

21 AÑOS DE **DOLARIZACIÓN EN EL SALVADOR:** MITOS Y REALIDADES

CLAUDIO M. DE ROSA



21 AÑOS DE **DOLARIZACIÓN EN EL SALVADOR:** MITOS Y REALIDADES

CLAUDIO M. DE ROSA



Misión

Formar profesionales para transformar, investigar para solucionar problemas e incidir para tener un mejor país.

Visión

Ser una universidad digital con proyección institucional que forme profesionales competentes y responsables socialmente y desarrolle investigaciones aplicadas que contribuyan a resolver los problemas principales de El Salvador.

Consejo Directivo

Presidenta:	MEd. Rosario Melgar de Varela
Vicepresidente:	Ing. Oscar Armando Rivera Andino
Secretaria General:	MEd. Teresa de Jesús González de Mendoza
Primer Vocal:	Dr. e Ing. Mario Antonio Ruiz Ramírez
Segunda Vocal:	Ing. Ruth María Portillo Guevara

Rector

Dr. e Ing. Mario Antonio Ruiz Ramírez

Secretaria General

MEd. Teresa de Jesús González de Mendoza

Dirección y contacto

Universidad Francisco Gavidia: Calle El Progreso n.º 2748, Edificio de Rectoría, San Salvador, El Salvador.

Tel. (503) 2249-2700

www.ufg.edu.sv



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

Decano

Roberto Antonio Morán Argueta

Coordinador del Observatorio de Políticas Públicas

Roberto Antonio Morán Argueta

Dirección y contacto

Universidad Francisco Gavidia, edificio de Atención al Estudiante, nivel 4, 55 Av. Sur, condominio Centro Roosevelt, entre Av. Olímpica y alameda Roosevelt, San Salvador, El Salvador, C.A.

Teléfono: (503) 2209-2870

Email: observatoriopp@ufg.edu.sv

DE ESTA EDICIÓN

Título: 21 años de dolarización en El Salvador: mitos y realidades

Autor: Claudio Manuel de Rosa

Colección: Economía

Primera edición: © Observatorio de Políticas Públicas de la Universidad Francisco Gavidia, OPP-UFG (2022).

ISBN: 978-99983-970-3-3

UFG EDITORES

Coordinación y corrección de estilo

Claudia Reneé Meyer

Diagramación y diseño

Gustavo Menjivar

Diseño de cubierta

Gloria Gabriela de Rosa Pino

Dirección y contacto

Instituto de Ciencia, Tecnología e Innovación de la Universidad Francisco Gavidia; edificio de Rectoría, segundo nivel. Calle El Progreso 2748, San Salvador, El Salvador, C.A.

Teléfono: (503) 2249-2701

Email: editores@ufg.edu.sv

El contenido y opiniones vertidas en la publicación son responsabilidad exclusiva del autor, y no refleja la posición de la Universidad Francisco Gavidia. Este documento puede ser utilizado atendiendo las condiciones de la licencia Creative Commons: <https://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/>



Para citar: de Rosa, C. (2022). *21 años de dolarización en El Salvador: mitos y realidades*. Observatorio de Políticas Públicas de la Universidad Francisco Gavidia. El Salvador: UFG Editores.

Hecho el depósito que dicta la ley.

Noviembre, 2022, San Salvador, República de El Salvador, Centroamérica.

Impreso en Imprenta Ricaldone.

Edición de 300 ejemplares impresos.

Agradecimientos

Agradezco de manera especial a las siguientes personas:

Al ingeniero y economista Manuel Enrique Hinds, máster en Economía de la Northwestern University. Fue ministro de Hacienda de El Salvador entre 1994 y 1999, y promotor de la dolarización en El Salvador. Como escritor de libros de Economía, reconocidos a nivel internacional, tus sugerencias permitieron afinar el rumbo y dirección de esta investigación.

A la ingeniera comercial Joyce Higgins de Ginatta, y participante del programa OPM (*Owner President Management*) de la Universidad de Harvard, promotora de la dolarización en Ecuador. Gracias por los comentarios y aporte invaluable que le diste a esta investigación.

Al doctor Juan José Daboub, máster y doctorado en Ingeniería Industrial de la Universidad Estatal de Carolina del Norte, que fue ministro de Hacienda y secretario técnico de la presidencia de la República, y luego director gerente del Banco Mundial, quien tuviera una participación directa en el proceso de dolarización en El Salvador.

Gracias nuevamente por sus aportes y comentarios, los cuales permitieron ampliar información y profundizar conceptos que contribuyeron a un feliz término de esta investigación.

Al doctor Roberto Morán Argueta, decano de la Facultad de Ciencias Económicas, por sus valiosos comentarios durante el desarrollo de esta investigación.

Al ingeniero y doctor Mario Antonio Ruíz Ramírez, rector de la Universidad Francisco Gavidia, por la oportunidad para realizar este trabajo como miembro del Observatorio de Políticas Públicas de la UFG.

Y por último, te agradezco estimado lector por tu interés en conocer el proceso de dolarización en El Salvador, y saber cuáles son las realidades y los mitos en torno a este tema.

Claudio M. de Rosa

Prólogo

Claudio de Rosa ha producido un libro muy interesante sobre un tema que ha estado rodeado, como él dice, de mitos mezclados con realidades desde que se propuso la dolarización en El Salvador a fines de 1994. En el libro, Claudio despeja los mitos y deja claras las realidades.

Claudio está en una posición muy ventajosa para hacer un excelente trabajo, pues él estuvo ligado desde el principio con las largas discusiones, que llevaron más de siete años, sobre las ventajas y las desventajas de la dolarización. Esta idea surgió de dos fuentes independientes. Por un lado, el entonces presidente del Banco Central, el Ing. Roberto Orellana Milla, quien había comenzado a proponer la idea en círculos confidenciales del gobierno y había formado un equipo que estudiaba el tema, con Valentín Carril en el Banco Central, Claudio de Rosa en el Ministerio de Planificación y Daniel Wisecarver en el Ministerio de Hacienda. Por otro lado, la idea surgió también de mi parte por mi trabajo en temas monetarios y financieros en el Medio Oriente para el Banco Mundial.

En esa época, ya era visible en el Banco Mundial que la economía global estaba cambiando radicalmente en dos direcciones: hacia el desarrollo de la economía del conocimiento y la información, y hacia la globalización de las cadenas de suministro. Un día, estando en Jerusalén en una misión del Banco Mundial, el Ing. Orellana Milla, que estaba muy al tanto de estas tendencias y con quien habíamos conversado muchas veces sobre la necesidad de integrar a El Salvador a esas tendencias, me llamó para solicitarme que hiciera una presentación sobre las reformas que eran necesarias llevar adelante para realizar esta integración. A mi regreso del Medio Oriente hicimos con el Ing. Orellana Milla esta presentación al presidente Armando Calderón Sol.

Entre las medidas propuestas, se incluían: 1) La rebaja de los aranceles de importación para fomentar las exportaciones del país (en gran parte el país no era competitivo industrialmente porque los exportadores tenían que comprar los insumos dentro del país, que eran caros y de mala calidad por estar protegidos por los aranceles contra la competencia extranjera); 2) La dolarización, concebida para dar certeza a la moneda del país, bajar las tasas de intereses y facilitar la integración de El Salvador a las cadenas de suministro mundiales, que estaban todas denominadas en dólares; 3) Integrar el sistema financiero salvadoreño con el sistema mundial, que también se denomina en monedas internacionales, especialmente el dólar.

Con la introducción del dólar se esperaba lograr algo muy difícil de conseguir en América Latina: una estabilidad durable. La región había estado muy sujeta a una inestabilidad endémica, ya que cada problema político se traducía a alzas desorbitadas en las tasas de inflación, interés y devaluación. La

oposición era fuerte, porque precisamente la dolarización les iba a quitar a los políticos la posibilidad de imprimir dinero y, con eso, una gran parte de su capacidad de crear crisis financieras.

El presidente adoptó la estrategia planteada en mi presentación y me ofreció la cartera de Hacienda, que estaba vacante, para ayudar a implementar la dolarización. Varias de las medidas propuestas se enfrentaron con una seria oposición del sector privado, especialmente la rebaja de la protección contra las importaciones, que afectaba muchos intereses creados. La oposición fue tal que el presidente decidió reducir el número de reformas que estaba planteando y que tenía que negociar en la Asamblea Legislativa; dejó por fuera la dolarización, diciendo que el gobierno seguía pensando que era lo mejor que se podía hacer monetaria y financieramente, y que iba a seguir trabajando para promoverla. El equipo en el Banco Central y Hacienda siguió trabajando, recopilando información y analizando datos.

En septiembre del año 2000, cuando ya no era ministro de Hacienda, el presidente Francisco Flores me invitó a desayunar con él para discutir problemas monetarios. En el desayuno el presidente me dijo que le presentara un memorándum sobre las medidas que se podían tomar para rebajar las tasas de interés. Durante las administraciones de los presidentes Cristiani y Calderón Sol, la tasa de inflación había bajado de cerca del 30 % al 2 % anual para 1997, y aun así las tasas de interés activas se mantenían cerca del 20 % porque la gente temía que, siguiendo las tradiciones latinoamericanas, algún día el Banco Central devaluaría el colón, volviendo negativos los rendimientos de los depósitos en comparación con los depósitos en Estados Unidos.

Le presenté al presidente el memorándum el día siguiente, 23 de septiembre, y él me dijo que había decidido dolarizar, que quería que yo manejara el proyecto como consultor, y que trabajaría con una comisión en la que estaban el secretario técnico de la Presidencia de la República, Juan José Daboub, después también ministro de Hacienda, el presidente del Banco Central, Rafael Barraza y Claudio de Rosa, que manejaría las comunicaciones.

Además, se incorporaron: como abogado el Dr. Enrique Anaya, como experto constitucional el Dr. Albino Tinetti, y como economista Aquiles Almansi, que había trabajado en el Banco Central de Argentina en la época de la caja de convertibilidad. Además de su manejo de las comunicaciones, Claudio de Rosa colaboró en las discusiones económicas de esta comisión. Externamente, discutimos el proyecto con Stanley Fischer, entonces economista jefe del Fondo Monetario Internacional, y con reconocidos economistas monetarios, incluyendo Steve Hanke, de la Universidad Johns Hopkins. Además, la comisión contó con la valiosa colaboración de Joyce de Ginatta, entonces presidenta de la Cámara de la Pequeña y Mediana Industria de Guayas (Ecuador), que había propuesto la dolarización en su país en 1998. Ella viajó dos veces a El Salvador y participó en discusiones con diputados de la Asamblea Legislativa y diversos sectores de la sociedad.

Así, pues, Claudio tuvo una perspectiva muy cercana de las razones por las que se decidió dolarizar al país en un momento en el que ya estaba estabilizado, y cuando el país era uno de los dos únicos en América Latina cuyas deudas tenían calificación de grado de inversión (Chile era el otro país). Luego, en varias otras posiciones técnicas, Claudio también ha dado seguimiento a la implementación de la dolarización. Hoy está compartiendo sus conclusiones con respecto a los resultados de ella, que muestran que todos los objetivos se lograron: las tasas de inflación e interés bajaron a ser las más bajas de América Latina, los plazos de los créditos de los más largos, y la economía entró a una estabilidad muy sólida.

En gran parte los resultados de la dolarización se pueden describir usando palabras de un cuento de Sherlock Holmes, llamado *Silver Blaze*. En ella, un detective de Scotland Yard discute el robo de un caballo de carrera y el asesinato de quien lo cuidaba. El detective de Scotland Yard le pregunta a Sherlock Holmes si tiene algo más que recomendarle para fijar su atención. Holmes le contesta que debe fijarse en el curioso incidente del perro en la noche de los acontecimientos. El detective le dice: “Pero si el perro no hizo nada en esa noche”. Y Holmes le dice: “Ese es el curioso incidente”.

Dentro de los mitos que se habían formado con respecto a la dolarización, uno de los principales era que si llegaba a pasar algo los dólares se irían del país y echarían al traste el proyecto. Pero El Salvador tuvo un terremoto devastador poco después de la dolarización, luego entró con todo el mundo en la crisis financiera del 2008, y posteriormente tuvo dos gobiernos que no solo habían jurado deshacer la dolarización, sino también instalar un régimen comunista en el que se iba a eliminar la propiedad privada; todos eventos que en otros países hubieran causado crisis monetarias, fuertes aumentos en las tasas de interés y devaluaciones catastróficas. En El Salvador nada de eso pasó. La tasa de interés siguió siendo la más baja de América Latina, la tasa de inflación la más baja, y el sistema financiero se mantuvo sólido y seguro.

En 2006 la Yale University Press publicó en inglés el libro que escribí sobre los pros y los contras de la dolarización, llamado *Playing monopoly with the devil: dollarization and domestic currencies in developing countries*, que, como el título dice, discute la dolarización desde un punto de vista general, la de los países en desarrollo como conjunto. En 2010, la misma editorial publicó otro libro, que escribí conjuntamente con Benn Steil, titulado *Money, markets, and sovereignty*, en el que discutimos las necesidades planteadas por la globalización al sistema monetario mundial. Pero no había un libro sobre la dolarización específicamente en El Salvador y, especialmente, uno que discutiera los primeros veintiún años de su funcionamiento. Este libro llena este vacío.

Es con un gran gusto que acepté la petición de Claudio de escribir un prólogo para este libro, que será muy apreciado por economistas profesionales y el público en general.

Manuel Hinds
Abril de 2022

Índice de contenidos

Índice de gráficos.....	17
Índice de recuadros.....	18
Índice de tablas.....	18
Siglas.....	19
Resumen ejecutivo.....	20
1. Objetivo de la investigación.....	21
2. Metodología de la investigación.....	21
3. Introducción.....	21
4. Regímenes monetarios en el mundo.....	23
5. Caja de convertibilidad.....	28
a. Historia de la caja de cambio o de convertibilidad.....	28
b. Qué es y cómo funciona una caja de convertibilidad.....	29
c. Caja de convertibilidad: el caso de Hong Kong.....	30
d. Caja de convertibilidad: el caso de Argentina.....	31
6. El Salvador: caja de cambio de jure y de facto y el dólar de los EUA.....	32
a. Ejecutivo es autorizado para conformar comisión que estudie el problema económico en 1919.....	32
b. Se establece caja de cambio con bimonetarismo el 12 de febrero de 1920.....	35
c. Caja de cambio <i>de facto</i> : 1989-1999.....	39
7. Diferentes formas de dolarizar una economía.....	41
a. Dolarización de hecho o <i>de facto</i>	44
b. Dolarización oficial o <i>de jure</i>	46
c. Requisitos para una dolarización formal.....	48
d. Conceptos y resultados sobre área de moneda óptima.....	49
8. Casos de dolarización en Latinoamérica.....	51
a. El caso de Panamá.....	52
b. El caso de Ecuador.....	53

9. El caso de El Salvador: incursión del dólar en la historia de su economía.....	58
a. 1850-1852: escasez de circulante local y creciente circulación del dólar oro	58
b. Convenio entre los bancos y el Gobierno de El Salvador, y adopción de la moneda de oro americano	61
c. Incertidumbre cambiaria: propuesta de un sistema de cambio fijo	63
d. El Salvador votó para que se aceptara el dólar como moneda panamericana.....	65
e. El dólar estadounidense se declara moneda de libre circulación en 1920	65
10. Inicio del proceso de dolarización de la economía de El Salvador en 1994	67
11. Fundamentos legales de la dolarización en El Salvador	71
12. Objetivos de la dolarización	78
13. Los argumentos a favor y en contra de la dolarización.....	79
a. Argumentos a favor de la dolarización.....	80
b. Argumentos en contra de la dolarización	82
14. Resultados a 21 años de la dolarización en El Salvador	83
a. Eliminar riesgo de devaluación y blindar las reservas.....	83
b. Reducir las tasas de interés	86
c. Ampliar los plazos, facilitar acceso al crédito y aliviar el estrés financiero	92
d. Asegurar el valor de los depósitos y las pensiones	95
e. Mantener inflación en una tasa similar a la de Estados Unidos de América.....	95
f. Procurar mayor disciplina fiscal	96
g. Mayor incursión de bancos extranjeros para que haya más competencia	100
h. BCR pierde facultades de emitir y capacidad para formular política monetaria	103
i. Se pierde el señoreaje	105
j. Se pierde prestamista de última instancia	107
k. Economía vulnerable a fluctuaciones del dólar	110
l. La dolarización es causante de inflación.....	117
m. La dolarización limita exportaciones	118
n. Efectos de un posible retorno al colón (moneda nacional).....	121
o. Resultado de estudios del FMI.....	123
15. Conclusiones	128
Referencias.....	131

