

Informe ELY

1. Introducción: Beneficios y costos de la dolarización en El Salvador

Los **beneficios** en base a los cuales se predicó la dolarización de jure en los años 1990s fueron esencialmente tres:

- i. Una mayor y mejor integración comercial y financiera con el socio principal (los EEUU) y países vecinos parcialmente dolarizados (alimentada en parte por la esperanza de que a la larga éstos se sumaran a un “área dólar”);
- ii. Un menor costo financiero (alternativamente, un mejor acceso al mercado internacional de capitales) tras la eliminación de cuajo del riesgo cambiario (esto es, la posibilidad de una corrida o de un efecto balance adversos en caso de una devaluación brusca, por oposición al más lento ajuste de precios relativos a través de diferenciales de inflación);
- iii. Un mayor desarrollo financiero, estimulado por la eliminación del riesgo cambiario y las expectativas de una mayor estabilidad nominal;
- iv. Una menor tasa de inflación, fruto de la eliminación del riesgo cambiario –que en el caso de El Salvador, surgiría del fortalecimiento del régimen de fijación al dólar que primaba al momento de la dolarización, y
- v. Una menor propensión a las crisis financieras y al contagio, fruto de la ausencia del riesgo cambiario y de la disciplina monetaria asociada a la eliminación del banco central como emisor.

Por otro lado, entre los **costos** de la dolarización de jure listados por esta literatura económica se encuentran:

- i. Una mayor volatilidad del producto (por ausencia del tipo de cambio como estabilizador de los ciclos económicos y los shocks reales);
- ii. Un menor margen fiscal (por la imposibilidad de licuar contraccíclicamente la deuda y el gasto mediante un aumento de la inflación), y
- iii. Un menor crecimiento real.

Otras variables potencialmente relevantes que están asociadas a la dolarización pero de manera más ambigua son la profundidad financiera (créditos al sector privado sobre PIB), la inversión privada sobre producto, el IED y el nivel de empleo.

¿Qué nos dice la evidencia sobre estos beneficios y costos en el caso de El Salvador? Con las limitaciones que el breve período de dolarización impone, se puede evaluar la

evolución de algunas de estas variables, usando una muestra de países comparables de la región como grupo de control.

Integración comercial

Una manera sencilla de estimar el efecto comercial de la dolarización consiste en evaluar la evolución de las exportaciones e importaciones bilaterales antes y después del cambio de régimen, ajustando por factores adicionales que influyen en los flujos de comercio. En particular, se puede utilizar una versión simplificada del modelo de gravedad, una popular herramienta para calibrar comercio bilateral, que modela el comercio entre pares de países controlando por:

- i. Factores propios del par (distancia, relaciones culturales, históricos y políticas), agregando dummies (variables que adquieren valores de uno o cero) por cada par de países de la muestra;
- ii. Factores temporales comunes (evolución de los costos de transacción, la demanda global, o la apertura económica), para lo cual incluimos dummies para el período que coincide con la dolarización salvadoreña;
- iii. Factores comunes a la región (nivel de apertura, estructura productiva, cercanía a los mercados o tratados regionales), para lo cual restringimos la muestra de países a siguiente grupo: Costa Rica, Guatemala, Honduras, Jamaica, Nicaragua, y República Dominicana;
- iv. Tamaño, para lo cual se agrega al modelo el producto bruto de los países del par; y
- v. Dolarización en El Salvador, que se incorporó de dos maneras distintas:
 - a. En relación a los EEUU (con una dummy igual a uno para el par El Salvador-EEUU en los años de dolarización), de modo de capturar el efecto de la moneda común;¹
 - b. En relación al resto del mundo (con una dummy igual a uno para cada par que incluya a El Salvador en los años de dolarización), a fin de capturar el efecto de la dolarización sobre el comercio a través de la reducción del riesgo cambiario.²

Formalmente, el modelo estima la siguiente ecuación:

$$\text{Log}(\text{comercio}_{ijt}) = a + b \log(\text{PIB}_{it} * \text{PIB}_{jt}) + c D(\text{Dol.})_{ijt} + d D(\text{Dol.ES_EEUU})_{ijt} + D_{ij} + D_{2001-2009} + \varepsilon_{ijt},$$

¹Recuérdese que El Salvador y los EEUU son los dos únicos países dolarizados en la muestra.

² Se evaluó adicionalmente la inclusión del tipo de cambio real bilateral y los términos de intercambio, sin resultados relevantes.

donde comercio_{ijt} es la suma de las exportaciones del país i al país j y la importaciones del país i desde el país j , en el año t , y D_{ij} y D_t son variables dummy por el par y el período dolarizado, respectivamente. La **Tabla 1** resume los resultados encontrados.

Tabla 1. Dolarización y comercio bilateral (1990-2009)

	1	2	3	4
Dolarización	1.657*** (0.126)	2.057*** (0.163)	0.205 (0.188)	0.0216 (0.147)
Dolarización (ES-EEUU)		-0.399* (0.206)	-0.399* (0.206)	-0.440*** (0.170)
2001-2009			1.852*** (0.0940)	0.455*** (0.121)
$\text{Log}(\text{PIB}_{it} * \text{PIB}_{jt})$				0.797*** (0.0495)
Constante	4.089*** (0.0539)	3.935*** (0.0549)	3.521*** (0.0543)	-0.876*** (0.282)
Observaciones	603	603	603	603
R ²	0.826	0.848	0.903	0.933
Robust standard errors in parentheses				
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1				

El orden de las regresiones seleccionado en la tabla permite rastrear e identificar algunas percepciones erradas sobre el impacto de la dolarización sobre el comercio salvadoreño. A primera vista (columna 1), el hecho de que la dummy de dolarización de positiva y significativa sugeriría que El Salvador incrementó su nivel de integración comercial (ya sea importando como exportando más) al resto del mundo desde 2001 cuando el cambio de régimen entró en efecto. Curiosamente, este impacto es significativamente *menor* (columna 2) en relación a los EEUU, donde en principio la dolarización debería haber abierto reducido más costos y abierto más puertas. Sin embargo, los resultados principales se encuentran en las dos últimas columnas: al introducir una dummy asociada al período tardío (2001-2009) en coincidencia con la dolarización salvadoreña, el efecto de la dolarización desaparece.

¿Cómo se interpreta esto? En el último período, todas las economías de la región elevaron sus niveles de apertura comercial, independientemente del régimen cambiario. Así, el efecto positivo de la dolarización refleja, de manera espuria, una evolución positiva del comercio regional. Por otro lado, nuevamente llama la atención el signo negativo y significativo de la dummy de “moneda común” con EEUU, que se vuelve

aún más significativa al controlar la estimación por el producto de PIB, según la especificación tradicional del modelo de gravedad.

En suma, a primera vista no parecería haber evidencia de que la dolarización haya estimulado el comercio internacional, ya sea a través de su efecto general sobre la estabilidad nominal de la economía salvadoreña, como a través del efecto “moneda común” con los EEUU., cuyo comercio bilateral parecería haberse movido en la dirección contraria a la esperada.

Costo financiero y profundización del crédito doméstico

Hay al menos dos maneras de interpretar (y medir) el efecto de la dolarización sobre el costo financiero local:

- i. Como costo financiero externo del soberano (tal como lo captura, por ejemplo, la prima de riesgo (*spreads*) de crédito soberano en dólares);
- ii. Como tasas de interés en dólares en el mercado local.

En ambos casos, dada la importante mejora en el costo financiero en dólares en los 2000s en la mayoría de los países en vías de desarrollo, es esencial evaluar la evolución de estos costos en relación a la evolución de los mismos en otros países de la región.

En relación al primer enfoque, la manera más simple (pero no por eso menos precisa) de analizar el desempeño relativo de El Salvador es estimar un modelo convencional de *spreads* (tal como surge del índice EMBIG para cada país de la muestra) en función del rating de crédito soberano y la aversión global al riesgo (típicamente aproximada mediante algún índice de *spreads* de deuda corporativa de alto riesgo, o *highyield*, en mercados avanzados). Al igual que en el ejercicio de comercio, restringimos nuestra atención a países comparables de la región, en este caso, Costa Rica, Guatemala y República Dominicana (de modo de controlar por factores regionales como la liquidez limitada de los mercados o la dependencia del ciclo americano).³

Como puede verse, el ajuste del modelo es bueno y los resultados predecibles: un rating más alto (es decir, peor) y un mayor nivel de aversión al riesgo global perjudican al *spread* soberano de estos países, elevando los costos de fondeo.

³No se cuentan con datos de prima de riesgo previos al período de dolarización, por lo que la estimación se realiza para el período 2002-2010.

Tabla 2. Dolarización y prima de riesgo soberana

$$\text{Ecuación: } \text{Log}(\text{spread}_{it}) = a + b \log(\text{rating}_{it}) + c \log(\text{high yield spread}_t) + \varepsilon_{it},$$

	Rating	Log (high yield spread)	Constante	Observaciones	R ²
Log (spread)	0.271*** (0.0544)	0.739*** (0.0290)	-0.425 (0.361)	414	0.626

Una vez calibrado el modelo, puede utilizarse para ilustrar si la dolarización tuvo alguna incidencia en la relación tradicional de los spreads con los ratings o la aversión al riesgo, comparando los residuos de la regresión (lo que el modelo no explica y, por ende, podría atribuirse a la dolarización) para cada uno de estos países. Como ilustra la **Figura 1**, los spreads de El Salvador han estado en línea con lo que proyecta el modelo, y sus residuos no presentan una diferencia visible con respecto al resto del grupo de control –con excepción de Jamaica, cuyos spreads tienden a exceder la proyección del modelo. Lo mismo surge de comprar el valor de la dummy por país, que representa el nivel de spreads promedio para el período (**Figura 2**). En otras palabras, no parecería haber un efecto benéfico de la dolarización en relación a los otros países de la región.

¿Qué podemos decir de las tasas locales? Antes de avanzar sobre este punto, vale una salvedad: a fin de evaluar el efecto de la dolarización se requiere comparar tasas en la misma moneda, esto es, tasas post-dolarización (por definición, en dólares) con las tasas *en dólares* previas a la dolarización, tanto en El Salvador como en los países de control.⁴ Esto es precisamente lo que hacemos en las **Figuras 3 y 4**. Como puede verse, toda la región (y, más en general, el mundo en desarrollo) se benefició de una caída de los costos de financiamiento en dólares en el período previo a la crisis de 2008, en línea con los resultados para spreads soberanos reportados en la **Figura 1**. Pero a simple vista resulta difícil encontrar un efecto estadísticamente distinto para El Salvador. De hecho, tanto para tasas pasivas (depósitos) como para las activas (préstamos), durante el período de la dolarización el promedio regional excluyendo a El Salvador descendió más que este último, con lo que resulta difícil atribuir a la dolarización un efecto benéfico adicional sobre las tasas en el mercado local.

Por último, resta evaluar si el período de dolarización coincidió con una profundización del mercado financiero doméstico que, en el caso particular de El Salvador, donde la intermediación financiera se encuentra dominada por instituciones bancarias de tipo universal, puede resumirse en un análisis comparado de la evolución del crédito al sector privado sobre PIB relativo al resto de la región. Como puede observarse en le

⁴De lo contrario, es estará contabilizando como una mejora la caída de tasas asociadas al cambio de moneda, que reflejan no un menor costo financiero sino la eliminación del riesgo cambiario.

Figura 5, los datos apuntan en la dirección contraria: un estancamiento del crédito en niveles más altos a los imperantes en la región, al tiempo que ésta exhibía una marcada profundización.

En resumen, a pesar del fuerte descenso de las tasas pasivas al inicio de la dolarización, no encontramos evidencia de que ésta haya contribuido a reducir el costo financiero relativo en el mediano plazo, ni a facilitar el desarrollo de los mercados financieros domésticos.

Inflación

La asociación entre los regímenes de tipo de cambio fijo y la estabilidad de precios han sido ampliamente discutidos en la literatura económica, que suele coincidir en que, en ausencia de instituciones monetarias fuertes y creíbles, el ancla cambiaria puede ayudar a coordinar a la baja expectativas inflacionarias –siempre y cuando las políticas fiscal y monetaria sean consistentes con la fijación. Justamente, a fin de incrementar la credibilidad de la fijación y forzar la disciplina de la políticas macroeconómicas, a fines de los 1990s se popularizaron los regímenes superfijos (cajas de conversión, dolarización de jure) para fortalecer el ancla cambiaria haciéndola, si no irreversible, al menos de salida sumamente costosa. El Salvador es un producto de esta visión noventista.

