

Comentarios

Sustitución de monedas: colón versus dólar¹

1. Introducción

El tema de la dolarización (sustitución de moneda) en El Salvador ha cobrado nuevamente vigencia y ha logrado insertarse en la agenda de discusión económica del país. Independientemente del origen de la propuesta, una dificultad que se ha presentado es que el tema parece ser propulsado por conjeturas abstractas, que en algunas ocasiones son necesarias, pero en este caso es obvio que la propuesta carece de bases sólidas, sin sustentarse en el análisis económico y en su relación con el entorno institucional, geográfico e histórico del país. Más bien, el debate se ha centrado en una comparación de deseos de lo que debería ser “el régimen cambiario ideal”. De ahí, el vacío dentro del cual ha girado la discusión. En este informe se pretende darle una base más racional al tema, con miras a sustentar la posible conveniencia o inconveniencia de sustituir el colón por el dólar. Así, este comentario se circunscribe a hacer hincapié sobre algunas consideraciones que se deben tomar en cuenta en torno al tema de la dolarización.

En la literatura económica se ha desarrollado rigurosamente el tema de “sustitución de monedas” desde mediados de los años setenta. El concepto básico yace en la evidencia empírica de que al colapsar una moneda nacional, los agentes económicos la sustituyen por una de otro país que tenga menores riesgos de perder su valor. En la mayoría de los casos, en el ámbito mundial, éstos han buscado cambiar su moneda por el dólar estadounidense. En el caso de El Salvador, las probabilidades de una devaluación del colón son remotas

porque esta situación no existe, aparte de algún desastre imprevisto.

Desde un principio cabe señalar que a escala mundial y dentro de circunstancias “normales”, sólo dos países han optado por utilizar el dólar como moneda nacional (Panamá y Liberia). En el presente, el dólar es utilizado informalmente en varias decenas de países alrededor del mundo, cuyas monedas no brindan total resguardo de valor. Por su parte, el Tesoro de Estados Unidos profesa que hay más dólares (moneda) fuera de sus fronteras que dentro.

Los que propugnan por la dolarización muestran una proclividad por acentuar los beneficios, haciendo caso omiso de los costos que ello implicaría. Es decir, plantean el debate en términos brutos y no netos como debería ser. A su vez, los que se oponen a la medida enfatizan los costos, inclusive los psicológicos (soberanía, etc.), excluyendo los beneficios. En este contexto, los bandos se encuentran en una especie de péndulo en los extremos, ignorando el análisis costo beneficio propio del análisis económico, el cual podría ubicar el debate dentro de un marco más apropiado y con mejores resultados.

En términos económicos generales y a primera vista, la dolarización no parece una mala idea. Una de las tres características básicas de una moneda (“el dinero”) es su capacidad para mantener inalterable su valor (las otras dos son como medio de pago y como unidad de cuenta). La evidencia empírica señala que el dólar frente a cualquier mo-

1. El autor agradece los valiosos comentarios de sus colegas a la versión original de este comentario.

neda latinoamericana, ha sido provechosa para mantener su valor, relativo y absoluto. En otras palabras, el utilizar el dólar reduce drásticamente el riesgo cambiario y de mercado, disminuye los costos de transacción por bienes y servicios en el ámbito internacional, y facilita la contabilidad de costos/utilidades a los agentes económicos envueltos en operaciones internacionales. En un mundo globalizante, ello implica un beneficio adicional. A su vez, la reducción de estos riesgos y costos supone que el nivel de la tasa de interés nominal conduciría a su reducción y, en este sentido, se facilita el potencial de estimular la inversión y el crecimiento. Éste es el gran beneficio y usualmente el único que se menciona.

Otro beneficio que puede ser muy fructífero es que la dolarización tiende a aumentar (pero no garantiza) los niveles de credibilidad en cuanto a la coherencia y dirección de la política económica en general. Esta ventaja es muy valiosa para consolidar la estabilidad financiera en cuanto provee mayor transparencia y agilidad en las transacciones financieras. Uno de los grandes obstáculos para el desarrollo sostenible del país y otros, en similar nivel de desarrollo, ha sido la falta de transparencia y credibilidad. Ello se ha manifestado en la inexistencia de mercados financieros de largo plazo, limitándose éstos a los mercados monetarios (de menos de un año). Sin embargo, se debe destacar que la credibilidad es muy laboriosa de adquirir y muy frágil de mantener, como se ha visto en los mercados financieros del sudeste asiático.

Por otro lado, la utilización del dólar también implica adquirir riesgos que no existirían si se utilizara el colón como numerario. En particular, así como la dolarización ofrece la eliminación del riesgo cambiario, también elimina la facultad de utilizar el tipo de cambio (real) para evitar o disminuir choques externos, característica de nuestros países. Asimismo, la dolarización no permite utilizar el instrumento cambiario nominal para suavizar los desequilibrios y variaciones en los mercados financieros y particularmente los monetarios; éste último comprende un 85 por ciento del mercado financiero del país. Desde otro ángulo, lo que se está planteando es que lo que generalmente se conoce como la flexibilidad/arbitrariedad de la política monetaria que ofrece un banco central deja de existir, como también la misma institución. Hay que añadir que un banco central también ha llegado a convertirse en prestamista de última ins-

tancia en casos de crisis financiera, y al introducir la dolarización este recurso/instrumento desaparece. En el caso de nuestro sistema financiero, caracterizado por su incipiente estado y un marco supervisor pobre, ello implica un riesgo que no puede ser obviado al tener en mente que los ajustes económicos serían por medio de la tasa de interés y el salario, descartándose con anterioridad el tipo de cambio.

Un elemento que no ha recibido suficiente atención dentro de la discusión es el entorno regional de El Salvador. En la actualidad, el resto de los países de Centroamérica se encuentran dentro de un diseño de política económica que utiliza el tipo de cambio (casi siempre la devaluación) para absorber los choques económicos externos e internos. Ante esta situación, El Salvador iría perdiendo competitividad vis a vis el resto de los países integracionistas y tendría que tomar la vía panameña del desarrollo, por ejemplo, el crecimiento desmedido del sector servicios en relación con los sectores agrícola e industrial. De ello se puede deducir que el "ideal integracionista" se desvanecería, a menos que los demás países optaran también por el dólar o una moneda única regional en la cual participara El Salvador.