Índice de gráficos

Gráfico 1. Tipo de cambio: colones por US\$.....	39
Gráfico 2. Inflación: 1989-1999	40
Gráfico 3. Dolarización financiera en América Latina.....	43
Gráfico 4. Deuda pública total	49
Gráfico 5. Indicador de riesgo país - EMBI	50
Gráfico 6. 1915: cambios bancarios sobre Nueva York.....	64
Gráfico 7. Tipo de cambio: colones por US\$.....	84
Gráfico 8. El Salvador: tasas de interés (%)	87
Gráfico 9. Tasa de interés activa: colones y dólares (%).....	88
Gráfico 10. Tasas de interés activas a corto plazo y tasa prima (%)	88
Gráfico 11. Tasa de interés activa: países de Centroamérica y Panamá (% a corto plazo).....	89
Gráfico 12. Tasa de interés promedio de depósitos y crédito y <i>spread</i>	91
Gráfico 13. Cartera de préstamos por plazos: diciembre 2000 y junio 2021	92
Gráfico 14. Crédito al sector privado.....	93
Gráfico 15. El Salvador: morosidad de cartera: 1989-2021 (% del total de cartera)	94
Gráfico 16. Inflación anual (% variación anual)	96
Gráfico 17. Déficit del sector público no financiero (% del PIB)	97
Gráfico 18. Ingresos tributarios	98
Gráfico 19. Deuda pública total.....	99
Gráfico 20. El Salvador: calificación de riesgo soberano.....	100
Gráfico 21. Reserva de liquidez (encaje) requerido y efectivo.....	105
Gráfico 22. Costos del señoreaje perdido y beneficios por tasas de interés más bajas	106
Gráfico 23. Depósitos en bancos comerciales e hipotecario (% de variación).....	109
Gráfico 24. Exportaciones con destino a principales socios comerciales (% del total exportado).....	111
Gráfico 25. Importaciones provenientes de principales socios comerciales (% del total importado)	111
Gráfico 26. Exportaciones y remesas familiares (% del PIB).....	112
Gráfico 27. Exportaciones y remesas familiares (US\$ millones).....	114
Gráfico 28. Variación quinquenal del PIB <i>per cápita</i>	114
Gráfico 29. Índices de gestión.	115
Gráfico 30. Inflación anual: EUA y El Salvador.....	117
Gráfico 31. El Salvador: exportaciones tradicionales, MCCA, resto del mundo y maquila (US\$ millones)	119
Gráfico 32. Exportaciones de Centroamérica: índice de crecimiento 1999-2021 (base 1999 = 100).....	121
Gráfico 33. Diferencia de pago mensual por créditos en colones y en dólares	122
Gráfico 34. Tasas de interés reales y <i>spread</i> 2001: Centroamérica, Panamá y República Dominicana	128

Índice de recuadros

Recuadro 1. Dolarización: el caso de Ecuador.....	55
Recuadro 2. El dólar en la economía de El Salvador	59
Recuadro 3. Opiniones sobre la dolarización	73
Recuadro 4. Ventajas del patrón dólar.....	81
Recuadro 5. Dolarización y sistema bancario de El Salvador	102

Índice de tablas

Tabla 1. Sistemas monetarios (AREAER).....	24
Tabla 2. Características de regímenes cambiarios	27
Tabla 3. Países latinoamericanos altamente dolarizados. Porcentaje de depósitos en dólares del total de depósitos	42
Tabla 4. Ecuador: evolución de tipo de cambio	54
Tabla 5. Precio en oro de la plata: 1904 - 1914.....	64
Tabla 6. Bancos residentes operando en El Salvador	100
Tabla 7. El Salvador: máxima caída de depósitos	109
Tabla 8. Relación balanza comercial y remesas familiares (US\$ millones y relación porcentual)	113

Siglas

ALCA: Área de Libre Comercio.

AREAER: *Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions*, publicación del Fondo Monetario Internacional.

BCR: Banco Central de Reserva de El Salvador.

BID: Banco Interamericano de Desarrollo.

CMCA: Consejo Monetario Centroamericano.

DO: Diario Oficial.

DIGESTYC: Dirección General de Estadística y Censos.

ECCU: Unión Monetaria del Caribe Oriental (por sus siglas en inglés).

EUA: Estados Unidos de América.

FMI: Fondo Monetario Internacional.

FUNDE: Fundación Nacional para el Desarrollo.

FUSADES: Fundación Salvadoreña para el Desarrollo Económico y Social.

IGD: Instituto de Garantía de Depósitos.

LIM: Ley de Integración Monetaria.

MCCA: Mercado Común Centroamericano.

OPP: Observatorio de Políticas Públicas de la Universidad Francisco Gavidia (OPP-UFG).

PIB: Producto Interno Bruto.

SSF: Superintendencia del Sistema Financiero.

UCA: Universidad Centroamericana José Simeón Cañas.

UFG: Universidad Francisco Gavidia.

Resumen ejecutivo

El Salvador ha tenido una conducción histórica de la política macroeconómica, en general, muy responsable, salvo en la década de los 80's por el impacto económico, social y político-institucional causado por el conflicto interno. La relación con el dólar estadounidense está presente en la economía salvadoreña desde 1850-51 y en diversos momentos de su historia, a lo que se suma haber tenido en 1920 una caja de convertibilidad *de jure*, con bimonetarismo (colones-dólares), y un sistema similar *de facto* a partir de 1989.

Al evaluar 21 años de economía dolarizada en El Salvador, los resultados estadísticos, informes y conclusiones de estudios demuestran que ha habido significativos beneficios, comparados con reducidos costos, los cuales, son una realidad. Además, han quedado al descubierto que muchas aseveraciones en su contra no se dan o son mucho menores a lo que generalmente se señala, por lo que ellas se pueden clasificar como mitos.

En este estudio, “21 años de dolarización en El Salvador: mitos y realidades”, se ha constatado estadísticamente que todos los objetivos de la dolarización se han cumplido con alta precisión, y que las críticas se plantean más por razones políticas ideológicas, como por el desconocimiento que se tiene de una materia muy compleja, donde muchos conceptos se repiten sin haberlos vivido y comprobado en la realidad. De todos modos, este continuará siendo un tema de discusión candente entre especialistas y políticos, enfrentados por concepciones teórico-prácticas y visiones político-ideológicas.

La dolarización no constituye una decisión para solucionar todos los problemas económicos y menos los sociales. Ella es solo una herramienta estratégica de política económica, que contribuye a facilitar el comercio interno y externo, que elimina riesgo cambiario, reduce incertidumbre de depositantes e inversionistas, y protege valor de los depósitos, ahorros, pensiones y salarios.

1. Objetivo de la investigación

Esta investigación tiene como objetivo evaluar los resultados de la dolarización tras 21 años de aplicación en El Salvador, y ver si las aseveraciones sobre sus bondades y sobre sus deficiencias son verdaderas o no, esto explicado como realidades y mitos.

2. Metodología de la investigación

La investigación utilizó una combinación de análisis estadístico y revisión de estudios y artículos sobre dolarización. Además, se hizo una revisión histórica de las propuestas de caja de conversión, y su aplicación de derecho y *de facto*, por haber sido utilizadas en ambas formas en El Salvador. También se realizó una revisión a profundidad sobre el uso del dólar estadounidense en la economía de El Salvador, la que data desde el siglo XIX.

3. Introducción

La búsqueda de un sistema monetario que garantice el mayor grado de estabilidad cambiaria posible, para tener una moneda nacional de valor que brinde confianza a inversionistas y consumidores y que potencie el crecimiento económico con baja inflación, ha sido la razón de grandes debates entre expertos y múltiples estudios que muestran, en general, que ningún sistema está libre de críticas y serios cuestionamientos técnicos, a los que se suman los señalamientos de índole político ideológico.

Ningún sistema puede ofrecer una solución general, ni es garantía para asegurar un crecimiento económico con estabilidad y sostenibilidad en el tiempo. Generalmente, las evaluaciones de los economistas sobre cuál puede ser el mejor sistema tienden a dejar de lado importantes factores no económicos, como son: la estabilidad política, la calidad de la institucionalidad, la predictibilidad de las reglas del juego, el grado de libertad del mercado interno y su apertura al comercio internacional, el nivel de protección que hay para consumidores y trabajadores, el grado de competitividad del país con el resto del mundo y, ahora, la percepción de corrupción, así como otros indicadores globales de gestión que se publican periódicamente. Por tanto, las decisiones de política económica tendrán mayor o menor impacto, solucionarán o empeorarán la situación, dependiendo de factores que no son económicos.

Por otro lado, cuando las autoridades de un país, en general, se alejan de las sanas prácticas monetarias, no ponen en control sus déficits fiscales y tienen una supervisión bancaria laxa, se van gestando situaciones que desembocan en graves crisis, en las cuales, la pérdida de confianza genera temores que se traducen en amplias corridas de depósitos, una súbita y acelerada carrera por obtener dólares o la divisa fuerte de respaldo, todo lo cual conlleva el riesgo de causar una crisis sistémica de las instituciones financieras. La experiencia muestra que cuando la crisis y riesgo de quiebra se concentra en un banco, es problema de los accionistas; pero cuando afecta al sistema como un todo, y este está en riesgo de colapsar, esa situación se transforma en un problema fiscal, porque el gobierno tiene que actuar para salvarlo y, así, evitar un costo económico, social y político mayor.

Es ilustrativo el caso de la crisis financiera que vivió Chile desde fines de 1981 hasta 1983, donde al Banco de Chile le tomó 36 años para pagar la última cuota subordinada al Banco Central, desde la intervención que realizó la Superintendencia de Bancos. En esos años, la Superintendencia intervino a 22 instituciones financieras que concentraban el 60 por ciento del mercado. Rolf Lüders, que fuera simultáneamente ministro de Economía y de Hacienda en esos años, recuerda:

Intervenimos en enero de 1983 a una parte importante de la banca para evitar el caos de una quiebra generalizada de las instituciones financieras y de otras empresas, con la finalidad de sanear la situación financiera de las empresas viables y permitir la reactivación económica, la que efectivamente se produjo muy luego. (Marusic, 2019, párr. 4).

Esta es una lección que nunca se termina de aprender totalmente. Por eso no sorprende la primera crisis financiera del siglo XXI, conocida también como la crisis de las hipotecas *subprime*. Esta se evidenció a partir de octubre de 2007, la cual fue de tal magnitud que se denominó como la Gran Recesión y se ubicó como la segunda mayor crisis desde la Gran Depresión Mundial ocurrida en 1929 y que impactó a lo largo de la década de los treinta. Sin embargo, ahora el mundo está enfrentando en 2020-2021 la crisis económica causada por la pandemia del COVID-19, la cual se ha convertido en la segunda mayor, relegando a tercer lugar a la Gran Recesión de 2007-2008.

Algunos especialistas consideran que una de las causas de la Gran Recesión tuvo su origen en la derogación de la Ley Glass-Steagall, la que en 1933 había separado las operaciones de la banca comercial y las de la banca de inversión. Con la derogación en 1999 de la *Financial services modernization act*, más conocida como la Ley Gramm-Leach-Bliley, se dio paso a una nueva institucionalidad que se denominó “sociedad de cartera financiera” (FHC, por sus siglas en inglés), la cual abrió caminos a fusiones de grandes bancos en el mundo. Esto ocurrió debido a que la FHC amplió el concepto de sociedad de cartera bancaria al permitir la creación de una organización sombrilla, a la que se le permitió tener subsidiarias para realizar diversos tipos de operaciones financieras (Reserva Federal, 1999). Por otra parte, se le otorgó a la Reserva Federal nuevos poderes para ejercer la supervisión de las FHC.

Sin embargo, al evaluar las causas de la Gran Recesión, también se señaló que la Reserva Federal no ejerció una adecuada supervisión, pues no alertó sobre el excesivo otorgamiento de créditos imprudentes, lo que generó especulaciones y un aumento desmedido del precio de las viviendas, creándose así una burbuja financiera. Pasado algún tiempo, muchos prestatarios comenzaron a tener problemas para pagar, y eso causó que prácticamente se duplicara el porcentaje de las carteras hipotecarias en mora o en incapacidad de pago hacia fines de 2007 (Lin, 2013). Esta crisis, que se inició en EE.UU., contaminó a otros países de Europa y luego al resto del mundo, causando profundas dificultades de liquidez, una crisis bursátil en enero de 2008 y luego otra en octubre de ese mismo año, que contagió a todas las bolsas del mundo, generando una caída de la economía mundial y el aumento del desempleo.

Ahora, dada las políticas fiscales y monetarias para estimular las economías ante el impacto causado por las políticas de encierro y distanciamiento social para contrarrestar la pandemia del COVID-19, Mervyn King, exgobernador del Banco de Inglaterra, ha alertado sobre la posibilidad de una nueva crisis financiera, que sería aún más grave que la que se vivió en 2007. King considera que: “cuando se retiren las muletas del Estado habrá quiebras de empresas, y muy probablemente crisis de deuda soberana en los países emergentes... (y) que todo esto vaya a suceder de forma más o menos sincronizada es un problema serio” (Pérez, 2020, párr. 5). Ante esto, señala que será necesario hacer “una reforma de la gobernanza monetaria global, que corre el peligro de fragmentarse” (Pérez, 2020, párr. 5).

Como se puede observar, los casos de deficientes gestiones monetarias en el mundo, tanto en el pasado como los que se observan en 2020-2021, son numerosos, los cuales, en general, tenderán a causar un debilitamiento de los sistemas financieros, pérdida de la credibilidad de la moneda, y devaluaciones o depreciaciones. Cuando esto sucede, normalmente se producen alzas de las tasas de interés y se reducen los plazos de los créditos, lo que limita la expansión de la actividad económica.

4. Regímenes monetarios en el mundo

Como las situaciones de crisis económicas y las de índole financieras o monetarias se han dado en la mayor parte de países del mundo en los últimos 150 años, la idea de tomar el dólar como moneda nacional o regional no ha sido algo nuevo, especialmente en el continente americano. También hay países que han decidido abandonar la moneda nacional y adoptar otra moneda, como son los casos de Montenegro (2002) y de Kosovo (2002), que adoptaron unilateralmente el euro, así como otros países que han tomado el franco suizo, el dólar australiano o dólar neozelandés (FMI-AREAER, 2019).

Tabla 1

Sistemas monetarios (AREAER).

Régimen de tipo cambiario (número de países)	Ancla del tipo de cambio				Objetivos de agregados monetarios (26)	Inflación como objetivo de referencia (41)	Otro (45)
	US\$ (38)	Euro (25)	Compuesto (8)	Otro ¹ (9)			
Sin moneda de curso legal separada (13)	Ecuador El Salvador Islas Marshall Micronesia Palau Panamá Timor Oriental	Kosovo Montenegro San Marino		Kiribati Nauru Tuvalu			
Caja de conversión (11)	Djibouti Hong Kong SAR ECCU Antigua y Barbuda Dominicana Granada San Cristóbal y Nieves Santa Lucía San Vicente y Las Granadinas	Bosnia y Herzegovina Bulgaria		Brunéi Darussalam			
Paridad convencional (42)	Aruba Las Bahamas Baréin Barbados Belice Curazao y Sint Maarten Eritea Irak Jordania Omán Qatar Arabia Saudita Turkmenistán Emiratos Árabes Unidos	Cabo Verde Comoras Dinamarca ² Santo Tomás y Príncipe WAEMU Benin Burkina Faso Costa de Marfil Guinea-Bissau Mali Nigeria Senegal Togo CEMAC Camerún República Centroafricana República del Congo Guinea Ecuatorial Gabón	Fiji Kuwait Libia	Bhutan Esuatini Lesoto Namibia Nepal	Samoa ⁴		Islas Salomón ⁴
Acuerdo de estabilización (25)	Guyana Irán ⁵ (8/18) Líbano Maldivas Trinidad y Tobago	Croacia Macedonia del Norte	Marruecos ³ (1/18) Vietnam ⁵		Bolivia ⁵ Rep. Democrática del Congo ⁵ (1/18) Guinea ⁵ Malawi ⁵ Nigeria ⁵ Surinam ⁵ Yemen ⁵	Armenia ^{5,9} (1/17) Guatemala ^{5,10} (9/18) Rumanía ^{6,9,10} (1/18) Serbia ⁶ (3/18)	Azerbaiyán ⁵ Egipto ⁵ Rep. Kirguisa ^{5,9} (7/17) Sudán ⁵ (1/18) Tayikistán ^{5,7,10} (7/18)
<i>Crawling peg</i> (paridad móvil), (3)	Honduras Nicaragua		Botswana				
<i>Crawl-like arrangement</i> (arreglo de tipo móvil), (18)	Liberia (7/18)		Singapur (2/18)		Argelia ⁵ (6/18) Bangladesh ⁵ Burundi ⁵ Etiopía ⁵ (7/18) Papua Nueva Guinea ⁵ Ruanda ⁵ Tanzania ⁵ (1/18)	República Dominicana ⁵ Paraguay ⁵ (6/18)	Haiti ⁵ República Democrática Popular Lao Mauritania ⁵ Sri Lanka ^{5,7} Sudán del Sur ^{5,9} (9/17) Túnez ^{6,7} Uzbekistán ^{5,7,10} (7/18)
Tipo de cambio fijo dentro de bandas horizontales (1)							Tonga ⁴

Régimen de tipo cambiario (número de países)	Ancla del tipo de cambio				Objetivos de agregados monetarios (26)	Inflación como objetivo de referencia (41)	Otro (45)
	US\$ (38)	Euro (25)	Compuesto (8)	Otro ¹ (9)			
Otros arreglos de manejo (13)	Camboya		Siria		Afganistán (5/18) Angola (1/18) China (6/18) Myanmar (4/18) Sierra Leona Gambia		Kenya ⁷ (10/18) Mongolia ^{7,9,10} (4/18) Pakistán ⁹ (12/17) Vanuatu Venezuela
Tipo de cambio flotante (35)					Argentina Bielorrusia (8/18) Madagascar Seychelles Zimbabue (2/19)	Albania Brasil Costa Rica (8/18) Colombia República Checa Georgia Ghana Hungria Islandia India Indonesia (1/18) Israel Jamaica ⁸ Kazajstán Corea Moldavia Nueva Zelanda Perú Filipinas Sudáfrica Tailandia Turquía Uganda Ucrania Uruguay	Malasia Mauricio Mozambique ⁷ Suiza Zambia
Tipo de cambio flotante libre (31)						Australia Canadá Chile Japón México Noruega Polonia Rusia Suecia Reino Unido	Somalia ¹¹ Estados Unidos EMU Austria Bélgica Chipre Estonia Finlandia Francia Alemania Grecia Irlanda Italia Letonia Lituania Luxemburgo Malta Países Bajos Portugal Rep. Eslovaca Eslovenia España

Fuente: base de datos del AREAER (Fondo Monetario Internacional, 2019, pp. 7-8).