En todo caso, menos obvia es la contribución adicional de la dolarización cuando ya se cuenta con una fijación estable y una inflación en niveles bajos de un dígito. En particular, ¿es posible detectar un efecto benigno de la dolarización de jure en El Salvador, en relación a una tendencia favorable y un contexto regional no inflacionario?

La comparación de la **Figura 6** apunta en sentido contrario: la inflación salvadoreña está por debajo de la de la región para todo el período, pero su evolución emula la de los demás países, sin acrecentar o reducir las diferencias.

Contagio y estabilidad ante la crisis

El riesgo cambiario ha sido desde siempre una fuente de fragilidad financiera y macroeconómica en América Latina, al punto tal de enanizar el rol de los demás factores reales en la determinación de los ciclos económicos, y de subordinar las políticas monetaria y fiscal, típicamente de manera contracíclica. Una de las premisas sobre las que se predicaban los regímenes superfijos y, en particular, la dolarización de jure fue la eliminación del riesgo cambiario como fuente de inestabilidad, que en principio derivaría en una menor volatilidad real, tanto por una menor propensión a crisis de origen doméstico como por una menor propensión al contagio de crisis externas, y una mayor sensibilidad en caso de que el contagio fuera inevitable.

Si bien la diferencia entre las crisis emergentes de los 1990s y la reciente crisis global no permite una comparación limpia de la propensión al contagio antes y después de la dolarización, sí puede compararse la respuesta de El Salvador a la última crisis en relación a sus pares regionales. La respuesta a la crisis, en tanto, puede medirse, alternativamente, como cambio en el spread soberano, caída del PIB, o reversión del flujo neto de capitales.

La **Figura 7** resume dos maneras alternativas de diagnosticar el grado de contagio que cada país afrontó en el período 2008-2009. Primero, en términos del nivel de actividad, medido tanto como la tasa de crecimiento en el año de la contracción mundial (2009) como en la contracción en relación al crecimiento pre-crisis (2007). Segundo, en términos financieros, como incremento de la prima de riesgo soberano desde fin de 2007 hasta el piso del colapso de los mercados financieros. En ambos casos, El Salvador aparece entre los más afectados durante la crisis.

Desde luego, esto no necesariamente es atribuible al régimen cambiario –aunque una completa especificación de un modelo de crecimiento requeriría la inclusión de países en desarrollo muy disímiles. En el caso de los spreads, el resultado es más sólido: como lo indica la **Figura 1**, aún utilizando un modelo estándar, los residuos de El Salvador durante la crisis (una aproximación de la sensibilidad del país al pánico financiero global) son particularmente elevados.

La figura muestra una tercera manera de ponderar el impacto de la crisis, comparando la evolución durante el período del stock de reservas internacionales, termómetro de la presión a la salida de capitales. Aquí la reversión en el proceso de acumulación de reservas favorece a El Salvador, debido a los menores niveles pre crisis. Más precisamente, mientras que en otros países de la región los flujos colapsaron la acumulación de reservas a cero, en una economía dolarizada en la que el tipo de cambio no opera de colchón a la salida las crisis se refleja en flujos negativos (venta de reservas).

Crecimiento

Por último, se puede ilustrar de manera preliminar los costos de la dolarización en términos de volatilidad y crecimiento, comparando la evolución del producto en El Salvador dolarizado dentro de un panel regional que controle por factores externos comunes (mediante una dummy por período) y por la dolarización en El Salvador. Más precisamente, corriendo una regresión del tipo:

$$d\log(PIB_{it}) = a + b.D(Dol.)_{it} + D_i + D_t + \varepsilon_{ijt} ,$$

donde D_i , D_t y $D(Dol.)_{it}$ son dummies de país, año y dolarización.

La **Figura 8** ilustra los resultados empíricos, graficando la serie de dummies por período (esto es, el componente común del crecimiento anual) y las mismas sumándole la dummy de dolarización. La figura también incluye el promedio regional realizado y el crecimiento histórico de El Salvador. Como puede apreciarse, el desempeño de El Salvador dolarizado es inferior al de la región tanto para el período de dolarización como en términos temporales (cae en los 2000s en términos relativos al resto).

Si la literatura económica es ambigua sobre los efectos de la dolarización sobre el crecimiento, es más precisa sobre su influencia (nociva) sobre la volatilidad real. ¿Castigó la dolarización a El Salvador con una mayor variabilidad de la tasa de crecimiento? Una simple comparación de la variación en las volatilidades de producto en los 90s y 2000s (esto es, antes y después de la dolarización) siempre con un ojo en los países comparables de la región, ubica a El Salvador justo en el medio de la muestra.

Naturalmente, 10 años es un lapso insuficiente para analizar cuestiones relacionadas con el ciclo de producto. Pero la comparación de la **Figura 8** indicaría que el patrón de crecimiento de El Salvador dolarizado (tanto en su nivel como en su volatilidad) no difiere visiblemente del de sus vecinos.

En resumen

En esta primera sección analizamos, de manera concisa y dependiendo de la disponibilidad de datos, algunas de las variables mencionadas en la literatura económica como beneficiarias o víctimas de la dolarización de jure, a fin de arribar a un veredicto sobre el impacto de ésta en el caso específico de la economía salvadoreña.

Los resultados preliminares no son alentadores: El Salvador no exhibió mejoras relativas en ninguno de los cuatro campos identificados como potenciales beneficiarios: el comercio (particularmente con EEUU), el costo financiero, la inflación o la resistencia al contagio a las crisis foráneas. Por otro lado, el país mostró un patrón de crecimiento estable pero por debajo de la región y declinante, anticipo de los problemas a discutirse en la siguiente sección.

Vale destacar que el hecho de que la dolarización no haya tenido efectos positivos no implica per se que su eliminación no vaya a tener efectos negativos asociados a la disrupción de contratos y a la incertidumbre nominal, tras décadas de fijación cambiaria y eliminación de la moneda nacional. Es sabido que, por diseño, el principal obstáculo para revertir un régimen superfijo no radica en la pérdida de sus beneficios

(cualquiera hayan sido éstos) sino en los costos asociados a la restitución del régimen anterior, sobre los que el trabajo ahonda en la última sección.

Pero antes de esto, pasemos a definir más precisamente la naturaleza del problema de la economía salvadoreña que motiva este trabajo.

2. El problema financiero de la economía salvadoreña

Los problemas macroeconómicos que enfrenta la economía salvadoreña, fruto de los cuales se ha vuelto a disparar el debate sobre la dolarización, pueden resumirse en dos líneas:

- i. **Bajo crecimiento:** Sin dudas, el problema más acuciante, causa principal del deterioro de la confianza y de los indicadores financieros, y posible disparador de un círculo vicioso de altas primas, baja inversión y estancamiento de la actividad económica;
- ii. **Deuda pública creciente y “dolarizada”:** Un reflejo del bajo crecimiento, que también afecta negativamente tanto el resultado fiscal como el denominador tradicional del stock de deuda, los ratios de deuda pública sobre producto han venido en ascenso.

Necesidades financieras y crecimiento

El primer ítem, ilustrado en la sección anterior (**Figura 8**), se confirma con las modestas expectativas de crecimiento futuro que muestran proyecciones oficiales y privadas de las variables macro (**Figura 9**).⁵

El segundo frente, relacionado con la sostenibilidad de la evolución de la deuda, se ilustra en la **Figura 10**, donde se ve claramente la tendencia creciente del cociente de la deuda en los últimos años, asociada a una tasa de crecimiento insosteniblemente baja.

A esto cabría agregar la inminente **re-estimación del PBI**, un problema de niveles que amplifica el impacto del bajo crecimiento en los cocientes de deuda, y que surge de: (i) la re-evaluación del crecimiento, cuya medición parecería haber sido inflada en el curso de la administración anterior; (ii) la actualización de la base de cómputo del producto, postergada por la gestión anterior, y que podría reducir el valor del producto nominal.

⁵ Vale hacer notar que estas proyecciones suelen ser informativas sólo en el corto plazo; para el largo plazo, se suele asumir alguna convergencia a una tasa de largo plazo de difícil estimación, como indica la similitud del crecimiento esperado para la región a más de tres años vista.

Desde el punto de vista de las necesidades de financiamiento de corto plazo – probablemente un concepto más relevante que el tradicional cociente deuda-producto a los fines del acceso a los mercados y la sostenibilidad fiscal– la situación no es especialmente preocupante. Según estimaciones oficiales, **el servicio de deuda de los próximos cinco años** suma en promedio 1.8% del PIB de 2010 por año en concepto de vencimiento, que se eleva a 3.4% si se le agregan intereses.

A esto debería sumársele el **déficit fiscal**, que el FMI estima en 5% del PIB (aproximadamente USD1070 millones) para 2010, y en 4.6% del PIB (USD1017 millones) para 2011. No hay razones inmediatas para suponer que la situación vaya a mejoras a menos que el crecimiento presente mejoras sustantivas.⁶ Ausente el señoreaje y el impuesto inflacionario como recurso de última instancia, la principal fuente de financiamiento del déficit es el sistema de fondos de pensión que, según datos de la Superintendencia de Pensiones de El Salvador, a enero de 2011 invertía el 73% de su cartera de USD5080 millones en instrumentos de entidades públicas, y acumulaban (por diferencia de stocks entre 2009 y 2010, esto es, sumando nuevas contribuciones y renta financiera neta de beneficios abonados) alrededor de USD540 millones en el año. En otras palabras, el flujo de reinversión de los fondos, manteniendo la exposición actual al sector público, aportarían aproximadamente USD400 millones frescos por año, o el 40% de las necesidades fiscales, dejando unos USD600 a financiar con emisión de deuda. En caso de que los flujos marginales se destinaran en un 100% al fisco (acercándose a una virtual re-estatización de los ahorros previsionales), aquellos contribuirían a cubrir la mitad del déficit fiscal primario.⁷

Por otra parte, en una economía dolarizada, el **flujo neto de divisas** está íntimamente ligado a la estabilidad del sistema bancario y de pagos: cualquier corrida hacia el dólar billete genera un dilema entre la utilización de las reservas para convalidar la fuga, o la suspensión de la convertibilidad de parte de los depósitos bancarios. Para poner esto en perspectiva, considérese que la base monetaria (excluyendo el circulante) más los cuasi dineros suman 96% y 374% de las reservas disponibles, respectivamente. Dicho de otro modo, una corrida de depósitos generaría una demanda de dólares en exceso de las reservas de aproximadamente US\$ 7503 millones, o 34.6% del PIB de 2010–aunque, en rigor, es más probable que los depósitos de cuenta corriente y gran parte de los de ahorro, de carácter transaccional, permanezcan en los bancos aun en caso de una corrida, lo que reduciría la demanda de dólares en US\$ 5099, o a un tercio del valor indicado más arriba.

⁶ De hecho, en el caso hipotético de una revisión a la baja del PIB, la presión tributaria subiría automáticamente, lo que posiblemente debilite el apoyo a nuevas subas de impuestos.

⁷ Un ejercicio similar podría hacerse, disponibilidad de datos mediante, con el flujo de liquidez bancaria que se aplica a títulos públicos.

Una demanda adicional de dólares proviene del déficit comercial, que en 2010 alcanzó USD3706 millones (o 17% del PIB), superando los ingresos por remesas (USD3599 millones) y que se estima se deteriore levemente en términos del PIB en los próximos años.

Por todo esto, El Salvador puede enfrentar crecientes temores asociados a la iliquidez o la insolvencia, que conspirarían contra la inversión, la reactivación e incluso la voluntad del FMI de solventar el bache financiero, en una suerte de profecía autocumplida que requiere acciones preventivas. De hecho, el mercado ya ha comenzado a discriminar y castigar al país elevando en términos relativos la prima de riesgo requerida para financiar su deuda (**Figura 11**), aunque las deprimidas tasas internacionales y el exceso de liquidez global estarían atenuando esta restricción por el momento.

En virtud de todo lo anterior, cabe preguntarse si una mala noticia crediticia o una sorpresa negativa de la revisión del PIB pueden detonar una situación de stress financiero que hoy, a primera vista, parece lejana.