Desde el inicio de la discusión, un bando ha argumentado que el país posee las condiciones "técnicas" necesarias para la dolarización. Se sabe que en 1999 las reservas internacionales netas (RIN) son aproximadamente igual al 110 por ciento de la base monetaria (pasivos de corto plazo del banco central) y que sólo se requiere un 100 por ciento, dependiendo de la confianza que se tenga del sistema financiero. Aunque esta condición es necesaria, se recalca que no es suficiente. Las condiciones técnicas, jurídicas e institucionales suficientes son varias y éstas no se han alcanzado todavía.

Así, otro elemento que no facilita una instantánea dolarización es el que está relacionado con el marco jurídico institucional. La Constitución establece que el Estado sea el que emita la moneda (art. 111). Así, la dolarización no puede ser inmediata, pues se enfrentan innumerables obstáculos de orden jurídico e institucional. Uno de los aspectos institucionales que no han sido mencionados en el debate es la ya urgente necesidad de introducir normas contables en conformidad con las prácticas internacionales. Ello sería necesario, a la par de la credibilidad, para que se cumpla el objetivo (o deseo) del aumento de inversión extranjera,

mencionado como uno de los posibles beneficios de la dolarización. En general, como lo ha demostrado el caso de Argentina, la dolarización es un proyecto de largo plazo que implica una serie de condiciones previas y una secuencia de eventos, por lo cual la pronta dolarización no es factible en el presente estado actual.

Por otro lado, la fortaleza fiscal es un requisito para mantener la estabilidad en cualquier régimen cambiario. No obstante, dentro de un esquema de dolarización o de una caja de convertibilidad establecida jurídicamente, el ajuste es más drástico y más veloz, repercutiendo casi de inmediato en los mercados laborales y de productos. De ahí la necesidad de fortalecer las finanzas públicas y de introducir normas en los mercados laborales sumamente flexibles en forma casi simultánea, lo que no es ni fácil ni inmediato en ninguna economía.

Es interesante observar que los conceptos de caja de convertibilidad y dolarización han sido utilizados en el debate como conceptos afines y algunas veces como dos etapas del mismo proceso. Esta confusión ha contribuido a dificultar aún más el esclarecimiento de lo esencial del problema que se ha estado debatiendo. En el contexto de la economía de El Salvador, este desconcierto puede ser nocivo. Así, por ejemplo, se ha olvidado convenientemente que el efecto remesa contribuye a que el ingreso nacional sea un 10-15 por ciento mayor que la producción nacional. Ante esta situación y bajo la caja de convertibilidad, *de facto o de jure*, la estabilidad monetaria requiere una aceleración en la esterilización de liquidez. Ello se ha reflejado en salarios reales casi constantes durante los últimos siete u ocho años, altas tasas de interés real, y, hasta hace poco que la inflación salvadoreña es casi similar a la de Estados Unidos, una casi persistente apreciación real del colón, desembocando en un estancamiento económico que no debería sorprendernos. Bajo el régimen cambiario actual, los ajustes económicos y financieros se realizan por medio de la tasa de interés, el más lento crecimiento real y el equilibrio de los mercados laborales por debajo del nivel de empleo pleno, y un aumento del empleo en el sector informal. Éste ha sido el comportamiento de la economía argentina, desde la formalización de su caja de convertibilidad en 1991, y en El Salvador, desde su introducción *de facto*.



La dolarización no es en efecto y en práctica lo mismo que una caja de convertibilidad. Aunque es teóricamente factible que una caja de convertibilidad funcione dentro de un contexto en que no se tengan que acumular las Remesas Internacionales Netas, en la práctica, es muy arriesgado y nunca se ha llevado a cabo "de un plumazo". Es dable pensar que la ciudadanía salvadoreña no esté dispuesta a tomar una ruta económica que nunca ha realizado y para la cual no hay modelos ni mapas. En este caso, el posible riesgo se convertiría en incertidumbre.

En este contexto, cabe recalcar que el régimen cambiario actual en el país es una caja de convertibilidad de facto. Su formalización sería necesariamente una cuestión legislativa, lo que significaría un desenlace como mínimo a mediano plazo. Por su parte, la formalización del sistema cambiario solamente implicaría que se está tratando de mandar el mensaje de que existe un fuerte compromiso (fortaleciendo la credibilidad) de mantener el tipo de cambio estable, lo que, en algunas circunstancias, puede ser muy provechoso, pero no siempre, particularmente cuando las limitaciones del sistema jurídico del país son motivo de preocupación y cuando los mercados financieros mundiales se han hecho mucho más volátiles.

Además, así como el fortalecimiento de la credibilidad puede ser un beneficio adicional, su pérdida puede tener un costo de mayor envergadura.

La dolarización, pues, tiene beneficios y costos. Se puede generalizar, a grandes rasgos, que a corto plazo predominan los costos y que a largo plazo predominan los beneficios. Para obtener el beneficio neto es necesario hacer una comparación a través del tiempo, lo cual es imposible al no disponer de una tasa de interés que nos permita actualizar los costos y beneficios en el presente. Sin embargo se puede señalar lo siguiente. El dolar es como el oxígeno: todos lo necesitamos y lo deseamos. Se podría decir también que el dolar es un "bien de lujo". Con ello en mente, cabe preguntarse si el país, pobre y atrasado, está en capacidad de adquirir bienes de lujo ante tantas necesidades sociales básicas insatisfechas. No obstante, es importante señalar y por eso es necesario advertir que la dolarización no sólo de El Salvador, sino también de toda la región, parece ser un proceso inexorable de la globalización. Consecuentemente, podría ser crucial establecer de inmediato al nivel de gobierno, un ente responsable para que comience de inmediato los análisis y las acciones para que el país esté preparado ante esta posible eventualidad. Se concluye que la dolarización a corto plazo no es factible y que, en el mediano plazo, es una alternativa más del abanico disponible de opciones, inclusive la moderada flexibilización del tipo de cambio. No obstante, el proceso de globalización impone que no se descarte precipitadamente la opción de dolarización a largo plazo.