Notas: CEMAC = Central African Economic and Monetary Community; ECCU = Eastern Caribbean Currency Union; EMU = European Economic and Monetary Union; WAEMU = West African Economic and Monetary Union.

- 1 Incluye países que no han establecido explícitamente un ancla nominal, sino que monitorean varios indicadores en la conducción de la política monetaria.
- 2 El país participa en el mercado europeo de tipos de cambio (ERM II).
- 3 En el marco de un tipo de cambio fijo respecto a una moneda compuesta, el Banco de Magreb adoptó un marco de política monetaria en 2006, basado en varios indicadores de inflación, con la tasa de interés a un día como su meta operativa para lograr su principal objetivo de estabilidad de precios.
- 4 El país mantiene un ancla cambiaria *de facto* a una tasa de cambio compuesta.
- 5 El país mantiene un tipo de cambio anclado *de facto* al dólar estadounidense.
- 6 El país mantiene un tipo de cambio anclado *de facto* al euro.
- 7 El banco central está en proceso de transición hacia metas de inflación.
- 8 Las autoridades informaron que su marco de política monetaria se conoce como metas de inflación "lite".
- 9 El régimen de tipo de cambio o marco de política monetaria se reclasificó retroactivamente, anulando una clasificación previamente publicada.
- 10 El acuerdo de tipo de cambio se reclasificó dos veces durante este período que se informa.
- 11 Actualmente, el Banco Central de Somalia no cuenta con un marco de política monetaria.

Por otro lado, diversos países en el mundo han intentado establecer regímenes que anclan sus monedas nacionales a otra de mayor valor y estabilidad, mediante la implantación de una caja de convertibilidad,

que representa un sistema que establece el cambio de la moneda local “por una moneda de reserva internacional a una determinada tasa fija” (Méndez, 1997, p. 2). Este sistema requiere que la institución emisora mantenga una cantidad de activos financieros en la moneda adoptada por un monto igual a la moneda doméstica emitida.

Según el estudio del Departamento de Relaciones Externas del Fondo Monetario Internacional (FMI), *Vuelta a lo esencial: regímenes cambiarios: ¿tipos fijos o flotantes?* (FMI, 2008), en general, hay tres grandes categorías de regímenes cambiarios:

- i. Los de paridad fija (paridad dura), que por disposición legal han impuesto el uso obligatorio de la moneda de otro país, como es el caso de una dolarización plena; o han legislado que el banco central o instituto emisor pueda poner en circulación un monto en moneda nacional igual al total de activos externos en su poder, como es el caso de la caja de conversión. Estos sistemas requieren el acompañamiento de una política fiscal prudente, que evite altos déficits. Este tipo de régimen genera confianza y certidumbre, lo cual facilita el cálculo del precio de las transacciones internacionales.
- ii. Paridad fija con mayor flexibilidad (paridad blanda), que mantiene el valor de la moneda local respecto a una moneda ancla o a una cesta de monedas, permitiendo variaciones dentro de una banda prefijada, que puede ser “estrecha” (fluctuaciones entre +1 % y -1 %) o “amplia” (fluctuaciones entre + 30% y - 30%).
- iii. Los de flotación, donde el mercado tiende a ser el que determina la relación de la moneda nacional con las extranjeras. En general, en un régimen de este tipo, el banco central juega un papel determinante mediante la compra o venta de divisas para limitar las fluctuaciones, aunque hay casos donde el instituto emisor prácticamente no interviene. Si bien este régimen permite tener una política monetaria independiente, también demanda que haya mercados financieros con un buen desarrollo, para absorber *shocks* y evitar fuertes fluctuaciones en el tipo de cambio.

Según el *Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions 2019* (Informe anual sobre acuerdos cambiarios y restricciones cambiarias 2019), de los 184 países miembros del FMI, 54 países (29.3 %) tienen una política de tipo de cambio fijo formal, utilizando una caja de conversión o una paridad convencional, lo cual conlleva haber establecido el tipo de cambio como ancla monetaria única. Hay 66 países (35.9 %) con acuerdos de tipo de cambio flotante *de facto*; 43 países (23.4 %) tienen regímenes con diversos tipos de dependencia de marcos monetarios, y metas de inflación; y 21 países (11.4 %) con sistemas blandos y otros tipos, tales como agregados monetarios (Tabla 1).

El dólar estadounidense fue utilizado por el 19.8 % de los países en 2019; 13.0 % de los países utilizan el euro como ancla; nueve países utilizan otra moneda única como ancla, la cual tiende a ser de libre uso en el país y de curso legal; ocho países utilizan una moneda compuesta como ancla; 41 países cuentan con sistemas que tienen como meta la inflación; 45 países tienen “otro marco de política monetaria”, esto es, sin un objetivo específico.

En un extremo se tienen los regímenes flotantes libres, en nivel intermedio se podrían ubicar los sistemas de caja de convertibilidad o conversión, y en otro extremo la dolarización total o uso de otra moneda extranjera (caso euro) como moneda nacional (Tabla 2).

Tabla 2

Características de regímenes cambiarios.

Régimen	Fundamento conceptual	Valoraciones a favor	Valoraciones en contra
Flotante libre	El mercado, sobre la base de oferta y demanda, determina libremente el valor del tipo de cambio.	<p>La autoridad monetaria no interviene y hay autonomía monetaria: es independiente de influencias políticas.</p> <p>Permite tener un equilibrio externo de la economía.</p> <p>Las variaciones del tipo de cambio nominal reflejan ajustes causados por choques externos e internos.</p> <p>No se requiere un alto nivel de reservas internacionales.</p>	<p>La volatilidad del tipo de cambio puede crear distorsiones en la asignación de recursos.</p> <p>La política monetaria puede requerir de un ancla nominal diferente a la requerida para el tipo de cambio.</p>
Caja de convertibilidad o conversión	Es un régimen de tipo de cambio fijo que se establece por ley (también puede ser <i>de facto</i>), que garantiza la total convertibilidad de la moneda nacional relativa a una moneda extranjera ancla.	<p>Se genera mayor credibilidad y confianza; no así cuando es <i>de facto</i>.</p> <p>Se elimina el riesgo cambiario.</p>	<p>Ante fuertes choques externos no se pueden hacer correcciones al tipo de cambio relativo a la moneda ancla, por lo que el ajuste lo absorbe completamente la economía real.</p> <p>El banco central deja de ser prestamista de última instancia.</p> <p>Se reduce parte del señoreaje.</p>
Dolarización total	Se da al dólar la facultad de moneda de curso legal.	<p>Se elimina totalmente el riesgo cambiario.</p> <p>Tiene total credibilidad.</p> <p>Reduce las tasas de interés y aumenta el tiempo de los créditos.</p> <p>Ayuda a mantener un bajo nivel de inflación.</p>	<p>Se pierde el señoreaje.</p> <p>El banco central deja de ser prestamista de última instancia. (Nota: puede construirse un mecanismo tipo prestamista de última instancia entre los bancos. Es de recordar que los bancos centrales de los países que tienen monedas que no son de uso internacional tampoco son prestamistas de última instancia. El prestamista de última instancia de América Latina, por ejemplo, ha sido el FMI. En las corridas la gente quiere dólares, que el banco central no puede emitir, por lo que los bancos centrales pierden reservas en dólares y tienen que conseguirlos con el FMI o en los mercados internacionales).</p> <p>El banco central pierde su capacidad de hacer política monetaria. (Nota: cambia los instrumentos, pero puede seguir haciendo política monetaria con el manejo de los recursos de los bancos).</p>

Fuente: se tomó como base el estudio de Villegas *et al.* (2002) más la experiencia propia del autor de este estudio.

Nota: se han considerado solo estos tres regímenes cambiarios en este ejercicio, aunque hay una variedad adicional de regímenes como se presentó en la Tabla 1.

5. Caja de convertibilidad

a. Historia de la caja de cambio o de convertibilidad

El concepto de caja de cambio o de convertibilidad se concibió en Inglaterra a inicios del siglo XIX; se señala como uno de los más prominentes auspiciadores de este concepto a David Ricardo, también considerado como uno de los creadores de la teoría cuantitativa del dinero, la cual, desde sus inicios en el siglo XV, ha sido utilizada o rechazada. Dicha teoría se ha enfocado, por un lado, en los factores que influyen en precios y, por otro, los que determinan la demanda de dinero, con el objeto de comprender el funcionamiento de la economía y, de esta manera, reducir la incertidumbre.

El Banco de Inglaterra, creado en 1694, era el único emisor de billetes en Londres y los bancos del interior del país podían emitir billetes dentro de una jurisdicción determinada, los cuales tenían como respaldo billetes del Banco de Inglaterra, que mantenía sus reservas en oro. Ante situaciones de incertidumbre, en 1836 y 1839, los tenedores de billetes demandaron a los bancos su conversión en oro, lo cual causó una fuerte pérdida de reservas en el sistema. En este contexto, se dio un debate entre la *Currency school* y la *Banking school*, imponiéndose los principios de la primera que fueron incluidos en la Ley de Peel (1844), que dividió al Banco de Inglaterra en dos departamentos, el de emisión y el comercial, donde este último ejerció las funciones de tipo bancario comercial.

De esta manera, se determinó que el Banco de Inglaterra podía emitir dinero de curso legal solo si estaba totalmente respaldado con oro, y se crearon condiciones para que este fuera el único emisor. Posteriormente, se le dio la facultad de prestamista de última instancia (Beker, 2008). Si bien no se cumplían todos los condicionantes de una caja de conversión, se configuró y estableció el concepto de pleno respaldo a la emisión. En estas condiciones, el concepto de caja de conversión pura, no concibe funcionalmente que el instituto emisor intervenga como prestamista de última instancia ante deficiencias de una institución financiera o para realizar operaciones de mercado abierto (Gulde, 1999).

Este sistema se comenzó a poner en marcha en las colonias británicas. La primera caja de convertibilidad fue establecida en la colonia británica Isla Mauricio, en 1849; luego, siguiendo la filosofía de la *Currency school*, se aplicó en Nueva Zelanda en 1850, que, cuando obtuvo la facultad de auto gobernarse, la abolió. En 1884, Ceilán (hoy Sri Lanka), estableció una caja de conversión; luego lo hicieron Singapur, Penang, Malaca, y las Islas Malvinas (Beker *et al.*, 2008).

A inicio del siglo XX había más de 70 países con regímenes de convertibilidad, donde la mayoría eran colonias británicas (Guerrero, 1999). Sin embargo, a partir de los años 50, se inició un proceso de descolonización relativamente rápido, el cual se dio, primordialmente,

ente 1945 y 1962. Egipto se descolonizó en 1922, y entre 1975 y 1995 se dio la descolonización en Oceanía y el Caribe (Organización de las Naciones Unidas, 2018), lo cual contribuyó a la desaparición de la mayor parte de las cajas de conversión, que comenzaron a ceder terreno ante el establecimiento de bancos centrales tras la independencia política de estos países, así como por el debilitamiento de la libra esterlina. En efecto, según el informe del FMI (2019), 13 países tienen caja de convertibilidad, de los cuales 10 tienen el dólar estadounidense como ancla, incluyendo seis miembros de la Unión Monetaria del Caribe Oriental (ECCU), dos el euro y uno con el dólar de Singapur. Además, dentro de la ECCU, Anguilla y Monserrat, territorios del Reino Unido, mantienen el sistema de caja de convertibilidad.

Hoy mantienen un sistema de caja de convertibilidad Bosnia, Bulgaria, Estonia, Hong Kong y Lituania. Este sistema también rigió en Argentina hasta enero de 2002, el cual constituyó uno de los casos más debatidos de este tipo de régimen.

b. Qué es y cómo funciona una caja de convertibilidad

La concepción de caja de convertibilidad tiene como elemento principal la determinación de un tipo de cambio fijo relativo a una moneda ancla, y que el poseedor de moneda nacional la pueda cambiar de inmediato cuando lo demande, lo cual genera confianza de cara al largo plazo. Generalmente, se establece una caja de convertibilidad como una herramienta de política anti inflacionaria, así como para generar condiciones para mantener disciplina monetaria. Si toda la emisión monetaria tiene pleno respaldo, se tendrá mayor credibilidad económica, baja inflación y menores tasas de interés. Sin embargo, también será necesario contar con sistemas financieros fuertes, bien capitalizados y con las debidas reservas, para enfrentar choques económicos internos o externos. En este contexto, las cajas de convertibilidad han logrado resultados económicos impresionantes en muchos países, desactivando ciclos de hiperinflación, y/o manteniendo una tasa de inflación más baja que las que se dan con otros regímenes cambiarios (Enoch y Gulde, 1998).

Por tanto, la caja de convertibilidad es un régimen incluido en la ley del banco central o definido por una ley especial, que permite emitir una moneda nacional a cambio de una moneda extranjera “ancla” o de respaldo con un tipo de cambio fijo. Es un sistema de convertibilidad automático, cuyo principal objetivo es contar con una política antiinflacionaria (Enoch y Gulde, 1998).

Este es un modelo blindado porque demanda 100 % de respaldo, donde la caja de convertibilidad no tiene poder para emitir dinero *per se*, sino que solo a cambio del ingreso de moneda de respaldo a la tasa de cambio establecida en la ley. En estas condiciones, la cantidad de dinero en circulación estará determinada por el mercado (Hanke, 2003). Obviamente, es un mecanismo sencillo y transparente para mantener disciplina monetaria, generar estabilidad económica y mantener en cintura la inflación.

Consecuentemente, para mantener este régimen y lograr el mayor grado posible de credibilidad, la gestión económica debe ser ordenada, especialmente en la conducción de la política fiscal, en el establecimiento de la política arancelaria, y en la contención del nivel de endeudamiento público, entre otros. En este sentido, se espera que el régimen de caja de convertibilidad funcione como una herramienta que induzca al gobierno a tener disciplina fiscal (Beker *et al.*, 2008).

En este contexto de sana gestión macroeconómica, los países con caja de convertibilidad han registrado menores tasas de inflación que en países que tienen diferentes regímenes cambiarios. Sin embargo, se señala que estos hallazgos se refieren a países relativamente pequeños, no habiendo evidencias para países con economías de mayor calado. A diferencia de la dolarización o la adopción del euro como moneda nacional, la caja de convertibilidad busca crear confianza en la moneda local, porque está plenamente respaldada por una divisa extranjera fuerte, y porque garantiza disciplina e independencia monetaria: limita la capacidad del banco central para financiar al gobierno y/o al sector privado mediante emisión, y se elimina su función de prestamista de última instancia de los bancos comerciales ante dificultades de liquidez (Carrizosa, 1991).

Una decisión fundamental reside en escoger la moneda ancla y definir el respaldo para fijar el tipo de cambio, para generar confianza y estabilidad de cara al futuro del comercio internacional del país. Así fue que, tanto para Hong Kong como para Argentina, se tomó el dólar norteamericano, y Estonia escogió el marco alemán para garantizar la estabilidad de la economía (Guerrero, 1999). En efecto, las cajas de convertibilidad de muchos países han logrado resultados económicos impresionantes, tanto en el logro de una inflación más baja que otros regímenes cambiarios, así como en la estabilización de las expectativas después de una hiperinflación prolongada (Enoch y Gulde, 1998).

c. Caja de convertibilidad: el caso de Hong Kong

El caso de Hong Kong es una muestra de éxito de una caja de convertibilidad, donde el dólar de Hong Kong tiene como patrón de referencia el dólar de EUA. Este país se ha convertido en uno de los principales centros financieros del mundo, donde la bolsa de valores, fundada en 1981, se ha convertido en la tercera más grande de Asia y es actualmente la quinta más grande del mundo en términos de capitalización bursátil, con un valor de mercado que a medianos de 2020 alcanzó los US\$ 47,100 millones (de Haro, 2020).

Hong Kong restableció su sistema caja de convertibilidad en 1983, tras una crisis monetaria ante la incertidumbre asociada con las intenciones de China respecto a Hong Kong, con el objetivo de garantizar la estabilidad de su moneda. El modelo de caja de convertibilidad de Hong Kong no requiere de un encaje por parte de los bancos, sino mantener un respaldo en dólares iguales al monto de la emisión de billetes y monedas (dólar de Hong Kong) en circulación. Sin embargo, cambios en la gestión de este

sistema, lo han acercado a una gestión propia de un banco central. En efecto, en 1988 se autorizó a la caja de convertibilidad hacer operaciones de mercado abierto, para reducir la necesidad de arbitrar la emisión de los bancos; y en 1990 se le autorizó para emitir bonos del tesoro de tres meses, y en 1993 se abrió una ventanilla de descuento para dar liquidez a los bancos (Guerrero, 1999).