¿Cómo se componen estas obligaciones en el corto plazo, y cuál debería ser el tamaño de un paquete de asistencia financiera que cubriera los próximos 3 a 5 años, en caso de ser necesario para disipar dudas e inducir un mejor acceso al mercado de capitales?

La **Figura 12** esboza una respuesta esquemática a esta pregunta, acumulando los flujos de vencimientos e intereses de la deuda pública y el déficit fiscal primario, según estimaciones oficiales, bajo dos supuestos: (i) aplicando las proyecciones oficiales de crecimiento al PIB reportado para 2010, y (ii) haciendo lo mismo a un nivel de PIB 20% menor (simulando de este modo un resultado extremo de la revisión de las cuentas nacionales).

La figura anterior, sin embargo, exagera en parte el problema al asumir la ausencia total de refinanciación por parte de los acreedores del El Salvador. Aun en una situación de crisis, es improbable que el gobierno enfrente toda esta demanda de divisas, ya que muchas de estas obligaciones son con acreedores oficiales o domésticos más propensos a refinanciar que a reducir drásticamente la exposición. En la práctica, es probable los inversores institucionales residentes (bancos, aseguradoras y fondos de pensión) muestren una menor predisposición a fugar sus ahorros fuera del país (entre otros motivos, por límites vigentes a la posición externa) o a convertir estos ahorros en dólares billete a costa de realizar pérdidas. Por lo tanto, es lícito asumir que la deuda hoy en manos de estos tenedores probablemente sea refinanciada (a una tasa menor a la imperante en una corrida, dadas las barreras mencionadas). Del mismo modo, es de

esperar la refinanciación total de las deudas que el país mantiene con organismos internacionales y prestamistas oficiales bilaterales.

La **Figura 13** reproduce el monto en dólares del total de obligaciones de deuda pública distinguiendo esta vez entre el Banco Central de Reserva, tenedores oficiales (multi y bilaterales), acreedores institucionales domiciliados en el país (bancos locales, fondos de pensión), y no residentes.⁸ Según estimaciones oficiales, del más de 30% del PIB en obligaciones acumuladas en los próximos cinco años, sólo un cuarto está en manos de acreedores privados no residentes, por un total de USD1300 millones. En otras palabras, asumiendo que bancos, fondos, multilaterales y gobiernos mantienen su exposición absoluta al país, El Salvador necesitaría una inyección de fondos equivalente a **6% del PIB** de 2010 (o la mitad del stock actual de reservas internacionales, o cinco veces la cuota de El Salvador en el FMI) para repagar por completo la deuda con acreedores extranjeros.

En suma, un blindaje financiero requerido ascendería a USD1300 millones (asumiendo refinanciamiento de capital e intereses, o reestructuración de acreedores oficiales y domésticos), equivalente a cinco veces la cuota del FMI (aún dentro del modelo de diez veces la cuota ensayado por el FMI en la última crisis), más lo necesario para cubrir el déficit neto del financiamiento provisto a través de bancos y fondos. En otras palabras, si el gobierno sabe comunicar claramente la situación de su balance y activa las salvaguardas que hoy se encuentran disponibles, difícilmente un stress financiero pueda derivar en corrida sistémica.

3. ¿Desdolarización?

La preocupación por el desempeño económico ha revivido el debate sobre la dolarización, tanto hacia atrás (beneficios y costos) como hacia adelante: la desdolarización como una posible solución del problema del crecimiento y el déficit fiscal. Aquí vale distinguir dos aspectos relacionados pero distintos del debate: por un lado, el rol (presuntamente negativo) de la dolarización en el desempeño económico reciente; por el otro (independientemente de si la dolarización representa o no una traba al crecimiento), el tipo de cambio consistente con las variables fundamentales del país, que evite desequilibrios fiscales y externos, y disuada posibles corridas.

Aquí es esencial no perder de vista que la dolarización, por construcción, implica una asimetría entre la entrada y la salida: aun si se concede que su implementación pudo

⁸ Sólo el 0.5% del total de deuda (USD47 millones) figura en manos de inversores domésticos no institucionales.

haber deparado costos que superaron sus beneficios, esto no implica que desandar ese camino sea la elección óptima, ya que una de las “virtudes” de la dolarización, la característica que la hace creíble, es precisamente la existencia de grandes costos de salida. La dolarización oficial, en la medida en que elimina la moneda local en todas sus funciones, equivale a quemar las naves de la política monetaria autónoma.⁹

Esta sección discute éstos aspectos en tres pasos: (i) ¿qué paliativos existen para subsanar los crecientes desequilibrios sin recurrir a la desdolarización?; (ii) ¿qué costos de corto plazo se enfrentan al avanzar en la dirección de la desdolarización en sus distintas variantes, y qué se gana o pierde (tras el inevitable costo de corto plazo) en cada caso?

Paliativos

¿Cómo paliar el problema de crecimiento que amenaza con deteriorar la solvencia del país y su acceso a los mercados financieros? La primera alternativa es, naturalmente, una estrategia de desarrollo que elimine cuellos de botella, y genere la inversión y los insumos necesarios para profundizar los sectores más dinámicos. Sin embargo, si bien ésta es la respuesta lógica de política independientemente de la estrategia financiera, la misma suele ser resultado incierto y de largo plazo, con escaso impacto en los próximos cinco años, donde se centran las mayores incertidumbres.¹⁰

En el ínterin, **si el estancamiento del producto estuviera ligado a la declinante competitividad de El Salvador**, son varias las opciones que se presentan como alternativas. La primera, crecientemente denominada de “devaluación interna”, consiste en tolerar una deflación de precios y salarios impulsada por una contracción del producto, por ejemplo, a partir de un ajuste fiscal, o de la imposición directa de recortes salariales. Si bien se trata del tradicional ajuste de precios relativos en regímenes de tipo de cambio fijo, los ejemplos no abundan, probablemente por ser políticamente impopular y costoso.

Casos útiles para el análisis son Argentina en 2000-2001 y Letonia en 2008-2010. En el primer caso, a la deflación propia de una recesión que comenzó en 1999 y que llegó a una tasa de contracción del PIB de dos dígitos hacia el cuarto trimestre de 2001, se le sumó un intento de reducción endógena de salarios públicos que, bajo el lema del “déficit cero” determinaba los recortes de modo tal de balancear las cuentas públicas

⁹ En cambio, una caja de conversión, al preservar la moneda local como medio de pago y, en muchos casos, unidad de cuenta, facilita una salida que, de todos modos, muy costosa.

¹⁰ En otras palabras, las medidas mencionadas a continuación deben verse como complementos de corto plazo a la confección de un plan de desarrollo para atacar el problema del bajo crecimiento, antes que como un sustituto de éste.

mes a mes –recorte que fue altamente resistido por la población, y que comenzó con un 13% pero que nunca fue implementado en su totalidad y, tiempo después del colapso de la caja de conversión, fue revertido tras un fallo judicial adverso. Letonia, en cambio, acumuló en poco menos de dos años una caída del producto de más del 20% y otro tanto de reducción de costos salariales (**Figura 14**), antes de comenzar a recuperar el nivel de actividad –y su acceso a los mercados: la nota de crédito del país fue elevada recientemente y continúa con prospecto positivo. Los recientes casos de Grecia y España, que incluyeron sendos recortes en los salarios nominales de empleados públicos, podrían considerarse casos intermedios, en la medida en que los ajustes fueron mucho menores a los ensayados en Argentina y Letonia y que, a diferencia de esta última, enfrentaron un importante resistencia pública, en línea con el desarrollo relativo de sus organizaciones sindicales.

En otras palabras, Argentina y Letonia representarían el caso fallido y el exitoso de este camino hacia el cambio de precios relativos si depreciación nominal. Esquemáticamente, la diferencia en el resultado final podría atribuirse a la mayor flexibilidad laboral en economías ex soviéticas sin un poder sindical organizado (con influencia que, en Argentina, se refleja en decisiones legislativas y judiciales), y un apoyo enfático por parte de la Unión Europea (incluyendo a través de la participación de un renuente FMI). Esto último es esencial ya que la devaluación interna, al reducir los ingresos en dólares, no resuelve sino que profundiza la dinámica negativa de la deuda en el corto plazo (la célebre deflación de deuda), y requiere por ende un blindaje financiero.

Una alternativa que también apunta en la misma dirección es la devaluación fiscal defendida, para el caso argentino, por Guillermo Calvo entre otros, y ensayada en 2001 por el entonces Ministro de Economía Domingo Cavallo. Esto es, un cambio en los precios relativo efectivo mediando el uso de impuestos a las importaciones y subsidios a las exportaciones (una variante del régimen cambiario dual popular en los años 70 y 70 en alguna economías emergentes). Sin embargo, parecería haber poco margen de maniobra para avanzar en este camino sin violentar las reglas del comercio internacional. Por otro lado, en ausencia de moneda propia, un esquema de tipo de cambio dual sería inaplicable.

Una tercera salida al problema del bajo crecimiento con deterioro de los ratios de deuda consiste en atacar el numerador: una tradicional re-estructuración o reperfilamiento de pasivos, asistida por algún paquete del FMI, sin introducción de una nueva moneda, como en Uruguay 2002 o Jamaica 2010, o como se espera sea el desenlace de la crisis de deuda en Grecia.

Vale mencionar tres puntos para el caso puntual de El Salvador. Primero, una restructuración ordenada (sin una declaración explícita de default) atenúa pero no elimina el costo en términos de una potencial corrida bancaria o de stress financiero, en particular si los activos públicos en cartera de los bancos son tratados *pari passu* con los acreedores extranjeros. Por este motivo, las crisis financieras suelen preceder (anticipar) a las restructuraciones, que de este modo simplemente validan expectativas sin grandes efectos adicionales. Por el mismo motivo, una restructuración no anticipada desencadenaría un stress financiero con consecuencias negativas sobre la economía real. En otras palabras, es difícil concebir una restructuración civilizada que descomprima la situación financiera (esto es, imponga una quita en valor presente a los acreedores privados) sin grandes costos macroeconómicos inmediatos.

Por otro lado, dado que gran parte de la deuda es con prestamistas oficiales (exentos de un posible canje) y acreedores internos (fondos de pensión y bancos), es probable que dicha quita sólo pueda ser aplicada sobre una porción pequeña de acreedores privados.

Por último, en El Salvador el problema es de crecimiento y no de sobreendeudamiento; de hecho, la deuda no parecería haber jugado un rol en la performance económica, por lo que resolver el problema financiero (a un costo no menor) sin resolver el problema cambiario (asumiendo que éste sí juega un rol en el crecimiento) equivaldría sólo a ganar tiempo.

Variantes de la desdolarización

La adopción de una moneda más fuerte (la "dolarización") no es difícil ni particularmente inusual. Introducir una moneda nacional nueva, más débil, para sustituir a una más fuerte en tiempos de dificultades financieras es una cuestión totalmente diferente, de la que la mayoría de los economistas sabe poco. El experimento más cercano en este sentido es probablemente la salida de Argentina de su caja de conversión con el dólar en 2002 a un régimen flotante que deprecia el peso en un 300% en los primeros seis meses. Pero aun en este caso existen diferencias de peso que inhiben una comparación directa.

En todo caso, para analizar un escenario de desdolarización para el que no existen referencias históricas relevantes vale la pena distinguir entre dos versiones alternativas de la desdolarización: (i) **desdolarización en el margen**, que involucra la introducción de una moneda nacional como medio de pago (idealmente, como única moneda de curso legal), que conviva con el dólar como unidad de cuenta y reserva de valor, posibilitando la flexibilidad de precios y salarios, pero preservando la denominación de contratos de largo plazo con el fin de mitigar corridas y desintermediación, y atenuar el

costo legal y político de la transición; y (ii) **desdolarización total**, incluyendo la redenominación forzada de todos los contratos dolarizados bajo ley doméstica.

Desdolarización en el margen

La versión más simple y menos conflictiva de la desdolarización implica la introducción de una nueva moneda nacional, preservando la denominación de una parte de los contratos existentes –fundamentalmente, los contratos financieros– a fin de evitar una corrida bancaria al dólar billete que, con una cobertura de reservas de 31% del M2, el banco central estaría muy lejos de honrar sin una “pesificación” forzada.

Esta moneda nacional flotaría frente al dólar y tendría privilegios de curso legal, de modo de inducir una demanda natural. Por ejemplo, sería la única moneda aceptada en transacciones con el sector público, y la única unidad de cuenta de contratos futuros. Asimismo, para maximizar su efecto sobre la flexibilidad de precios relativos, podría imponerse como unidad de denominación de contratos no financieros (salarios, alquileres).