2. El problema

Una característica de los países en vías de desarrollo ha sido la inestabilidad de sus monedas nacionales, imprimiendo un cierto riesgo cambiario. Por ello, la dolarización implicaría la sustitución del colón por el dolar estadounidense. En este sentido, desaparece por completo el riesgo cambiario y, en consecuencia, se reduce la posibilidad de perder poder adquisitivo. Lo mismo no necesari-

amente ocurre cuando se introduce o se tiene en operación una caja de convertibilidad, pues el riesgo cambiario continúa existiendo². Al eliminar el riesgo cambiario también se elimina la necesidad de mantener reservas internacionales y, de hecho, se podría decir que éstas serían parcialmente utilizadas para convertir el empleo de la moneda nacional por el dolar en la etapa inicial.

Así mismo, los países en desarrollo también se han caracterizado por ofrecer panoramas económicos, a corto plazo, con bajos niveles de ahorro e inversión de corta gestación. En este ambiente, las decisiones de los agentes económicos van dirigidas a obtener resultados y ganancias a corto plazo, desplazando o aun excluyendo las grandes inversiones (productivas y de infraestructura) que requieren períodos largos de gestación. De esta forma, algunos economistas explican la falta de infraestructura, etc., en los países en vías de desarrollo. Con la dolarización también se pretende introducir explícitamente una cierta estabilidad en las perspectivas de mediano y largo plazo, lo que repercutiría favorablemente para propiciar el ahorro y la inversión.

Implícita en el argumento a favor de la dolarización es la creencia de que el viejo debate teórico de régimen cambiario flexible *versus* régimen cambiario fijo, ha sido resuelto y que se ha optado por el segundo. La literatura económica no ha concluido nada al respecto y se puede afirmar que al optar por una de las opciones, se está tomando una medida de política económica de gran envergadura por sus consecuencias y repercusiones. Esto se debe exponer en forma explícita. La decisión de formalizar una caja de convertibilidad o de dolarizar es, de hecho, una medida de política económica que no es de carácter técnico, aunque sus bases o argumentos sí lo sean.

Por su parte, la caja de convertibilidad es un instrumento institucional que representa la adopción de un régimen cambiario fijo en su forma más aguda. A su vez, la dolarización representaría la selección de la opción por un régimen cambia-

-
2. La introducción de la caja de convertibilidad fija el precio de la moneda nacional en relación con la moneda-reserva seleccionada y, por ende, no evita el riesgo cambiario. Por su parte, la dolarización elimina el riesgo cambiario por completo. Para propósitos de exposición, se utilizarán ambos conceptos como parte del mismo fenómeno y se señalarán las diferencias cuando sea pertinente. Se hace este supuesto, pues la propuesta de ambas opciones son de carácter político y así se sostiene que es la(s) opción(es) como tal la que está en discusión.

rio fijo en su forma más contundente por excelencia. Es sugestivo señalar que la dolarización, en todo país, ha sido independiente de una decisión racional explícita de parte de las autoridades económicas. Así, la dolarización ha sido transitoria y frente a inestabilidades macroeconómicas, en las cuales las autoridades habrían perdido el control de la situación y la credibilidad económicas³. Por ello, si un país (El Salvador) tomara la vía formal de la dolarización en forma unilateral, sería el primero en hacerlo y estaría apostando más con incertidumbre que con riesgo⁴. Se podría decir que dicho país (El Salvador) se convertiría en un laboratorio económico. En consecuencia, no se puede concluir, con anterioridad, que la opción de dolarizar permite establecer el marco institucional monetario más apropiado para país alguno. Eso está aún por verse, en la práctica y en la teoría.

Los países en vías de desarrollo, en particular los de América Latina, han padecido agudamente de la falta de credibilidad de parte de los mercados y los inversionistas internacionales. En consecuencia, estrechamente apegada a la decisión política de optar por la caja de convertibilidad y/o la dolarización está el propósito de fortalecer la credibilidad. Se podría decir, obviamente con ciertas reservas, que la credibilidad de una política económica se mide en relación con su grado de irreversibilidad. Así, los costos beneficios de un fuerte compromiso de una política económica específica corresponden y se determinan al establecer un balance entre flexibilidad y credibilidad. Relacionado a ello, cabe pensar que la propuesta de dolarizar representa una percepción de que la política económica pueda ser cambiada o revertida irresponsablemente en un futuro no lejano, desembocando en un colapso de la moneda y en un proceso forzado de sustitución de monedas (dolarización). Está

empíricamente comprobado que un proceso de *sustitución de monedas* es engorroso y costoso de revertir. Los expertos especulan que ello podría ser más oneroso cuando el proceso ha sido propiciado de manera oficial, ya que el costo de perder credibilidad puede ser considerable y prácticamente imposible de cuantificar de antemano.

La cuestión que trata de enfrentar la introducción de la caja de convertibilidad y/o la dolarización es el problema de la inestabilidad económica, y así evitar sus secuelas, que muchos economistas consideran una de las principales causas de la falta de desarrollo económico en los países pobres. La inestabilidad pareciera ser la condición normal, en un momento u otro, en los países en vías de desarrollo. De esta forma, estas medidas son concebidas como una panacea a lo que se considera como una fuente principal del subdesarrollo y de la pobreza.

2.1. El caso de El Salvador

El Salvador tiene una larga trayectoria de estabilidad económica, socavada en la década de los años ochenta por una grave crisis social, la cual puede ser considerada como una aberración histórica o una forma específica de ajuste económico y social. En este contexto, resulta sorprendente la vehemencia con que se ha tratado de imponer el tema de la dolarización en la agenda de discusión económica. Se puede recordar que durante el conflicto, el tipo de cambio fluctuaba casi día a día con importantes variaciones. Los niveles, sin embargo, nunca superaron las cotas observadas en las monedas de los demás países vecinos con menor o ningún conflicto social. A su vez, durante el período mencionado, la inflación nunca superó el 33 por ciento, lo que sería considerado alto en otros países de la región latinoamericana, pero no nece-

3. Cabe hacer notar, sin embargo, que la supuesta transitoriedad de la dolarización ha mostrado renuencias en los últimos años en América Latina, posiblemente evidenciando un nuevo fenómeno, el cual está todavía en estudio por expertos.
4. Los casos de Panamá y Liberia son diferentes en cuanto a que la dolarización fue parte integral del proceso de nacimiento de ambas naciones. Panamá ha utilizado el dólar desde su origen como país. La dolarización en Panamá se facilita por el persistente flujo de dólares que ocasiona el canal, sus zonas libres, las bases militares estadounidenses y la banca extranjera (aproximadamente 110 bancos operan en Panamá). Cabe señalar que, en 1994, la captación extranjera de fondos correspondía al 66 por ciento del total de todos los fondos captados por la banca en Panamá. La cifra correspondiente para El Salvador no está disponible, pero se puede especular que ésta es pequeña en relación con la panameña, pero se ha estado incrementando desde 1995, a raíz de la meta gubernamental de dolarizar la economía. Entre paréntesis, en Panamá la situación típica es de exceso de dinero, el cual se disipa hacia el exterior vía préstamos o inversiones.

sariamente alarmante o fuera de serie. En general, la estabilidad económica en El Salvador ha sido la norma y no la excepción.