Lo que está sucediendo con la caja de convertibilidad de Hong Kong es un alejamiento progresivo “del compromiso con el tipo de cambio”, siguiendo un proceso similar al de Singapur, que incluye medidas propias de un banco central (*ibídem*).

d. Caja de convertibilidad: el caso de Argentina

En Argentina se estableció por primera vez una caja de convertibilidad en 1890 y se mantuvo hasta 1934, cuando se creó el Banco Central de la República Argentina. Este sistema se construyó siguiendo la ley de Peel, por lo que estuvo compuesto por la caja de conversión (una réplica del que fuera el Departamento de Emisión del Banco de Inglaterra), y el Banco de la Nación Argentina (réplica del Departamento Comercial del Banco de Inglaterra). En este contexto se dictó en el Art. 4 que: “todas las operaciones de emisión, conversión o amortización de moneda de curso legal se harán por intermedio de la Caja de Conversión, en la forma y modo establecidos por las leyes respectivas” (Información legislativa, 1980, párr. 8), lo que disponía que el Estado nacional pasaba a hacerse cargo de la emisión monetaria por medio de la caja de conversión, que hasta ese momento lo hacían bancos comerciales autorizados para emitir.

Pasados los años, en respuesta al mal manejo macroeconómico que causaron dos crisis marcadas por hiperinflaciones (1989 y 1990), siendo ministro de Economía Domingo Cavallo, el 27 de marzo de 1991 se retomó el concepto y promulgó la Ley de Convertibilidad, vigente hasta enero de 2002, “luego de una larga historia de mal manejo macroeconómico y dos episodios de hiperinflación” (Grandes y Reisen, 2005, p. 13).

La caja de convertibilidad terminó cuando las autoridades económicas se alejaron de los principios de buena gestión monetaria y financiera, donde la deficiente administración del sector público, y crisis políticas sucesivas, crearon un ambiente de inestabilidad e incertidumbre. También, y crucialmente, porque no se respetó un principio fundamental de la caja de convertibilidad, y se jugó con las reservas que legalmente no se podían tocar. Así comenzaron a salir capitales de Argentina y el país entró en un nuevo colapso económico, caracterizado por el “corralito” que se impuso para evitar corridas de depósitos, que se utilizaban para cambiar pesos argentinos por dólares.

Con la caja de convertibilidad la inflación se redujo de 1,344 % anual en 1990 a 25 % en el año contado a partir de su introducción. La estabilidad económica generó confianza y la economía

Argentina volvió a crecer después de débiles resultados en los 80's. Pero, los críticos de este modelo cambiario, señalan que esta medida, más la apertura comercial y financiera, dieron espacio al ingreso de productos importados más baratos (que también tendían a ser de mayor calidad), lo que puso en desventaja a la industria nacional. En adición, se señala que el Gobierno dejó de lado algunas herramientas de política económica, y que este fue incapaz de “administrar los problemas externos ni hacer políticas contracíclicas”, culpando al sistema del alto desempleo que se dio en los años 90 (Botto, 2019).

Steve Hanke (2003), cita textualmente al economista y profesor Jeffery Frankel, uno de los críticos de este sistema: “la caja de conversión de Argentina colapsó... porque las limitaciones eran muy rígidas” y porque “las exportaciones argentinas sufrieron una inmensa pérdida en la competitividad” (párr. 1). Ante esta aseveración, Hanke (2003), respondió: “El término ‘caja de conversión’ aplicado al sistema de convertibilidad argentino es una inexactitud. Una caja de conversión no puede neutralizar los cambios en las reservas internacionales mediante la expansión o contracción del crédito doméstico” (párr. 2.). Y agregó, que el Banco Central de Argentina actuó indebidamente dado que durante la mayor parte del tiempo que se mantuvo este sistema “el 59 % de los cambios en las reservas internacionales netas fueron neutralizados por ajustes contrarios al crédito doméstico” (Hanke, 2003, párr. 2).

Sobre la afirmación de Frankel sobre la falta de competitividad de Argentina, Hanke destacó que las exportaciones de Argentina aumentaron cada año durante el tiempo que estuvo vigente la Ley de Convertibilidad, excepto en 1999, cuando su principal socio comercial, Brasil, vivió una crisis monetaria (*ibídem*).

6. El Salvador: caja de cambio de jure y de facto y el dólar de los EUA

a. Ejecutivo es autorizado para conformar comisión que estudie el problema económico en 1919

Una de las mayores preocupaciones que se tenía en El Salvador hacia fines de la década de 1910, eran las grandes pérdidas que se daban anualmente por las fluctuaciones del tipo de cambio, las cuales, según Quiñónez (1919), eran acompañadas por escasez de circulante en los meses de alta actividad agrícola. Estas fueron, en ese entonces, las principales razones que llevaron a proponer la adopción del “dólar americano” como moneda con poder liberatorio en El Salvador. Para Quiñónez (1919):

Si las circunstancias de la guerra, la axhauitez de nuestro tesoro y la imposibilidad actual de conseguir metálico, nos imposibilitan para tener moneda de oro o plata; y si por otra parte no es posible aumentar los capitales de los bancos para aumentar su poder emisor, natural es que

busquemos otra moneda que nos preste garantía de firmeza y de estabilidad; que al mismo tiempo que sea conocida de nuestro comercio y de nuestro pueblo, nos preste la facilidad de obtenerla en caso necesario. El dólar americano satisface todas estas exigencias. (p. 58).

Según Quiñónez (1919), a los razonamientos económicos-financieros se agregaba que:
... el dolar americano... ha penetrado hondamente en nuestro régimen fiscal y nuestros negocios internos. Nuestro arancel de Aduanas fija absolutamente su aforo en oro americano... Se cobra una parte en giros, otra en moneda o billetes americanos y el resto en moneda nacional, según las necesidades del Gobierno. (p. 58).

Estos argumentos los reforzó al expresar que “Los intereses económicos de nuestro país están fuertemente vinculados a los de los Estados Unidos, por la extensión de nuestro comercio, la proximidad de su territorio, y la facilidad que por este motivo nos presta para las transacciones” (Quiñónez, 1919, p. 60).

En ese contexto, se creó la Comisión Monetaria, la cual tuvo dificultades técnico-financieras “al establecer el colón como unidad teórico-monetary” y simultáneamente al introducir “a la circulación las monedas americanas de oro con curso legal”. Ante esta situación, la Comisión sostuvo una reunión, “principiada el 21 de julio y continuada sucesivamente hasta el 5 de agosto de 1919”, de las cuales emanó un proyecto, en el que se recomendaba al Ejecutivo dictar dos decretos: (i) El primero referido “a la base establecida del COLON representativo de 836 miligramos de oro”; (ii) Y “el segundo a todo lo relativo a introducir en la circulación del país la moneda americana” (Diario Oficial, 1919).

Para dar vida a esta importante reforma, Quiñónez (1919), observaba como un paso crucial mantener una adecuada provisión de billetes para aumentar la circulación, que se señalaba como la causa principal en el desequilibrio de los cambios. Para Quiñónez (1919), era un contrasentido hacer un gran esfuerzo para equiparar al billete nacional con el billete americano y mantenerla, cuando la circulación de moneda nacional era deficiente. Las exportaciones de 1918 totalizaron US\$ 24,796,608, en moneda nacional, y la circulación de billetes solo era de US\$ 4,586,000, cuando “esta cantidad habrá tenido necesidad de hacer seis o siete veces su circulación redonda para llenar cómodamente su misión” (p. 23). Por tanto, lo obvio era aumentar la circulación adoptando el billete americano.

El problema que veía Quiñónez (1919), de tener el dólar y el colón en circulación era que la moneda salvadoreña estaba sujeta a fuertes y constantes fluctuaciones. Ante esta situación planteaba que nada se habría logrado en términos de “firmeza y estabilidad a nuestro circulante y más bien se habría abierto más campo a la especulación en los cambios y el agio de la moneda”, por lo que “Difícilmente podría entrar el dolar de modo firme a formar parte de nuestra circulación”, puesto que:

... inmediatamente entraría en funcionamiento la conocida ley de Gresham, en virtud de la cual la moneda mala expulsa de la circulación a la buena... Una vez desalojada de la circulación la

moneda buena, la mala o depreciada pierde toda probabilidad de poderse cambiar por esa moneda; el dólar quedaría en el hecho atesorado y guardado... (p. 65).

Para enfrentar este problema, Quiñónez (1919), planteó la necesidad de dar al colón un valor constante en oro, lo cual “requeriría indispensablemente un fondo especial, que a manera de las cajas de conversión, sin serlo, garantizara su cambio por oro americanos... fondo que sería proporcionado por el Gobierno” (p. 92).

Como es de observar, en el recuento histórico, el tipo de cambio constituyó, a través de los años, un problema que causaba grandes pérdidas a sectores de la vida comercial y financiera, y que debilitó las ganancias de los agro-exportadores, a lo cual se agregaba la presión inflacionaria que se producía sobre los bienes importados durante algunos meses del año. La situación era apremiante, de modo que en la Memoria de Hacienda y Crédito Público correspondiente a 1918, presentada a la Asamblea Nacional el 21 de febrero de 1919, el subsecretario de Estado, encargado de las Carteras, José E. Suay, dejó en clara evidencia lo que el Gobierno pensaba:

Necesitamos un sistema monetario cuyo talón sea el oro o que nuestra moneda tenga un valor fijo con relación al oro (porque) Necesitamos más numerario metálico y fiduciario para poder verificar nuestras transacciones comerciales y agrícolas; y necesitamos crédito, mucho crédito; el cual sólo se adquiere con la solución de estos problemas (monetarios). (Suay, 1918, pp. 17-18).

En ese entorno, y como el talón oro ya era utilizado por los países que lideraban el comercio mundial, el Gobierno de El Salvador comenzó a considerar la posibilidad de establecer el talón oro o cambio fijo de la moneda de plata por la moneda de oro, como medio fundamental “para evitar que el agio siga aprovechándose de la inconsiderada prima que el pueblo salvadoreño paga por el oro, prima que casi siempre ha sido muy superior a la que justamente debía corresponder por la baja cotización de la plata”, lo cual se consideraba que no era favorable para “la producción nacional”, puesto que sólo había “producido el mal funesto de la elevación de precios de las mercaderías extranjeras”, dando origen a “la carestía de la vida que tanto ha perjudicado a las clases poco acomodadas” (Suay, 1918, p. 18).

Este era un asunto altamente delicado para la vida del país, porque el cambio del patrón plata por el de oro también significaba cambiar las reglas del juego en las relaciones comerciales con el exterior e internamente, pues ellas regían al sistema bancario. Aparentemente esto fue un cambio que se hizo automáticamente. En respuesta, la Asamblea Legislativa autorizó al Ejecutivo el 23 de junio de 1919, para que conformara una Comisión Monetaria, que se encargara “de estudiar el problema económico del país y aconsejar el sistema monetario que mejor convenga establecer”, recomendación que debía presentar “a más tardar, el 31 de enero de 1920”. Para la conformación de esta Comisión Monetaria, el Ejecutivo debía considerar por lo menos a seis “personas idóneas y de reconocido patriotismo” y sin intereses “personales en la solución de dicho problema”; y si era necesario también quedó

facultado para “hacer venir del extranjero a la mayor brevedad, uno o dos peritos monetarios” para que colaboraran “con la Comisión Monetaria Salvadoreña” (Diario Oficial, junio 1919, p. 1131).

El Ejecutivo procedió a conformar la Comisión Monetaria el 24 de junio, la cual tuvo como misión “estudiar la manera científica y más práctica de adoptar para el País, el Talón que mejor convenga a los intereses Nacionales”. Ella fue integrada por las siguientes doce personalidades: Francisco Dueñas, Mariano Zeceña, Calixto Velado, René Keilhauer, Lucio Quiñónez, Roberto Aguilar T., Francisco A. Lima, Carlos García Prieto, Belarmino Suárez, Bartolo Daglio, Herbert de Sola e Isidro Moncada (Diario Oficial, 1919).

b. Se establece caja de cambio con bimonetarismo el 12 de febrero de 1920

El sistema de caja de convertibilidad o de cambio fue adoptado por El Salvador para tener mayor disciplina monetaria. En este devenir, tanto la circulación del dólar estadounidense, como su uso como respaldo, fue necesario ante los problemas monetarios que se vivían y el “malestar económico del país” desde inicios de 1919. Consecuentemente, las autoridades consideraron que era necesario:

... el establecimiento del Talón de Oro o de un cambio fijo de la moneda de oro... para evitar las constantes fluctuaciones de los cambios, manifestadas a menudo en alzas inconsideradas de la prima que se paga por el oro, prima que durante mucho tiempo ha sido muy superior a la que justamente debería corresponder... (Diario Oficial, septiembre de 1919, p. 1715).

Ante esta difícil situación monetaria y cambiaria, la Asamblea Nacional Legislativa aprobó un decreto el 11 de septiembre de 1919, que estableció que:

Art. 1º. La unidad monetaria de la República de El Salvador, será el *colón*...

Art. 2º. Los bancos establecidos en el país procederán a sustituir sus billetes plata por billetes representativos de oro... el actual billete bancario circulará en la relación de un peso por *colón*...”

Art. 3º. Siendo la nueva unidad monetaria representativa de oro, se declara desmonetizada la actual moneda de plata nacional y extranjera o sea sin curso legal... (*ibídem*).

Para reforzarse esta medida, al día siguiente, el 12 de septiembre, la Asamblea Nacional aprobó otra ley, que dio libre circulación al dólar, como se presenta más adelante.

Estos decretos legislativos no lograron contener la especulación, y la moneda salvadoreña siguió enfrentando graves dificultades para mantener su estabilidad cambiaria, como lo demuestran los considerandos del Decreto Ejecutivo del 12 de febrero de 1920. En ellos se resalta que es deber del Gobierno:

... evitar toda irregularidad que afecte el crédito público... Que la Ley Monetaria de fecha once de septiembre del año próximo pasado, que establece el Talón de Oro, ha sido desvirtuada en algunos de sus efectos por la especulación, con grave perjuicio de los intereses de la comunidad; y que debe el Gobierno evitar y reprimir todo motivo de desconfianza o alarma pública... y darle normalidad a las transacciones (y que) como consecuencia de la especulación indicada, se presentan a menudo diversas dificultades en el cambio del oro acuñado americano, reconocido por la citada Ley como moneda nacional de tipo de cambio fijo del dos por uno... y que desde luego influye en la depreciación del oro, circunstancia que lesiona especialmente a los agricultores... (Diario Oficial, febrero de 1920, p. 225).

Consecuentemente, para preservar la estabilidad cambiaria y estructurar el sistema cambiario, mediante el Decreto Ejecutivo antes mencionado, se creó una caja de cambio (concepto también conocido como caja de convertibilidad), y en su articulado estableció:

Art. 1º. Se funda una institución encargada del exclusivo objeto de facilitar el curso normal de los negocios, en la forma que disponen los artículos siguientes, y que se denominará Caja de Cambio.

Art. 2º. La Caja de Cambio deberá funcionar bajo la dirección, celo y vigilancia de una Junta Patriótica...

Art. 4º. Se autoriza especialmente a la Caja de Cambio, para emitir billetes al portador... pagaderos... a la vista, y en moneda efectiva de oro acuñado americano.

Art. 7º. La Caja de Cambio tendrá siempre en sus sótanos la garantía metálica de los billetes que lanzare a la circulación...

Art. 9º. En ningún caso, ni por disposición ulterior ninguna, los billetes de la Caja de Cambio tendrán circulación forzosa; su circulación será voluntaria, y su poder liberatorio será el que los interesados quieran concederles, convencionalmente, en sus transacciones...

Art. 13º. Para garantizar mejor las operaciones a cargo de la Caja de Cambio, quedará ésta sujeta al control de la Junta de vigilancia de los Bancos. (Diario Oficial, febrero de 1920, pp. 225-226).

En estas condiciones, la Comisión preparó y presentó en su exposición de motivos el segundo proyecto relativo a la introducción de la moneda extranjera como signo nacional de cambio, como medida de emergencia, para “ampliar la circulación monetaria” y “evitar las inmensas dificultades que... (se esperaban) con su escasez al aproximarse la cosecha de café”. Se consideró que lo más adecuado era la introducción de “la moneda americana de oro”, porque se le consideraba como

“hermana con el colón en su peso y en su ley”. De esta manera, se le estaba otorgando al “billete de banco americano representativo del dólar” la facultad de libre circulación en el país, al tiempo que se imponía a los bancos salvadoreños la “recepción obligatoria... en el pago de créditos y en el negocio de letras de cambio” (Diario Oficial, agosto de 1919, p. 1509).

Por otra parte, se consideró como conveniente la circulación legal del dólar en El Salvador, dado que “el billete americano representativo del dólar” estaba “garantizado perfectamente”, por lo cual también, incluso, “podría servir de garantía para emisiones billetarias de nuestros bancos”. Por el contrario, también se evaluó “la dificultad de la circulación” del dólar y se concluyó que este quedaba “restringida a las clases populares incapacitadas para conocer las condiciones de emisión de cada uno de los Bancos emisores americanos”, por lo cual se consideraba que los billetes americanos circularían principalmente “entre las clases cultas de la sociedad” o para destinarlos “en gran parte a la tesorerización”, dejando que los billetes “de nuestros Bancos ejerzan... las funciones ordinarias de la moneda entre la población rural” (Diario Oficial, agosto de 1919, p. 1510).

Nuevamente, en el contexto de otra crisis económica que vivía el país, el ministro José E. Suay contrató a Gastón Jéze, profesor de Finanzas Públicas de la Universidad de París, para que emitiera un dictamen sobre cuestiones monetarias; esto en la búsqueda de una opinión de un experto en estas materias, con independencia relativa a las opiniones e intereses locales. Lamentablemente, se entró en el período electoral y asumió el nuevo gobierno del presidente Arturo Araujo y, aunque la situación económica se deterioraba con rapidez, el dictamen de Jéze entregado en noviembre de 1930¹, “quedó engavetado (guardado) por varios meses”, aunque “ganó actualidad cuando la Asamblea Nacional, para paliar la crisis... autorizó a los bancos de emisión a no cambiar sus billetes por oro, sino por giros del exterior” (Silva, 1980).