Algunos observadores han sugerido una variante de esta estrategia en referencia a la crisis griega, basado en el precedente de la Argentina, en la que a mediados de 2001 comenzaron a emitirse “cuasi monedas” (bonos de baja denominación en pesos convertibles aceptados como medio de pago), violando el cerrojo de la caja de conversión. En este sentido, se planteó que Grecia podría introducir su propia moneda débil para denominar los salarios y precios seleccionados, evitando de este modo abandonar el euro.

Sin embargo, esta analogía pasa por alto dos aspectos esenciales. En primer lugar, las cuasi monedas argentinas fueron concebidas para satisfacer las necesidades fiscales y no como mecanismo de devaluación encubierta, por lo que el valor secundario de estos, en pesos convertibles al dólar, se mantuvo cerca de la paridad.¹¹ En segundo lugar, debido a que la caja de conversión nunca eliminó el peso como el principal medio de pago y unidad de cuenta, preservó la demanda transaccional por moneda nacional. De ahí que el circulante haya crecido en términos reales mientras la moneda se depreciaba

¹¹ En Argentina, el recurso a la impresión de cuasi monedas relajó las restricciones de liquidez que son el mecanismo de ajuste automático de una caja de conversión en un escenario de corrida. Pero al ser aceptadas a la par para el pago de impuestos (y, merced a acuerdos impulsados por el gobierno, por algunos negocios minoristas como grandes supermercados), junto con la convertibilidad del peso en que fueron denominados, limitó la flexibilidad nominal que podría lograrse a través de su uso a un descuento en el mercado secundario que nunca superó el 10 por ciento.

drásticamente en el primer semestre de 2002. Por el contrario, El Salvador tendría que promover la demanda para su nueva moneda allí donde no existe, un proceso sin duda más lento e incierto.

La lógica de la pesificación en el margen refleja la distinción entre (i) el uso de la moneda como reserva de valor (algo que un nuevo peso destinado por diseño a depreciarse frente al dólar difícilmente ofrezca: de ahí el riesgo de que la desdolarización de instrumentos financieros genere una corrida), y (ii) (dependiendo del privilegio otorgado al nuevo peso como medio legal) como medio de pago (por ejemplo, de salarios bancarizados e impuestos) y, en menor medida, como unidad de cuenta (si bien los ítems de alto valor seguirán cotizando en dólares convertidos a pesos, la experiencia de la obligación de reportar precios en la moneda local en países como Perú o Bolivia demuestra que esto tiende a desdolarizar las transacciones).

¿Cómo proceder en la práctica? Más allá de las dificultades técnicas en generar una demanda genuina por la nueva moneda, aun si esta estrategia tiene éxito conlleva riesgos que no pueden perderse de vista.

Un primer aspecto a considerar es si es posible introducir de jure una nueva moneda (o reiniciar la emisión de la vieja) sin necesidad de revocar o modificar leyes en vigencia, o aprobar nuevas leyes. El dato no es menor, habida cuenta que uno de los ángulos más delicados en este proceso es el manejo de la anticipación y la expectativa: cambios drásticos en el régimen monetario, como en cualquier situación de stress financiero, requieren movimientos rápidos y certeros a fin de no derivar en evitar pánicos, precisamente lo que este camino intermedio a la desdolarización pretende evitar.¹²

Un segundo aspecto de importancia práctica es el alcance de la redenominación de contratos. Si la nueva moneda local no preserva su paridad con el dólar (condición sine qua non para instrumentar un cambio de precios relativos), es de esperar que su renuente aceptación alimente una rápida depreciación en función de las expectativas de emisión y las funciones para las que sea medio único de pago legal. A su vez, una drástica depreciación hace más difícil su aceptación por proveedores o empleados públicos, lo que requeriría aumentos compensatorios que se traducirían en inflación.¹³

¹² En este sentido, la comunicación es esencial. En Argentina, ante la prolongada incertidumbre, el público comenzó a retirar sus depósitos casi un año antes de la salida de la caja de conversión, alimentando la fuga de capitales y las presiones del mercado para abandonar la paridad con el dólar.

¹³ Por ejemplo, si la nueva moneda pierde un 1% de su valor contra el dólar en el primer mes de cotización, es probable que los empleados públicos absorban el ajuste; si la moneda pierde un 10% de su valor, en cambio, es de esperar que los empleados públicos demanden inmediatamente un aumento de salarios.

Un tercer aspecto es el redistributivo. Como se dijo, la necesidad de desplazar al dólar en las transacciones comerciales requiere la redenominación forzosa de los precios, salarios y, en última instancia, contratos no financieros, lo que puede crear graves perturbaciones, debido a los efectos asimétricos que esta redenominación puede tener en los balances de las personas y empresas afectadas, y su enorme impacto redistributivo. Por ejemplo, un deudor que le debe al banco en dólares y cobra su salario o sus ventas en la nueva moneda devaluada, verá disminuida su capacidad de pago y demandará ser compensado. Y, si efectivamente es compensado por el estado, esto implicará una transferencia inequitativa de toda la población a los sectores sociales altos que son los que suelen asumir deudas bancarias. El manejo de estas transferencias, inevitables en tiempos de crisis, es muy delicado en tiempos normales donde es más difícil imponer una condición de excepcionalidad.

Por otro lado, la pesificación al margen implica no sólo una devaluación de precios y salarios sino también de los ingresos fiscales, agravando el problema financiero del gobierno (que ya vería sus recursos afectados por las demandas de un seguro de cambio de los deudores para responder a sus propias obligaciones dolarizadas). Así, el producto bruto (y la recaudación fiscal) en dólares disminuiría inmediatamente. Por lo tanto, aún este camino intermedio requeriría de un blindaje financiero y, en el peor de los casos, de una reestructuración de la deuda soberana.

Por último, a la luz de las consideraciones anteriores, es evidente que, aun en el caso en que el gobierno sea exitoso en la comunicación de estas medidas, las características únicas de las mismas y la incertidumbre natural sobre sus resultados podrían disparar una corrida preventiva. Por ejemplo, un posible fracaso del paquete generaría expectativas de una profundización de la desdolarización mediante una conversión forzada de los contratos financieros, lo que generaría quebrantos en los bancos e incentivos a un congelamiento o pesificación de depósitos. En otras palabras, a pesar de sus ventajas teóricas, existe una probabilidad no menor de que la pesificación al margen precipite en la práctica una corrida bancaria que requiera de una suspensión temporaria de la convertibilidad de los depósitos.

Desdolarización total

La desdolarización total involucra, lisa y llanamente, el reemplazo del dólar por una nueva moneda nacional como único medio legal. En particular, en relación a la desdolarización al margen, implica la pesificación de los contratos financieros nacionales, a fin de eliminar de cuajo el efecto balance referido anteriormente. De este modo, tanto acreedores como deudores en dólares en los mercados domésticos verían sus activos redenominados a una nueva moneda nacional que flotaría en relación al

dólar. Por otro lado, como contrapartida, implica la creación instantánea de una masa de ahorro previamente dolarizado y propenso a redolarizarse. Precisamente este tradeoff entre efecto balance y corrida hacia el dólar es el aspecto principal que distingue esta alternativa de la anterior.

En rigor, la dolarización elimina al dólar bancario (el cuasi dinero en dólares), generando una demanda por dólar billete como paso previo para su traslado al exterior o al colchón –en todo caso, un incremento de activos externos netos equivalente a una fuga de capitales con consecuencias adversas para la estabilidad bancaria y, en caso en que se permitan los retiros, para el overshooting cambiario. En este contexto, la conversión a una unidad indexada a la inflación ayuda sólo marginalmente, ya que es de esperar una apreciación real importante, el objetivo último de la introducción de la nueva moneda.¹⁴

En suma, una conversión forzada casi inevitablemente disparará una corrida bancaria, la que, en ausencia de los dólares necesarios, requerirá algún mecanismo de **suspensión de convertibilidad de los depósitos**, ya sea a través de la quiebra de las entidades (costosa e improbable alternativa) o mediante el congelamiento, reprogramación y potencial titularización de depósitos, con la salvedad de exceptuar los dineros transaccionales (cuentas corrientes y cajas de ahorra) necesarios para el funcionamiento de la economía y el sistema de pagos.

Del mismo modo, es de esperar que la crisis de liquidez asociada a la corrida lleve a los ahorrista locales a desprenderse de activos no bancarios en busca de la moneda extranjera, deprimiendo el valor de aquellos (agravando el efecto balance por deterioro del valor del colateral), **reduciendo la velocidad del dinero** (en la medida en que el dólar billete cotiza con una prima de liquidez) y alimentando aún más la presión sobre el tipo de cambio o sobre las reservas, dependiendo de cómo el gobierno decida manejar la esperada depreciación de la nueva moneda –razón por la cuál es casi inevitable la imposición de **controles a la salida de capitales**. Un aspecto importante de la caída de la velocidad de circulación es su impacto en los ingresos de los trabajadores informales, que suelen percibir sus ingresos en efectivo, un dato que contribuiría a la naturaleza regresiva del proceso de desdolarización.

¹⁴Argentina ofrece nuevamente un ejemplo, ya que a pesar de que la conversión de depósitos se realizó a una unidad indexada al IPC, el CER, esto no detuvo la corrida. Del mismo modo, a fin de mitigar la quita asociada a la conversión al peso, ésta se hizo a un tipo de cambio de 1.4 pesos por dólar, tomando en cuenta que se esperaba que el tipo de cambio real de equilibrio se corrigiera en un 40%. Previsiblemente, esta concesión sólo incremento en valor la masa de cuasidineros dispuesta a correr contra al peso.

Un punto no menor es el **tratamiento de los contratos con jurisdicción extranjera**, que no pueden ser pesificados de jure por el gobierno nacional. En el caso de Argentina, el camino fue una combinación de default soberano y controles a la salida de capitales que inhibieron a los privados de honrar sus obligaciones externas, y propiciaron en muchos casos reestructuraciones de deuda corporativa. En otras palabras, si la conversión de moneda de los contratos locales fueron un default de facto, los contratos internacionales fueron incumplidos de jure. El caso de El Salvador es algo más complejo porque, como se señaló, las deudas internacionales con acreedores privados representan una parte relativamente menor de estas obligaciones y podrían ser honradas en tiempo con la ayuda de un paquete financiero externo que ofreciera fondos frescos. No contamos con datos completos de la deuda privada internacional, pero evidencia parcial indicaría que son sumas menores en relación a las deudas públicas. La excepción, nuevamente, son los bancos comerciales, que enfrentaría un quebranto por la diferencia de cambio asociada a sus deudas en el exterior.¹⁵

Las complicaciones de una dolarización total no terminan ahí. A diferencia del caso argentino, la introducción de una nueva moneda para transacciones bancarias implica la creación de una cámara de compensaciones en pesos en un contexto de riesgo de contraparte creciente (por los efectos balance de los bancos asociados a la conversión imperfecta de activos mencionada en el párrafo anterior), un esfuerzo con complejidades técnicas no menores. En este sentido, no hay que perder de vista el impacto adverso masivo que problemas de liquidez asociados a inconvenientes en el sistema de pagos pueden generar en la economía real.

En suma, una desdolarización de jure enfrentaría a las autoridades a la necesidad de pesificar contratos, imponer fuertes restricciones a las operaciones de la banca comercial (en particular, congelando depósitos a plazo), introducir controles de capital y cambiarios y, posiblemente, reestructurar la deuda externa o recurrir a un paquete de rescate al estilo de los que proliferaron durante la crisis global.

Así, si bien la adopción de una moneda más débil se basa en la necesidad de recuperar la competitividad y mejorar el balance externo y, por este canal, revitalizar una economía estancada, en el corto plazo, dado la gran incertidumbre del cambio régimen y la pérdida de acceso a los mercados de capitales esperable tras la pesificación de contratos, el efecto bien podría ser el opuesto: un período de caída de la inversión y crecimiento negativo, hasta tanto las variables nominales encuentren su punto de equilibrio.

¹⁵En el caso argentino, se optó por compensar este déficit mediante un título público dolarizado, un camino equivalente a otorgar un seguro de cambio selectivo, a expensas del fisco.

