países, entre desarrollados y en desarrollo, para un periodo de 39 años (1950-1989). Estos índices fueron posteriormente comparados con los niveles de inflación observados en estos países. Mediante el empleo de técnicas econométricas, los autores encontraron una correlación negativa, y estadísticamente significativa, entre los índices construidos y el desempeño inflacionario.

Pero, ¿cuáles son los beneficios de tener una tasa de inflación más reducida? Los estudios realizados que analizan los costos de la inflación en el bienestar de los agentes económicos son numerosos. Por ejemplo, no son pocos los trabajos empíricos que han encontrado una relación negativa entre el crecimiento económico e inflación. Asimismo, se ha demostrado que el fenómeno de la inflación reduce la tasa y la eficiencia de la inversión, aumentando con ello las tasas de desempleo y, finalmente, originando una distribución de riqueza menos equitativa. Igualmente, se ha comprobado que aquellos Gobiernos que han utilizado políticas monetarias expansivas, para intentar redistribuir el ingreso o acelerar el crecimiento de la economía, originaron posteriormente crisis económicas que afectaron

---

<sup>81</sup> Rollinat (1996) distingue dos tipos de independencia: la orgánica y la funcional. La primera de ellas se refiere a las condiciones de elección y ejercicio de las funciones de los directivos, al tiempo que la segunda se refiere a la forma cómo se evalúan las funciones y las responsabilidades propias del banco, así como a su autonomía financiera.

negativamente al crecimiento económico de mediano y largo plazo y empeoraron la situación de pobreza de los países<sup>82</sup>. Todas estas consideraciones han ayudado a promover la idea de otorgar una mayor independencia a los Bancos Centrales.

No obstante, si bien las investigaciones empíricas muestran claramente que una mayor independencia de la autoridad monetaria ayuda a los países a implementar una política monetaria más sana y objetiva, han surgido algunas opiniones en contra de esta autonomía. Por ejemplo, subsisten dudas entre algunos politólogos sobre si esa independencia fortalece o no la democracia. En este sentido, hay quienes sostienen que la independencia de los Bancos Centrales no es democrática, pues pone la responsabilidad de la política monetaria en poder de personas no elegidas por la voluntad popular y que no son removibles por el Gobierno. *“El Banco Central es una institución esencialmente estatal, por tal sentido no tiene sentido pretender que sea independiente, lo que está en juego es el grado y el contenido exacto de esta independencia”*<sup>83</sup>. Sin embargo, esta línea de argumentación no toma en consideración aspectos relacionados a la eficiencia de las políticas y, además, confunde el concepto de independencia con la falta de responsabilidad social (accountability).

Al respecto, los Bancos Centrales, con su capacidad de “crear” recursos mediante la emisión y con su consecuente poderío político, han sido a veces catalogados como “el cuarto poder”. Sin embargo, al ser las políticas implementadas por estas instituciones de interés público, se considera que las mismas deben rendir cuentas al pueblo de su actuar. Por tanto, la independencia de un Banco Central no implica impunidad a la hora de tomar las decisiones de política monetaria, menos aún cuando ellas no toman en cuenta el bien común. Por el contrario, la independencia tiene que ser ejercida de manera responsable y proveyendo informaciones periódicas al público respecto a las decisiones tomadas y los motivos que impulsaron las mismas. Así, el órgano natural ante quien un Banco Central debería rendir cuentas de su gestión es el parlamento, compuesto precisamente por quienes son representantes del pueblo y de quienes deviene todo poder en una democracia.

## **2. La Independencia del Banco Central y la Política Monetaria**

Uno de los brazos más importantes y poderosos de la política económica es la política monetaria. En un pasado no muy lejano se ha utilizado este brazo para intentar lograr objetivos que van más allá de sus posibilidades. Efectivamente, tal como enunciado por Milton Friedman, si bien a corto plazo las políticas monetarias expansivas pueden tener efectos reales sobre la producción, a largo plazo no se pueden obtener dichos resultados positivos en el producto y, por el contrario, se originan enormes costos debido a la mayor inflación creada<sup>84</sup>. Estos antecedentes ubican a la política monetaria y la estabilidad de precios como un ingrediente fundamental para el desempeño económico de un país en el

---

<sup>82</sup> Ver Dornbusch (1989).

<sup>83</sup> Rollinat (1996).

<sup>84</sup> Por ejemplo, estudios empíricos y teóricos demuestran que una mayor inflación conlleva, en el largo plazo, a un menor crecimiento económico. Para más detalles sobre el punto, ver el capítulo referente a inflación y crecimiento económico en este libro.

largo plazo. En este sentido, el diseño del marco para la implementación de la política monetaria es crucial.

Numerosos estudios han demostrado que un manejo desordenado de la emisión de dinero puede tener efectos negativos en el crecimiento económico de un país. Al respecto, si se cree en la neutralidad absoluta del dinero, podría pensarse que la independencia del Banco Central no tiene repercusiones en la evolución real del PIB. Así, se podría afirmar que no puede reprocharse nada a un Banco Central independiente, que posee una política antiinflacionista dura, pero tampoco se lo alabaría por nada. Sin embargo, las conclusiones finales basados en la observación empírica de los países no son tan neutrales. Por ejemplo, Issing (1993) encuentra que los países desarrollados que han tenido Bancos Centrales con políticas antiinflacionistas claras disfrutaban también, en promedio, de menores tasas de desempleo. A su vez, estas economías más estables generalmente tienden a tener Bancos Centrales más autónomos. Es decir, una mala utilización de la política monetaria, que genera abandonos, temporales o permanentes, de la meta de estabilidad de precios, es mucho más factible cuando la autoridad monetaria se encuentra subordinada a otras "autoridades superiores". Sobre este punto, aunque no sería posible afirmar que un Banco Central independiente sea la única puerta que conduce a la estabilidad de precios, esta autonomía es el mecanismo más utilizado por aquellas economías que alcanzaron este objetivo.

Todas estas consideraciones hacen necesaria que la implementación de la política monetaria cuente con el mejor y más neutral marco posible. Es importante que la autoridad monetaria y su poder de señoría sean aislados de cualquier "tentación" de los demás actores de la economía, quienes podrían ver en la figura de la autoridad monetaria no sólo a un ente emisor de medios de pagos, sino también a un buen financista y de bajo costo. De esta tentación no han escapado muchos encargados de las finanzas públicas, ni tampoco algunos diseñadores del desarrollo económico interno, ni ciertos hombres del sistema financiero, quienes no pocas veces utilizaron al Banco Central como fuente de fondeo<sup>85</sup>. Como la política monetaria requiere la fijación de metas que estén orientadas a una maximización del bienestar de la sociedad en el largo plazo, el marco de la misma debe necesariamente ubicarse en una situación neutral respecto del quehacer del resto del sector público. Es decir, la política monetaria no debe subordinarse, de ninguna manera, a objetivos de corto plazo que dificulten el logro de las metas de estabilidad de precios. Evidentemente, el mejor marco para la política monetaria a fin de lograr estas metas es el establecimiento de un Banco Central independiente.

