

***La dolarización en El Salvador:
implicaciones, ventajas y riesgos***

DAVID IBARRA
JUAN CARLOS MORENO-BRID
JESÚS GARCÍA
RENÉ HERNÁNDEZ*

INTRODUCCIÓN

A fines de 2000 el gobierno salvadoreño tomó la decisión de dolarizar su economía de manera unilateral, es decir, sin concertar previamente un acuerdo de integración monetaria o, al menos, de coordinación de políticas macroeconómicas con Estados Unidos o con los demás países de Centroamérica.¹ El paso fundamental en esta dirección se dio en noviembre con la aprobación de la Ley de Integración Monetaria (LIM) por la

Manuscrito recibido en febrero de 2003; aceptado en mayo de 2003.

* David Ibarra y Juan Carlos Moreno-Brid son asesores regionales de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) <dibarra@prodigy.net.mx> <jcmoreno@un.org.mx>; Jesús García y René Hernández son economistas de la CEPAL. Las opiniones expresadas en este trabajo son responsabilidad exclusiva de los autores y no necesariamente coinciden con las de la Organización de las Naciones Unidas. Los autores agradecen los valiosos comentarios de Esteban Pérez, Julio López, Martín Puchet y Claudia Schatán a versiones anteriores del presente trabajo así como de los dictaminadores.

¹ En 1994 la administración del entonces presidente Armando Calderón Sol intentó infructuosamente una estrategia orientada a dolarizar eventualmente la economía

Asamblea Legislativa con fecha de vigencia del primero de enero de 2001.² La LIM modificó radicalmente el marco legal del sistema financiero y monetario salvadoreño para permitir la plena utilización del dólar en todas las transacciones comerciales, financieras y contables en el país.³ Entre sus disposiciones principales destacan el establecer al dólar como moneda de curso legal paralelamente al colón, prohibir al Banco Central la emisión monetaria y estipular que el dólar deberá utilizarse como unidad de cuenta oficial de toda institución financiera que opere en el país. Asimismo decretó la obligación a toda entidad bancaria de sustituir de manera progresiva los billetes y monedas locales por dólares a un tipo de cambio fijo de 8.75 colones.

De esta forma, en los hechos, se lanzó una reforma monetaria que puso en marcha un proceso para dolarizar de manera progresiva y formal la economía salvadoreña. De acuerdo con las autoridades salvadoreñas dicha reforma traerá importantes beneficios económicos al país, sobre todo en el largo plazo. El argumento central es que la integración monetaria unilateral conducirá a bajar la inflación hasta hacerla convergente con la de Estados Unidos y a abatir tanto el nivel como la volatilidad de las tasas de interés domésticas al reducir el riesgo cambiario y, en alguna medida, el riesgo país. Asimismo, fortalecerá al sistema financiero local, ayudará a su profundización y —muy importante— ampliará la oferta de crédito de largo plazo para fines de inversión.

Diversos analistas sostienen, además, que la dolarización asegurará la disciplina de las finanzas públicas al cancelar las facultades de imprimir dinero por parte del Banco Central, y con ello dará mayor certidumbre a

salvadoreña. Un análisis crítico de este episodio se encuentra en C. Glower, “La dolarización en El Salvador: Lecciones y advertencias para la región”, *Nueva Sociedad*, núm.172, 2001, pp.150-172.

² Decreto Legislativo núm. 201 del 30 de noviembre de 2000.

³ Aunque el término “dolarización” no está presente en la Ley de Integración Monetaria, en su artículo tercero señala que “el dólar tendrá curso legal irrestricto con el poder liberatorio ilimitado para el pago de obligaciones en dinero en el territorio nacional”.

los inversionistas locales e internacionales en lo que respecta a la conducción prudente de la política fiscal y la monetaria. Argumentan que al eliminar el riesgo cambiario la LIM comprimirá importantes costos de transacción lo que estimulará el comercio internacional y la inversión foránea, y que reducirá los costos de naturaleza cuasi-fiscal en que incurre el Banco Central de Reserva (BCR) en su tarea de esterilización de ciertos efectos monetarios de los flujos de divisas del exterior. Incluso consideran que la adopción del dólar probablemente ayudará a inmunizar a El Salvador del contagio de crisis financieras de otras latitudes, lo que servirá para lograr un crecimiento económico más estable y más dinámico. En síntesis, estiman que la dolarización formal del sistema monetario de El Salvador garantizará la estabilidad de precios, asegurará un manejo prudente de la política macroeconómica, atraerá mayores capitales externos y —todo ello— redundará en mejores perspectivas de desarrollo económico al país⁴ (cuadro 1).

Dado que ha transcurrido poco tiempo de la puesta en vigor de la LIM y que, en principio, los beneficios de la dolarización se materializarían en el mediano y el largo plazos es prematuro intentar realizar una evaluación comprehensiva de sus efectos sobre la economía salvadoreña. Este trabajo pretende centrarse en examinar algunas de sus implicaciones principales, identificar ventajas y riesgos, así como elementos que indiquen su pertinencia.⁵

⁴ E. García Dubón, “La dolarización en El Salvador y su impacto en las economías vecinas”, *Ciclo de Conferencias, 88avo Aniversario Banco Atlántida*, San Salvador, 2001.

⁵ Los trabajos clásicos son de R. Mundell, “A Theory of Optimal Currency Areas”, *American Economic Review*, núm. 51, 1961, pp. 657-665; y R. McKinnon, “Optimum Currency Areas”, *American Economic Review*, núm. 53, 1963, pp. 717-725. Entre los tratamientos modernos sobre el tema se encuentran, *inter alia*, J. Frenkel, “No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times”, *Essays in International Finance, Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World*, núm. 215, Washington, International Monetary Fund, 1999; M. Obstfeld y K. Rogoff, “The Mirage of Fixed Exchange Rates”, *Journal of Economic Perspectives*, núm. 4, 1995, pp.73-96.