4. Resumen y conclusiones

El presente estudio no pretende entregar recomendaciones taxativas en una u otra dirección, sino ser material de soporte para un debate que sólo puede darse con la mayor cautela y al interior del gobierno salvadoreño. Es con este criterio que este estudio especula sobre el escenario financiero de corto plazo para El Salvador, y expone los pros y contras de algunas respuestas actualmente bajo discusión.

Es importante destacar que, si bien la evidencia no valida las expectativas puestas originalmente en la dolarización de jure, en términos de profundización del comercio y el financiamiento, como insumo para un mayor crecimiento económico, esto no implica que si reversión no tenga costos. Por el contrario, en su naturaleza misma, la dolarización basa su credibilidad en su irreversibilidad (esto es, en sus altos costos de salida). Estos costos, como resumimos en la sección anterior, probablemente involucren la intervención de contratos financieros, el default de la deuda externa, una inflación de difícil contención, y la necesidad de limitar una corrida bancario mediante el congelamiento de depósitos.

Asimismo, aun en caso en el que una crisis financiera pueda evitarse merced a una buena gestión de gobierno y un paquete de ayuda internacional, la desdolarización tendrá en lo inmediato efectos adversos en lo económico. Así, si bien la desdolarización puede evitar un largo letargo de bajo crecimiento y perfil de deuda en deterioro constante, adelanta estos costos al presente inmediato. En este contexto, vale la pena explorar avenidas alternativas para instrumentar una rebaja de los costos en dólares (desde una cruda reducción salarial hasta un sistema de impuestos y subsidios al comercio exterior), a mitad de camino entre el status quo y la reversión parcial o total de la dolarización.

Tabla 1. Dolarización y comercio bilateral (1990-2009)

	1	2	3	4
Dolarización	1.657*** (0.126)	2.057*** (0.163)	0.205 (0.188)	0.0216 (0.147)
Dolarización (ES- EEUU)		-0.399* (0.206)	-0.399* (0.206)	-0.440*** (0.170)
2001-2009			1.852*** (0.0940)	0.455*** (0.121)
Log($PIB_{it} * PIB_{jt}$)				0.797*** (0.0495)
Constante	4.089*** (0.0539)	3.935*** (0.0549)	3.521*** (0.0543)	-0.876*** (0.282)
Observaciones	603	603	603	603
R ²	0.826	0.848	0.903	0.933

Nota: Errores robustos en paréntesis. *, ** y *** reportan significancia estadística al 10, 5 y 1 por ciento respectivamente. Fuente: WDI World Bank, Direction of Trade Statistics.

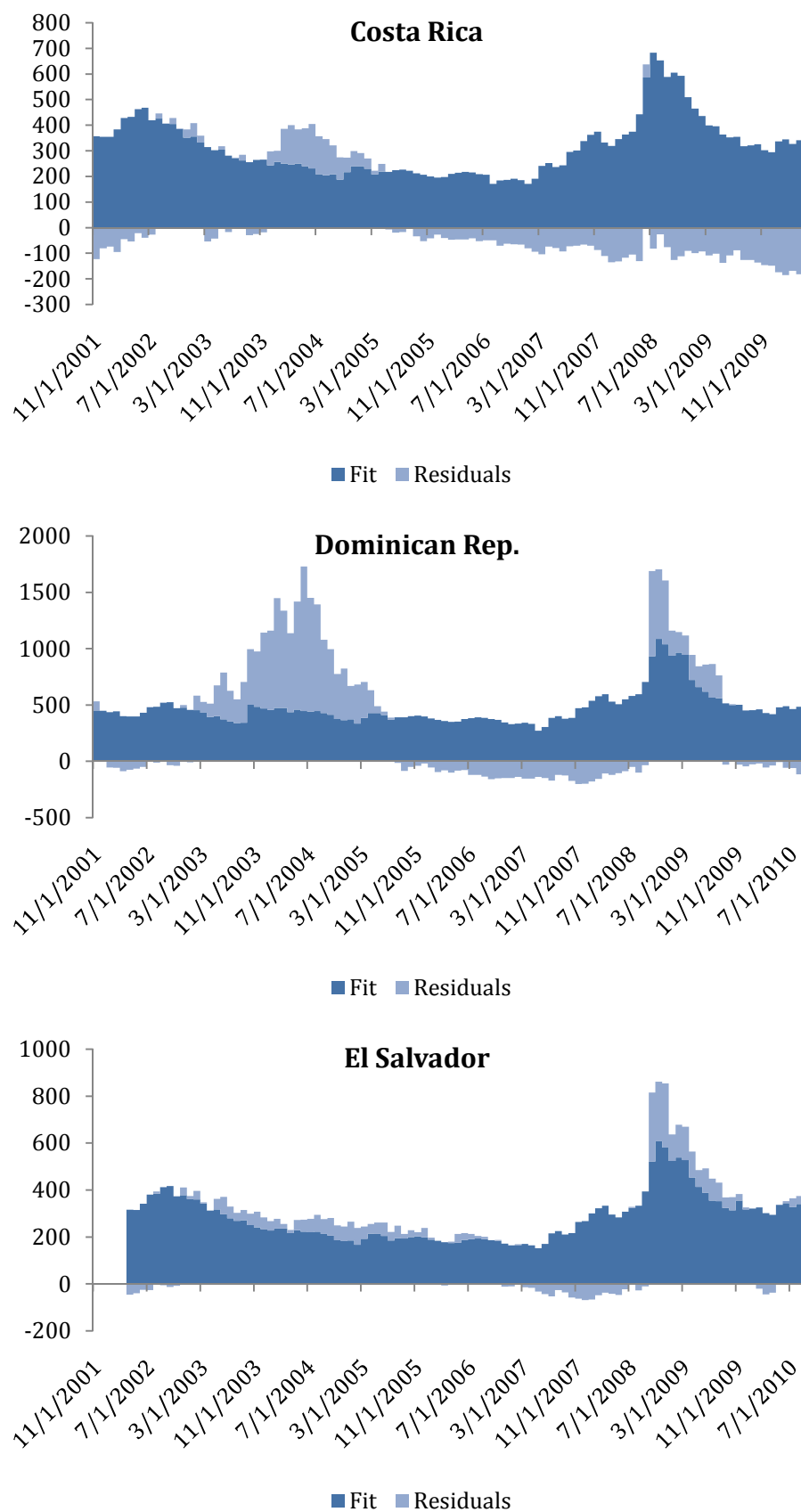
Tabla 2. Dolarización y prima de riesgo soberana

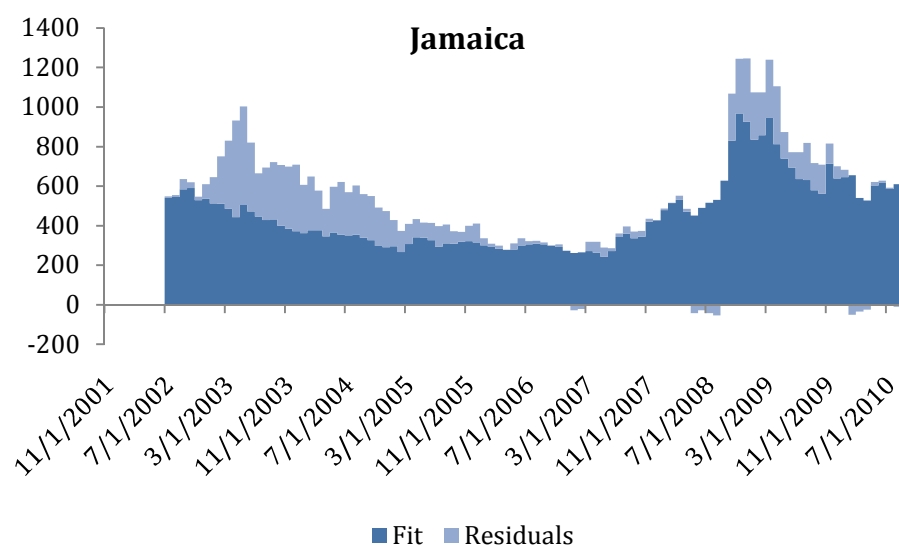
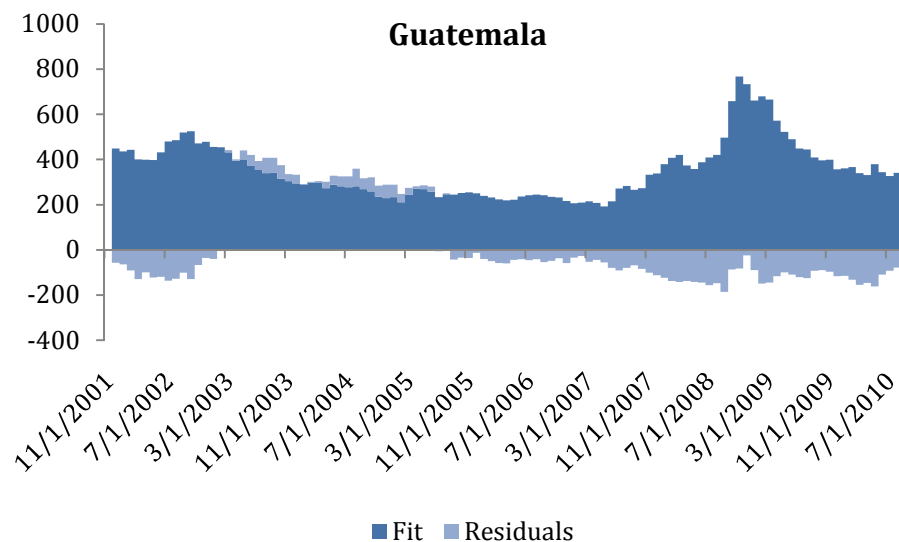
$$Ecuación: \text{Log}(\text{spread}_{it}) = a + b \text{log}(\text{rating}_{it}) + c \text{log}(\text{high yield spread}_t) + \epsilon_{it},$$

	Rating	Log (high yield spread)	Constante	Observaciones	R ²
Log (spread)	0.271*** (0.0544)	0.739*** (0.0290)	-0.425 (0.361)	414	0.626

Nota: Errores robustos en paréntesis. *, ** y *** reportan significancia estadística al 10, 5 y 1 por ciento respectivamente. Fuente: GEMWorld Bank, Bloomberg.

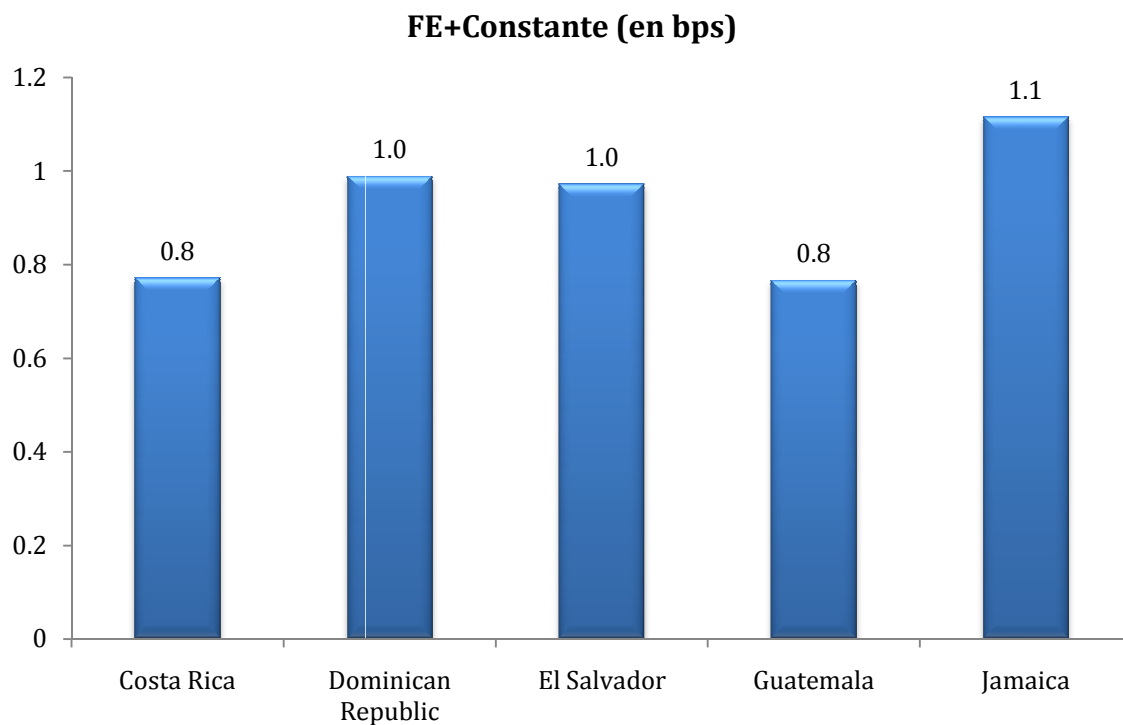
Figura 1. Modelo de spreads: Proyección y residuos (en bps)