Finalmente, debe mencionarse otro aspecto de importancia para afianzar las acciones de los Bancos Centrales: la credibilidad de las metas establecidas por estas instituciones. En este sentido, es de crucial importancia que la autoridad monetaria concentre sus esfuerzos en el logro de unos pocos objetivos y no trate de cubrir todas las deficiencias en el accionar de los demás actores de la política económica. Como ya se mencionó, muchas veces se ha ligado al Banco Central a objetivos tan variados y complejos, que bien valdría la expresión

---

<sup>85</sup> Esta afirmación es aún más concluyente en el caso de los países en vías de desarrollo. En estos países, durante mucho tiempo, no hubo una gran prolijidad en el manejo de la política monetaria y el Banco Central estuvo atado a muchos de los grandes programas públicos, especialmente como fuente de financiamiento.

de que “un sólo piano no puede tocar más de una música a la vez”. En este sentido, los Bancos Centrales se constituyen en instituciones con metas creíbles cuando están desligados de los vaivenes de corto plazo de la política económica.

### **3. El Grado de Independencia del Banco Central del Paraguay**

La Ley 489/95 establece la autarquía administrativa y patrimonial del Banco Central del Paraguay<sup>86</sup>. No obstante, esta autonomía administrativa y patrimonial se ve debilitada al estar el presupuesto administrativo del Banco Central supeditado a la ley general de presupuesto público de cada año. En este sentido, la gran mayoría de los países, en su esfuerzo por garantizar la independencia de sus Bancos Centrales, otorgan a estas instituciones una autonomía financiera. Por ejemplo, Chile y Colombia tienen un mandato constitucional que establece un capital elevado para sus Bancos Centrales. Por su parte, el Banco Central de Venezuela maneja su propio presupuesto y su capital social. Debe mencionarse que la Ley 489/95 establece que el presupuesto anual de ingresos y gastos relacionados con la política monetaria no está sujeto a ningún tope previo. Por lo tanto, esta disposición otorga suficiente flexibilidad de recursos a la ejecución de la política monetaria. Sin embargo, faltaría complementar esta norma con una mayor autonomía del presupuesto administrativo del Banco Central, lo que bajo ningún caso debe significar facultades de no rendir cuentas ni utilizar discrecionalmente los recursos públicos.

Por otra parte, en varios países las disposiciones legales establecen que los Bancos Centrales transfieran sus utilidades, después de reservas, a sus respectivos Gobiernos. Sin embargo, las pérdidas deben ser cubiertas con las reservas y el patrimonio propio del banco emisor. El Paraguay es un ejemplo de este tipo de mandato legal, cuya consecuencia es la imposibilidad de fortalecer adecuadamente el capital de la autoridad monetaria<sup>87</sup>. A su vez, la falta de un capital adecuado para el Banco Central dificulta severamente la posibilidad de conseguir una estabilidad de precios en la economía. Aún más, en ciertos países incluyendo el Paraguay, el Banco Central debe transferir anualmente recursos al Gobierno, independientemente del resultado operacional de la autoridad monetaria<sup>88</sup>. Estas transferencias interinstitucionales, al implicar una emisión monetaria, conspiran contra el mantenimiento de niveles reducidos de inflación.

Asimismo, la Ley 489/95 fija como objetivo fundamental del Banco Central el preservar y velar por la estabilidad del valor de la moneda y promover la eficacia y estabilidad del sistema financiero, obligaciones típicas de los Bancos Centrales independientes. No obstante, en la misma ley se establece que la institución debe “participar con los demás organismos técnicos del Estado en la formulación de la política monetaria, crediticia y cambiaria del país, siendo responsable de su ejecución”. La misma ley norma que para estos efectos el Banco Central del Paraguay diseñará un programa monetario anual que, aparte de contemplar el objetivo de preservar la estabilidad monetaria, “estará basado en

---

<sup>86</sup> La misma disposición legal dispone la autonomía normativa de la institución en los límites establecidos por la Constitución Nacional y las leyes.

<sup>87</sup> Es decir, acumular capital al máximo en los buenos años para hacer frente a las pérdidas en los años malos.

<sup>88</sup> En años recientes se incorporó en la ley de presupuesto anual de gastos de nuestro país la obligación del Banco Central del Paraguay de realizar estas transferencias.

*los lineamientos generales de la política económica del Gobierno Nacional y las previsiones del Presupuesto General de la Nación para el año correspondiente*". Es difícil pretender una coordinación plena entre el Ejecutivo y el Banco Central, ya que eventualmente ambos podrían tener objetivos contrapuestos y cuyas incompatibilidades perjudicaría la credibilidad de las políticas adoptadas. Por ejemplo, la política económica determinada por el Gobierno podría intentar que el Banco Central participe activamente en políticas crediticias sectoriales, las cuales perjudican por lo general la estabilidad de precios. Por tanto, estos puntos se contradicen con la teoría moderna de la Banca Central independiente, la cual debería tener con exclusividad la facultad de diseñar la política monetaria de un país y cuyo objetivo único debería ser el mantener el nivel de precios.

En lo que hace a la independencia política, las autoridades de los Bancos Centrales deben ser independientes de cualquier poder político a fin de cumplir eficientemente con su rol de velar por la estabilidad de precios. La Ley 489/95 establece que el Presidente del Banco Central será nombrado por el periodo constitucional y coincidiendo con el mandato del Presidente de la República. En este punto existe un riesgo en contra de la independencia política, ya que la autoridad máxima del instituto emisor es dependiente del Gobierno que lo nominó y las políticas adoptadas podrían estar sesgadas a favorecer objetivos del Gobierno que ha propiciado su designación. En otros países, la duración del mandato otorgado al Presidente del Banco Central no coincide exactamente con el período presidencial. Adicionalmente, es esencial que el nombramiento de los demás directores sea realizado alternadamente a lo largo de los años, independientemente de la duración de sus mandatos. Esto evitaría que el Gobierno designe, de una sola vez, a la mayoría de los miembros, con lo cual tendría considerable influencia en las determinaciones del directorio de la banca matriz.

Adicionalmente, debe mencionarse que, a fin de asegurar el éxito de su política monetaria, la mayoría de los Bancos Centrales tiene prohibido por ley otorgar adelantos al Gobierno. En el caso de la autoridad monetaria de nuestro país, la Ley 489/95, en su Artículo 58° establece que el Banco Central podrá conceder al Gobierno adelantos de corto plazo hasta el 10% de los ingresos tributarios presupuestados. En caso de emergencia nacional podrá excederse este límite, pero sólo mediante resolución fundada del Poder Ejecutivo y con previo acuerdo de la Cámara de Senadores. Al respecto, una característica resaltante de la Banca Central moderna e independiente es la imposibilidad de la institución de otorgar créditos al Gobierno o, al menos, la limitación de ese financiamiento a un monto ínfimo. Se considera que el Gobierno debería contar con una base amplia de ingresos públicos o recurrir en todo caso al mercado financiero a fin de captar los recursos necesarios para el financiamiento fiscal. De lo contrario, la posibilidad que el Gobierno pueda obtener fondos del Banco Central para financiar sus gastos, hace que el país permanezca vulnerable a presiones inflacionarias de origen fiscal.