En este dictamen, hay una opinión de Jéze que sustenta la necesidad de preservar la confianza y el valor de los billetes de banco o billetes del Estado, la cual, por su pertinencia, aún pasados 84 años, es de conocerse textualmente:

No sería solamente una falta, sería un crimen contra la Nación desorganizar la moneda. Un Estado no puede tener crédito comercial o agrícola, ni equilibrio presupuestario, sin una moneda estable. Una moneda inestable desarrolla el espíritu de agio y de especulación, trastorna las relaciones entre acreedores y deudores, puesto que al contratar, ninguno sabe lo que tendrá que recibir o pagar a la fecha del vencimiento. Y nadie quiere hacer operaciones a plazos. Los empréstitos públicos se vuelven, pues, imposibles. El agio hace desaparecer la moralidad en las relaciones entre los miembros de la sociedad. Cada uno se esfuerza

¹ Dictamen de Gastón Jéze, que entregó a José E. Suay, ministro de Hacienda, Crédito Público, Industria y Comercio, en Noviembre de 1930. Estos son presentados *in extenso* por Rochac (1980).

por hacer variar los cursos de la moneda nacional, para realizar los mayores beneficios sin ningún trabajo.

El ahorro se vuelve un engaño, puesto que aquel que economiza una suma, privándose de ella, corre el riesgo de no tener el mismo valor en seguida, debido a la depreciación de la moneda. La inestabilidad de la moneda es, pues, un obstáculo para la constitución de capitales en el país. No se pueden exagerar los inconvenientes de la inestabilidad monetaria. Ellos son tan grandes y tan numerosos, que es menester proclamar que toda política tendiente a la inestabilidad monetaria es el mayor crimen que puede ser cometido contra la nación.

Si bien Jezé no tocó el tema de la dolarización, claramente su postura se inclina por contar con una moneda que tuviera la capacidad de preservar su valor y que, por tanto, generara confianza.

Desde el inicio de la banca en El Salvador, las instituciones emisoras privadas solo podían emitir sus billetes con respaldo en oro, lo que se asemejaba al concepto de caja de convertibilidad. Después de la creación del Banco Central en El Salvador en 1934, como institución privada con el monopolio de emisión, se mantuvo la exigencia de respaldo.

El 20 de abril de 1961, el Directorio Cívico Militar de El Salvador nacionalizó el Banco Central de Reserva mediante Decreto N° 116, Ley de Reorganización de la Banca de la Nación, la cual, en su Art. 1 estableció:

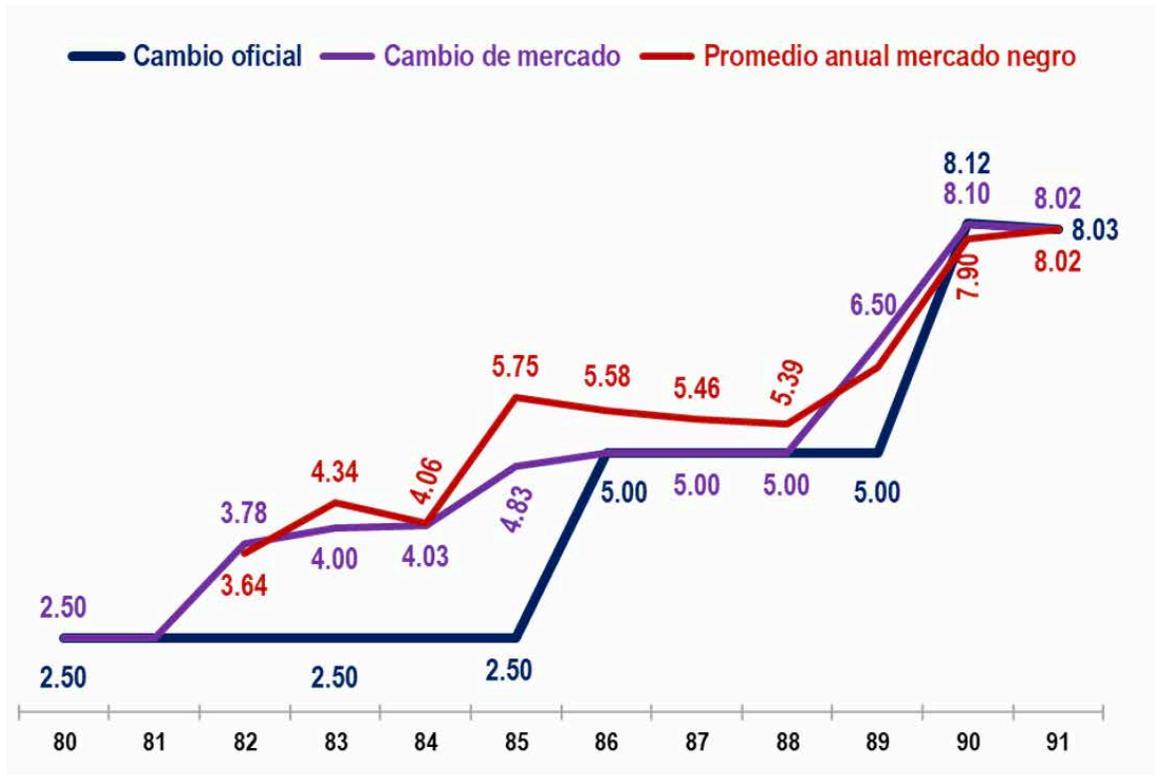
Transfórmese la Sociedad Anónima ‘Banco Central de Reserva de El Salvador’ en una entidad del Estado, de carácter público, de duración indefinida, con personalidad jurídica propia para ejercer derechos y contraer toda clase de obligaciones, que sucederá en todas sus funciones y beneficios a la Sociedad Anónima del mismo nombre a que se refiere el Decreto Legislativo N° 64 del 19 de Junio de 1934. (Directorio Cívico Militar de El Salvador, 1961, p. 1).

Dado que se mantuvo la exigencia de respaldo en oro, El Salvador tuvo una de las menores inflaciones del mundo al tiempo que se mantuvo inalterado el tipo de cambio en ₡2.50 por dólar.

En 1981, ante la profunda crisis política que vivía El Salvador, el impacto de la recesión mundial y políticas económicas inadecuadas, el mercado cambiario bancario salvadoreño comenzó a mostrar alzas en el tipo de cambio, lo que fue acompañado con la aparición de un mercado paralelo y un mercado negro, en el cual la cotización llegó a ₡8.02 por dólar en 1991, su último año de vida ante la liberalización del mercado (Gráfico 1).

Gráfico 1

Tipo de cambio: colones por US\$.



Fuente: elaboración propia con base a datos del BCR.

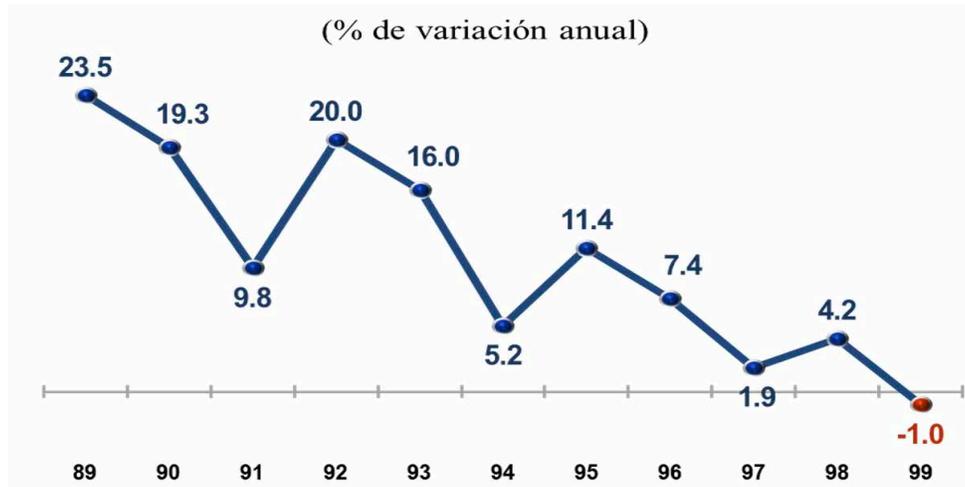
Es de recordar que entre 1920 y 1930 el tipo de cambio fue ¢2 por dólar, en 1931 subió a ¢2.06 por dólar, y continuó al alza, de modo que entre 1932 y 1933 el tipo de cambio fue de ¢2.54 por dólar. Luego se estabilizó y desde 1934 hasta el 22 de enero de 1986 el tipo de cambio oficial para la compra/venta fue de ¢2.5 por dólar.

c. Caja de cambio de facto: 1989-1999

Pasado los años, en El Salvador también se volvió a incursionar y a preparar las condiciones para establecer una caja de conversión, lo cual se hizo *de facto*, pero siguiendo estrictamente todos los principios de este régimen. Se adoptó esta medida, poco divulgada en El Salvador, de introducir *de facto* un sistema de caja de cambio o convertibilidad, cuando era presidente del Banco Central de Reserva el ingeniero Roberto Orellana Milla (junio de 1989 a mayo de 1998), decisión que contribuyó a estabilizar la economía, mantener disciplina fiscal e iniciar un ciclo de reducción de la tasa de inflación, que bajó de 23.5 % en 1989 a -1.0 % en 1999 (Gráfico 2).

Gráfico 2

Inflación: 1989-1999.



Fuente: elaboración propia con base a datos de la DIGESTYC.

De esta manera, el promedio de inflación cayó de 19.2 % en el decenio a 1989, a 9.4 % en el que concluyó en 1999. La aplicación de este sistema, sustentado en los fundamentos de una caja de convertibilidad, también contribuyó a generar condiciones que facilitaron posteriormente la dolarización de la economía de El Salvador.

Para prepararse conceptualmente y definir el proceso para establecer la caja de conversión, el ministro de Hacienda, Manuel Enrique Hinds, y el presidente del Banco Central de Reserva (BCR), Roberto Orellana Mila, invitaron a Sir Alan Walters, economista británico, diseñador de la caja de conversión de Hong Kong, quien fue Asesor Económico Jefe de la primera ministra Margaret Thatcher entre 1981 y 1983. Sir Alan Walters sostuvo reuniones con el presidente de la República, Dr. Armando Calderón Sol, el ministro de Hacienda, el presidente del BCR, y Claudio de Rosa, asesor de la Presidencia de la República. Si bien no se estableció formalmente una caja de conversión en El Salvador, el ingeniero Orellana Milla mantuvo una férrea disciplina en toda nueva emisión monetaria, de modo que siempre, cada colón emitido, tuvo un pleno respaldo en dólares de los EUA.

Así se limitó el Banco Central a emitir dinero apegado a la disponibilidad de dólares, y comenzó a funcionar un “régimen de convertibilidad”, con un tipo de cambio de 8.75 colones por dólar. Esta medida fue respaldada por una marcada desregulación de la economía y la total liberalización de las cuentas corrientes y de capital de la balanza de pagos. Si bien este sistema no se aplicó pensando en dolarizar la economía, en efecto se convirtió en un factor facilitador para introducir posteriormente el dólar como moneda de libre curso legal en El Salvador.

7. Diferentes formas de dolarizar una economía

Al revisar diversas experiencias en el mundo, es evidente que ningún sistema monetario-cambiarío es óptimo, todos tienen pros y contras; en gran medida se diferencian dependiendo de las características y tamaño de la economía, la calidad de la institucionalidad y de la formulación de las políticas económicas, así como las relaciones comerciales, la solvencia del sistema financiero, su regulación e integración con el resto del mundo, el origen de las divisas e incluso por factores políticos ideológicos. Por tanto, lo más adecuado es buscar el sistema que esté claramente relacionado con la economía nacional y su entorno.

Hay distintas escuelas de pensamiento económico que ofrecen diferentes interpretaciones de las causas y resultados que se dan en una economía. Para la escuela keynesiana, el banco central debe tener autonomía para diseñar e implementar la política monetaria, especialmente para utilizarla como herramienta contracíclica, esto es, cuando hay un marcado crecimiento económico, aumentar las tasas de interés para frenar el crecimiento, y si se enfrenta una contracción bajar las tasas de interés para estimular el endeudamiento y la inversión privada. Sin embargo, a principios de los años 70's la tasa de inflación y de desempleo aumentaban simultáneamente, y la escuela keynesiana, basada en el *trade off* entre pleno empleo y estabilidad de precios (curva de Phillips) no fue capaz de dar una respuesta a la estanflación (contracción económica con altas tasas de inflación). La respuesta provino de la escuela de Chicago, liderada por Milton Friedman, la cual propugna el libre mercado, y pone el monetarismo como centro de la política económica. Así es como desde mediados de los años 70's se le consideró la nueva macroeconomía clásica, cuya base es la Teoría de las expectativas racionales (Echarte y Martínez, 2018).

La experiencia muestra que, normalmente, cuando se producen crisis por pérdida del valor de la moneda nacional, colapsos bancarios y alta inflación, esto conlleva serios cuestionamientos de la forma cómo se conduce la política monetaria, sobre los regímenes cambiarios y los grados de seguridad que ellos ofrecen. Esto se debe a que los sistemas financieros son vitales en una economía, porque ellos juegan un papel similar que al flujo sanguíneo en el cuerpo: ellos proveen los medios para que los agentes económicos ahorren, administren sus riesgos y tengan acceso a fondos para el consumo y la inversión, lo cual incide en el crecimiento y la generación de empleos (Blanco y Marroquín, 2008).

Los problemas económicos han sido recurrentes en muchos países emergentes en los últimos 30 años. Pero tampoco han estado exentos de crisis financieras los países industrializados, donde la Gran Recesión del siglo XXI tuvo un origen financiero en los EUA: esto se debió, en gran medida, porque la regulación financiera no evolucionó adecuadamente para visualizar los posibles problemas que podrían producirse con el uso inadecuado de nuevos instrumentos financieros, lo que le significó

al Estado estadounidense tener que inyectar grandes cantidades de dinero para salvar al sistema financiero, que estuvo al borde de un colapso generalizado. El contagio de los países de economías avanzadas se produjo con rapidez, lo cual repercutió en el resto del mundo.

En el caso de los países emergentes, las posiciones a favor de dolarizar, en cualquiera de sus modalidades, tienden a cobrar mayor fuerza cuando la autoridad monetaria pierde credibilidad, al tiempo que la moneda local genera desconfianza por su pérdida de valor presente, y porque las perspectivas son que no habrán políticas que generen un cambio en el futuro inmediato (Tabla 3). En estas condiciones, la gente busca una moneda “fuerte” para resguardar el valor de sus activos financieros y proteger su capacidad adquisitiva cuando hay altas tasas de inflación (Rincón y Revéiz, 2008).

Tabla 3

Países latinoamericanos altamente dolarizados. Porcentaje de depósitos en dólares del total de depósitos.

	2004	Máximo 1990-2004	Promedio 2000-04
Argentina	3.7	73.6	29.1
Bolivia	86.7	92.6	91.0
Costa Rica	50.4	50.4	45.5
Nicaragua	70.3	72.1	70.7
Paraguay	50.5	66.9	57.4
Perú	68.3	73.2	69.2
Uruguay	87.6	88.8	86.2

Fuente: datos tomados de Honohan (2007, p. 9).

La dolarización financiera se presenta de manera racional y espontánea cuando se tienen altas tasas de inflación, donde las tasas de interés llegan a niveles tan altos que dejan de tener sentido. Por ejemplo, las tasas activas llegaron hasta 172.2 % en Bolivia (1985), 175 % en Uruguay (1990), 121,906 % en Nicaragua (1988) y 4,775 % en Perú (1990), mientras que la pasiva alcanzó 9,394 % en Brasil (1990) y 17,239 % en Argentina (1989). Obviamente, ante estas condiciones, en todos estos países se dio una marcada preferencia por el dólar estadounidense u otras monedas duras, pues sus monedas nacionales no eran vistas como reserva de valor (*ibídem*).

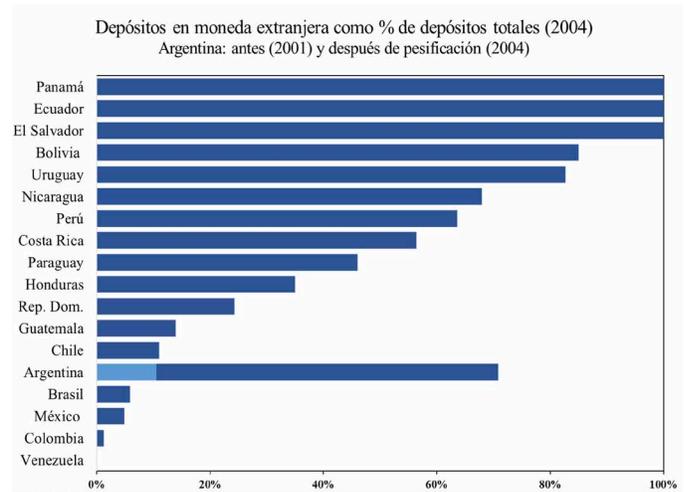
Cuando la inflación es menor a 35 por ciento, ningún país registra un alto grado de dolarización financiera, mientras que todo país que ha vivido una hiperinflación sí lo ha tenido, salvo cuando se han impuesto restricciones por ley, según estudio de 76 países para los años 1990-2005 (Honohan, 2007). Ante estas condiciones, se busca mantener los depósitos en dólares, para tener una protección ante una posible devaluación de la moneda nacional, la cual se paga mediante menores tasas de interés por estos depósitos, para compensar, en buena parte, la devaluación esperada (Honohan y Shi, 2001, p. 4).