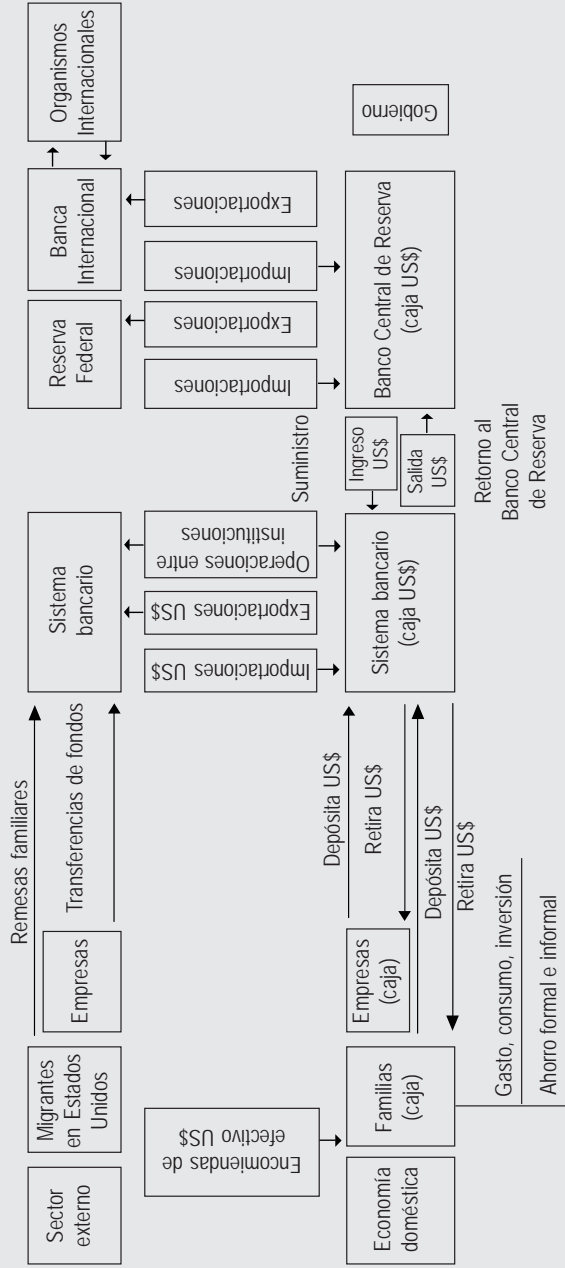
LA DOLARIZACIÓN EN EL SALVADOR

El Salvador tiene ciertas condiciones favorables para conformar una área de integración monetaria con Estados Unidos. Es una economía pequeña abierta (la suma de exportaciones e importaciones asciende a cerca de 60% del producto), que realiza un intercambio comercial muy significativo con Estados Unidos (56% de las ventas y 46% de las compras foráneas). Dicho intercambio se intensificó en los noventa (cuadro 2). Además, hay coincidencias entre los ciclos de actividad económica de ambos países, si bien con asimetrías notables.

Es intensa la movilidad de mano de obra hacia Estados Unidos (se estima que ahí vive aproximadamente una cuarta parte de la población salvadoreña). Dicha migración, acentuada en los años en que hubo el conflicto armado interno, origina flujos de remesas familiares internacionales que juegan un papel fundamental en la economía salvadoreña, sea ayudando a cerrar su brecha de divisas, sea incidiendo en las condiciones de demanda agregada. En 2001 ascendieron a 2 022 millones de dólares; superando 15% del producto interno bruto (PIB). Dada su vasta magnitud son un factor crucial en la conducción de la política monetaria. Tradicionalmente el flujo de remesas entra como encomiendas personales o servicios de *courier* y de los bancos locales, y típicamente se convertía a moneda nacional, afectando la política monetaria del Banco Central de Reserva. La reforma monetaria implícita en la LIM modifica la dinámica de circulación del efectivo, y cancela la capacidad del BCR de incidir en la liquidez monetaria (figura 1).

La figura 1 ilustra el flujo de dólares tomando en cuenta las remesas familiares, la transferencia de fondos al sistema financiero y sus relaciones y canales de transmisión. El BCR continúa proveyendo dólares al sistema financiero y éste, a su vez, los canaliza a las empresas y público en general. Con el sector público, el BCR se comporta como agente financiero para operaciones internas. El cambio más notable en la política monetaria a partir de la LIM se manifiesta con la eliminación de las medidas de esterilización del exceso de liquidez en moneda local mediante las opera-

FIGURA 1
Flujo de dólares en El Salvador



Fuente: Banco Central de Reserva de El Salvador.

ciones de mercado abierto (OMA) y encaje legal. Es obligado reconocer que la dolarización representa la renuncia al uso de instrumentos fundamentales de política macroeconómica ya que vendría a suprimir toda posibilidad de tener estrategias cambiarias o monetarias nacionales. Además de adoptar como propias las orientaciones de política monetaria de la Reserva Federal de Estados Unidos, se cancelarían las funciones tradicionales del Banco Central.

La economía salvadoreña tiene elementos que favorecen la dolarización, pero también otros que cuestionan sus potenciales efectos favorables. En primer lugar cabe subrayar que, no obstante el vasto flujo de remesas familiares, la restricción externa sigue pesando de manera fundamental sobre el crecimiento de la economía. Así, a pesar de la desaceleración de la economía en 1998-2001, el saldo de reservas disminuyó en los dos últimos años. La dinámica de las exportaciones y las remesas no han sido capaces de proveer las divisas necesarias para que, dada la intensa penetración de importaciones, la economía salvadoreña logre sostener tasas de crecimiento elevadas.