La globalización de los mercados financieros, la dolarización de la economía, la coordinación macroeconómica en los esquemas de integración regional del país son algunos de los aspectos que afectan el diseño de la política monetaria e imponen mayores desafíos al Banco Central del Paraguay. Por lo tanto, la integridad, objetividad y capacidad profesional de los funcionarios de la Banca Central deberán ser los cimientos necesarios para persuadir a los sucesivos Gobiernos que vendrán, a los mercados financieros y al

público en general, de la importancia de una mayor independencia de la autoridad monetaria. Esto sólo podrá lograrse a través de firmes y persistentes esfuerzos del Banco Central dirigidos a explicar los fundamentos y las justificaciones de su actuar. En este sentido, serán necesarias importantes reformas institucionales y legales del ente emisor. Estas reformas deberán buscar otorgar mayor capacidad e independencia administrativa y operacional a la institución, de manera tal que la misma pueda movilizar y mantener personal calificado en el área y adopte las mejores decisiones y estrategias de política monetaria. De esa manera, el establecimiento de un Banco Central independiente podrá constituirse en unos de los pilares fundamentales de la solidez de la política económica del país en el futuro.

## **7. Inflación y Crecimiento Económico**

La inflación ha sido y es un tema importante en numerosos países. En efecto, no pocos Gobiernos han recurrido a la emisión monetaria para financiar un nivel de gastos gubernamentales por encima del total de ingresos tributarios recaudados. En este sentido, la experiencia de los países de América Latina en años recientes ha sido singular. Así, ciertos países en la región han registrado niveles de inflación no observados desde las hiperinflaciones de los países europeos en las décadas veinte y cuarenta. Por ejemplo, Argentina, Brasil, Bolivia, Chile, Nicaragua y Perú son países que han tenido niveles de inflación anual en exceso a 200% en los años setenta u ochenta. De hecho, considerando el período entre 1973 y 1988, los niveles inflacionarios en América Latina estuvieron muy por encima a los observados en otras regiones del mundo. Como señalado por Fischer (1991), la inflación promedio durante los períodos 1973-80 y 1980-88 fue, respectivamente, 14.1% y 25.7% para los países en África, 6.0% y 6.9% para los de Asia, y 24.1% y 111.2% para los países en América Latina.

Actualmente existe un consenso de que la inflación es “mala”, de que es “el más injusto de los impuestos” o de que “introduce importantes distorsiones en la economía”. En consecuencia, la mayoría de los países que han experimentado altos niveles de inflación han implementado, respaldado en muchos casos por organizaciones internacionales tales como el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial, programas de estabilización dirigidos a detener los procesos inflacionarios en la economía. Pero, ¿porqué la inflación es mala?. ¿Cómo afecta la inflación a las personas en la economía?. Los estudios realizados que analizan los costos de la inflación anticipada en el bienestar de los agentes económicos son numerosos. Por ejemplo, una de las razones sostenidas por académicos y practicantes de la política monetaria que justifican una política de estabilidad de precios es el hecho de que la inflación es perjudicial para el crecimiento económico de un país.

Los resultados alcanzados por la literatura teórica y empírica sobre los costos de la inflación en el bienestar de los habitantes de un país motivó que los objetivos fijados para los Bancos Centrales fueran mudando a lo largo del tiempo. Todo este proceso puede ser observado en la evolución de las cartas orgánicas de los diferentes institutos emisores. Así, si bien en sus inicios los primeros Bancos Centrales fueron establecidos para proveer de financiamiento a los Gobiernos y para ayudar al desarrollo del sector financiero, en años recientes estas instituciones han enfatizado el objetivo de mantener estable el nivel de precios, dejando inclusive de lado la posibilidad de utilizar la política monetaria como mecanismo para afectar el nivel del producto. Como mencionado, este cambio en el objetivo prioritario del ente emisor de los países se basa principalmente en las conclusiones de numerosos trabajos empíricos y teóricos que demuestran que un nivel de inflación elevado ocasiona significativos costos en el bienestar de los individuos. Aún más, en la actualidad existe un mayoritario consenso entre los economistas de que un Banco Central independiente y cuyas políticas se dirijan al logro de una inflación baja y estable ayuda a mejorar el desempeño económico de un país.

La tendencia de que los Bancos Centrales deberían enfatizar como objetivo prioritario la lucha contra la inflación se extendió igualmente al Paraguay. Al respecto, en el año 1992 se incorpora en la Constitución Nacional una sección referente a la Banca Central del Estado. Esta sección establece que *“ella tiene la exclusividad de la emisión monetaria y, conforme con los objetivos de la política económica del Gobierno nacional, participa con los demás organismos técnicos del Estado en la formulación de la política monetaria, crediticia y cambiaria, siendo responsable de su ejecución y desarrollo, preservando la estabilidad monetaria”*. Aún más, el establecimiento como objetivo prioritario para la Banca Central del mantenimiento del poder adquisitivo de la moneda local se vio reflejada igualmente en la Ley 489/95 Orgánica del Banco Central del Paraguay cuyo artículo tercero establece que *“son objetivos fundamentales del Banco Central del Paraguay preservar y velar por la estabilidad del valor de la moneda y promover la eficacia y estabilidad del sistema financiero”*. Numerosos países han establecido igualmente normas legales o constitucionales que confieren a la Banca Central la tarea de preservar la estabilidad de precios. En este capítulo se realiza un breve análisis y se presenta evidencia empírica acerca del impacto negativo que altos niveles de inflación tienen sobre el desempeño económico de un país.

### **1. Costos de la Inflación**

Los Bancos Centrales alrededor del mundo realizan una variedad de funciones. A través del control de la base monetaria, o exclusividad como banco emisor, poseen la responsabilidad por controlar la oferta de crédito y dinero, determinando en consecuencia la tasa de interés del mercado. Asimismo, en muchos casos puede ser responsable de establecer el tipo de cambio y manejar las reservas internacionales del país. Muchos Bancos Centrales son igualmente responsables por promover la estabilidad del sistema financiero, supervisando los bancos y otras instituciones financieras, sirviendo de prestamista de última instancia y, en algunos países, administrando un seguro de depósitos<sup>89</sup>. Finalmente, el Banco Central es por lo general el banquero del Gobierno, manejando en algunos países la deuda externa o inclusive desempeñando una función de banca de desarrollo. Sin embargo, pese a las múltiples funciones que son otorgadas a las bancas centrales en los diversos países su función principal y esencial continúa siendo la de conducir la política monetaria del país.

El control sobre la oferta de dinero primario le da al Banco Central un poder potencial enorme. Así, si la creación de dinero se realiza de manera desordenada, ella puede conducir a trastornos muy serios en la economía, comprometiendo tanto la estabilidad de los precios internos como el equilibrio en la balanza de pagos. Es por ello que en países donde la Banca Central tiene suficiente independencia, la legislación establece específicamente como debe ser utilizado el poder de la autoridad monetaria. Por ejemplo, el Banco Central de Alemania es instruido por ley a que la conducción de la política monetaria debe estar dirigida a salvaguardar la moneda. Similares consideraciones fueron establecidas en el marco legal que regula el funcionamiento de la Reserva Federal de los Estados Unidos, del Banco de la Reserva de Nueva Zelanda y, como mencionado, en la carta orgánica del

---

<sup>89</sup> El Paraguay es uno de los países en donde la función de supervisión del sistema financiero corresponde al Banco Central del Paraguay. Así, la Superintendencia de Bancos y de Seguros son órganos que dependen del Directorio de la autoridad monetaria.