La propuesta de introducir la caja de convertibilidad, o de dolarizar, probablemente está relacionada con las expectativas e incertidumbres del futuro. El rezago y las memorias de la pasada década es posible que aún determinan una proporción significativa de las acciones de los agentes económicos y sociales. En este contexto, la propuesta apunta a crear una situación de irreversibilidad en el escenario propuesto, el cual se considera que garantizaría la estabilidad.

Otro propósito de la propuesta de dolarización pareciera ser la anticipación y preparación para enfrentar y tomar ventaja de un fenómeno nuevo que está por venir. La globalización, casi implacable de los aspectos económicos, sociales y políticos en el ámbito mundial, presagia situaciones y escenarios inusitados. La dolarización anticipada en un país, como El Salvador, podría aprovechar las oportunidades que se pudieran presentar. Bajo esta lupa, la propuesta de dolarizar adquiere atributos casi visionarios y admirables.

Es curioso observar que en el caso de El Salvador, la dolarización no ha sido impuesta por las "fuerzas" del mercado y que, más bien, se presenta como una opción entre muchas. Se puede ver que los depósitos bancarios en dólares no superan el 15 por ciento del total, como en otros países, por ejemplo, Perú, Argentina y Uruguay, en los cuales la proporción sobrepasa el 50 por ciento. En estos países se ha visto que el dolar no sólo se utiliza como medio para resguardar valor, sino también como medio de pago. Esta última característica del dolar no es común en la vida cotidiana de El Salvador. Así, el proceso de la dolarización en El Salvador se presenta no como una situación consumada, sino como una situación por consumarse.

Ésta es la gran diferencia entre lo que ocurre en El Salvador y lo que se percibe en otros países "dolarizados" de América Latina⁵.

Un aspecto que no ha sido traído a colación dentro del problema que presenta la dolarización en El Salvador, es que no se puede descartar la posibilidad de que el actual diseño de política económica en vigencia se encuentre agotado y sin posibilidades de lograr, a mediano plazo, los grandes enunciados de reducir la pobreza, entre otros, en la que vive más de la mitad de la población. Así, no se puede rechazar la posibilidad de que exista un callejón sin salida en el diseño vigente de la política económica o un estancamiento económico en la práctica. Se podría sospechar también, ante esta situación, que la dolarización ha sido una meta implícita de la política económica de los últimos cinco años⁶.

Se puede concluir que el problema que enfrentaría la dolarización en El Salvador es *sui generis*. No hay crisis fiscal ni financiera, la estabilidad macroeconómica es ampliamente reconocida y las reservas internacionales se encuentran en niveles inusitados, en términos absolutos y relativos. Posiblemente, un aspecto del "problema" de la dolarización en El Salvador radica en que todavía no existe un consentimiento nacional en relación con la visión de país que todos los ciudadanos tienen o deberían tener. Se pueden observar también rasgos de irresponsabilidad en cuanto a que algunos ya han concluido que las condiciones necesarias y suficientes para la dolarización están dadas, y eso sí es parte integral del problema y de la incertidumbre (interna y externa) en relación con la dolarización.

Cabe señalar también que en el presente, en El Salvador, la dolarización no representa una imposición por fuerzas externas comerciales o de mercado. Más bien, lo que se está observando es un

5. Es importante recordar de que a pesar de que la caja de convertibilidad (formalizada) argentina lleva en existencia ocho años, los economistas de su autoridad monetaria estiman que llevaría varios años más para lograr las condiciones necesarias y suficientes para la dolarización. En este país, más del 50 por ciento de los depósitos bancarios son en dólares, y esta moneda se utiliza, incluso, como medio de pago y unidad de cuenta.

6. Ante la pobreza que enfrenta la sociedad salvadoreña, la acumulación inusitada de reservas internacionales parecería un tanto irracional. Pero si se considera que la acumulación de reservas permite lograr la meta de dolarización, la decisión de acumular reservas es menos irrazonable. Cabe señalar que desde el fallido intento de dolarización en 1995, el endeudamiento externo a corto plazo del sector privado (focalizado principalmente en el sector financiero) se ha disparado. En 1994, esta suma correspondía a 185 millones de dólares y en 1995, a 522 millones de dólares, aumentando a 593 millones de dólares en 1996.

debate sobre las opciones e ideales de política económica para un futuro incierto, lo que es encomendable y bienvenido. Se esperaría, sin embargo, que los participantes en el debate se tomaran la molestia de considerar los costos y beneficios de la propuesta de dolarización (el beneficio neto), como también que expusieran, con claridad, que toda medida económica tiene ganadores y perdedores y que es sumamente raro que éstas generen beneficios netos positivos para todos los sectores de la economía.

3. Los beneficios

Desde un punto de vista generalizado y teórico, los beneficios de la adopción y formalización de la caja de convertibilidad y/o la dolarización se sustentarían por medio del fortalecimiento de la estabilidad económica⁷. Éste es el punto clave del argumento de formalizar la caja de convertibilidad o de dolarizar. En particular, se estaría aceptando que la política monetaria ya no estaría o no debería estar sujeta al juego veleidoso de lo político. De esta forma, en términos generales, la caja de convertibilidad y/o la dolarización pretende moderar las expectativas de los agentes económicos, ofreciendo un escenario económico irreversible con mayor estabilidad por medio de la reducción del riesgo cambiario, del mercado y del país. El riesgo es un componente intrínseco y determinante del nivel y de la variación de las tasas de interés. Su supuesta reducción implicaría, en consecuencia, una disminución y convergencia en las tasas de interés y precios con el país que emite el dólar⁸.