Por otra parte, la economía salvadoreña ha firmado un tratado de libre comercio con México y otras economías de la subregión que, hoy por hoy, funcionan con regímenes de tipo de cambio flexible. Al cierre de 2002, está entrando junto con los demás países centroamericanos —en bloque— a un proceso de negociación para establecer un acuerdo de libre comercio con Estados Unidos en el futuro cercano. Costa Rica aplica un sistema de minidevaluaciones orientadas a mantener el valor real del Colón con respecto al de una canasta de monedas. Nicaragua sigue un esquema de deslizamiento diario de su cotización frente al dólar, a un ritmo preanunciado en su programa monetario. Por su parte, Honduras mantiene un régimen de banda deslizante que permite un margen de diferencia no mayor a 7% del tipo de cambio nominal frente a su llamado “valor base” y que depende del diferencial entre la inflación interna y la de sus principales socios en el comercio internacional. Guatemala adopta un tipo de cambio flexible, a pesar de que a mediados de 2001 puso en vigor una Ley de Libre Negociación de Divisas (LLND) que elimina toda

restricción al curso legal del dólar en transacciones comerciales y financieras. Esta nueva disposición autorizó la contratación de obligaciones en moneda extranjera a toda empresa o individuo, y la expresión de precios internos en dólares. Diferencia notable con el caso salvadoreño es que las autoridades guatemaltecas han aseverado repetidamente —antes y después de la aprobación de la LLND— que el país continuará con el régimen de tipo de cambio flexible y el Banco Central mantendrá la prerrogativa de modificar la base monetaria emitiendo circulante. Es decir, la LLND legaliza la mayor presencia de las divisas en la economía guatemalteca pero no renuncia al uso de las políticas monetaria y cambiaria (cuadro 3). México, después de la crisis de 1994-1995, ha operado con un sistema de flotación de la cotización nominal del peso frente al dólar que responde tanto a los movimientos netos de capitales internacionales como a intervenciones del Banco de México en el mercado cambiario.

Además, a diferencia de la experiencia de integración europea, El Salvador no ha suscrito acuerdo alguno con Estados Unidos, ni con México, para armonizar las estrategias cambiarias o las políticas económicas globales. De hecho, el avance en dicha convergencia regional centroamericana es acotado.⁶ Cabe subrayar que, si bien el intercambio con Estados Unidos ocupa un primer sitio en el comercio exterior de El Salvador, son significativos los volúmenes de transacciones que tiene con el resto de los países del Mercado Común Centroamericano (22% de las exportaciones y 14% de las importaciones en promedio) y con México. No existiendo en la región acuerdos de convergencia de regímenes monetarios, y guardando las necesarias proporciones, podrían surgir dilemas semejantes a los que aquejaron a Argentina frente a la devaluación brasileña con graves consecuencias para su desempeño macroeconómico.

⁶ Véase el cuadro 5 en el Apéndice Estadístico. El seguimiento periódico de la evolución y convergencia de las principales políticas macroeconómicas de los cinco países centroamericanos se encuentra en el *Informe Económico Regional* publicado por el Consejo Monetario Centroamericano.

Al propio tiempo, son ya más de ocho años en los que El Salvador ha mantenido *de facto* un régimen de tipo de cambio fijo y una baja tasa de inflación de los precios al consumidor. Ha sido notable su esfuerzo por lograr mayor disciplina en las finanzas públicas. Estos resultados, de hecho, conseguidos antes de la dolarización, reducen algunos de los beneficios que en principio traería la dolarización, por ejemplo, con el logro de mayor credibilidad con la comunidad financiera —internacional y nacional— en cuanto al manejo prudente de la política macroeconómica.

En contrapartida puede ser preocupante la apreciación del tipo de cambio real en este lapso y que seguramente seguirá prolongándose con la dolarización (cuadro 1). En efecto la cotización nominal del colón frente al dólar se estabilizó en 1993-1994. Y desde entonces ha tenido una apreciación real de 14% (33% frente a su nivel correspondiente a 1990). De no compensarse con alzas en la productividad, dicha apreciación minará la competitividad internacional y pondrá en peligro la estabilidad externa de largo plazo de la economía.

Es indispensable señalar que, después del largo período de guerra civil, El Salvador está inmerso en una fase de modernización democrática; formalizada en los compromisos de los Acuerdos de Paz. Estos compromisos obligan *a fortiori* a hacer de lado prácticas autoritarias y —por razones sociopolíticas— empujan al gobierno a realizar los mayores esfuerzos para atemperar los efectos sociales adversos de choques económicos externos desfavorables, así como de los vaivenes en el ciclo de actividad. Deberán ser sopesados con cuidado los beneficios que se esperan de la dolarización contra los costos y riesgos inherentes a ella. En especial destaca la cancelación voluntaria y permanente de recurrir a la política monetaria y a la cambiaria para enfrentar los ajustes macroeconómicos necesarios. Sin ellas el ajuste macroeconómico puede complicarse ante posibles choques externos. En un régimen de paridades “super-fijas” tratar de corregir los precios relativos de los bienes transables y no transables para enfrentar cambios externos adversos puede acarrear deterioros más severos y más prolongados en la ocupación y el ingreso local que bajo un régimen de paridad cambiaria flotante. Dichos

efectos implicarían un riesgo de incurrir en una recesión económica más aguda y persistente, y una erosión social que puede ser crítica.