Banco Central del Paraguay. Aún en el caso en que la ley establece objetivos múltiples para el Banco Central, la tendencia reciente ha sido una interpretación legal que da énfasis al objetivo de estabilidad de precios<sup>90</sup>.

En consecuencia, corresponde preguntarse porqué las legislaciones han establecido como mandato prioritario para los Bancos Centrales el asegurar la estabilidad de precios o baja inflación. La respuesta radica en los costos en el bienestar de los individuos que acarrea un nivel de inflación elevado. Si bien estos costos dependen de la estructura institucional de la economía que se considera y de si la inflación ha sido anticipada, podemos mencionar algunos de los prejuicios ocasionados por la inestabilidad de precios. El más conocido de los costos sociales es el de “costo-suela-de-zapato”, que deriva del intento de los agentes económicos por economizar sus tenencias de dinero ya que el mismo es un activo que no rinde ningún tipo de interés. Así, una inflación elevada desemboca en una ampliación de los departamentos financieros de las firmas en detrimento de los sectores de producción y los consumidores gastan tiempo y recursos postergando sus pagos y buscando protegerse de la inflación.

Por otro lado, la fuente institucional más importante de no-neutralidad del dinero es el sistema impositivo. La deducción impositiva de la tasa nominal de interés pagada por los agentes y la imposición sobre las ganancias nominales de capital son las dos principales distorsiones, ya que la tasa impositiva efectiva sobre el ahorro se incrementa con la inflación. Lo anterior conduce a una menor acumulación de capital y, por ende, en un menor crecimiento de la economía. Asimismo, la evidencia empírica confirma la existencia de una relación positiva entre el nivel de la inflación y la variabilidad de precios relativos, y entre la inflación y la variabilidad de la inflación. Ambos factores afectan negativamente la asignación óptima de recursos y crean costos sociales adicionales. Economistas han estimado que todas estas distorsiones ocasionadas por la inflación poseen un costo social que equivale entre el 2 y el 5 por ciento del PIB cuando la inflación es del 10% al año<sup>91</sup>.

Finalmente, la evidencia empírica apunta a que existe una relación negativa de largo plazo entre la inflación y el crecimiento económico. Así, regresiones basadas en una muestra de países estiman que un incremento de la inflación del 10% (por ejemplo, de 5% a 15% al año) se encuentra asociado a una disminución en la tasa de crecimiento del producto de 0,4% al año. Aún más, esta relación negativa entre inflación y crecimiento, ha sido explicada en forma teórica por los efectos negativos que tiene una inestabilidad de precios sobre la acumulación de capital y el crecimiento de la productividad.

## **2. Efectos de la Inflación en el Crecimiento Económico**

El consenso general de que la inflación perjudica el crecimiento económico sostenido se ha ido consolidando a través del tiempo. Existe en la actualidad una profusa literatura que

---

<sup>90</sup> Por ejemplo, por ley la Reserva Federal de los Estados Unidos está encargada de promover el pleno empleo, la estabilidad de precios y lograr tasas de interés moderadas en el largo plazo.

<sup>91</sup> Existen asimismo importantes costos de la inflación no anticipada. Se menciona como el costo principal de la inflación no esperada la redistribución de ingreso y riqueza que se produce dentro del sector privado y entre el sector privado y el público.

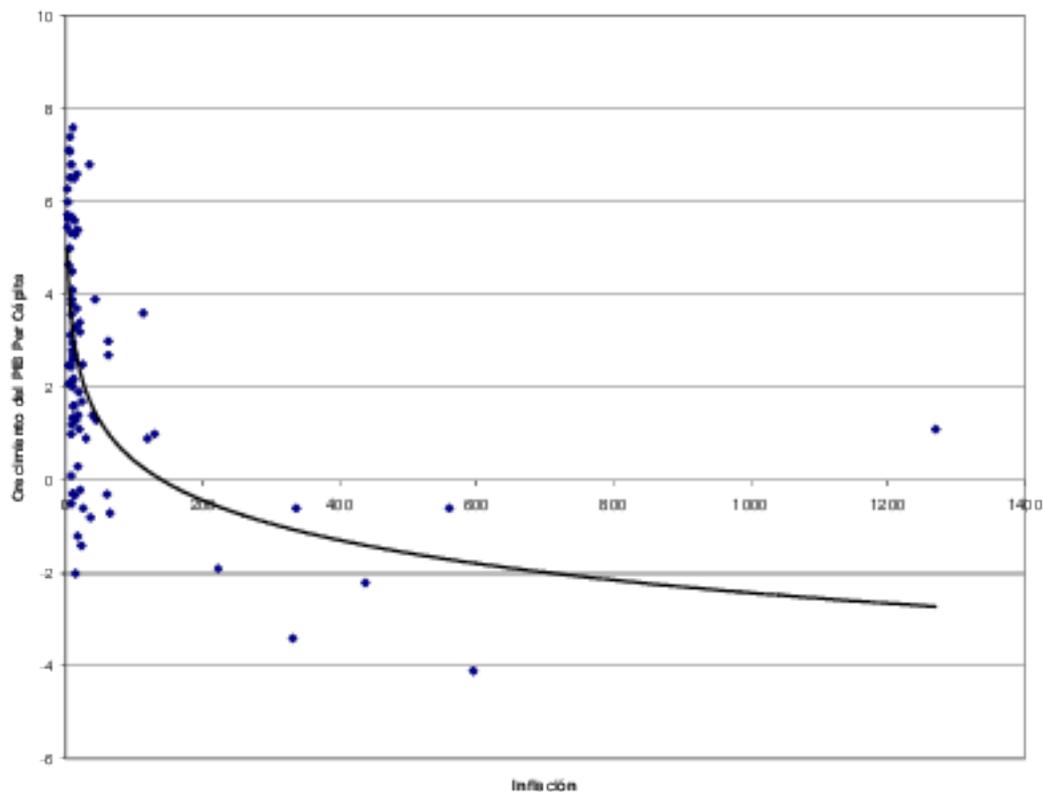
analiza empíricamente la relación de largo plazo entre la inflación y el crecimiento económico. Estos estudios, basados en modelos teóricos existentes, buscan esclarecer las razones del crecimiento económico de largo plazo de los países utilizando variables explicativas (regresores) que incluyen la acumulación del capital humano y físico, el nivel del ingreso per-cápita inicial, etc. Estos trabajos concluyen que existe una relación negativa significativa entre la tasa anual media de inflación y la tasa de crecimiento del producto interno bruto (PIB) de un país, aún cuando otras variables explicativas son incorporadas en las regresiones.

Los efectos (negativos) estimados de un incremento sostenido en el nivel de precios en la tasa de crecimiento económico de los países no son muy grandes en términos absolutos. Barro (1997), utilizando datos de 100 países durante las últimas tres décadas, estima que un incremento del 10% en la tasa de inflación está asociada con un 0.3 a 0.4 puntos porcentuales de caída en la tasa anual de crecimiento del PIB per-cápita. Similarmente, los resultados de Fischer (1993), basados en datos de 80 países extraídos del Penn World Table para el período 1960-89, indican que un incremento de la inflación del 3% al 13% reduce el ritmo de crecimiento del producto per cápita de la economía en 0.36 puntos porcentuales.