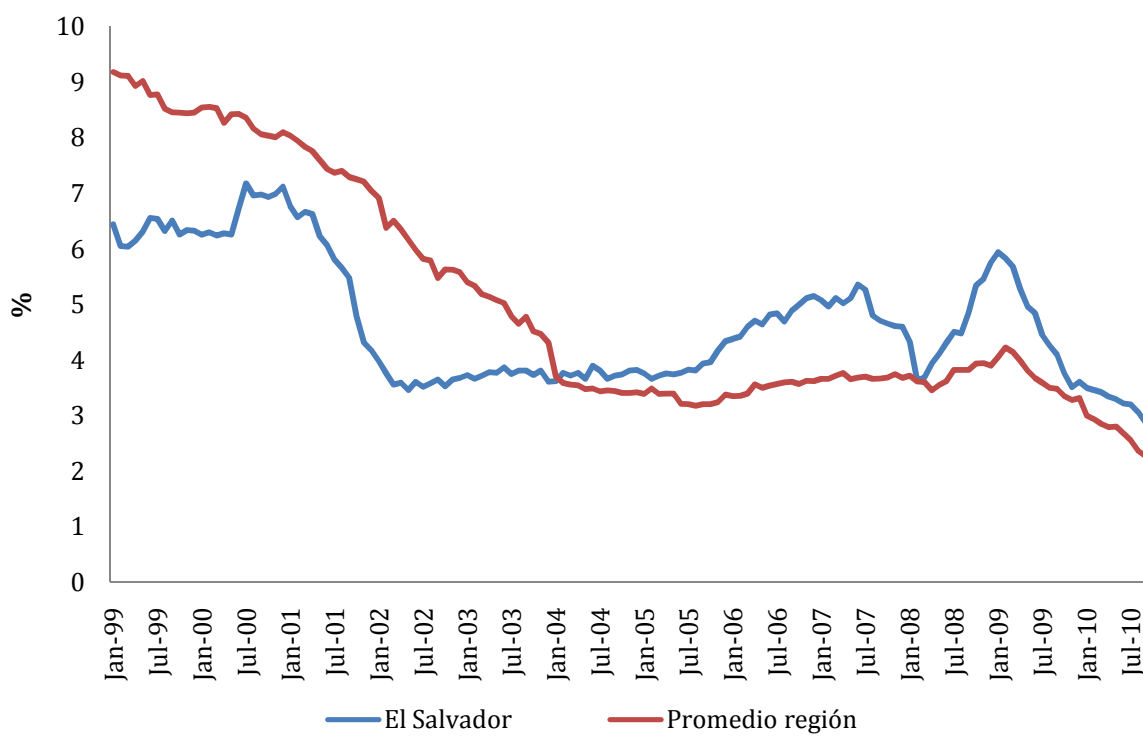
Nota: La figura muestra las proyecciones (fit) y los residuos del modelo de spreads reportado en la tabla 2. Fuente: GEM World Bank, Bloomberg.

Figura 2. Niveles de spreads después de dolarización



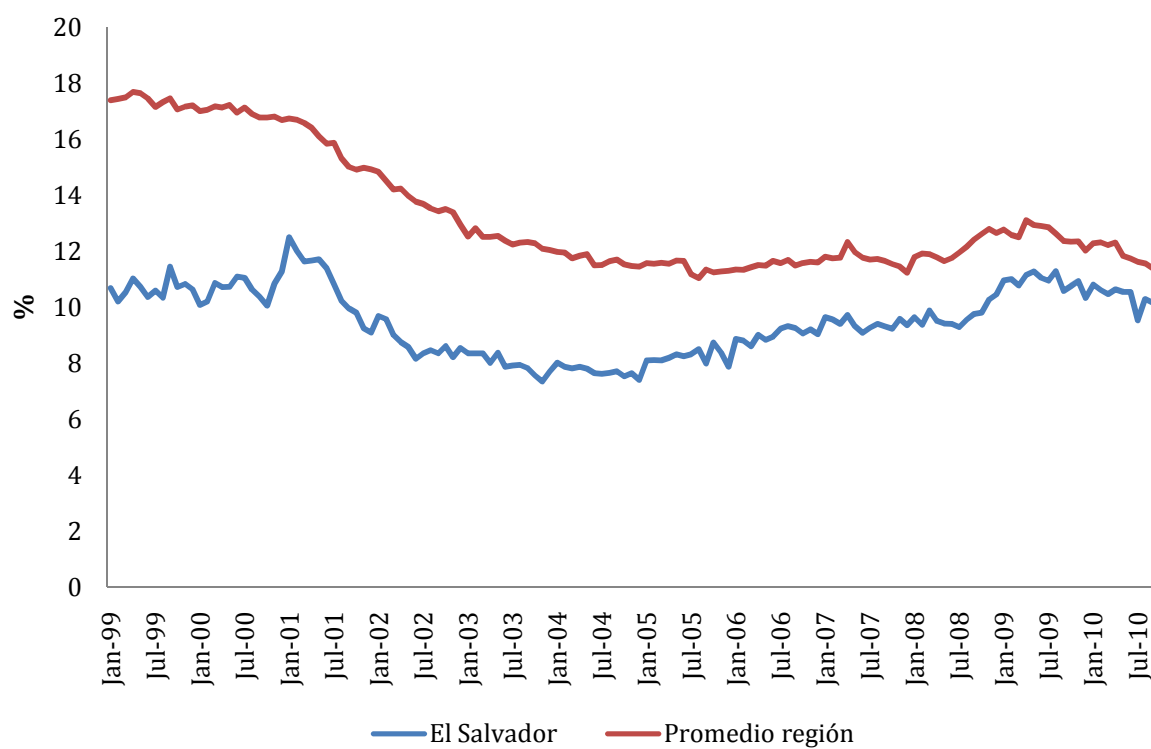
Nota: La figura muestra el valor de los efectos fijos por país más la constante del modelo de spreads presentado en la Tabla 2. Fuente: GEM World Bank, Bloomberg.

Figura 3. Tasa pasiva: El Salvador vs resto de la región



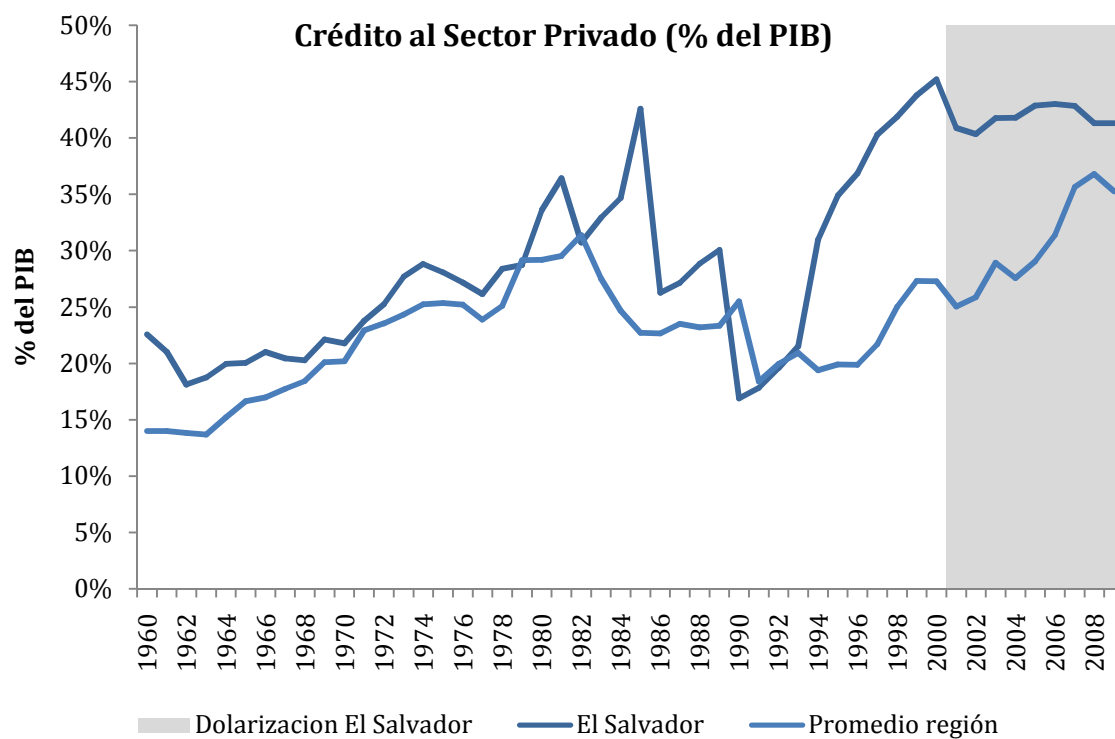
Nota: La figura muestra la tasa de depósitos de El Salvador y del promedio de países de la región. El promedio región incluye Costa Rica, Jamaica, Honduras y Nicaragua. Fuente: Bancos centrales y oficinas de estadísticas nacionales.

Figura 4. Tasa activa: El Salvador vs. Resto de la región



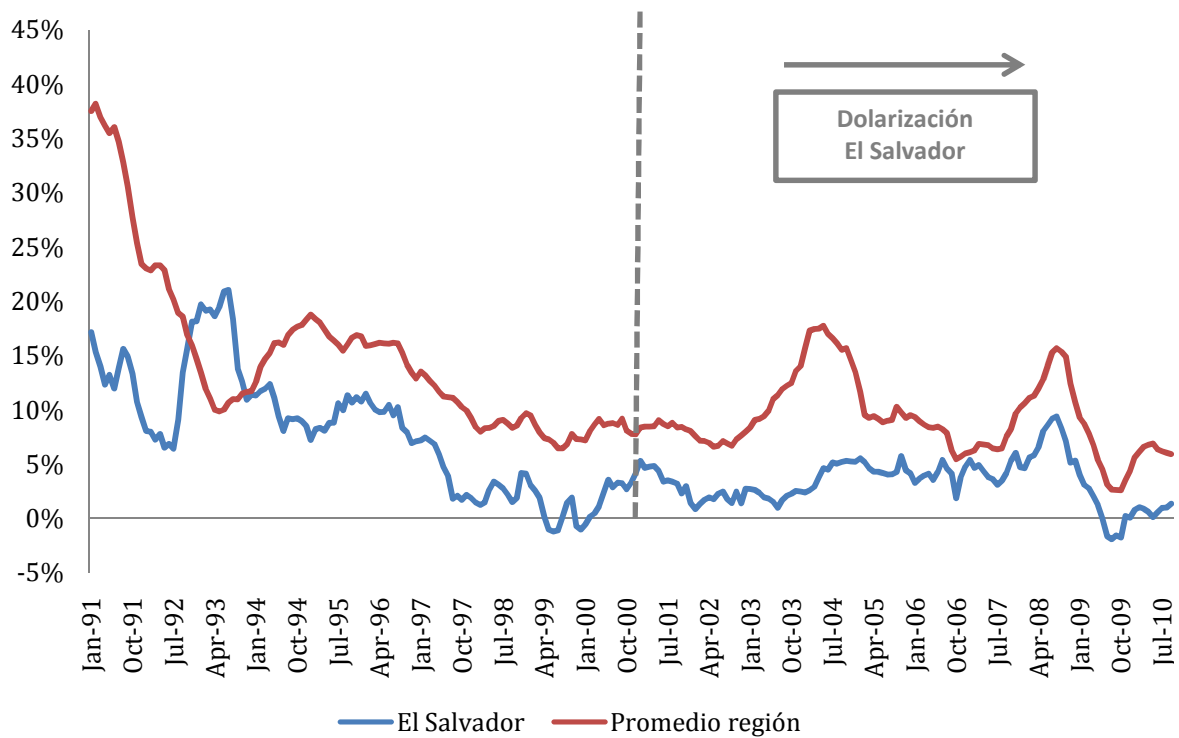
Nota: La figura muestra la tasa activa de El Salvador comparado al promedio de otros países de la región. El promedio región incluye Costa Rica, Guatemala, Jamaica, Honduras y Nicaragua. Fuente: Bancos centrales y oficinas de estadísticas nacionales.