El nuevo régimen de integración monetaria acota la capacidad de enfrentar el impacto de los desastres naturales, como los terremotos ocurridos en enero y febrero de 2001. Además de pérdidas humanas, estos fenómenos dejaron daños por más de 1 000 millones de dólares, equivalentes a alrededor de 7% del PIB.⁷ Tales desastres naturales —acaecidos pocos días después de haber entrado en vigencia la LIM— representan un reto adicional a la conducción de su política fiscal. El país tuvo que enfrentar el reto de buscar recursos para la reconstrucción de la infraestructura y reparar el daño a su población damnificada en un contexto en que se ve cada vez más limitada a recurrir a los instrumentos monetarios o cambiarios tradicionales. El caso argentino ya mostró que la adopción de paridades super-fijas no necesariamente asegura la disciplina fiscal.

Aparte del acotamiento del margen de acción gubernamental en la esfera económica, la dolarización reconoce costos y enfrenta dilemas. Entre los primeros destaca la eliminación de ingresos fiscales reales por concepto de señoreaje. En términos del incremento en la base monetaria como proporción del producto, los ingresos fiscales por concepto de señoreaje en El Salvador habrían alcanzado un monto equivalente entre 2 o 3% del PIB tanto en 2000 como en 2001; proporción de hecho similar al déficit fiscal en ambos años⁸ (cuadro 5).

Es también relevante la merma del pago de intereses sobre las reservas internacionales depositadas en el extranjero al dolarizarse. Con base en el saldo oficial de las reservas internacionales de 1 890 millones de dólares reportado al cierre del 2000 y de 1 772 millones a noviembre de 2001, y suponiendo 4% anual promedio de la tasa Libor, los ingresos al país por concepto de intereses sobre las reservas internacionales ascendieron a

⁷ CEPAL, El Salvador: Evaluación del terremoto del martes 13 de febrero de 2001, LC/MEX/L.457/Add.2, 28 de febrero de 2001.

⁸ El “señoreaje” se puede medir tanto en términos del acervo o de flujos relevantes, como del PIB.

poco más de 70 millones de dólares, en ambos años. Este monto representa más de 50% de los ingresos por concepto de intereses registrados en la cuenta corriente del balance de pagos del país en el 2000 y es comparable al monto pagado de utilidades y dividendos sobre la inversión extranjera directa. El saldo de reservas internacionales netas al 31 de diciembre de 2000 —medido al tipo de cambio de 8.75— superó ampliamente (en casi 90%) al saldo de M1 pero, representa menos de 35% del saldo respectivo de M2 (liquidez en moneda nacional). Las cifras respectivas al cierre de 2001 mantienen proporciones similares. A un año de haberse iniciado el proceso de integración monetaria, los dólares representaron más de 54% de los billetes y monedas en circulación.

Con respecto a los costos de tipo fiscal, el artículo 11 de la LIM señala que “las obligaciones del BCR serán asumidas por el Estado por medio del Ministerio de Hacienda, quien podrá compensarlas por obligaciones existentes a su favor”. Los rubros anteriores podrían resultar acrecentados o disminuidos dependiendo de los efectos de la dolarización en materia de esterilización de los flujos de capital del exterior frente al conjunto de los objetivos monetarios. También debe tomarse en cuenta que la dolarización unilateral probablemente exige tomar líneas prudenciales de crédito del exterior a fin de anticipar los riesgos potenciales de choques externos y aminorar sus consecuencias adversas.

Un riesgo adicional potencialmente relevante podría surgir de la supresión de las funciones de prestamista de última instancia del BCR⁹ en caso de crisis o contagios financieros en el futuro. En cualquier sistema de paridad fija, distinta a la dolarización, el Banco Central tiene instrumentos para tratar de contener el drenaje de recursos internos ante, por ejemplo, las llamadas “corridas de depósitos bancarios” provocadas por expectativas —fundadas o no— de insolvencia de intermediarios financieros o de

⁹ En principio, el papel de prestamista de última instancia ha sido asumido por el recientemente creado Instituto de Garantía de Depósitos (IGD). Sin embargo, el nuevo marco institucional definido en la LIM conlleva limitaciones importantes que, en la práctica, pueden restringir el desempeño oportuno y eficiente de esta facultad.

sostenibilidad de la paridad cambiaria. Sin embargo en un régimen dolarizado, al cancelarse la posibilidad de emitir moneda propia, el Banco Central pierde su capacidad de actuar como proveedor de liquidez de última instancia y deja de servir como manejador y coordinador de la política monetaria ante futuras crisis financieras (recuadro 1).¹⁰

RECUADRO 1

El Instituto de Garantía de Depósitos (IGD)

El IGD es una entidad estatal de crédito, autónoma y con personalidad jurídica y patrimonio propios. Su patrimonio está compuesto por un único aporte del Banco Central de Reserva (BCR) de cincuenta millones de colones, las primas de los bancos miembros, los bienes que compre para operar, donaciones y otros ingresos que obtenga. Lo administra un Consejo Directivo —renovable cada cuatro años, reelegible— compuesto por presidente y vicepresidente nombrados por el BCR, y dos directores más designados por los presidentes de los bancos miembros.

La misión del IGD es la de apoyar la reestructuración de los bancos miembros que tienen dificultades de solvencia financiera y actuar en defensa de los derechos de los depositantes. Sin embargo, carece de facultades para supervisar o sancionar a los bancos con problemas; las que competen a la Superintendencia del Sistema Financiero. A partir de la puesta en vigor de la Ley de Integración Monetaria el 1 de enero de 2001 el BCR no puede otorgar créditos, avales, fianzas y garantías de ninguna clase a los bancos, intermediarios financieros no bancarios e instituciones oficiales de crédito. Sin embargo el BCR está facultado para financiar al IGD para propósitos que establece el artículo 179 de la Ley de Bancos, referido al pago de garantías o a las medidas de reestructuración. Empero, si bien con ello formalmente el BCR mantiene su función de prestamista de última instancia, en los hechos su alcance real en esta tarea es cuestionable dado que el BCR —gracias a la LIM— está legalmente imposibilitado a emitir circulante.