Los resultados demuestran, que ante situaciones de inestabilidad e incertidumbre, los depósitos en moneda extranjera en América Latina, como porcentaje del total –salvo las economías de Panamá, Ecuador y El Salvador, que están totalmente dolarizadas–, siempre han mostrado una alta preferencia por tenerlos en dólares (Gráfico 3).

Ante problemas monetario-cambiarío-inflacionario, la forma cómo reaccionen los agentes económicos dependerá del grado de confianza que ellos tengan en las autoridades encargadas de la conducción de la política económica del país, el cual, a su vez, dependerá de la credibilidad de la política macroeconómica, así como de la calidad de las instituciones, de la regulación y supervisión bancaria, y de la predictibilidad de las reglas del juego. Por tanto, las características y condiciones propias de la situación que se vive determinarán el tipo de dolarización financiera que pueda adoptar un país (Nicolo, *et al.*, 2003).

Gráfico 3

Dolarización financiera en América Latina.



Fuente: Honohan y Shi (2001), tomado de Rincón y Revéiz (2008, p. 316).

La evidencia empírica muestra que muchas economías de Latinoamérica estaban altamente dolarizadas según se observa en la razón entre el total de depósitos en moneda extranjera y el total de depósitos en el sistema bancario de cada país, según datos de Moody's Investors Service. Como dato comparativo, se tiene que, en sus evaluaciones, Moody's presentó cifras muy similares al estimar que Bolivia y Uruguay tenían alrededor de 90 % de los depósitos en dólares; Nicaragua, Paraguay y Perú estaban entre 60 % y 80 %; Costa Rica superaba el 50 %, Honduras tenía 35 %, República Dominicana 25 %; Argentina, Chile y Guatemala entre 10 % y 20 %. Sólo Brasil, Colombia, México y Venezuela tenían menos de 5 % de los depósitos totales en dólares.

Por otra parte, cuando se generan situaciones donde la moneda nacional es sometida a fuertes devaluaciones o vive grandes depreciaciones, muchos economistas tienden a condenar los sistemas de tipo de cambio fijo, y demandan la instauración de sistemas donde las monedas nacionales puedan flotar. Sin embargo, como lo demuestran las experiencias vividas, cuando se comienzan a generar condiciones de depreciación, las autoridades monetarias tienden a adoptar medidas para proteger el valor de la moneda nacional, y así generar confianza. No obstante, cuando se manifiesta un alto nivel de desconfianza, el banco central pierde la capacidad de contener la presión y llega el momento que se ve forzado a intervenir: como no actuó en el debido momento, se produce un colapso y debe hacer una fuerte devaluación, medida que no necesariamente soluciona el problema.

Ante estas situaciones, muchos economistas estiman que para enfrentar las crisis monetarias-cambiarías de pérdida de confianza en la moneda nacional, lo mejor es no tener que lidiar con desajustes con la moneda extranjera, por lo que se inclinan a recomendar que haya una sola, esto es,

dolarizar o, en el caso de países europeos o con alto comercio con esta región, adoptar el euro. De esta manera, habría sistemas de libre flotación en un extremo; y de paridad fija como las cajas de convertibilidad o de dolarización o adopción del euro en el otro extremo, que se establecerían según las condiciones y entorno de cada país. El argumento central ante la propuesta de dolarizar, es que no puede haber una crisis monetaria cuando no se tiene una moneda nacional, y que los actores en la economía no serán afectados por descalces de monedas pues todos los activos y pasivos están designados en una misma moneda (Calvo y Reinhart, 2000).

Una dolarización o euroización total se da en diferentes proporciones en países industrializados como en países emergentes y de bajos ingresos. Por otra parte, se tiene que un buen número de países en desarrollo y economías en transición, han vivido alguna forma no oficial de dolarización cuando la economía vive una alta inflación, para sufragar las transacciones comerciales y financieras diarias (Berg y Borensztein, 2000).

a. Dolarización de hecho o *de facto*

Existen dos formas que llevan a una dolarización: (i) De hecho (extraoficial o *de facto*) y (ii) Oficial (*de jure*). La dolarización *de facto*, se da con mayor fuerza cuando el país presenta inestabilidad económica, tiene una alta inflación o una hiperinflación, hay una pérdida del valor de la moneda nacional, y los agentes económicos buscan cómo diversificar y proteger sus activos, ante el temor que haya una o varias devaluaciones continuas de la moneda nacional. En este contexto, comienzan a realizarse las operaciones internas en dólares, incluyendo compraventa de inmuebles y otros activos como forma de proteger sus valores, e incluso utilizan el dólar como unidad de cuenta. Por su parte, las evidencias muestran que, una vez estabilizada la economía, muchos agentes económicos continúan utilizando la moneda extranjera (Berg y Borensztein, 2000).

Prácticamente toda Latinoamérica ha estado propensa a procesos de dolarización *de facto* por recurrentes crisis financieras. Generalmente se cita a Tovar (2007), para destacar que, si bien las crisis bancarias dejan al descubierto la vulnerabilidad de un sistema financiero, también se dan por el “carácter limitado, costoso y volátil del crédito al sector privado... por los cambios en el entorno bancario... en gran medida (debido) a la innovación y liberalización financiera” (p. 25), lo que ha llevado a los bancos a enfrentar situaciones de nuevos y complejos riesgos. Sin embargo, también han existido riesgos y desequilibrios macroeconómicos internos, como altos déficits fiscales y, por tanto, de endeudamiento público, y perturbaciones externas, que han causado inestabilidad y han tendido a generar fragilidad en el sector bancario.

Manuel Hinds señala en su libro *Playing monopoly with the devil: dollarization and domestic currencies in developing countries*:

De hecho, los países se vuelven altamente dolarizados de manera espontánea cuando, debido a la inestabilidad de la moneda, quedan fuera de este rango de diferenciales factibles entre las dos tasas. La mayoría de los depósitos se mueven a dólares porque los bancos no pueden ofrecer un diferencial de tasas lo suficientemente alto como para atraer ahorradores a los depósitos en moneda nacional². (2006, p. 33).

Según Hinds (2006), los principales efectos de la dolarización de hecho o de facto son:

- Pérdida de autonomía de los bancos centrales para gestionar las variables macroeconómicas.
- Reducción de las temidas fugas de capitales.
- Mayor acceso a los mercados financieros y comerciales.
- Se limita el monopolio del banco central.

Eso último es importante, pues al eliminarse el riesgo de devaluación, los agentes económicos no retirarán sus depósitos para comprar dólares, con lo cual, también, se reduce la salida de capitales, haciendo así el sistema financiero más robusto. De hecho, Panamá nunca ha tenido una crisis cambiaria por las características de su sistema monetario (Moreno-Villalaz, 1989).

Hacia fines de 2013, en la medida que muchos de países de Latinoamérica mejoraron las condiciones macroeconómicas y disminuyó la inflación, la dolarización *de facto* se redujo. Además, ha existido una fuerte presión de organismos multilaterales, que han hecho ver los riesgos de tener altos niveles de dolarización financiera *de facto*, especialmente para los sistemas bancarios.

Ese peligro es mayor cuando se puede trasladar el riesgo cambiario al sector real, en la medida que empieza a haber una preferencia por los créditos en dólares por las menores tasas de interés que estos tienen (Singh, 2005). Esto sucede normalmente con la dolarización *de facto*, cuando hay dos monedas, el dólar de uso generalizado y la moneda local que emite el banco central.

El Banco Interamericano de Desarrollo (BID), en su informe *Desencadenar el crédito: cómo ampliar y estabilizar la banca* (2004), señala que una de las principales vulnerabilidades de los sistemas bancarios latinoamericanos se dio en aquellos casos que estaban muy dolarizados, concediendo crédito en dólares para financiar inversiones locales no transables. En efecto, cuando el crédito en dólares es tomado por personas naturales o jurídicas que tienen ingresos en esa moneda (exportadores, receptores de remesas familiares, entre otros), el riesgo es bajo. Sin embargo, preocupa cuando las personas no tienen un ingreso en dólares, porque al tomar créditos en esa moneda pueden tener que afrontar un fuerte aumento del tipo cambio, lo que, de producirse, los deja sin capacidad de pago como deudores y/o pone en riesgo de quiebra a la empresa. En estas circunstancias, se deteriorarían

² Traducción no oficial.

significativamente las carteras de los bancos, aumentando el peligro de iliquidez e insolvencia que, de ser generalizado, conlleva un riesgo sistémico. Consecuentemente, la recomendación apunta a crear una red de seguridad financiera, sobre la base una supervisión y una regulación bancaria más rigurosas, que contribuyan a imponer disciplina de mercado en el sector privado (Ize *et al.*, 2015).

Paradójicamente, dado los riesgos que acompañan a la dolarización *de facto*, normalmente, la autoridad monetaria teme mantener la libre flotación ante evidencias de depreciación de la moneda. En ese mismo momento comienzan las intervenciones del banco central –venta de divisas– para mantener la tasa de cambio estable. Esto, generalmente, comienza a tocar fondo cuando las tenencias de moneda extranjera empiezan a ser escasas y la gente continúa sacando depósitos para comprar más dólares (mayor presión cambiaria), como una forma de resguardarse del riesgo de depreciación que, eventualmente, termina con una decisión formal de devaluación.

En estas circunstancias, el banco central pierde la capacidad para establecer un objetivo de política monetaria para controlar la inflación y la demanda de divisas porque, dada la magnitud de los dólares que circulan en la economía, no tiene control sobre la cantidad de dinero en circulación ni sobre la demanda de dinero. Es por esto que muchos economistas consideran que, ante una economía altamente dolarizada *de facto*, es pertinente evaluar la adopción de una dolarización oficial, como medio para restablecer la credibilidad en el sistema monetario e introducir disciplina en la conducción de la economía (BID, 2004).

b. Dolarización oficial o *de jure*

La dolarización oficial (*de jure*) se materializa cuando el país formalmente cede por completo la emisión monetaria y la política cambiaria, y adopta el dólar (u otra moneda como el euro) y por ley le otorga poder liberatorio³ y todas las cuentas se comienzan a llevar en esta moneda, e igualmente con ella se fijan los precios, salarios y contratos. En este contexto, la oferta monetaria pasa a ser denominada en dólares, la cual se satisface con recursos que provee la balanza de pagos, dentro de la cual, también se libera la cuenta de capitales.

Esta es una decisión política y de política económica que adoptan los gobiernos, como han sido los casos de Ecuador (2000) y El Salvador (2001). Este tipo de medida puede ser unilateral, esto es, sin el consentimiento de los EUA.

En la actualidad hay 44 países que han adoptado como moneda con poder liberatorio una extranjera, de los cuales: 18 han tomado el euro como miembros de la zona euro, otros cuatro mediante

³ Por poder liberatorio se entiende que se impone por ley, a acreedores y deudores, la realización de toda transacción o acuerdo comercial en una moneda específica, en este caso el dólar.

acuerdos especiales con la Unión Europea (Andorra, El Vaticano, Mónaco y San Marino) y otros dos lo han hecho de manera unilateral (Montenegro y Kosovo); 11 están dolarizados; tres países lo han hecho con el dólar australiano (Kiribati, Nauru y Tuvalu), cinco con el dólar neozelandés (islas Cook, islas Pitcairn, Nauru, Niue y Tokelau) y uno, Liechtenstein con el franco suizo (Tabla 1).

La decisión de dolarizar una economía (o adoptar otra moneda extranjera), se presenta de acuerdo con los intereses, necesidades y objetivos de desarrollo de cada país, como el caso de El Salvador, que prácticamente fue el país pionero al abrir el debate en torno a este tema desde fines de 1994. Sin embargo, también hubo un momento en el que se configuraron corrientes pro dolarización, sustentadas por los EUA, lo que obviamente le agregó el ingrediente político ideológico, en tanto que la dolarización se presentó como parte de las intenciones hegemónicas de hacer realidad la expansión económica y monetaria que ese país buscaba imponer mediante la creación del Área de Libre Comercio (ALCA).

Si bien los académicos (en general), el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial tenían una marcada oposición en los primeros momentos, esta postura fue variando en la medida que se avanzaba con nuevos estudios. En efecto, como Brenta (2001) lo señala, desde fines de la década de los 90's, "los países latinoamericanos comenzaron a recibir recomendaciones de centros académicos estadounidenses y locales, y de los organismos financieros internacionales, para dolarizar plenamente sus economías" (p. 17).

En realidad, no hubo un plan estructurado para dolarizar en el contexto latinoamericano, solo se conformó una corriente de pensamiento que tomó fuerza ante los tantos y tan grandes fracasos en la conducción de las políticas monetarias y cambiarias de la mayoría de países de Latinoamérica. Con este telón de fondo, se presentaron como países que podrían dolarizar oficialmente Argentina, Brasil, Colombia, Ecuador, México, Perú y Venezuela; así como los países de Centroamérica, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras y Nicaragua.

Robert J. Barro (Universidad de Chicago, Hoover Institution, Stanford y Harvard), citado por Brenta, señaló:

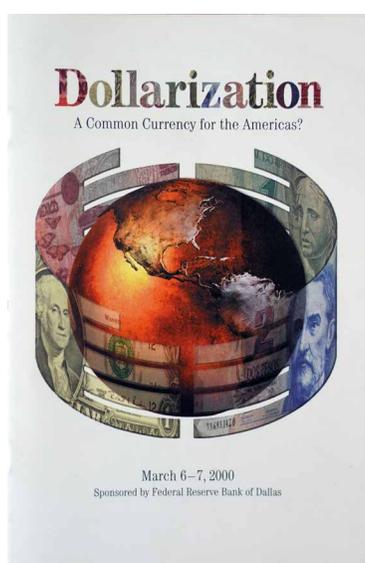
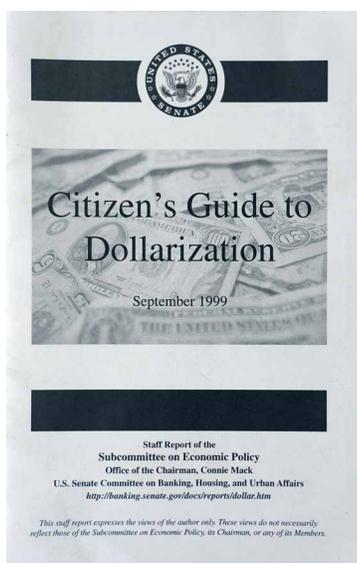
El último país en ligar el destino de su moneda a la Reserva Federal es El Salvador, que recientemente dijo que dolarizaría. Como signo positivo de los tiempos, esta decisión inmediatamente recibió apoyo del Tesoro de EE.UU. y del FMI... Mi predicción es que la dolarización continuará ayudando con estos problemas (económicos-financieros), aunque de vez en cuando ocurran algunos impases políticos. También predigo que otros países en Latinoamérica observarán este éxito y cambiarán hacia la dolarización. (Brenta, 2004, p. 22).

A lo anterior se sumó la iniciativa del senador republicano Connie Mack, del Comité de Asuntos Económicos del Congreso de los EUA, quien presentó el proyecto de ley *International monetary*

stability act (IMSA), el cual tenía como objetivo facilitar la dolarización en Latinoamérica, sobre la base de compartir el señoreaje. Brenta cita al senador Mack resaltando cuando expresó que:

... en toda mi experiencia como legislador –comparado con el impacto de cualquier otra medida de política en la que pueda pensar en el largo plazo–, la dolarización haría más por asegurar la salud económica de las naciones de este hemisferio, expandir el comercio, mejorar la estabilidad económica, mejorar los niveles y crear empleo, que cualquier otra política que conozca. (Brenta, 2004, p. 23).

Como Ecuador, y después El Salvador, se dolarizaron oficialmente y otros países coqueteaban con la idea, el FMI comenzó a presentar las condiciones previas que se debían alcanzar, así como las reformas macroeconómicas necesarias para adoptar el dólar formalmente⁴.



La mejoría de muchas economías latinoamericanas, la creación de la Alianza Bolivariana para los Pueblos de Nuestra América (ALBA), en diciembre de 2004, y el poco interés de los EUA ante otros problemas globales que debió enfrentar, fueron debilitando la corriente pro dolarización. En este sentido, es importante resaltar que constituye un error conceptual aseverar que después del *default* de Argentina, se cambió por una corriente contraria a la dolarización, porque este país nunca estuvo dolarizado

oficialmente: sólo tuvo una dolarización *de facto* y terminó sufriendo las consecuencias consabidas de una inadecuada administración monetaria y ausencia de disciplina fiscal.

c. Requisitos para una dolarización formal

Hay diferencias importantes entre dolarización *de facto* y una dolarización plena, en la cual toda la deuda pública y privada se expresa en dólares, y las cuentas públicas y privadas se convierten en dólares de EUA. En este proceso, se realiza la conversión de moneda nacional a dólares, o la moneda ancla a un tipo de cambio determinado, de todas las deudas, contratos y activos financieros que estén en vigor (Berg y Borensztein, 2000).