Los resultados negativos estimados que posee la inflación sobre el ritmo de crecimiento de una economía podrían ser considerados muy pequeños. Sin embargo, es conocido que pequeños cambios en la tasa de crecimiento anual de una variable tienen como consecuencia diferencias significativas en el nivel que la misma alcanza en los próximos años. Por ejemplo, una disminución en la tasa de crecimiento de 0.3% o 0.4% al año significa que el nivel del PIB real per cápita sería reducido luego de 30 años entre 6% y 9%. Esta es una diferencia significativa para cualquier país. Por ende, las consecuencias acumuladas en el bienestar de los agentes económicos de una tasa moderada de inflación del 10%, tasa muchas veces considerada baja o aceptable por parte de las autoridades económicas, no son despreciables.

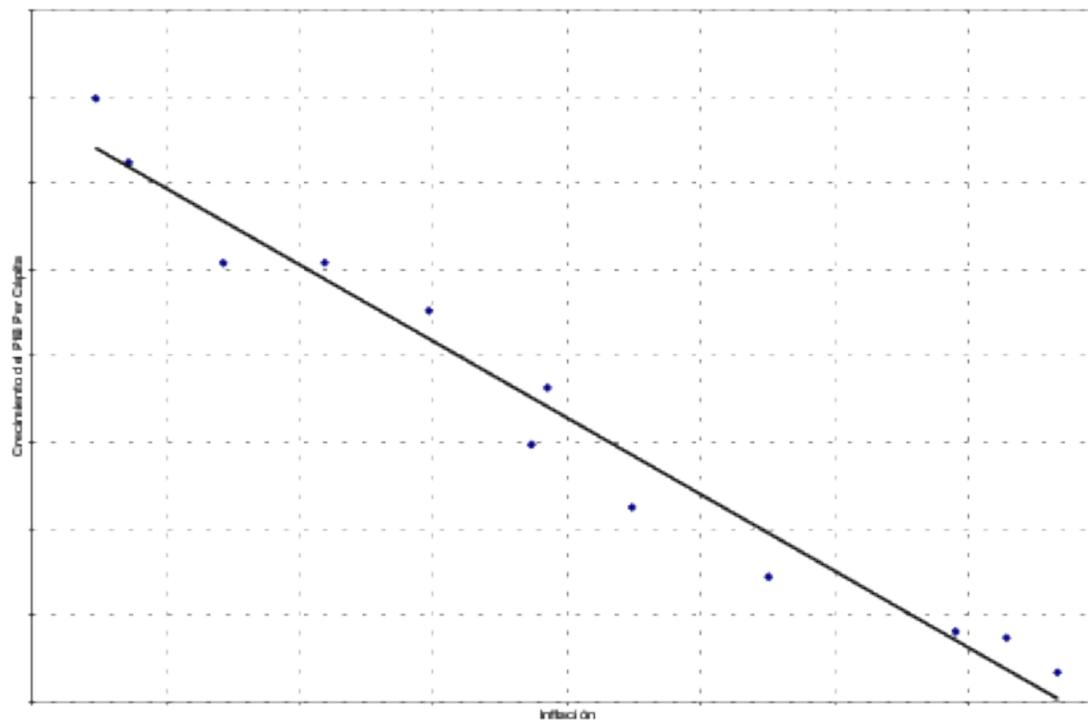
La Figura 1 presenta datos de treinta y un países de América Latina y Asia. Los datos de inflación y crecimiento del PIB per cápita fueron tomados de informes anuales del Banco Interamericano de Desarrollo y del Banco de Desarrollo Asiático. Cada observación corresponde al promedio para un país en particular en uno de los tres períodos considerados: 1971-80, 1981-90 y 1991-95. El eje horizontal indica la tasa de inflación mientras que el eje vertical muestra la tasa de crecimiento del PIB per cápita. Como esperado, la figura ilustra claramente la presencia de una relación negativa (y probablemente no lineal) entre el crecimiento de la economía de un país y el incremento en el nivel de precios en un determinado período. Similares resultados se obtienen si se eliminan aquellas observaciones con niveles de inflación extrema y muy bajo nivel de crecimiento (e.g. Brasil, Nicaragua, Bolivia). Es decir, la relación negativa entre las dos variables consideradas es consistente aún cuando se consideran únicamente los países con una baja inflación relativa.

**Figura 1**  
**Inflación y Crecimiento Económico**  
**31 Países de America Latina y Asia**



Si bien los datos de corte transversal de países parecen sustentar la hipótesis de que altos niveles de inflación se hallan correlacionados con bajos niveles de crecimiento, es importante testar si esta hipótesis se verifica cuando se consideran los datos a través del tiempo de un país en particular, es decir, cuando se analizan lo que los economistas llaman las series de tiempo de las variables. Sin embargo, un test en los datos de series de tiempo para un país puede ser difícil de realizar. Un elemento problemático es obtener un enfoque adecuado para definir el largo plazo y detectar relaciones entre variables en el largo plazo. El problema es relevante en este caso en particular ya que se intenta comprobar una eventual relación entre la inflación y el crecimiento de la economía, relación que teóricamente debería verificarse en el largo plazo.

**Figura 2**  
**Inflación y Crecimiento Económico en Paraguay**  
**Datos Filtrados**



Una técnica utilizada para disgregar una serie de tiempo en sus componentes de corto y largo plazo consiste en la utilización de filtros. Utilizando la metodología descrita en Baxter y King (1995), se procedió a “filtrar” los datos de inflación y crecimiento del PIB per cápita para el Paraguay. Los datos anuales, tomados del Anuario Estadístico de América Latina y el Caribe de las Naciones Unidas y del Penn World Table, van de 1969 a 1992, si bien 12 observaciones son perdidas debido a la utilización del filtro mencionado. La Figura 2 muestra la relación existente entre los datos filtrados. Para el caso de Paraguay, luego de filtrar los datos y extraer sus componentes de largo plazo, existe una clara relación negativa entre la inflación y el crecimiento de la economía. El coeficiente de correlación calculado entre las dos series filtradas es igual a  $-0,98$ , es decir una correlación casi perfecta. Resultados similares se han obtenido cuando se utilizan datos de otros países de la región.