Fuente: CEPAL, sobre la base de documentos oficiales.

¹⁰ Véase, S. Fischer, “On the Need for an International Lender of Last Resort”, *Essays in International Economics*, núm. 220, Princeton, Nueva Jersey, Universidad de Princeton, 2000.

El nuevo marco de operación del sistema monetario salvadoreño tiene un rasgo peculiar pues la LIM, más que quitarle del todo la función de prestamista de última instancia al BCR se la limita y traslada en parte al Instituto de Garantía de Depósitos (IGD). Específicamente la nueva ley estipula:

Art. 51. El Banco Central de Reserva de El Salvador podrá otorgar financiamiento al Instituto de Garantía de Depósitos, para los propósitos establecidos en el artículo 179 de la Ley de Bancos. El Banco no podrá otorgar créditos, avales, fianzas y garantías de ninguna clase a los bancos, intermediarios financieros no bancarios e instituciones oficiales de crédito.¹¹

Con ello, otorga al IGD facultades exclusivas de proporcionar recursos a los intermediarios financieros en problemas, y prohíbe al BCR otorgar apoyo alguno directamente.¹² Aunque deja abierta la posibilidad de que, en circunstancias especiales, respalde al IGD, la LIM en los hechos anula su capacidad real de hacerlo pues le cancela la facultad de emitir circulante; facultad esencial para poder restituir la confianza en el sistema bancario en caso de que su solvencia pudiese cuestionarse en ocasión de posibles “corridas bancarias”.

Formar una zona multinacional de integración monetaria supone arduos esfuerzos de construcción institucional y de reglas comunes de manejo macroeconómico. Lograrlo tomó años a Europa y hoy se ve difícil que El Salvador pudiese convenir algo similar con Centroamérica o Estados Unidos y México. No obstante la armonía del ciclo de negocios salvadoreño y centroamericano con Estados Unidos, hay asimetrías importantes que restan beneficios a la integración monetaria. Esto último ocurre con frecuencia en la evolución de los términos del intercambio, en

¹¹ Véase el texto completo de la Ley de Integración Monetaria (Decreto Presidencial, núm. 201) en la página oficial del gobierno de El Salvador sobre este tema: <<http://www.integracion.gob.sv/>>.

¹² Cabe recordar que la Ley Orgánica del Banco Central de Reserva de El Salvador (1991) le prohíbe otorgar financiamiento al gobierno vía emisión monetaria o compra de deuda pública.

el acceso al financiamiento externo, o con el impacto de los desastres naturales que resultan devastadores en economías pequeñas —y de poca monta en países grandes, económica y geográficamente hablando—¹³ que innegablemente exigen alguna discrecionalidad en el manejo de las políticas monetaria y fiscal.

En favor de la dolarización se ha argüido que en la historia económica de la posguerra en la región la política monetaria o la cambiaria raramente fueron utilizadas de manera efectiva con fines anticíclicos.¹⁴ La tesis factual parece correcta, aunque quizá peque de anacronismo. Antes los estados nacionales contaban con un rico instrumental económico para favorecer la estabilidad económica y disponían de la fuerza del autoritarismo en lo político; fuerza de la que hoy afortunadamente carecen. No cabe comprometer los avances de la modernización democrática con vueltas atrás. En la actualidad el último reducto de la autonomía económica nacional reside en el manejo monetario-cambiario ya que, merced a las reformas económicas instrumentadas en la región, hace tiempo que buena parte de los instrumentos tradicionales de intervención del gobierno en la esfera económica fueron eliminados en aras de dar más juego al libre-cambio universal y a las fuerzas del mercado en la asignación de recursos productivos.

Como se mencionó, la migración de mano de obra salvadoreña a Estados Unidos ha sido muy importante en décadas recientes lo que origina un flujo cuantioso de remesas en divisas que ha permitido iniciar el tránsito hacia la dolarización plena. Hay, sin embargo, incertidumbre sobre la legalización del estado migratorio en Estados Unidos de proporción importante de salvadoreños fuera del país. Tal incertidumbre puede cuestionar la capacidad futura de las remesas internacionales de seguir financiando persistentemente los déficit comerciales crecientes. Dichos desequilibrios, si bien hoy por hoy no necesariamente son motivo de alarma,

¹³ Ese es el caso del reciente terremoto de El Salvador, del anterior de Nicaragua (1970) o los efectos de huracanes, como el Mitch.

¹⁴ R. Hausmann y L. Rojas (1996) *op. cit.*

deberían ser vigilados. En efecto, en 1994-1995 el producto interno bruto por habitante salvadoreño se expandió a un promedio anual de 4% en términos reales y se registró un déficit en el comercio internacional de bienes y servicios equivalente a 16% del PIB. En el bienio 2000-2001, no obstante el escaso ritmo de actividad económica y el estancamiento del producto por habitante en términos reales, el déficit comercial se mantuvo en niveles similares, como proporción del PIB. En este contexto, también es de subrayar que la inflación promedio subió de 2.3% en 2000 a 4% en 2001 mientras que en este mismo lapso el déficit fiscal aumentó de 2.3 a 3.9% como proporción del PIB.¹⁵

El grado de dolarización de los pasivos de las empresas y las personas constituye otro criterio a tomar en cuenta en las consideraciones en torno a los méritos de los diferentes regímenes cambiarios. Entre más intenso sea ese fenómeno mayores son los riesgos de dañar sus balances financieros e incluso de provocar su quiebra cuando se modifica su tipo de cambio nominal en forma drástica.¹⁶ Tal fue precisamente la situación de Argentina y de su junta monetaria frente al régimen cambiario más flexible de Brasil, miembro de su misma área de integración comercial. En el caso de El Salvador la dolarización de los adeudos privados antes de la aprobación y puesta en marcha de la LIM era baja (8%) e incluso inferior a la del resto de Centroamérica, si se excluye a Guatemala.¹⁷

¹⁵ Si bien es difícil aislar los efectos directos del proceso de dolarización en estas variables, en buena medida, el aumento del nivel general de precios y del déficit fiscal en 2001 se debió al impacto económico de los terremotos de ese año y al aumento del gasto público en las actividades inmediatas de emergencia, remoción de escombros y rehabilitación de infraestructura dañada.