La convergencia en las tasas de interés y la inflación significa que estas dos variables tendrían presiones económicas para disminuir el diferencial entre ellas y las del país que emita la moneda de reserva. En un sentido económico, la convergencia implicaría que las dos variables en El Salvador bajarían, particularmente la tasa de interés, ya que al disminuir el riesgo cambiario, la reducción sería reflejada en las nuevas tasas de interés. A su vez, la supuesta reducción de riesgo facilitaría la contratación y captación de fondos financieros en el exterior, a una tasa de interés inferior a la nacional. Además, entre mayor sea el nivel de competencia en el sector financiero, mayores serán las presiones financieras para que la tasa de interés nacional disminuya. De ello se deriva la necesidad de que se fortalezca la supervisión del sistema financiero y que se asegure la competitividad dentro de este sector.

De la supuesta estabilidad lógicamente se derivan expectativas a largo plazo más moderadas y de mayor alcance a través del tiempo, produciendo considerables niveles de ahorro e inversión y, en consecuencia, de crecimiento económico⁹. Cuando los agentes económicos poseen un horizonte de tiempo relativamente largo y estable, pueden hacer mejor uso del cálculo económico, redundando ello en inversiones más provechosas y en un aumento en la eficiencia de la inversión. Sencillamente, se puede predecir el nivel de utilidades con mayor facilidad.

Otro beneficio que es considerado muy importante al introducir las medidas propuestas, es el fortalecimiento de la credibilidad del gobierno para

7. Sin embargo, ello no garantiza la estabilidad. Un conjunto de malas políticas económicas con el consecuente descalabro económico puede existir dentro de cualquier régimen cambiario.
8. El arbitraje (ajuste) ocurre por medio de movimientos en las tasas de interés, la oferta monetaria y la cuenta corriente de la balanza de pagos. El arbitraje por medio del tipo de cambio queda fuertemente sujetado por la caja de convertibilidad y eliminado por la dolarización. El arbitraje asegura que los precios del país, del cual se utiliza su moneda como reserva, sirvan de ancla para los precios domésticos. Sólo se controla el precio de la "divisa", todos los demás precios son determinados por la oferta y la demanda. La convergencia puede no ocurrir al existir bienes, en cantidades considerables, que no son transables o por diferencias en productividad, etc. Hong Kong ha utilizado, desde 1983, el dólar para fijar el precio en su caja de convertibilidad, pero casi nunca ha logrado bajar su inflación anual del nivel del 10 por ciento.
9. Este supuesto es posiblemente dudoso, por lo menos a corto plazo. Argentina introdujo su caja de convertibilidad en 1991 y logró moderar la inflación. Sin embargo, desde esa fecha Argentina ha padecido lentas tasas de crecimiento y altas tasas de desempleo. Estos resultados no son sorprendentes y en el caso de El Salvador podrían ser más agudos por la liquidez que proviene de las remesas. Por ello, no obstante que se tiene una caja de convertibilidad *de facto*, la formalización podría ser una mala decisión, ya que se estaría legalizando el estancamiento y la permanente apreciación real del colón, restándole competitividad a las exportaciones.

mantener una política económica coherente. Ello se logra con el fuerte compromiso que representa el introducir las medidas de formalización de la caja de convertibilidad y/o dolarización. En la medida que la credibilidad se mantenga, más exitosas serían las propuestas, aunque los expertos reconocen que el comportamiento es asimétrico¹⁰. La región latinoamericana se ha caracterizado por los virajes drásticos en el manejo de sus políticas económicas y se cree que un fuerte compromiso, en el sentido de que la irreversibilidad sea costosa en términos políticos y económicos, permitiría imprimir más confianza a los agentes económicos. Aunado a este beneficio está el mensaje de compromiso de que la irresponsabilidad fiscal podría ser eliminada¹¹.

3.1. El caso de El Salvador

El país se encuentra abocado a un proceso acelerado de modernización económica y social, para recuperar el tiempo perdido por el conflicto social de los años ochenta. En ese período no sólo no hubo inversión privada y pública adecuada, sino

que también el país padeció una fuga de capital de varios cientos de millones de dólares. Los indicadores económicos y sociales reflejaban un alto grado de pobreza y subdesarrollo, aunado a un notorio desprestigio. En este contexto, el supuesto beneficio de "fortalecer la credibilidad" podría tener un alto rendimiento, materializándose en niveles mayores de inversión extranjera y doméstica. Éste podría ser el beneficio esperado que más impacto tendría sobre el desenvolvimiento de la economía nacional. La formalización de la caja de convertibilidad y/o la dolarización enviaría el mensaje de que existe un firme compromiso para mantener una política económica coherente, sin virajes drásticos, apoyada por una estabilidad financiera y una disciplina fiscal fuerte¹². Este mensaje podría anclar las expectativas de los agentes económicos, introduciendo un mayor grado de optimismo, impulsando la inversión y el ahorro.

Así como la falta de discrecionalidad en la política económica puede ser considerada una desventaja, la misma postura se convierte en un bene-

10. Es asimétrico en cuanto a que los beneficios esperados del éxito son menores que los costos del fracaso. No olvidemos los costos del fallido intento de dolarizar en 1995, el cual además causó una recesión que todavía se está pagando.
11. El hecho de que la masa monetaria tiene que ser apoyada en un 100 por ciento por la base monetaria, impide que el gobierno adquiera préstamos inflacionarios del banco central. No obstante, el gobierno puede normalmente continuar financiándose por medio del mercado interno o externo. Este ha sido el caso de El Salvador. El resultado es un nivel mayor de tasas de interés y un desplazamiento del crédito del sector privado al sector público. En cierto sentido, la puesta en práctica de la formalización y/o la dolarización tampoco garantiza una política fiscal responsable. Lo que sí puede hacer es disminuir la probabilidad de que ésta sea irresponsable. Como se puede observar en el cuadro que está más adelante, si bien es cierto que se ha reducido la proporción deuda externa/PIB, utilizando el exceso de reservas y los ingresos de las privatizaciones, la deuda nueva, particularmente la de corto plazo, contratada comercialmente, parece haber sido altamente onerosa en términos del Producto Interno Bruto o de las exportaciones. De hecho, el Banco Central de Reserva ya no financia al gobierno, pero éste último ha acudido a los mercados para financiar sus crecientes problemas fiscales. Tarde o temprano el costo de la deuda se tendrá que pagar vía aumento en los impuestos y no por la vía del impuesto que significa la inflación.