Figura 5. Profundidad del sector financiero



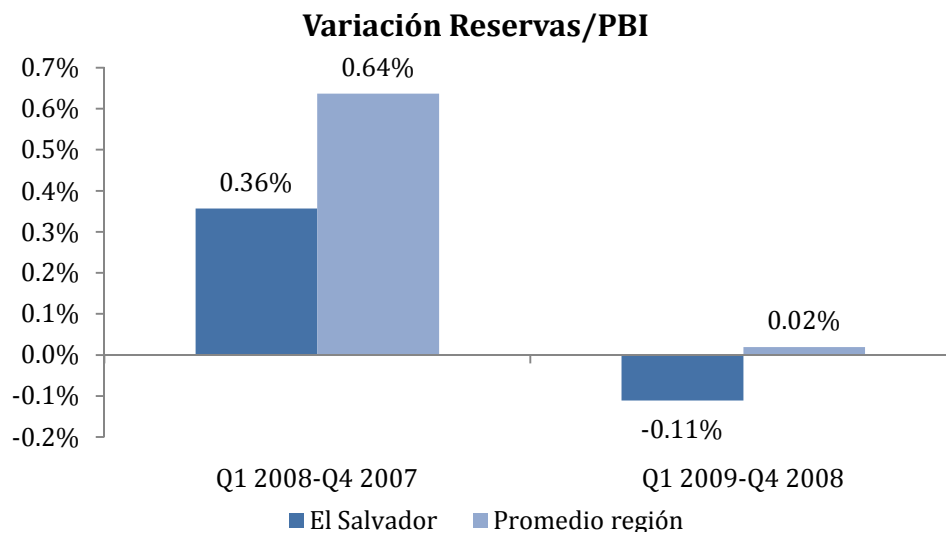
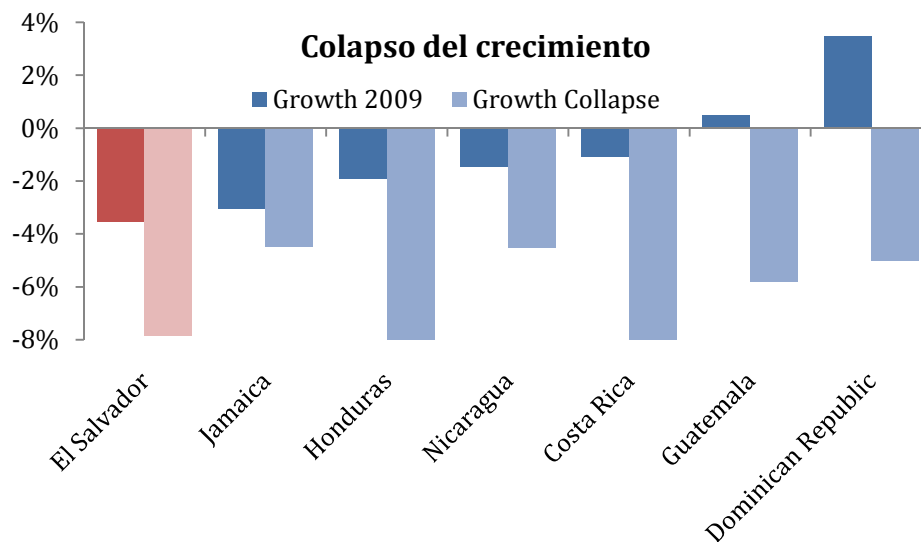
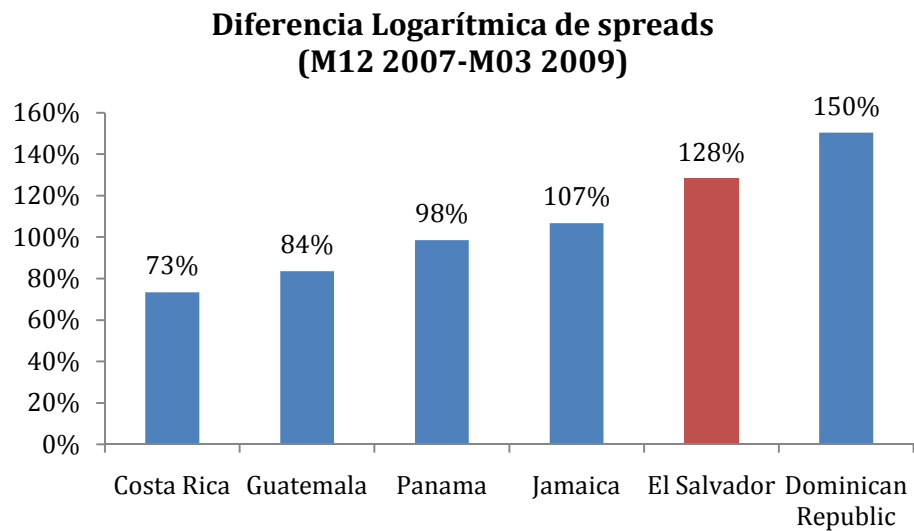
Nota: La figura muestra el crédito de bancos y financieras al sector privado de El Salvador comparado al promedio de otros países de la región. El promedio región incluye Costa Rica, Guatemala, Jamaica, Honduras y Nicaragua. Fuente: WDI World Bank.

Figura 6. Inflación: El Salvador vs. resto de la región



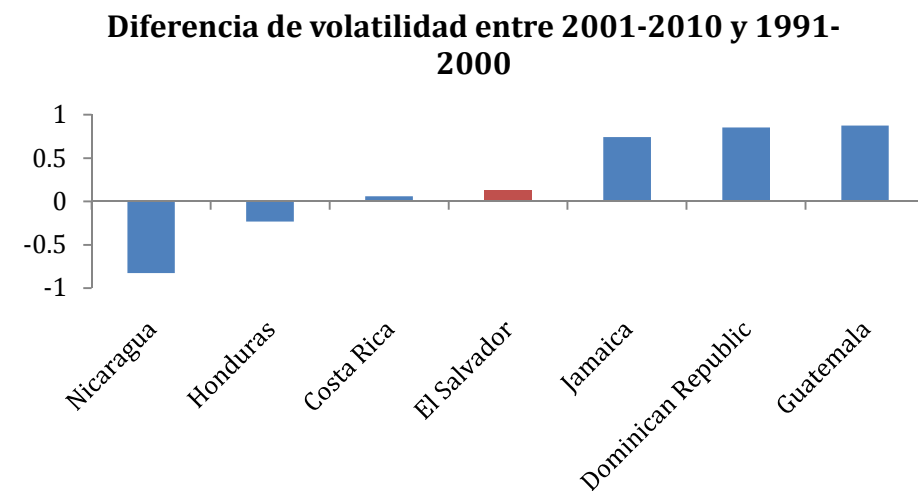
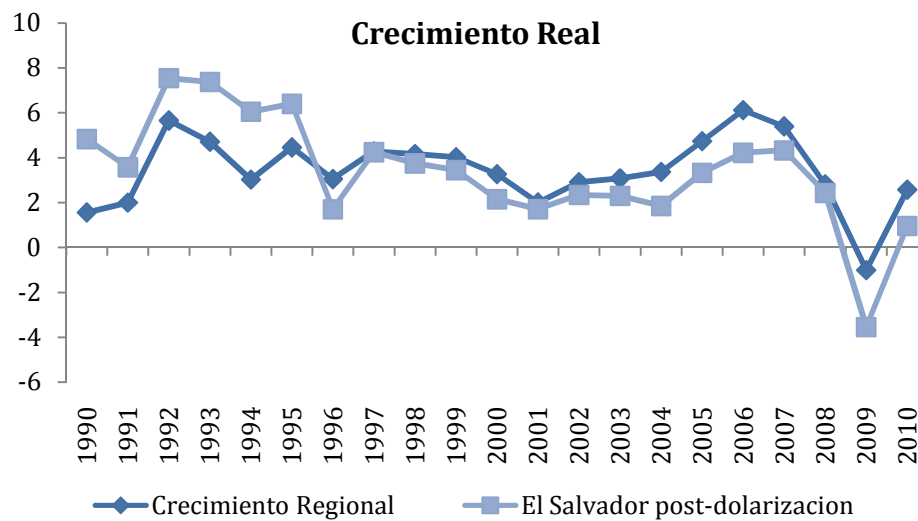
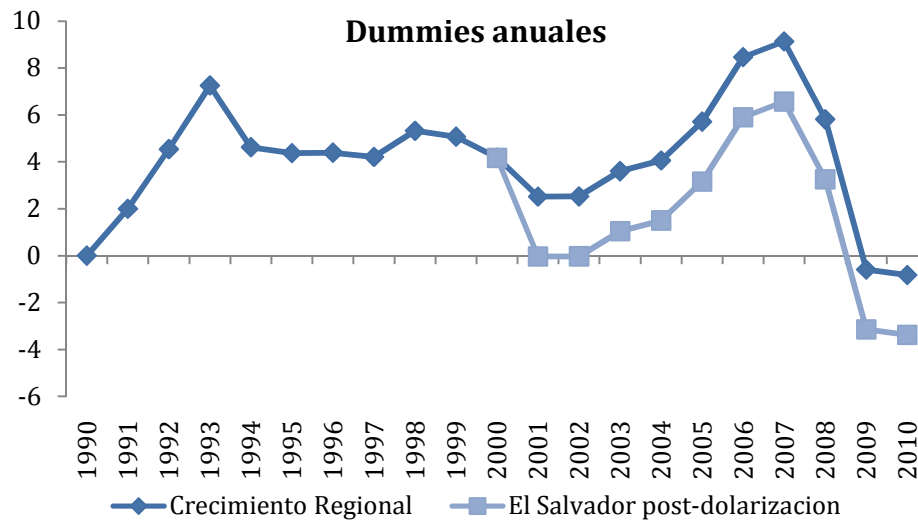
Nota: La figura muestra series de inflación de 12 meses corridos. El promedio región incluye Costa Rica, República Dominicana, Guatemala, Honduras y Jamaica. Fuente: IMF IFS Statistics.

Figura 7. Resistencia a la crisis financiera global



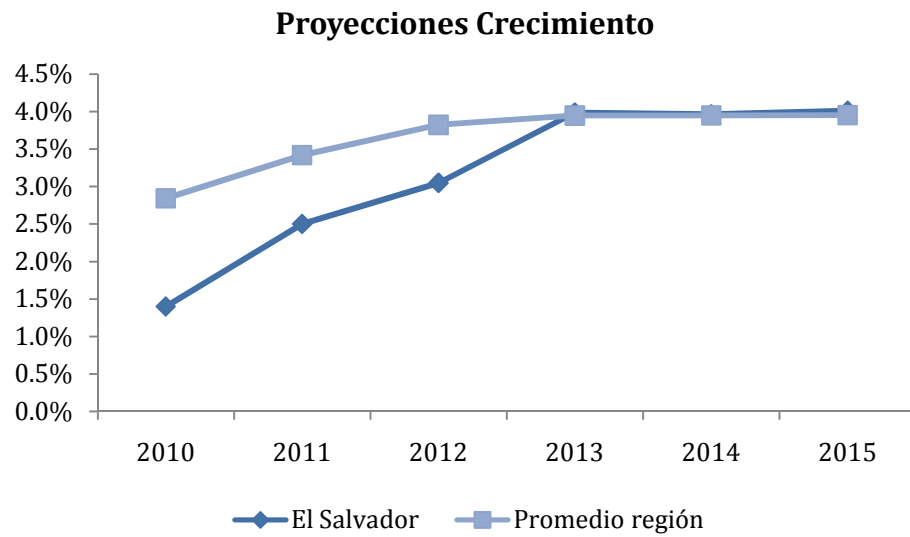
Nota: La figura muestra diferentes medidas de resistencia a la crisis. Promedio región incluye Costa Rica, República Dominicana, Guatemala, Honduras, Jamaica y Nicaragua. Fuente: GEM World Bank, IMF IFS Statistics y IMF WEO.