¹⁶ B. Eichengreen, "Does the Mercosur Need a Single Currency?", National Bureau of Economic, *Research Working Paper* núm. 6821, Washington, 1998; y G. Calvo (1999), *op. cit.*

¹⁷ Al cierre de los noventa, la dolarización así definida alcanzó 71% en Nicaragua, 40% en Costa Rica y 35% en Honduras. Véase, G. Márquez *et al.*, "Evaluando la dolarización: Una aplicación a países de América Central y del Caribe", Banco Interamericano de Desarrollo, mimeografiado, 1999, p. 17.

Sigue vivo el debate en torno al grado en que la volatilidad efectiva de los tipos de cambio nominales afecta al intercambio. En el caso que nos ocupa, las variaciones más relevantes estarían relacionadas con el dólar. Paradójicamente, en la experiencia de Centroamérica desde la crisis del tequila, el país que ha registrado menor variabilidad de su tipo de cambio real frente al dólar es Costa Rica el cual deja flotar su tipo de cambio nominal a fin de resguardar la competitividad internacional de sus exportaciones.¹⁸ Por otra parte, en los países del Mercado Común Centroamericano las tasas activas de interés suelen ser altas en términos reales y los márgenes de intermediación financiera tienden a ser demasiado amplios. Además, ocasionalmente las tasas pasivas registran valores negativos en términos reales. Como correctamente argumentan las autoridades monetarias salvadoreñas, la dolarización podría atenuar algunos de estos inconvenientes. Así al eliminarse el riesgo cambiario tenderán a reducirse las tasas de interés. Con todo, es reconocido que no hay razones por las que la dolarización, por sí misma, elimine el llamado “riesgo país”, corrija las debilidades estructurales de sus mercados financieros y bancarios o garantice permanentemente la disciplina de las finanzas públicas.

CONCLUSIONES

A manera de conclusión caben dos observaciones. La primera es que los regímenes cambiarios “super-fijos”, como el que está instrumentándose en El Salvador desde enero de 2001, no garantizan que se eviten las crisis económicas. En el mejor de los casos, las canalizan por vertientes distintas que no necesariamente son más suaves, ni tienen un impacto social menos grave. Por ejemplo bajo un régimen dolarizado el deterioro abrupto de los términos de intercambio, en vez de traducirse en la típica crisis de balance de pagos e inflación, seguramente se manifestaría en una contracción más severa y más larga de los niveles de actividad y de empleo. Puesto

¹⁸ Márquez, *op. cit.*

de otra manera, en un régimen de dolarización plena, las políticas económicas para hacer frente a un choque adverso, tendrían un componente deflacionario más marcado y persistente en términos de empleo, producción y pobreza, en contraste con los resultados que se asociarían a una depreciación cambiaria, si bien aquí habría de aceptarse una mayor inflación.

La apertura externa y la liberación de mercados no aseguran automáticamente ni por sí mismos el crecimiento económico. Hay mercados —como el cambiario— que son propensos al sobreajuste (*overshooting*), otros que corrigen los desequilibrios demasiado lentamente y a costos elevados. Unos terceros acentúan vulnerabilidades y contagios financieros entre países o están plagados de asimetrías informáticas que les impiden discriminar los riesgos buenos de los malos. Finalmente, en buena parte de las economías semi-industrializadas hay ciertos mercados que son prácticamente inexistentes. Varios de ellos requieren desarrollarse y crear instituciones de respaldo, como los sistemas de coberturas y futuros o de regulaciones bancarias prudenciales.

En línea similar, deben tenerse muy en cuenta las distintas dinámicas de los mercados internacionales de bienes y servicios y de los mercados financieros. Muchas de las razones por las que es recomendable favorecer la apertura y mayor competencia en los primeros no necesariamente son válidas como argumentos para impulsar una apertura irrestricta a todo tipo de flujos de capital.

La segunda consideración se relaciona con la insuficiencia de la apertura externa —medida en supresión de tarifas, de otras trabas al intercambio o de controles de capitales— para impulsar el desarrollo. La libertad de mercados crea oportunidades pero no sustituye a una buena estrategia de desarrollo. Durante los últimos treinta o cuarenta años, los países del Tercer Mundo que más y más sostenidamente han crecido son aquellos que han impulsado y logrado deliberadamente altos ritmos de formación de capital, mantenido una apropiada estabilidad macroeconómica y cuidado por la equidad social y el avance democrático. Es decir, son los que no sacrificaron la microeconomía, la educación, o la inversión a las exigencias de los grandes agregados estabilizadores. Entre los afor-

tunados no se encuentran los países que mayor soberanía han cedido en el campo o ámbito de conducción de la política económica en su afán de integrarse a la economía internacional.¹⁹