En porcentajes	Deuda Externa		
	1990	1993	1997
Deuda externa/PIB	40	29	24
Servicio de la deuda	21	26	33

Fuente: Banco Interamericano de Desarrollo.

12. La disciplina fiscal es imprescindible para darle credibilidad a la reforma monetaria, sea ésta la caja de convertibilidad o la dolarización. En el caso de la primera, la necesidad es aún mayor ya que el déficit debe ser "compatible" con la política cambiaria, pues un cambio en las expectativas podrían crear presiones para que ésta

ficio dentro de la óptica de la propuesta. Si se logra convencer al inversionista que no hay marcha atrás y que tampoco se podrá cambiar el rumbo de la política económica, se reduciría el grado de incertidumbre de éstos, induciéndolos a invertir más y a considerar perfiles de proyectos a largo plazo. Estos beneficios se derivarían tanto de la formalización de la caja de convertibilidad como también de la dolarización.

Uno de los mayores beneficios que se obtienen al introducir una caja de convertibilidad, es su impacto en las expectativas inflacionarias, pero en el caso de El Salvador, este beneficio no existe por la relativa estabilidad de que goza el país. Por la misma razón, dentro de la formalización de la caja de convertibilidad no se obtendría la reducción inmediata en las tasas de interés. A su vez, la caja de convertibilidad (utilizando el modelo argentino) sería beneficiosa porque no se perdería el señoreaje y se tendrían los ingresos de los intereses que producen las reservas internacionales. Con la dolarización, empero, dichos beneficios se convertirían en costos. Al formalizar la caja de convertibilidad o dolarizar, se ahorrarían los costos financieros del banco central de los certificados de liquidez y del encaje remunerado, costos que sobrepasan los 500 millones de colones en 1999¹³.

Un beneficio específico, pero no cuantificable, sería el que permitiría con mayor facilidad aprovechar las oportunidades que brinda el proceso de globalización. Con la dolarización se bajarían sustancialmente los costos internacionales de transacción, ofreciendo ventajas competitivas al país sobre otros países que no han dolarizado o no se han preparado para hacerlo. En general, la dolarización

facilitaría en mucho que El Salvador se insertase en los mercados mundiales a un costo considerablemente menor. En esta consideración no se descarta que los costos disminuyan en forma simétrica como las economías de escala. Las variables aquí, sin embargo, son las oportunidades, la conveniencia de tiempo y la ventaja que se obtiene al comenzar la carrera antes que los demás.

Un beneficio que subsume todos los demás es que la dolarización y/o caja de convertibilidad, establecería mayor transparencia, en cuanto a que exigiría que las reglas del juego fuesen más claras, facilitando a su vez una mejor integración de los mercados internos y de éstos con los externos. Ante este escenario, se esperaría una profundización de los niveles de la actividad económica.

4. Los costos

El costo más palpable de una caja de convertibilidad, *de facto o de jure*, y/o la dolarización, es que el país pierde su autonomía para decidir el rumbo de su política monetaria, ya que la masa monetaria es determinada únicamente por el componente externo (divisas, reservas internacionales, etc.) de la base monetaria¹⁴. En este sentido, el tipo de cambio nominal y el margen de maniobra que puede otorgar su flexibilidad ha sido excluido como instrumento monetario. Conjuntamente también se pierde la flexibilidad que otorga la variación del tipo de cambio real para atenuar los desequilibrios externos. En este caso, las consecuencias de la formalización de la caja de convertibilidad y la dolarización son las mismas. En general, a este costo se le ha llamado comúnmente "el costo de pérdida de soberanía".

colapse. En general, la regla para que la caja de convertibilidad tenga credibilidad es que los déficit deben ser financiados sin "abusar" del señoreaje.

13. Se señala, sin embargo, que en el presente los ingresos netos del Banco Central de Reserva, derivados del actual régimen cambiario, son teóricamente superiores a los que se derivarían al ser sustituidos por la caja de convertibilidad y/o la dolarización. Ante esta aseveración se recalca que estos costos financieros, teóricamente cuantificables, son irrisorios en relación con los costos/beneficios económicos que se postulan dentro del análisis aquí desarrollado.
14. Muchos creen que la autonomía monetaria se perdería al dolarizar la economía. Cabe recalcar que el régimen cambiario actual, o su formalización, también padecen de la misma limitación. Todo régimen cambiario fijo no tiene capacidad para manejar y determinar independientemente la masa monetaria de la economía. Esta queda determinada endógenamente (sólo por la balanza de pagos) y las autoridades monetarias se tienen que acomodar a los flujos financieros. Así, el flujo de las remesas le ha causado serios dolores de cabeza a las autoridades, a pesar de que ha aliviado la pobreza en el país.

Bajo el esquema de dolarización, algunos de los costos son más visibles y cuantificables. El más obvio es el costo (pérdida) del señoreaje¹⁵. El valor de dicha pérdida está inversamente relacionado con el grado de estabilidad existente, en un momento dado, en una economía. En algunos países esta pérdida podría ser cuantiosa pero no necesariamente en El Salvador. Quizá el mayor costo se derivaría de la pérdida de los ingresos provenientes de los intereses de las reservas internacionales, las cuales dejarían de existir en el esquema de dolarización, como se señaló con anterioridad.

En vista de que dentro de un esquema de caja de convertibilidad y/o dolarización, el ajuste y el arbitraje se dan vía los precios (tasas de interés) en los mercados financieros, el proceso de transición exige un sistema financiero estructuralmente competitivo, libre de distorsiones de información y precios, y fortalecido a la par por una entidad supervisora independiente y mucho más preparada para actuar. Ello se hace imprescindible al recordar que la función de prestamista de última instancia desaparecería del ámbito monetario. El costo para actualizar un sistema financiero es un tanto oneroso y no se puede hacer de la noche a la mañana, pues ello requiere de la capacitación del recurso humano, como también de fuertes inversiones en tecnología. Además, en caso de existir poca confianza en el sistema financiero, existe un alto riesgo de que se precipite una crisis bancaria¹⁶.