⁴ Experiencia vivida por el autor de este trabajo.

d. Conceptos y resultados sobre área de moneda óptima

La nueva teoría del área de moneda óptima, que presenta el Banco Central Europeo en su publicación *Official Dollarisation/Euroisation: motives, features and policy implications of current cases* (Winkler et al., 2004), la ha definido como un conjunto de indicadores para evaluar el resultado de la dolarización o de la euroización en los países que han tomado la decisión de utilizar una moneda extranjera como moneda nacional; y si en estos procesos ha aumentado la credibilidad y confianza en los agentes económicos. El estudio, al evaluar los resultados en estos países, muestra que: (i) Han tenido tasas de inflación similares o en línea con las registradas en los países o región ancla; (ii) En general, las finanzas públicas han sido sólidas, porque se ha hecho un prudente manejo fiscal; (iii) Las balanzas de pagos muestran superávits; y (iv) Ha habido una buena integración real y financiera, donde las pequeñas economías de Europa son abiertas. Al evaluar el caso de Panamá, la nueva teoría del área de moneda óptima destaca su estabilidad monetaria, comparado con los otros países del istmo, con inflaciones incluso menores que los EUA, con tasas de interés comparativamente bajas y diferenciales que rondan los 100 puntos básicos sobre las tasas Libor de depósitos, y que se eleva a entre 160 y 200 puntos básicos en el caso de las tasas para préstamos comerciales. Estos resultados son importantes de resaltar, pues en el caso de El Salvador, la tasa de inflación ha sido, en general, igual o menor que en los EUA, y las tasas de interés incluso menores que en Panamá, con un bajo *spread*, que demuestra el alto grado de competitividad e integración internacional que tiene el mercado financiero salvadoreño, lo cual se presenta y detalla más adelante.

Por su parte, la política fiscal implementada por Panamá ha tendido a ser expansiva en buena parte de los últimos 30 años, y sus déficits fueron financiados mediante un marcado endeudamiento externo, de modo que esta deuda con relación al Producto Interno Bruto (PIB), se ha acercado al 100 por ciento. Sin embargo, sus emisiones de bonos internacionales a largo plazo tienen una prima de riesgo de 400 a 500 puntos básicos relativos a los bonos del Tesoro de EUA, prima que es mucho más alta que la que aplica a otros casos, como es el de Chile. Sin embargo, esta calificación de riesgo ha mejorado, de modo que a enero de 2022 era de 207 puntos para Panamá y 167 para Chile.

Gráfico 4

Deuda pública total.



Fuente: elaboración propia con base a datos del BCR (sitio web).

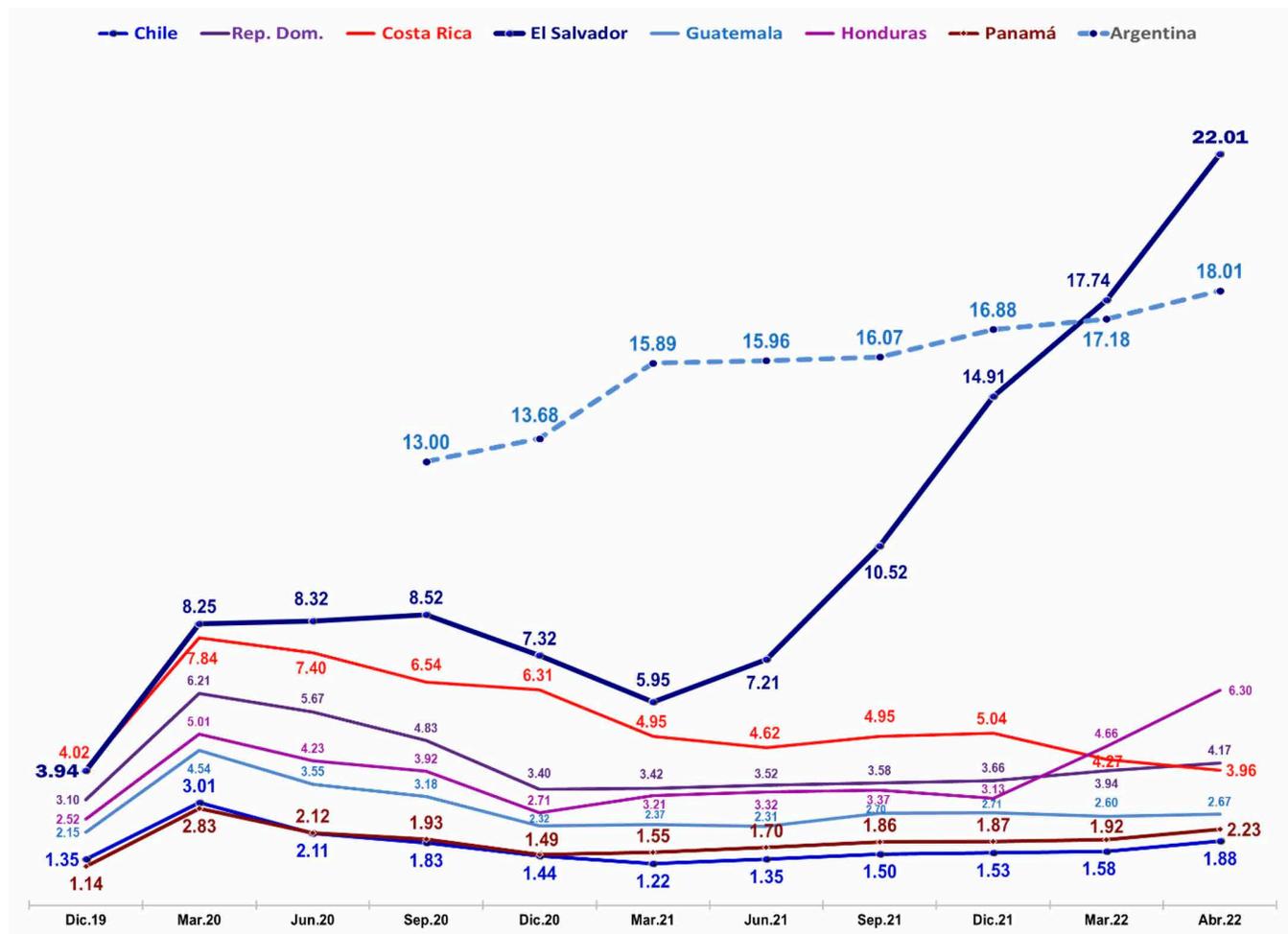
Al comparar esta situación con lo sucedido en El Salvador, se observa que en este país también ha existido una política fiscal que no ha podido poner el gasto en cintura, y los déficits han sido financiados con deuda, mayoritariamente externa. Similarmente, el saldo de la deuda pública total se ha elevado por sobre 91.8 por ciento del PIB al cierre de 2020, y aunque aumentó en dólares se

redujo a 85.6 por ciento como porcentaje del PIB (Gráfico 4), por un rebote de la economía del orden de 17 por ciento en términos nominales.

Si bien la prima de riesgo venía bajando de 852 puntos en septiembre de 2020, y cayó hasta 595 puntos en marzo de 2021, esta se elevó hasta 2,201 puntos en abril de 2022, afectada por lo que las calificadoras observan como un debilitamiento de la institucionalidad del país y confrontaciones políticas (factores no económicos), el riesgo de un impago, el anuncio de libre circulación del bitcoin e incertidumbre en la negociación con el FMI, sólo superado por Venezuela (519.6), en el contexto latinoamericano (Gráfico 5).

Gráfico 5

Indicador de riesgo país - EMBI.



Fuente: Invenómica, riesgo país EMBI, con datos de J.P. Morgan Chase (2022).

8. Casos de dolarización en Latinoamérica

El tema de la dolarización ha sido sujeto de amplios debates técnicos, pero las mayores críticas son de índole político-ideológico. El objetivo de este trabajo es evaluar los pros y contra de una dolarización oficial o formal, que se da cuando se adopta y da curso legal a esta moneda para todas las transacciones internas y externas del país. Además, identificar los mitos y realidades en torno a un sistema dolarizado formalmente, así como ver cuáles instrumentos de política monetaria permanecen, cuáles mutan y cómo se supera la función de prestamista de última instancia.

Si bien se presentan los otros casos de dolarización en Latinoamérica, para desarrollar este trabajo se ha tomado como base el caso de El Salvador.

Al revisar la historia, los registros muestran que los intentos por dolarizar no son algo nuevo para muchos países de Latinoamérica. Desde 1849, con el descubrimiento del oro en California, el dólar comenzó a tener un respaldo que lo hizo una moneda de cada vez mayor aceptación en el comercio regional y luego internacional, que era dominado por la libra esterlina. Ante el aumento del comercio externo estadounidense, este país comenzó a trabajar sobre la idea de lograr una forma segura y rápida de comercio entre el Atlántico y el Pacífico, con una ubicación territorial que permitiera adquirir una ventaja geopolítica estratégica (Fernández, 2008).

En ese contexto, la empresa *Pacific mail steamships*, comenzó a desarrollar un plan para construir un ferrocarril que uniera los dos océanos cruzando el istmo, para lo cual lograron recaudar un millón de dólares mediante la venta de acciones.

En mayo de 1850 inició el proyecto y fue concluido el 28 de enero de 1855, con un costo de US\$ 8 millones, ocho veces más de lo originalmente estimado, el que fue financiado y ejecutado por empresas estadounidenses.

Obviamente, en estas condiciones se movilizó una gran cantidad de dólares estadounidenses, aunque desde antes ya se realizaban un importante número de transacciones en esa moneda. Además, en 1853 ya estaba establecido en Panamá el Wells Fargo y luego abrieron los bancos Wetmore Robert & Co., Parker and Torrence, Colonial Bank y otros, los que realizaban prácticamente todas sus operaciones en dólares estadounidenses (Fernández, 2008, p. 101).

Además de los casos de economías dolarizadas de Panamá (1904), Ecuador (2000) y El Salvador (2001), en diversos momentos han existido situaciones de dolarización *de facto* en Argentina, Costa Rica, Guatemala, Nicaragua, Perú, República Dominicana y Uruguay, entre otros países.

a. El caso de Panamá

A Panamá no le fue difícil decretar el uso del dólar, puesto que tenían presente:

... la debacle del peso colombiano en los años de la guerra de los mil días y la hiperinflación que el mal manejo de la hacienda pública colombiana había traído al istmo en los años que Panamá fue parte de Colombia. (Fernández, 2008, p. 102).

Facilitó la adopción del dólar el convenio monetario firmado entre EUA y Panamá en 1904, mediante el cual se dio libre uso a esta moneda para agilizar y reducir costos para el pago a trabajadores y a los estadounidenses residentes en ese país, así como para la adquisición de bienes y servicios durante el tiempo que duró la construcción del canal. El artículo 117 de la Constitución de 1904 estableció que “No podrá haber en la República papel moneda de curso forzoso”.

Actualmente, la dolarización de Panamá tiene 117 años de aplicación y, para algunos economistas, “el éxito de este sistema... no está en haber adoptado una moneda dura, sino haber prescindido de los vicios y las distorsiones de tener un banco central” (Fernández, 2008, p. 103).

La Constitución Política de Panamá vigente, sin apartarse de lo establecido en 1904, establece que: “no habrá en Panamá papel moneda de curso forzoso”, lo cual se puede interpretar como que las autoridades no pueden emitir moneda sin respaldo.

El Código Fiscal de la República de Panamá, en su Art. 1171 (modificación de agosto de 1992), define el “patrón monetario” de este país estipulando que:

La unidad monetaria de la República de Panamá, será el Balboa, o sea una moneda de oro con un valor de novecientos ochenta y siete y medio miligramos (0.9875) de peso, ochocientos veintinueve milésimos (0.829) de fino, divisible en cien centésimos (100/100). El actual dólar de los EUA y sus múltiplos y divisiones serán de curso legal en la República, por su valor nominal igualmente a la moneda panameña respectiva. (pp. 260-261).

Sustentado en este artículo, en Panamá circula el balboa, pero sólo como moneda fraccionaria, lo cual le deja un reducido ingreso por señoreaje. Aunque las cuentas nacionales de Panamá se presentan en balboas, esto se hace solo como unidad de cuenta.

La historia de la dolarización en Panamá no ha estado libre de situaciones difíciles de administrar. Moreno-Villalaz (1999) y Chiriboga (1999), destacan que en la década de los años 60 la política económica de Panamá se basó en una represión financiera. En 1970, hubo un giro de timón con la aprobación de una nueva ley bancaria, que liberó al sistema financiero local y le abrió las posibilidades de integrarse plenamente a los mercados internacionales.

Mediante esta ley, se creó la Comisión Bancaria Nacional, en la cual en su Artículo 4, literal b, establece como misión institucional: “fortalecer y fomentar las condiciones propicias para el desarrollo de Panamá como centro financiero internacional” (Gaceta Oficial, 1970, p. 2). Obviamente, en estas condiciones, se produjo la atracción y establecimiento de un gran número de bancos extranjeros. Para garantizar que los bancos dispusieran de suficientes recursos para responder a los depositantes ante una caída en su liquidez (descenso de depósitos), la ley estableció en su Artículo 36 el encaje legal⁵, mandando que “Todo Banco deberá mantener un encaje legal consistente en activos líquidos no menor del cinco (5) ni mayor del veinticinco (25) por ciento de la suma total de sus depósitos locales” (Gaceta Oficial, 1970, p. 6); y en el Artículo 37 estableció que “No menos del 30 % del encaje legal deberá consistir en dinero de curso legal en Panamá, manteniéndolos por cada banco en su poder” (*ibídem*), agregando en el siguiente inciso que “El excedente podrá consistir en depósitos en el Banco Nacional de Panamá o en Letras del Tesoro Nacional, las cuales no devengarán un interés mayor a tres (3 %) anual con vencimiento no mayor de noventa (90) días” (*ibídem*). Seguidamente, en el párrafo 1, instituyó que:

... el encaje será del doce (12 %) por ciento para los depósitos a la vista y del 6 %, seis por ciento para los depósitos a plazo, y el porcentaje mínimo de dicho encaje deberá consistir en moneda de curso legal en Panamá, será del treinta por ciento (30 %). (*ibídem*).

Si bien el objetivo de esta ley era la atracción de “operaciones *offshore*”, en la práctica, también amplió los servicios financieros y su respuesta a las demandas locales. Por esto, para los bancos es indiferente utilizar sus recursos en el mercado interno o externo, lo cual les permite mantener el equilibrio de sus portafolios entre la oferta y la demanda, así como para moderar sus fluctuaciones. En estas condiciones los bancos logran una integración financiera que les da espacios para que la expansión del crédito no esté directamente determinada por la cantidad de depósitos (Moreno-Villalaz, 1999).

b. El caso de Ecuador

Ecuador debió enfrentar *shocks* externos en 1998, como la crisis de Rusia, el fenómeno de El Niño, la caída de los precios del petróleo, factores que contribuyeron a generar un alto déficit fiscal (5.2 % en 1998 y 4.9 % en 1999), todo enmarcado por un ambiente de profunda inestabilidad política. Esto se tradujo en un alto nivel de deuda pública, que se elevó hasta 68.9 % y 102.3 % del PIB en 1998 y 1999, respectivamente. Esta situación demandó una fuerte y creciente emisión monetaria, que pasó de 6.8 por ciento del PIB en 1994 a 8 % en 1995, 10.9 % en 1996, 12.3 % en 1997, 18 % en 1998 y 63.4 % en 1999 (Banco Central de Ecuador, 2010).

⁵ También es utilizado como medida de política monetaria para ampliar o para limitar la expansión del crédito. Estos recursos altamente líquidos no pueden ser utilizados para conceder crédito o para financiar inversiones; generalmente están depositados en el banco central o en títulos valores de rápida conversión a dinero en efectivo.

También se vivió un debilitamiento político institucional entre 1997 y 2000. Este último año adoptó al dólar como moneda de curso legal, buscando la forma cómo superar la aguda crisis económica que se vivía, dentro de la cual también aconteció la quiebra del sistema financiero. Fue una decisión tomada ante las fuertes y continuas devaluaciones y un muy alto nivel de inflación (Banco Central del Ecuador, 2010), la que llegó a 60.7 % en 1999, y en enero de 2000 se elevó hasta 78.1 %, la mayor tasa de inflación mensual en 32 años. El producto bruto interno (PIB) cayó 7 puntos en 1999, mientras el sucre perdía un 67 % ante el dólar. Este era el marco de una aguda crisis socioeconómica, puesto que el desempleo era de 17 %, mientras que 62.5 % de la población vivía en situación de pobreza (OEA, 2000).

Obviamente, en estas condiciones, Ecuador estaba sumido en una situación política crítica, que fue marcada por una huelga general y movilizaciones de pueblos indígenas. Sin embargo, el mayor problema económico-financiero que tuvo que enfrentar el Gobierno en 1999 fue el colapso del sistema bancario, que le demandó al Gobierno tomar medidas para rescatarlos, lo cual costó alrededor de US\$ 1,000 millones, monto equivalente al total de las reservas del país. Los bancos permanecieron cerrados durante la semana entre el 8 y el 12 de marzo de 1999. Cuando reabrieron sus puertas, los ciudadanos recibieron con sorpresa que sus fondos estaban congelados (Higgins, 2008).

El presidente Jamil Mahuad no aplicó la dolarización a tiempo, sino que decidió congelar las cuentas bancarias con saldos mayores a 2 millones de sucres mediante el Decreto del 11 de marzo de 1999 (Registro Oficial, 1999). En efecto, tuvo la oportunidad de dolarizar con un tipo de cambio de 12,000 sucres por dólar en junio de 1999, pero no lo hizo hasta enero de 2000, cuando dolarizó con un tipo de cambio de 25,000 sucres por dólar (Tabla 4). Se vivía una aguda incertidumbre política y monetaria, como “que el tipo de cambio llegó a fluctuar en un día hasta los 30,000 sucres por dólar” (Higgins, 2008, p. 26).