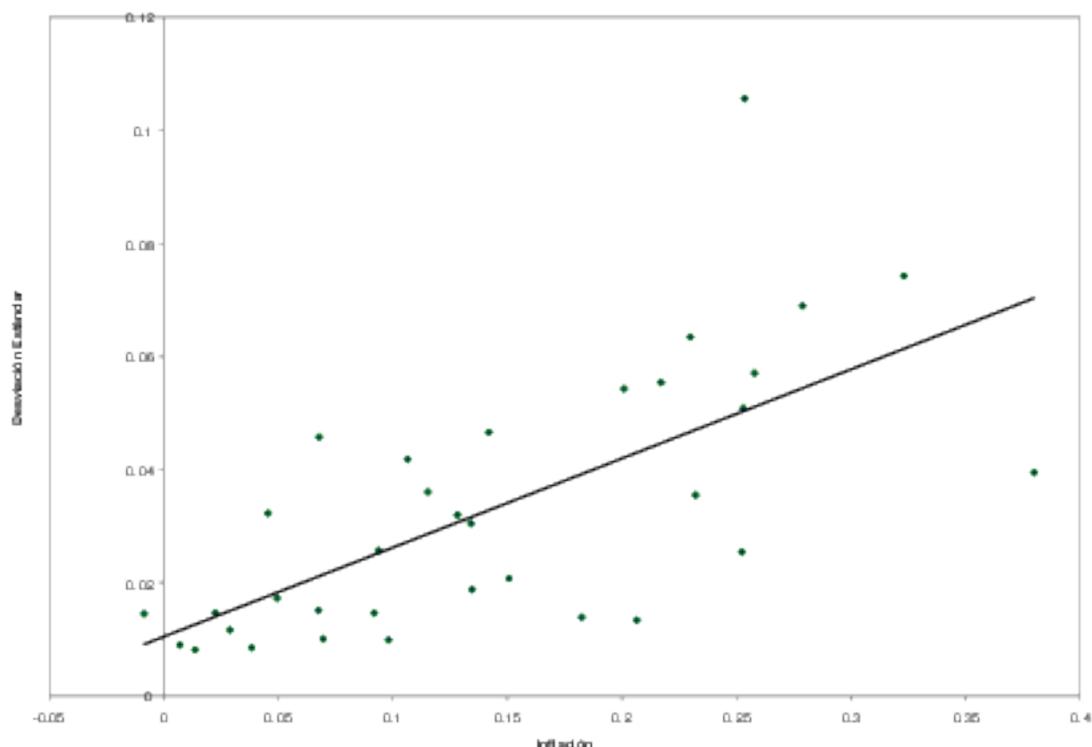
### **3. Inflación y Variabilidad de la Inflación**

Por otro lado, diversos son los autores que argumentan que muchos de los más importantes costos de la inflación están ligados a su imperfecta predictibilidad. En efecto, uno de los canales a través del cual un mayor nivel de inflación podría afectar el nivel de actividad económica es a través de la incertidumbre, creada por el mismo, sobre los niveles futuros de la inflación. Esta incertidumbre afecta negativamente el proceso de decisión de los consumidores y productores, reduciendo el bienestar de los mismos. Sin esta incertidumbre, tanto consumidores como productores, planearían mejor el futuro y facilitarían la toma de decisiones óptimas.

Esta volatilidad de la inflación, además de dificultar el cálculo económico, impone importantes costos sociales en la economía adicionalmente a los impuestos por el nivel de la inflación per-se. Por ejemplo, existen varios estudios que muestran como el nivel y la volatilidad de la inflación poseen independientes y significativos efectos negativos sobre el crecimiento económico de un país. Es decir, la alta inflación es perjudicial para el crecimiento económico al tiempo que, para cualquier incremento en el nivel de precios, una mayor volatilidad de la inflación está asociada a un menor crecimiento de la economía.

La Figura 3 muestra la experiencia paraguaya respecto al nivel de la inflación y la incertidumbre ocasionada por el mismo. Como medida de incertidumbre se utiliza la desviación estándar de la inflación durante un cierto período de tiempo. Utilizando datos mensuales del Índice de Precios al Consumidor (IPC) desde 1965 hasta 1998, se calculan la inflación mensual media y la desviación estándar de la misma para los diferentes años. Los datos muestran que en el caso de la economía paraguaya existe una relación positiva y significativa entre la inflación media y su variabilidad (medido por su desviación estándar

**Figura 3**  
**Inflación y Variabilidad de la Inflación**



#### 4. La Carta Orgánica de un Banco Central Moderno

Como consecuencia, la hipótesis de la necesidad del establecimiento de una Banca Central independiente y ajena a las fluctuaciones políticas ha ido ganando adeptos recientemente. Durante la última década, los Bancos Centrales de Chile, Francia, México, Nueva Zelanda y Venezuela han mejorado legalmente sus “status” como organismos independientes del Gobierno central. Al respecto, existe una extensa literatura empírica y teórica que respalda la oportunidad de otorgar una mayor independencia a la autoridad monetaria<sup>92</sup>. Por ejemplo, trabajos empíricos señalan la relación negativa y significativa existente entre la tasa media de inflación y una medida de independencia del Banco Central. Fischer (1997) concluye como algunas de las enseñanzas que pueden ser derivadas de esta literatura son las siguientes:

- El Banco Central debería tener un mandato claramente definido, que incluye la estabilidad de precios.
- El Banco Central debería anunciar públicamente sus objetivos de política para el mediano plazo.
- El Banco Central debería ser responsable en dos sentidos: ser responsable por conseguir las metas estipuladas y debería explicar y justificar sus políticas a la legislatura y al público.
- El Gobierno debería tener la autoridad de oponerse y contrarrestar las decisiones del Banco Central, pero esto debería ocasionar un costo al Gobierno.
- El Banco Central debería ser otorgado con la potestad de controlar la tasa de interés y otras variables de política monetaria de manera a conseguir sus objetivos de política.
- El Banco Central no debería ser obligado a financiar los déficits del Gobierno ni manejar la deuda pública.
- Cuando el sistema de tipo de cambio es fluctuante, no debería existir una responsabilidad separada para establecer la tasa de interés y el tipo de cambio. Es decir, dado que la política monetaria y cambiaria no son independientes, el Gobierno no puede tener el control sobre la política de tipo de cambio mientras que el Banco Central tiene control sobre la política monetaria.

Si bien el marco legal establecido para el Banco Central del Paraguay considera la mayor parte de estos puntos, existen aún dificultades legales que impiden que la Banca Central de nuestro país sea realmente independiente. El hecho de que la Constitución Nacional establece que la Banca Central del Estado sólo “*participa con los demás organismos técnicos del Estado en la formulación de la política monetaria, crediticia y cambiaria*”, podría en un futuro ocasionar fricciones entre el Gobierno y la autoridad monetaria. Por ejemplo, estos desacuerdos ocurrirían frecuentemente cuando el objetivo de estabilidad de precios deje de ser relevante para las decisiones de política del Gobierno. A pesar de las dificultades que ello implica, en los próximos años se deberían introducir las reformas legales necesarias que aseguren la independencia del Banco Central. Los políticos encargados de las reformas deberían ser conscientes de que una Banca Central independiente y que tenga como objetivo prioritario el logro de una inflación baja y estable, es lo mejor para optimizar el desempeño económico de un país.

---

<sup>92</sup> Para una revisión de la literatura sobre las conveniencias de un Banco Central independiente, ver el capítulo referente a este tema en el libro.

## **5. Conclusiones**

En conclusión, los datos presentados de corte transversal de países nos muestran una clara relación negativa a largo plazo entre la inflación y el ritmo de crecimiento de la economía de un país. Esta misma relación se verifica en el largo plazo utilizando únicamente datos de series de tiempo del Paraguay. Si bien el ritmo de crecimiento de una economía depende de numerosos factores y, por ende, la estabilidad de precios no es suficiente para obtener un ritmo adecuado de crecimiento de la economía, el hecho de que la Banca Central de un país tenga como objetivo prioritario el logro de una inflación baja y, en consecuencia, estable es el mejor aporte que dicha institución pueda dar para mejorar el desempeño económico de dicho país. De esa manera se estaría eliminando por lo menos uno de los factores que afectan negativamente el crecimiento económico del país y tendrían que ser otras las instituciones encargadas de complementar esta tarea, impulsando, por ejemplo, el mejoramiento del capital humano y físico del país o apoyando a los sectores considerados fundamentales para el Gobierno.