4.1. El caso de El Salvador

La formalización de la caja de convertibilidad traería consigo costos adicionales mínimos, ya que, como se dijo anteriormente, el régimen cambiario

actual es una caja de convertibilidad *de facto*. Los costos ya se están pagando en función de un lento crecimiento y del sacrificio de producción futura. Además, hay otros costos menores directos, tales como el cuasi déficit fiscal —originado por el banco central— al esterilizar los efectos de las remesas por medio de la emisión de certificados de liquidez, los cuales son vendidos en el mercado monetario nacional y cuyo rendimiento (intereses) es un costo para la autoridad monetaria nacional¹⁷. Sin embargo, la dolarización sí engendraría costos sustanciales adicionales¹⁸.

El flujo actual y esperado de remesas pueden atenuar los costos de la opción de dolarización; no obstante, con la caja de convertibilidad probablemente se mantendría la apreciación real del colón, junto con una economía deprimida o estancada, como ha sucedido en los últimos cuatro años, ya que la autoridad monetaria se ve forzada a mantener metas de inflación inferiores a las de Estados Unidos. En este contexto y dentro de los parámetros de la economía salvadoreña, el beneficio de las remesas en una economía dolarizada podría presentarse como un costo en un esquema de caja de convertibilidad. A pesar de que Argentina no goza de un flujo sustancial de remesas (transferencias unilaterales privadas), se vio seriamente afectada por la apreciación real de su moneda desde el inicio del funcionamiento de su caja de conversión. Recientemente, la devaluación de la moneda brasileña ha inducido fuertes presiones para que el peso argentino se devalúe. Ésta es una provechosa lección que se tendría que tener en mente en el caso salvadoreño, en particular en el entorno centroamericano.

15. El Fondo Monetario Internacional estima que esta pérdida para El Salvador sería aproximadamente 20 millones de dólares. Sin embargo, si se usa la regla general de que el señoreaje es usualmente igual al 1-2 por ciento del Producto Interno Bruto, la suma sería como mínimo de 100 millones de dólares.
16. El problema de preferir el dólar sobre el colón no es sólo cuestión de cual de los dos guarda el valor mejor; más bien, es cuestión de protección al depositante en los respectivos países. De qué le sirvió a algunos de los depositantes de FINSEPRO tener sus depósitos en dólares, si por falta de una supervisión prudencial perdieron casi todo.
17. El diferencial (ingreso-producción) creado por las remesas exige un tozudo y creciente intervencionismo de parte del Banco Central, con miras a mantener el tipo de cambio fijo por medio del retiro del consecuente exceso de liquidez, encareciendo el precio del dinero por la vía de altas tasas de interés, e introduciendo restricciones adicionales a las pautas de crecimiento económico.
18. Se podría decir que el dólar es un Ferrari y el colón un Volkswagen. Una mayoría optaría por poseer el Ferrari pero, ¿cuántos lo pueden comprar? ¿Puede El Salvador transitar en un Ferrari dentro de su nivel de ingreso per cápita y dentro de los mercados financieros mundiales? Esta comparación se hace para enfatizar los costos que engendraría la puesta en práctica de la dolarización.

En particular, una adversidad externa, como una reducción del flujo de remesas, se manifestaría, sin lugar a dudas, en una fuerte desaceleración económica con efectos inmediatos en el nivel del empleo. En vista de que los aumentos en las exportaciones no han sido tan importantes como se esperaba (en el corto mediano plazo), el éxito de la dolarización dependería casi exclusivamente de que el flujo de las remesas se mantuviera o aumentara. La experiencia demuestra que se pueden esperar varios años más de remesas, pero si no se logra la reconversión industrial, la dolarización condenaría a la economía al estancamiento y, en el peor de los casos, a profundas recesiones con altos niveles de tasas de interés real. Aun cuando la probabilidad de que esto ocurra es mínima, no se puede descartar por el altísimo costo que implica.

Se estima que una conversión inmediata al dólar requeriría la utilización de 400 millones de dólares para cubrir el numerario salvadoreño. A esto hay que añadirle la pérdida de señoreaje (unos 100 millones de dólares equivalentes a 1 por ciento del Producto Interno Bruto) y la pérdida de interés sobre los saldos de reservas internacionales (100 millones de dólares). Estas cifras son las mínimas estimadas¹⁹. Se calcula, de manera adicional, que los pasivos de contingencia del Banco Central de Reserva tendrían que ser liquidados, que se tendría que contraer un préstamo a mediano largo plazo de por lo menos 250 millones de dólares en caso de que se dé una crisis financiera durante el proceso y, además, que se invierta cuantiosamente para fortalecer la Superintendencia del Sistema Financiero y para introducir sistemas de contabilidad que alcancen los niveles internacionales. Los costos para adaptar las bases jurídicas y contables al nuevo régimen cambiario serían también sustanciales²⁰.

5. Conclusiones y perspectivas

El régimen cambiario vigente en El Salvador es una caja de convertibilidad *de facto*. Su formalización no tendría costos relativos muy altos, comparados con una dolarización llana y simple, y el beneficio sería el fortalecimiento del compromiso de estabilidad cambiaria. En este contexto, el supuesto aumento de credibilidad podría ser significativo y el beneficio palpable. Sin embargo, se ha señalado que el régimen cambiario actual tiene costos considerables, que se manifiestan en el sacrificio de la producción y el empleo actual y futuro al no poder lograr tasas de crecimiento, que ni compensan suficientemente el crecimiento demográfico. En este sentido, la formalización de la caja de convertibilidad no cambiaría la naturaleza ni la permanencia de estos costos.

Así mismo, mientras exista la caja de convertibilidad, los niveles de la tasa de interés serán mayores en relación con un régimen cambiario menos fijo por el efecto de las remesas, como también su variación y volatilidad continuarían siendo parte del entorno financiero. Se ha recalcado que con un tipo de cambio fijo, como el que existe y como el que se tendría si se formalizara la caja de convertibilidad, los ajustes económicos se presentarían en la variación de la tasa de interés. Por definición, los ajustes por la vía del régimen cambiario han sido descartados, lo que equivale a decir que se ha sacrificado un poderoso instrumento de política económica, imponiendo mayores presiones sobre las tasas de interés.