Al adoptar el régimen de dolarización, El Salvador toma una medida anticipatoria de las tendencias de largo plazo de la integración económica mundial que seguramente llevarán a suprimir muchos de los sistemas monetarios nacionales en favor de dos o tres grandes monedas internacionales. Sin duda, hay una clara tendencia a la internacionalización y el desplazamiento de signos monetarios locales no sólo en las transacciones entre países, sino también a escala interna de los mismos. Alrededor de 1995, la circulación del dólar, el marco alemán y el yen fuera de las naciones de origen ascendía al menos a 300 mil millones de dólares. Del acervo monetario norteamericano, más de 50% se ubica fuera de Estados Unidos y las tres cuartas partes de su incremento anual tiene ese destino. Asimismo, entre 30 o 40% del acervo de marcos circula fuera de Alemania y al menos 10% del yen lo hace fuera de Japón. Las transacciones diarias del mercado cambiario mundial ascendieron de 590 mil millones de dólares en 1989 a 1.5 millones de millones en 1998. El único reto a los tres grandes signos monetarios de la actualidad (dólar, yen y euro) parece provenir de la emisión también creciente de papel de “plástico” por los intermediarios financieros del sector privado.²⁰

Con todo, la dolarización salvadoreña corre el riesgo de resultar algo prematura. El entusiasmo de los otros países centroamericanos de unirse a una iniciativa de tal envergadura y consecuencias parece distante de despertar. En el terreno de la globalización hay un franco rezago en la configuración de mecanismos protectores de los países pequeños y de las

¹⁹ A. Wood, “Openness and Wage Inequality in Developing Countries”, *The World Bank Economic Review*, núm. 11, 1997, pp. 33-57; D. Rodrik, *Has Globalization Gone too Far?*, Washington, Institute for International Economics, 1997; A. Amsden, *The Rise of the Rest*, Nueva York, Universidad de Oxford, 2001.

²⁰ B. Cohen, “Life at the Top: International Currencies in the Twenty-First Century”, *Essays in International Economics*, núm. 221, Princeton, Nueva Jersey, Universidad de Princeton, 2000.

numerosas poblaciones marginadas, frente al avance de las libertades económicas de mercados foráneos crecientemente oligopólicos. Por consiguiente, la cesión *ex ante* de soberanía económica deja inermes a los países periféricos ante el pausado avance de derechos complementarios universalizados (humanos, a la salud, la nutrición, la educación, la ocupación y al logro de condiciones apropiadas de trabajo o desarrollo).

En segundo término, la formación de una zona de integración monetaria multinacional exige de una compleja tarea de construcción institucional y erección de mecanismos equitativos de formación de consensos que parece estar ausente en el caso que nos ocupa. A título ilustrativo, adviértase que la transferencia de ingresos en favor de la Reserva Federal de Estados Unidos no ha sido objeto de negociación, como tampoco los intereses de la reserva que dejarán de percibirse al adquirirse los dólares que se ponen en circulación.

En contraste, la construcción de la integración monetaria europea tomó más de una década en un bien pensado período de concertación. Conforme al Tratado de Maastricht, la primera etapa consistió en la eliminación de los controles a los movimientos de capitales, la reducción de los diferenciales en tasas de inflación, tasas de interés y la estabilización de los tipos de cambio. En la segunda etapa, se buscó reforzar la convergencia de las políticas nacionales y se instauró el Instituto Monetario Europeo para coordinar las estrategias de los países. Al satisfacerse todos esos avances en un número suficiente de países, se procedió a crear la unión monetaria y el Banco Central Europeo con la responsabilidad de conducir la política monetaria. El desarrollo institucional descrito se apoyó, además, en otros avances en el diseño de políticas integracionistas: el mercado único de mercancías, la movilidad de la fuerza de trabajo, la carta social conjunta, la política agrícola común (que transfiere ingresos entre sectores y países), los fondos estructurales de desarrollo en favor de zonas atrasadas, entre otros muchos.²¹

²¹ F. Torres y F. Giavazzi (compiladores), *Adjustment and Growth in European Monetary Union*, Universidad de Cambridge, 1993; B. Eichengreen y J. Frieden,

Se sostiene entonces en esta línea de ideas que en cualquier proceso de dolarización, especialmente en economías pequeñas y abiertas como la salvadoreña, se requiere un mínimo de condiciones macroeconómicas, de estabilidad financiera y de reservas internacionales para maximizar el éxito de adopción de tal medida. Es preciso reforzar la disciplina fiscal para evitar presiones sobre los precios y el sector externo y la producción local debe elevar su competitividad para evitar acumulación de déficit comerciales o agotamiento de reservas internacionales.

Por último ser miembro de un mercado común requiere, en principio, convenir reglas uniformes y de convergencia de las políticas económicas, sobre todo en materias sensibles como es la elección del régimen cambiario y en la anticipación de sus repercusiones en el comercio recíproco.

En esas circunstancias, parece recomendable que la unificación monetaria —bajo el dólar— de economías pequeñas y vulnerables esté precedida al menos por convenios de movilidad de factores, fórmulas de distribución del señoreaje y de apoyos especiales destinados a compensar el atraso relativo o los efectos asimétricos de choques externos adversos. Naturalmente, el caso de El Salvador reviste características especiales por la naturaleza de su decisión unilateral de dolarizar que no dejará de crear tensiones con los compromisos de integración y libre comercio subregional de data más antigua y que, todavía no han perfeccionado los mecanismos ni las instituciones regionales en materia de unificación de políticas macroeconómicas y monetario-cambiarías.

“The Political Economy of European Monetary Unification”, *Economics and Politics*, núm. 5, 1993, pp. 85-104; L. Tsoukalis, *The New European Economy Revisited*, Nueva York, Oxford University Press, 1997; A. Prati y G. Sehinaci, “Financial Stability in European Economic and Monetary Union”, *Princeton Studies in International Finance*, núm. 86, Nueva Jersey, 1999; P. Kenen, *Monetary Policy in Stage Three, A Review of the Framework Proposed by the European Monetary Institute*, European Conference University Conference on Monetary, Fiscal and Financial Implications of European Monetary Union, Florencia, Italia, 1997.