Figura 8. Crecimiento y volatilidad



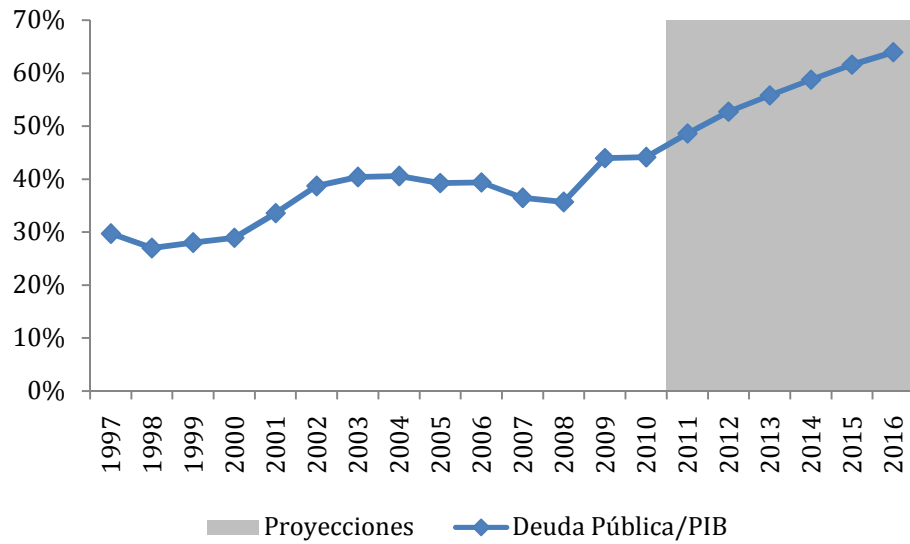
Nota: La figura muestra el crecimiento del PIB real y su volatilidad. Crecimiento regional es el promedio de Costa Rica, República Dominicana, Guatemala, Honduras, Jamaica y Nicaragua. Fuente: IMF WEO.

Figura 9. Proyecciones de Crecimiento



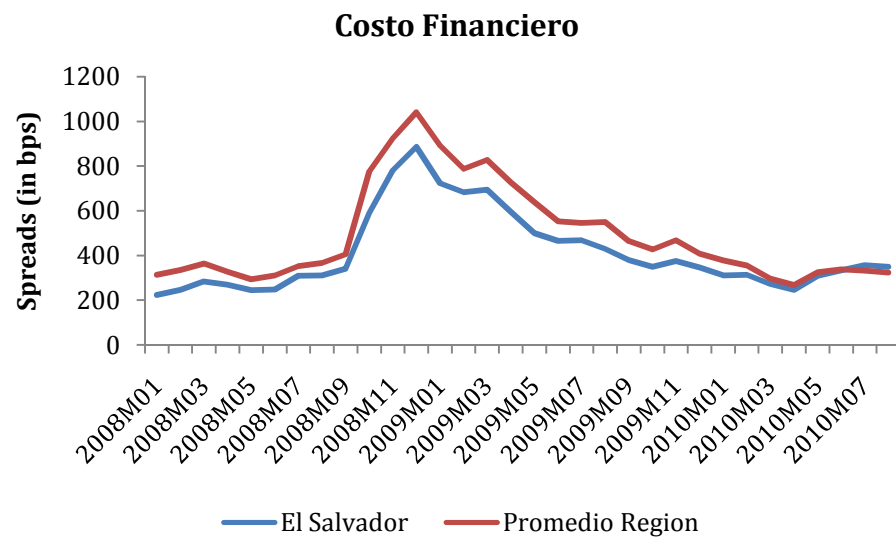
Nota: Esta figura muestra proyecciones de crecimiento del PIB real. Promedio región incluye Costa Rica, República Dominicana, Guatemala, Honduras, Jamaica y Nicaragua. Fuente: IMF WEO y oficina de estadísticas nacionales.

Figura 10. Cociente deuda pública/PIB



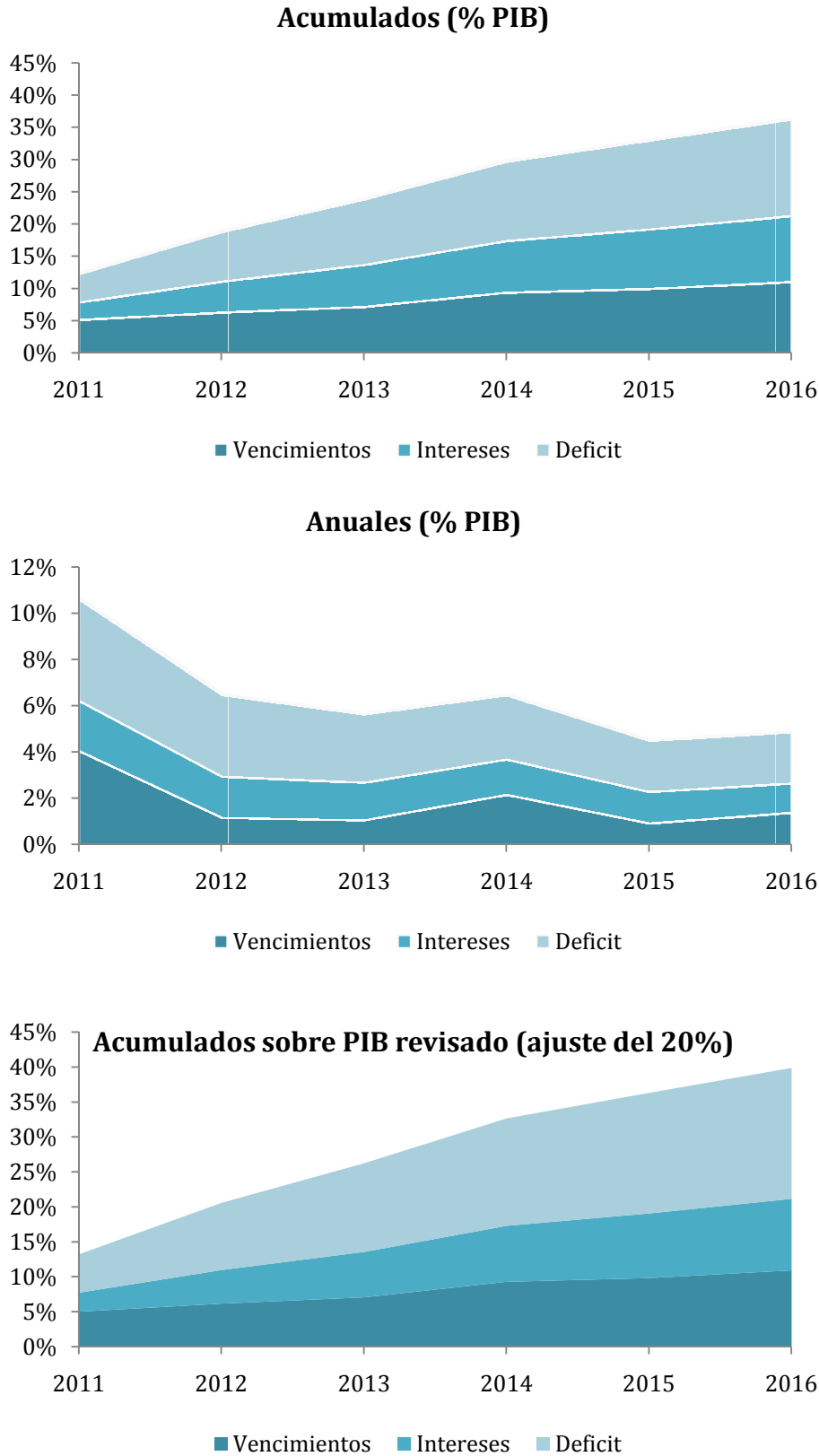
Nota: La figura muestra la evolución de la deuda pública/PIB y sus proyecciones. La proyección proviene de la ecuación $d_t = \frac{(1+i_t)}{(1+g_t)} d_{t-1} - p_t$ donde d_t es la deuda en el momento t , i_t es la tasa de interés promedio que paga la deuda pública en el momento t , g_t es el crecimiento del PIB en el momento t , y p_t es el superávit primario. Fuente: Banco Central de Reserva de El Salvador.

Figura 11. El costo financiero



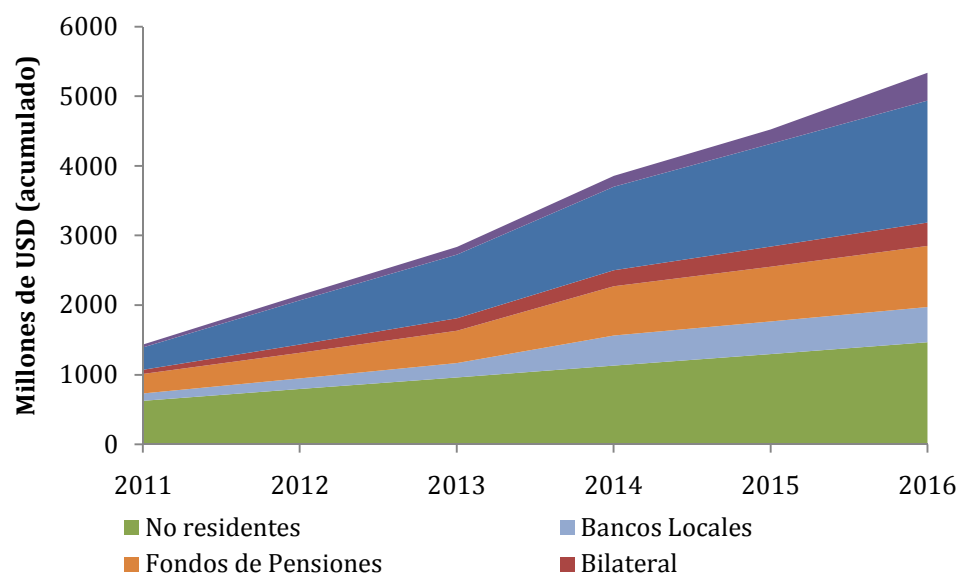
Nota: Spreads de deuda soberana. Promedio región incluye Costa Rica, República Dominicana, Guatemala y Jamaica. Fuente: GEM World Bank.

Figura 12. Vencimientos e Intereses de Deuda Pública, y Déficit Primario



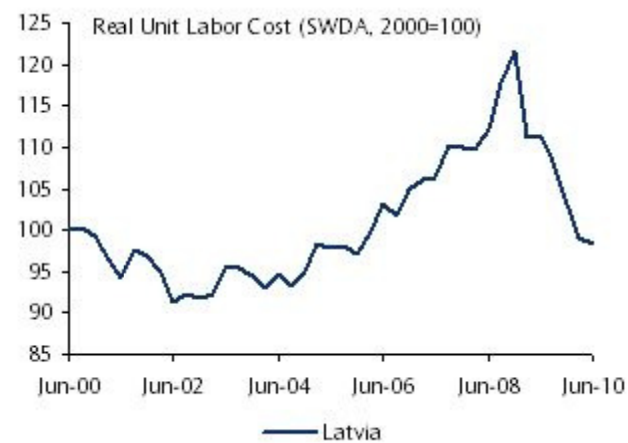
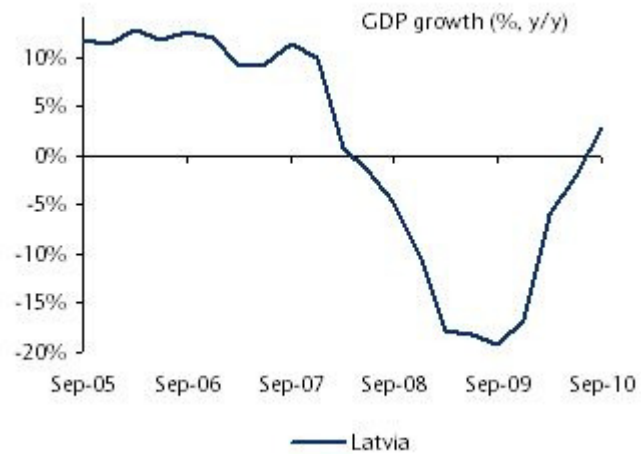
Fuente: IMF WEO, Banco Central de Reserva y fuentes nacionales de El Salvador

Figura 13. Vencimientos e intereses de deuda pública por tipo de acreedor



Nota: Vencimientos e intereses de deuda pública por tipo de acreedor, asumiendo que la composición de los vencimientos e intereses de deuda pública emulan la composición de la tenencia de la deuda pública. Fuente: Banco Central de Reserva y fuentes nacionales de El Salvador.

Figura 14. Devaluación interna: Letonia



Fuente: Barclays Capital.