Se puede generalizar que la introducción de una caja de convertibilidad es una garantía adicional para los agentes económicos, si se ha perdido la esperanza de que el país pueda tener algún día un sistema económico transparente y estable. Éste

19. Un documento preparado por el Fondo Monetario Internacional, el cual fue utilizado para impulsar el fallido intento de dolarización en 1995 ("El Salvador: Reformas monetarias y prudenciales para la implementación de un patrón dólar", abril, 1995), proporciona estos datos.

20. Un préstamo obtenido recientemente del Banco Interamericano de Desarrollo, el cual parece que no es conocido (BID, "El Salvador: Propuesta para un programa de apoyo para el sector financiero de El Salvador" 5 de febrero, 1999, 3.8 millones de dólares), sostiene que "la falta de *claridad* en las prácticas contables actuales [del sistema financiero] en El Salvador ha sido identificada como uno de los impedimentos más importantes para lograr la eficacia de la supervisión y la transparencia de las operaciones financieras" (p. 6). Lograr un nivel internacional en este campo no será ni barato ni rápido. Más de un experto se ha preguntado si es necesaria la dolarización después de que todos los ajustes se han realizado.

ha sido el caso de economías latinoamericanas inestables. Queremos hacer hincapié e insistir en que éste no es el caso de El Salvador.

Por su parte, se debe estar claro de que la dolarización de la economía salvadoreña sólo podría ocurrir si las autoridades económicas así lo desearan y optaran por esta alternativa de política económica. En este sentido, la dolarización sería una especie de experimento económico, ya que no existen antecedentes al respecto en otros países. Éste podría ser el mayor riesgo de dicha decisión.

La dolarización simple e inmediata no es factible y se podría considerar hasta una propuesta irresponsable al recomendar la dolarización a corto plazo, pues ignoran que el dolar es un bien de lujo²¹. Ello resulta no sólo por los costos inmediatos que requeriría, sino también porque podría resultar difícil realizarla a cabalidad al encontrar cuellos de botella jurídicos e institucionales, generando costos adicionales de carácter social y privado. La opción de dolarizar debe ser planteada desde el punto de vista de su factibilidad, a mediano y largo plazos.

Considerando las necesidades insatisfechas de la población y el costo inmediato de la dolarización, se deben evaluar los costos potenciales económicos, financieros y políticos, los cuales podrían ser desproporcionadamente altos a corto plazo al compararlos con los beneficios que se lograrían a largo plazo. En este contexto, la opción de dolarizar *representa una opción política y no técnica*. El grado del compromiso derivado de la opción de dolarizar y/o por la caja de convertibilidad está determinado por el costo político de no respetarlo. En este contexto se supone que las autoridades políticas y económicas valoran la confianza que puedan mostrar los agentes económicos a sus decisiones y acciones técnicas. Se concluye, pues, que la decisión de dolarizar y/o formalizar la caja

de convertibilidad es absolutamente de carácter político y no debe ser presentada como una situación técnica inevitable a corto plazo.

Una falacia que parece predominar dentro de la discusión sobre la opción por la dolarización, es que no se considera la realidad de que el país también tiene relaciones comerciales con países que no se sujetan al patrón dolar. A su vez, el valor del dolar no ha sido inmutable en relación con otras monedas, tales como el yen, el marco alemán o el mismo euro. En el período 1980-1985, el dolar padeció de una apreciación real bastante pronunciada. Si El Salvador hubiera estado dentro del patrón dolar que se ha propuesto, es casi un hecho que hubiera soportado una fuerte recesión. En esta época en que el dolar goza de una depreciación real, el mundo económico internacional parece más benigno. No existen razones para creer que esta situación será eterna y que cuando el balance gire, aparecerán costos adicionales que ahora parecen insignificantes y ni siquiera han sido considerados.

La propuesta de dolarizar la economía es básicamente una propuesta para rehacer el marco institucional del país²². Esto es muy importante y en este sentido es que se ha recalcado el carácter político de la propuesta. Con la propuesta de dolarizar y/o formalizar la caja de convertibilidad no sólo se está hablando de una reforma monetaria, se está hablando de un paquete de reformas profundas que comprenden el lado fiscal, el lado legislativo, el laboral, el jurídico y hasta el más pedestre, como podría ser el de cambiar el código que prohíbe cobrar interés sobre intereses.

La opción de dolarizar a largo plazo merece la atención de las autoridades políticas y económicas del país. Se puede aseverar que uno de los frutos del debate sobre la dolarización es que ha colocado en la agenda de discusión nacional este impor-

21. Los bienes de lujos son aquellos en que la elasticidad ingreso es mayor a la unidad. Es decir, que en la medida en que aumenta el ingreso disponible, aumenta la cantidad demandada del bien más que proporcionalmente. Esta apreciación analítica es importante en cuanto que señala que en la medida en que el ingreso aumente, aumentará la demanda de dólares, propiciando la dolarización sin que esto sea objeto o meta de una política económica definida y con intención de ponerse en práctica.

22. Al pensar sobre algunos cambios profundos institucionales, recordemos las reformas a los Códigos Penales, las cuales han creado obstáculos que no permiten que los frutos de la misma reforma se realicen.

tante tema y, a su vez, cómo debe prepararse el país ante su posible necesidad futura²³.

6. Recomendaciones

Si tomáramos en consideración que es muy probable que no existen, en la actualidad, las condiciones que presumiblemente son necesarias y suficientes para una dolarización, parecería aconsejable que el gobierno no optase por concentrar sus esfuerzos en tratar de poner en práctica, a corto

plazo, la propuesta de dolarización. Sería más bien aconsejable que una cuestión de esta trascendencia fuera objeto de una discusión abierta, en la que se expresen diferentes puntos de vista, pero particularmente desde la perspectiva de su adopción a un mediano largo plazo, en función de los mejores intereses de la nación.

Carlos J. Glower
junio de 1999.



23. En el presente, el valor de las transacciones financieras internacionales supera varias veces el valor de las transacciones en bienes. En este orden de ideas, es posible que a largo plazo (10-25 años) no sólo se tenga que dolarizar toda América Latina, sino que tampoco sorprendería que pueda existir una moneda única a nivel mundial. Por su parte, el *Financial Times* de Londres (19 de enero 1999) informa que "el gobierno de Estados Unidos está interesado en la dolarización como un antídoto ante los problemas cambiarios de la región" (traducción hecha por el autor).