APÉNDICE ESTADÍSTICO

CUADRO 1

El Salvador: principales indicadores económicos

	1996	1997	1998	1999	2000/a	2001/b
A. Producto interno bruto						
PIB a precios constantes de 1990						
Valor (millones de colones)	50 078	52 204	54 162	56 030	57 250	58 297
Tasas anuales de crecimiento (%)	1.7	4.2	3.7	3.4	2.2	1.8
B. Tipo de cambio						
nominal (colones por dólar)	8.79	8.79	8.79	8.79	8.75	8.75
real (1994=100)	112.8	113.3	115.8	113.3	115.1	114.0
C. Índice de costo de vida						
Promedio anual	9.8	4.5	2.5	0.5	2.3	3.8
Diciembre-diciembre	7.4	1.9	4.2	-1.0	4.3	1.4
D. Inversión bruta interna/PIB	15.7	16.0	18.9	17.3	17.3	16.1
E. Déficit fiscal (Coeficientes del PIB)	-2.0	-1.1	-2.0	-2.1	-2.3	-3.6
F. Medios de pagos /c						
Tasas de crecimiento						
M1	17.5	-1.9	8.6	13.5	-6.0	10.4
M2	15.6	11.0	7.5	10.4	6.4	9.9
(+) Depósitos en moneda extranjera	48.3	40.4	10.0	13.3	5.8	/d
M3	17.0	12.7	7.7	10.6	6.4	1.9

a/ Cifras preliminares.

b/ Cifras estimadas.

c/ Se refiere al Sistema Financiero.

d/ A partir del 1° de enero de 2001, por la LMI todos los depósitos están denominados en dólares.

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

CUADRO 2
Centroamérica: crecimiento económico
y desempeño comercial, 1980-2001
 (indicadores seleccionados, %)

Variables *	Costa Rica	El Salvador	Guatemala	Honduras
			1981-1990	
PIB	2.5	-0.3	0.9	2.5
Exportaciones	5.3	-1.6	-0.5	1.2
Importaciones	4.5	3.6	1.0	0.5
(X-M)/PIB	-2.1	-7.6	-3.5	-3.6
			1991-2001	
PIB	4.9	4.4	4.0	3.2
Exportaciones	13.0	14.5	8.7	8.6
Importaciones	11.4	12.9	11.7	11.0
(X-M)/PIB	-1.40	-14.0	-7.3	-9.0

Nota: Los primeros tres renglones reportan tasas medias de crecimiento anual. En el caso del PIB están calculados con base en cifras en moneda local a precios constantes; en los casos de exportaciones e importaciones de bienes y servicios están calculados con base en cifras en dólares a precios corrientes. El déficit comercial como proporción del PIB también está calculado con base en cifras en dólares a precios corrientes.
 Fuente: Elaboraciones propias de CEPAL con base en fuentes oficiales.

CUADRO 3
Países centroamericanos
Índice del tipo de cambio efectivo real (ITCER) /1
(1994 = 100)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Variación anual	
								Varianza	Desviación estándar
ITCER global									
Costa Rica	102.4	99.3	98.4	97.4	95.3	96.2	98.2	5.3	2.3
El Salvador	109.0	112.8	113.3	115.8	113.3	115.1	114.0	4.8	2.2
Guatemala	102.0	106.9	108.9	105.1	93.6	94.8	98.7	35.6	6.0
Honduras	113.3	110.1	120.3	129.6	134.7	138.9	142.1	158.6	12.6
Nicaragua	96.9	93.9	88.8	91.6	87.1	88.2	85.9	15.7	4.0
ITCER en EU									
Costa Rica	101.2	98.6	97.0	96.6	94.2	94.1	95.8	6.3	2.5
El Salvador	108.6	112.8	113.1	116.0	111.8	112.8	112.3	4.8	2.2
Guatemala	100.7	106.7	108.8	105.9	94.9	95.8	99.9	29.8	5.5
Honduras	112.9	110.0	118.8	128.9	132.2	134.9	137.7	122.7	11.1
Nicaragua	96.7	93.7	88.3	91.9	87.0	87.3	84.9	17.9	4.2

1/ Un aumento del ITCER significa apreciación, una disminución equivale a una depreciación de la moneda nacional.
Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales y del Consejo Monetario Centroamericano.

CUADRO 4
Índice del grado de convergencia en la evolución
económica de Centroamérica, 1997-2001
 (porcentajes)

<i>País</i>	<i>1997</i>	<i>1998</i>	<i>1999</i>	<i>2000</i>	<i>2001</i>
Costa Rica	63	63	38	63	50
El Salvador	63	63	63	63	63
Guatemala	63	63	25	50	63
Honduras	38	25	13	38	25
Nicaragua	50	25	50	38	25

Nota: Los indicadores seleccionados para elaborar este índice fueron: variación del PIB, inflación, tasa de interés, tipo de cambio real, cociente de reservas internacionales a base monetaria, déficit de cuenta corriente, déficit fiscal y saldo de deuda pública (los tres últimos medidos como proporción del PIB).
 Fuente: Consejo Monetario Centroamericano.²²

CUADRO 5
Señoreaje en economías centroamericanas, 1990-2001
 (promedios anuales como % del PIB)

<i>País</i>	<i>Señoreaje acervo</i>	<i>Señoreaje flujo</i>
Costa Rica	3.3	1.3
El Salvador	3.1	1.6
Guatemala	3.4	1.3
Honduras	4.9	1.8
Nicaragua	4.6	1.8

Nota: El señoreaje "acervo" corresponde al cociente de M1 sobre PIB, el señoreaje "flujo" reporta el cociente del *aumento* en M1 como proporción del PIB.
 Fuente: Elaboraciones propias con base en datos oficiales.

²² Consejo Monetario Centroamericano, *Informe Económico Regional 2000-2001*, San José, Costa Rica, 2002.