## Bibliografía Consultada

Alesina, Alberto. 1988. *Macroeconomics and Politics* en "NBER Macroeconomics Annual 1988". Ed. Stanley Fischer, pp.11-55. MIT Press/National Bureau of Economic Research. Cambridge, Massachusetts, USA.

Alexander, William, Tomas J. Baliño, y Charles Enoch. 1995. *The adoption of indirect instruments of monetary policy*. Ocassional Paper. N° 126. Fondo Monetario Internacional, Washington DC.

Ashwell, Washington. 1989. *Historia Económica del Paraguay. Estructura y Dinámica de la Economía Nacional 1870-1925. Tomo I*. Talleres Gráficos Editora Litocolor. Asunción, Paraguay.

Ashwell, Washington. 1996. *Historia Económica del Paraguay. Colapso y Abandono del Sistema Liberal 1923-1946. Tomo II*. Ediciones y Arte S.R.L. Asunción, Paraguay.

Asian Development Bank. *Annual Report of the Bank*. Varios números.

Asociación Numismática del Paraguay. 2002. *Manuscrito no publicado*.

Aufrecht, Hans.1964. *Legislación comparada de Banca Central*. Estudios. Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA). México, México.

Banco Central del Paraguay. 1954. *Memoria anual del primer ejercicio*. Ediciones El Arte S.A. Asunción, Paraguay.

Banco Central del Paraguay. 1996. *Banco Central del Paraguay*. Editorial Ad Visor. Asunción, Paraguay

Banco Central del Paraguay. 2001. *Exposición numismática permanente de joyas*. Banco Central del Paraguay. Catálogo alusivo.

Banco del Paraguay. 1956. *Memoria y balance general del ejercicio del noveno año, 1952*. Imprenta La Humanidad. Asunción, Paraguay

Banco Interamericano de Desarrollo. *Informe Anual*. Varios números.

Barro, Robert. 1997. *Determinants of economic growth: a cross-country empirical study*. MIT Press. Cambridge, Massachusetts, USA.

Barth, James, Gerard Caprio y Ross Levine. 2001. *Bank regulation and supervision. What work best?*. Documento de trabajo. Banco Mundial.

Baxter, M. y R. King. 1995. *Measuring business cycles approximate band-pass filters for economic time series*. NBER Working Paper No. 5022. National Bureau of Economic Research. Cambridge, Massachusetts, USA.

Bendesky, León et all. 1991. *El papel de la banca central en la actualidad*. Selección de textos. Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA) y Banco de España. México, México.

Blanchard, Olivier y Daniel Pérez Enri. 2000. *Macroeconomía - Teoría y política con aplicación en América Latina*. Prentice Hall y Pearson Publications Company. Buenos Aires, Argentina.

Blinder, Alan S. 1998. *Central banking in theory and practice. The Lionel Robbins lectures*. The MIT Press. Cambridge, Massachusetts, USA.

Cargill, Thomas. 1996. *Estadística entre inflación e independencia del Banco Central*. Cuaderno de Economía N° 24. Universidad Nacional de Colombia. Bogotá, Colombia.

Comisión Económica para América Latina. CEPAL. *Anuario estadístico de América Latina y el Caribe de la Naciones Unidas*. Varios números.

Comité de Basilea para la Supervisión Bancaria de Basilea. 2000. *Nuevo acuerdo de capital*. Bank of International Settlements.

Comité de Basilea para la Supervisión Bancaria. 1995. *Principios básicos para una supervisión bancaria efectiva*. Bank of International Settlements.

Constitución Nacional de la Republica del Paraguay. 1992.

Cuckierman, A., S. Webb y B. Neyapti. 1992. *Medición de la independencia de los Bancos Centrales y su efecto en los resultados de las políticas*. The World Bank Economic Review N° 6, 3, IRBD.

Cukierman, Alex. 1992. *Central Bank strategy, credibility, and independence: Theory and evidence*. The MIT Press. Cambridge, Massachusetts, USA.

De Gregorio, José. 1996. *Inflation, growth and central banks: Theory and evidence*, Documento de Trabajo. Fondo Monetario Internacional.

Dornbusch, Rudiger y Stanley Fischer. 1994. *Macroeconomía*. Sexta Edición. Mc-Graw Hill. Madrid, España.

Dornbusch, Rudiger. 1989. *Debt problems and the world macro economy*. NBER Working Paper No. 2379. National Bureau of Economic Research. Cambridge, Massachusetts, USA.

Downes, Patrick y Teza Vaez-Zadeh. 1991. *The evolving role of Central Banks*. Fondo Monetario Internacional. Washington. DC, USA.

Fernández, Pedro. 1986. *Análisis de la historia bancaria y monetaria del Paraguay. Tomo I*. Segunda Edición. Editorial Eleve S.R.L. Asunción, Paraguay.

Fernández, Pedro. 1984. *Análisis de la historia bancaria y monetaria del Paraguay. Tomo II*. Primera Edición. Yby Artes Gráficas. Asunción, Paraguay.

Fischer, Stanley. 1991. *Growth, macroeconomics and development* en "NBER Macroeconomics Annual 1991". Ed. Olivier Jean Blanchard y Stanley Fischer, pp. 329-64. MIT Press/National Bureau of Economic Research. Cambridge, Massachusetts, USA.

Fischer, Stanley. 1993. *The role of macroeconomic factors in growth*. NBER Working Paper No. 4565. National Bureau of Economic Research. Cambridge, Massachusetts, USA.

Fischer, Stanley. 1995. *Central-Bank independence revised*. American Economic Review, Papers and Proceedings, 85, pp. 201-206.

Fischer, Stanley. 1997. *Modern Central Banking* en "The Future of Central Banking. The Tercentenary Symposium of the Bank of England". Ed. Forrest Capie, Stanley Fischer, Charles Goodhart, Norbert Schnadt. pp. 262-325. MIT Press. Cambridge, Massachusetts, USA.

Friedman, Milton. 1962. *Capitalism and Freedom*. University of Chicago Press. Chicago, Illinois, USA.

Fry, Maxwell, C. A. Goodhart y A. Almeida. 1995. *Central Banking in development countries: Objectives, activities and independence*. Routledge. Londres, Inglaterra.

Gerencia de Estudios Económicos, Banco Central del Paraguay. 1991. *Dinero y Banca Central. Aspectos conceptuales básicos*. Banco Central del Paraguay. Asunción, Paraguay.

Goodhart, Charles A. E. 1995. *The Central Bank and the financial system*. The MIT Press. Cambridge, Massachusetts, USA.

Greenspan, Alan. 1998. *The role of capital in optimal banking supervision and regulation*. Economic Policy Review, Vol. 4, N° 3, pp. 163-168.

Grilli, V., D. Masciandaro y G. Tabellini. 1991. *Political and monetary institutions and public financial policies in the industrial countries*. Economic Policy, 13, pp. 341-392.

Heston, Alan y Robert Summers. 1991. *The Penn World Table (Mark 5): An Expanded Set of International Comparisons, 1950-1988*. Quarterly Journal of Economics, May, pp. 327-368.

Insrán Pelozo, José Aníbal. 2000. *El Sector financiero paraguayo. Evaluando 10 años de transición. (Liberalización y crisis)*. Documento de trabajo. Banco Central del Paraguay.

Issing, Otmar. 1993. *Independencia del Banco Central y estabilidad monetaria*. Boletín del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA), Vol. 39, N° 6, pp. 268-281.

Jacome, Luis. 2001. *Independencia de Bancos Centrales y ejecución de política monetaria: La experiencia de Latinoamérica*. Presentado en la Paz, Bolivia, Noviembre 2001. Banco Central de Bolivia y Fondo Monetario Internacional.

Junguito B., Roberto. 1996. *Independencia de la Banca Central en América Latina*. Cuaderno de Economía N° 24. Universidad Nacional de Colombia. Bogotá, Colombia.

Kock, M. H. 1990. *Orígenes de la Banca Central*. Revista del Banco Central de Venezuela, Volumen 5, N° 4, pp.9-24.

Kydland, Finn E. y Edward C. Prescott. 1977. *Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans*. Journal of Political Economy, 85, pp. 473-491.

Larroulet, Cristian y Francisco Mochón. 1996. *El rol del dinero en la economía en "Economía"*. Segunda Edición. Edigrafos S.A. Mc-Graw Hill. Madrid, España.

Leroy Miller, Roger. 1992. *Moneda y banca*. Primera Edición. Mc-Graw Hill. Bogotá, Colombia.

Ley 489/1995. *Orgánica del Banco Central del Paraguay*. Gaceta Oficial de la República del Paraguay, N° 74 de fecha 3 de julio de 1995.

Ley 861/1996. *General de Bancos, Financieras y Otras Entidades de Crédito*. Gaceta Oficial de la República del Paraguay, N° 73 de fecha 1 de julio de 1996.

Marshall, David y Subu Venkataraman. 1996. *Bank capital for market risk: A study in incentive-compatible regulation*. En Essays on Issues. Chicago Fed Letter. N° 104. Banco de la Reserva Federal de Chicago.

Meulendyke, Ann-Marie. 1998. *U.S. monetary policy & financial markets*. Federal Reserve Bank of New York. New York, New York, USA.

Mishkin, Frederic S. 1998. *The economy of money, banking and financial markets*. 5th Edition. Addison-Wesley. New York, New York, USA.

Mishkin, Frederic. 2000. *Prudential supervision. Why is so important and what are the issues?*. NBER Working Paper No. 7926. National Bureau of Economic Research. Cambridge, Massachusetts, USA.

Rivarola Paoli, Juan B. 1982. Historia Monetaria del Paraguay. *Moneda, bancos, crédito público*. El Gráfico S.R.L. Asunción, Paraguay.

Rollinat, Robert. 1996. *Autonomía de la Banca Central en Europa y América Latina: Análisis de diferencias y aplicaciones*. Cuaderno de Economía 01/01/96, Universidad Nacional de Colombia. Bogotá, Colombia.

Superintendencia de Bancos, Banco Central del Paraguay. Normativas varias.

Tamagna, Frank. 1963. *La Banca Central en América Latina*. Estudios. Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA). México, México.

Tamagna, Frank. 1990. *Banca Central: Evolución Histórica e institucional*. Revista del Banco Central de Venezuela, Volumen 5, Nº 4, pp. 25- 52.

Udagawa A., Segundo. 1988. *Legislación Bancaria Paraguaya. Compilación de Disposiciones Vigentes*, 6ta. Edición. Imprenta GRAPHIS S.R.L. Asunción, Paraguay.

Urrutia, Miguel. 1997. *Banco Central independiente y democracia*. Documento de trabajo. Departamento de teoría y política económica. Facultad de Ciencias Económicas, Universidad Nacional de Colombia. Bogotá, Colombia.

## Referencia sobre los autores

**BERNARDO DARIO ROJAS:** Economista, Universidad Nacional de Asunción, Magister en Economía, con énfasis en Políticas Públicas de la Universidad Nacional de Tucumán, Argentina. Actualmente es Jefe de División de Integración Económica y Deuda Externa del Banco Central del Paraguay. Es Profesor de Macroeconomía en el Programa de Economía 2000, Universidad Nacional de Asunción y Profesor de Crecimiento Económico, en la carrera de economía de la Universidad Autónoma de Asunción. Con publicaciones en la página web del Banco Central del Paraguay y en la revista de la Escuela de Administración Fazendaria del Ministerio de Hacienda – Brasil.

**CARLINO SAMUEL VELÁZQUEZ MARTÍNEZ:** Economista de la Universidad Nacional de Asunción y con título de Especialista en Políticas Macroeconómicas en la Universidad Católica de Chile. Especializado en Programación Financiera y Políticas Económicas en el Instituto del Fondo Monetario Internacional. Actualmente es Jefe de la División de Estudios Monetarios, Gerencia de Estudios Económicos del Banco Central del Paraguay. Es Profesor de Macroeconomía y Microeconomía en la Universidad Americana.

**CARLOS GUSTAVO FERNÁNDEZ VALDOVINOS:** Economista, Universidad Federal de Paraná, Brasil; Master en Política Económica, University of Illinois, Urbana-Champaign, USA y Ph.D. en Economía, University of Chicago, Chicago, USA. Actualmente es Gerente de Estudios Económicos del Banco Central del Paraguay. Es Coordinador de las Materias Profesionales en la Carrera de Economía, Programa Economía 2000, Facultad de Ciencias Económicas, Universidad Nacional de Asunción. Cuenta con varias publicaciones y presentaciones a nivel nacional e internacional.

**EMILIANO ROLANDO FERNÁNDEZ FRANCO:** Economista, Universidad Nacional de Asunción, Paraguay; Master (c) en Economía con énfasis en Políticas Públicas, Universidad Nacional de Tucumán, Argentina. Actualmente es Jefe de la Sección de Integración Económica de la Gerencia de Estudios Económicos del Banco Central del Paraguay. Es profesor de la cátedra de Econometría en la Universidad Autónoma de Asunción. Con publicaciones en la página web del Banco Central del Paraguay.

**JOSE CANTERO SIENRA:** Economista, The University of Kansas, USA; Ciencias Políticas, University of Kansas, USA; Master en Política Económica y Master en Finanzas Internacionales, University of Illinois, Urbana-Champaign, USA. Actualmente es Jefe de División de Estudios del Mercado Financiero perteneciente a la Gerencia de Estudios Económicos del Banco Central del Paraguay. Es profesor de Teoría Monetaria en la Universidad Católica Nuestra Señora de Asunción, sede Regional Asunción.

**ZULMA ESPINOLA GONZALEZ:** Economista, Universidad Nacional de Asunción; Master en Economía, The University of Kansas, Kansas, USA. Actualmente es funcionaria de la Gerencia de Estudios Económicos del Banco Central del Paraguay. Es docente de las áreas de Economía en la Universidad Nacional de Asunción, Universidad Católica Nuestra Señora de la Asunción, Sede Regional Asunción y Universidad Autónoma de Asunción. Con publicaciones en la página web del Banco Central del Paraguay.