El costo socioeconómico había sido devastador: el poder de compra del salario mínimo cayó de US\$ 145 mensual a octubre de 1998 a US\$ 42 mensuales en menos de un año como resultado de las fuertes devaluaciones del sucre (*ibídem* y Recuadro 1).

La dolarización oficial en Ecuador aconteció el 9 de enero de 2000, dado los profundos desequilibrios económicos y la inestabilidad política, buscando tranquilizar a la población y contener el descontento

Tabla 4

Ecuador: evolución de tipo de cambio.

Mes/año	Sucres por US\$	% de variación
Diciembre 1993	2,046	
Diciembre 1994	2,270	10.9%
Diciembre 1995	2,295	1.1%
Diciembre 1996	3,635	58.4%
Diciembre 1997	4,437	22.1%
Diciembre 1998	6,770	52.6%
Diciembre 1999	19,917	194.2%
Enero 2000	25,000	25.5%

Fuente: Banco Central del Ecuador. Trabajado sobre la base de los datos publicados por Higgins (2008, p. 14).

generalizado. Así fue como el dólar estadounidense se convirtió en la moneda de curso legal, al tiempo que se le prohibió al BCE emitir dinero, salvo moneda fraccionaria. Para introducir y consolidar el proceso de dolarización, el Congreso Nacional, expidió, el 13 de marzo de 2000, la Ley para la Transformación Económica del Ecuador (Ley 2000-4), la cual modificó el régimen monetario y cambiario, y transformó parte de la legislación financiera, entre otros. Es de destacar lo que señaló esta ley desde su inicio:

Art. 1.- Esta Ley establece el régimen monetario de la República, cuya ejecución corresponde al Banco Central del Ecuador. El régimen monetario se fundamenta en el principio de plena circulación de las divisas internacionales en el país y su libre transferibilidad al exterior. A partir de la vigencia de esta Ley, el Banco Central del Ecuador canjeará los sucres en circulación por dólares de los Estados Unidos de América a una relación fija e inalterable de veinticinco mil sucres por cada dólar... retirando de circulación los sucres recibidos. El Banco Central del Ecuador, no podrá emitir nuevos billetes sucres, salvo el acuñamiento de moneda fraccionaria, que solo podrá ser puesta en circulación en canje de billetes sucres en circulación o de dólares de los Estados Unidos de América. Por moneda fraccionaria se entenderá la moneda metálica equivalente a fracciones de un dólar calculado a la cotización de S/. 25.000,00. (Registro oficial, 2000).

Recuadro 1

Dolarización: el caso de Ecuador

Era agosto de 1996, asumí como presidente de la república Abdalá Bucaram, y a poco tiempo de este evento, el que había sido asesorado por el Dr. Domingo Cavallo, propuso la convertibilidad como funcionaba en la Argentina para iniciarla desde julio de 1997 a un tipo de cambio de 4,000 sucres por dólar. Nunca estuve de acuerdo con la convertibilidad porque era un sistema fácil de revertir. El presidente Bucaram fue apartado del poder en febrero de ese año y asumí Fabián Alarcón. Nunca se realizó la convertibilidad, pero la economía seguía deteriorándose y las devaluaciones seguían en aumento. Iniciamos un proceso electoral a fines de ese año, aunque estaba convencida que había que dolarizar, decidí esperar el cambio de gobierno para ver si esta vez el próximo presidente, que se suponía era Jamil Mahuad, haría los cambios que él ofrecía para fortalecer la economía y disminuir la inflación. En su campaña, había ofrecido soluciones para recomponer la economía del país.

Una vez que Mahuad estuvo en el poder, prontamente me di cuenta que era más de lo mismo, y en septiembre de 1998, en los medios de comunicación dije que había que dolarizar el país ya que al sucre “lo estaban asesinando”. La inflación seguía subiendo y las devaluaciones, por supuesto, que eran unas de las causantes de las mismas, deterioraban la economía nacional y

familiar. Siendo presidenta de la Cámara de la Pequeña Industria del Guayas, decidí iniciar a toda marcha una campaña para capacitar a la sociedad civil sobre la urgencia que había que dolarizar, por lo que se preparó el primer foro el 21 de diciembre de 1998 que se denominó “Rescate de la economía ecuatoriana parte I”.

En este evento participaron Joyce de Ginatta, Walter Spurrier, Jorge Gallardo y Alberto Dahik vía microondas desde Costa Rica, donde se trató el tema “¿Dolarización total, convertibilidad, flotación absoluta o qué?” El objetivo era dar a conocer sus opiniones en relación con las alternativas eficientes a seguir frente a la difícil situación económica del Ecuador.

Pasaron dos meses, y en ese lapso de tiempo, se promovieron entrevistas y conferencias en universidades para que la gente discutiera el tema específico de la dolarización. El 1 y 2 de febrero, se dictó en el auditorio de la Cámara de la Pequeña Industria del Guayas la primera parte del ciclo de conferencias “Rescate de la económica ecuatoriana parte II: modelo actual, agotado; alternativas a seguir: ¿dolarización, convertibilidad o qué?”. El primer día se contó con la participación del Dr. Carlos Alberto Montaner, el ex ministro de Finanzas, el Econ. Francisco Swett y el Econ. Abelardo Pachano. El segundo día intervinieron los economistas Carlos Julio Emanuel, Econ. Pablo Lucio Paredes, Econ. Mauricio Torres y el Dr. Franklin López.

Los días lunes 8 y martes 9 de febrero se dictó en el auditorio de la Cámara de la Pequeña Industria del Guayas la segunda parte del ciclo de conferencias “Rescate de la economía ecuatoriana parte II: modelo actual agotado; alternativas a seguir: ¿dolarización, convertibilidad o qué?”, el primer día contó con la participación del Econ. Pablo Concha, Bruno Faidutti y Xavier Neira, quienes expresaron su posición frente a la crisis y posibles soluciones, el segundo día contó con la participación de los Econ. Iván Andrade, César Robalino y Leonardo Vicuña. En todas las conferencias participé como moderadora y expositora.

Este ciclo de conferencias fue el inicio de la adhesión de muchos profesionales y empresarios a la dolarización.

Increíblemente, uno de los más grandes opositores de la gestión dolarizadora fue el presidente de la república de ese entonces Jamil Mahuad, el Banco Central del Ecuador que tenían el poder para devaluar, y una larga lista de personas e instituciones quienes lavaban sus ineficiencias a través de las devaluaciones.

En marzo de 1999 el presidente Mahuad en vez de dolarizar congeló el dinero de los ahorristas (corralito) y bajó la inflación y la economía la envió al cementerio, porque al no existir circulante

no hubo consumo y la cadena de la economía se rompió. La economía del país colapsó, muchas familias perdieron sus casas, carros y otros bienes adquiridos a crédito.

El 27 de junio de 1999, en la ceremonia de la Cámara de la Pequeña Industria del Guayas, presenté un programa económico con la dolarización como moneda, ya para ese entonces nuevos profesionales se habían unido.

Sucesivamente, entre entrevistas y conferencias del grupo ya comprometido, se oficializó el Foro Económico con 18 profesionales, y ese mismo mes, cuando sabíamos por las encuestas que el 97 % de la población quería la dolarización, fuimos a conversar con los dirigentes políticos para explicarles a profundidad el tema. Por ejemplo, me refiero a Ing. León Febres Cordero, a Bucaram y otros. Entre septiembre y diciembre de ese año, la devaluación fue de tal magnitud que terminamos el año con un tipo de cambio de 20,000 sucres por dólar. Estábamos al inicio de una hiperinflación, y por ello, el 7 de enero del 2000, el Foro Económico publicó en los medios de comunicación un comunicado: “Los elementos básicos de un nuevo modelo económico”.

Por todo lo antes descrito, cuando ya el tipo de cambio llegó hasta 32,000 sucres por dólar, dos días después, el 9 de enero el presidente Mahuad declara la dolarización, pero ya siendo demasiado tarde, pues se produjo su caída el 21 de enero. El presidente Mahuad alega ser quien dolarizó y recientemente publicó un extenso libro sobre esto, pero durante todo el año la rechazó, firmando el decreto en plena caída libre.

¿Qué nos dice la historia? Que al día siguiente de la caída de Mahuad asumió el poder el Dr. Gustavo Noboa y gracias a Dios ratificó la dolarización a 25,000 sucres el dólar; las devaluaciones se pararon y se dispuso que se recogerían los sucres del mercado hasta septiembre de ese mismo año. Lamentablemente, vimos que esos sucres representaban solamente US\$ 420 millones, es decir la economía doméstica casi no existía. Hoy el dinero que está en el mercado pasa de los US\$ 31,000 millones.

Como anécdota, recuerdo que el 15 de enero de 2000 fui la primera en pagar a mis empleados en dólares, aumentándole los salarios 50 %; cuando los periodistas se dieron cuenta que el sueldo mínimo había sido US\$ 40 mensuales fue un *shock*. El Ecuador manejó por nueve meses dos monedas sin ningún problema y hoy los estudiosos de la economía se dan cuenta que, en el año 1999, que fue la mayor devaluación de la historia, las exportaciones no tradicionales fueron apenas US\$ 1,156 millones, mientras que, a noviembre de 2021, las exportaciones no tradicionales sumaron US\$ 25,611 millones. No solamente que la dolarización cambió al país, sino que ante una economía bien manejada surge y se forma una clase media importante, que hoy puede comprar su casa a 25 años,

vehículos, electrodomésticos, entre otros, y no como en la época del sucre que una madre joven no tenía dinero ni para una muñeca para su hija.

Lamentablemente vino la época de Correa. A pesar de haber gozado altos precios del petróleo, la corrupción y la ineficiencia frenó mucha prosperidad. Él nunca quiso la dolarización, sin embargo, no pudo devaluar porque el 97 % de la población quiere que se mantenga vigente la dolarización. Por más que el presidente Correa la quiso terminar no lo pudo lograr.

Esta es mi resumida cuenta la dolarización y sus resultados.

Fuente: Joyce Higgins de Ginatta

Además, desde mediados de 1999 e inicios del 2001, se mejoró la regulación y supervisión bancaria para lograr un mejor análisis y evaluación tanto de los riesgos de liquidez como de mercado.

Con la dolarización, el sector monetario y financiero enfrentó una importante transferencia de riqueza de parte de los tenedores de activos en sucres y pasivos en dólares, hacia los tenedores de pasivos en sucres y activos en dólares. En efecto, quien tenía 100 mil sucres en depósitos al cierre de 1999, los vio reducidos a US\$ 4.0 en el 2000; y contrariamente quien tenía una deuda de 100 mil sucres la vio reducirse a US\$ 4.0. Otro costo adicional fue el proveniente del señoreaje y la pérdida del prestamista de última instancia (BCE, 2010).

9. El caso de El Salvador: incursión del dólar en la historia de su economía

a. 1850-1852: escasez de circulante local y creciente circulación del dólar oro

La incursión del dólar en El Salvador está enraizada en la historia de su economía (Recuadro 2). Hacia fines de 1850 se manifestaba una escasez de circulante local acompañada con una creciente circulación del dólar oro, situación que estaba aparejada con dificultades en su aceptación por el público, por la forma cómo se determinaba su valor (tipo) de cambio, lo que llevó al Gobierno a tomar, por primera vez, un acuerdo para regular oficialmente la circulación de la moneda estadounidense en El Salvador.

En un descriptivo considerando, se relató la situación que vivía El Salvador, dejando ver:

... que el comercio con la República del Norte toma cada día mayor incremento, y que la moneda de dicha República se introduce con profusión en cambio de nuestros frutos agrícolas...: que

dicha moneda conocida con los nombres de águilas, medias y cuartas de águila son de buena lei, tienen el peso correspondiente y están garantidas por uno de los grandes gobiernos más cuidadosos de su crédito como es el de los Estados Unidos de América, se ha servido decretar; y decreta:

Art. 1º. Tanto la Tesorería jeneral como las aduanas marítimas, terrestres y administraciones de alcabala del Estado, recibirán por el valor que espresan sus tipos las monedas de norteamericanas, conocidas con los nombres de águila, medias y cuarto de Aguila. (Gaceta del Salvador, 1850, p. 1).

Recuadro 2

El dólar en la economía de El Salvador

- 1850: escasez de circulante local genera creciente circulación del dólar oro.
- Febrero de 1851: por primera vez se formalizó plenamente la circulación del dólar estadounidense.
- Agosto de 1898: el Gobierno firmó el primer convenio con los bancos, para adoptar el dólar como moneda nacional.
- Washington, 1915: en la Conferencia Financiera Panamericana sobre objetivo y beneficios de “unificación de la moneda”, El Salvador “votó para que se aceptara el dólar como moneda panamericana”.
- Septiembre de 1915: el dólar se declara moneda de libre circulación con poder liberatorio.
- 12 de febrero de 1920: se establece caja de convertibilidad con bimonetarismo (colones y dólares).
- Enero de 2001: se dolariza la economía.

Fuente: elaboración propia; resumen de cada caso presentado en esta investigación.

En efecto, posterior al decreto Ejecutivo del 11 de noviembre de 1850, mediante un Acuerdo del 21 de enero de 1851, se estableció que:

Habiendo informado la Tesorería General la variación con que se estiman las monedas norteamericanas, recibéndolas unos por su verdadero valor, y negándose otros a tomarlas sino es por menos, lo que ofrece inconvenientes al comercio y dificultades a los administradores de rentas en su recibo y entrega, solicitando se dicte una medida que uniforme su curso, se mandaron hacer los ensayos correspondientes del peso y lei de dichas monedas y encontrándose que el dollar o peso norteamericano de cien centavos, es en todo igual al correspondiente de la moneda nacional; que el af dollar ó peseta de cincuenta centavos corresponde perfectamente a

cuatro rs. [reales] de la misma moneda nacional; que la norteamericana de veinticinco centavos es igual á dos reales de la nacional; que el dime norte-americano equivale á tres cuartos de real y una pequeña fracción mas; y que el *af* dime de cinco centavos corresponde á tres octavos con otra fracción más, igualmente pequeña; no habiendo dificultad alguna en que las tres monedas primeras corran por sus equivalentes, y que las dos últimas, para que tengan un curso jeneral que no ofrezca pérdida al que la recibe, es necesario darles un valor que se aproxime y no baje de las monedas nacionales, el señor Senador Presidente ha tenido a bien acordar: que el dollar ó peso se estime por ocho reales; el medio dollar por cuatro reales; el cuarto de dollar por dos reales; el dime por tres cuartillos de reales; y dos medios dimes por los mismos tres cuartillos. (Gaceta del Salvador, 1851, p. 1).

TOM. 2. NUM. 89.

GACETA DEL SALVADOR

EN LA REPUBLICA DE CENTRO-AMERICA.

SAN SALVADOR, Noviembre 15 de 1850.

La suscripción á este periódico importa seis reales por trimestre vencido.—Los números sueltos, se venden á real. Este periódico se publicará el viernes de cada semana.—Se admiten suscripciones en la Imprenta de la del Triunfo.

OFICIAL.

DECRETO.
Ejercicio de Intendencia y guerra del Supremo Gobierno del Estado del Salvador.
El Presidente del Estado del Salvador,
CONSIDERANDO:
que el comercio con la República del Norte toma cada día mayor incremento, y que la moneda de dicha República se introduce con profusión en medio de nuestros frutos agrícolas, cuyo movimiento es necesario impulsar por todos los medios posibles; que dicha moneda conocida con los nombres de águilas, medios y cuartas de águila de buena ley, tienen el peso correspondiente y están garantidas por uno de los gobiernos más ricos de su crédito en esta materia, como es el de los Estados Unidos de América; se ha servido decretar y

DECRETA.

Art. 1.º—Tanto la Tesorería jeneral como las aduanas marítimas, terrestres y administraciones de alcabalas del Estado, recibirán por el valor que expresan sus tipos las monedas norteamericanas, conocidas con los nombres de águilas, medios y cuartas de águila.

Art. 2.º—Se recomienda á las autoridades á quienes correspondan, la mayor exactitud en procurar la libre circulación de esta moneda, removiendo los obstáculos que se presentan y haciendo cumplir las leyes que obligan á recibir toda la que como la norteamericana sea de buena ley y tenga el peso correspondiente.

Lo tendrá entendido el Ministro de hacienda y guerra, y dispusérá su cumplimiento.
Dado en San Salvador, á 11 de Noviembre de 1850.
DOROTEO VASCONCELOS
El Ministro de hacienda y guerra.

Idem de los Gobernadores y dependientes.	139. 4 2
Idem de la Contaduría Mayor de Cuentas.	116. 4
Idem de la Tesorería jeneral y Juzgado de hacienda.	271. 4
Idem de Jefes y oficiales del ejército.	581. 4
Idem de la fuerza militar.	1,548. 2 1/2
Gastos militares.	243. 2 1/2
Idem extraordinarios del Supremo Gobierno.	179. 1 1/2
Idem de escritorio en todas las oficinas.	25. 1/2
Idem de impresiones.	119.
Pensión de inválidos.	28.
Amortización de Bonos del Estado.	385.
Maxa común.	3.
Amortización de créditos contra la renta de tabacos.	30.
Exrogaciones á virtud de leyes particulares del Cuerpo Legislativo.	227.
Arrendamientos de edificios.	69.
Suma. \$	4,486. 3 1/2

DEMOSTRACION.

CARGO.	\$ 200. 1/2
DATA.	\$ 183. 3 1/2
Resistencia.	866. 5 1/2

Sección primera de la anterior demostración ascendiendo el cargo á cinco mil trescientos cincuenta y cinco reales y la data á cuatro mil quinientos ochenta y tres pesos tres y un octavo reales resultando de existencia la cantidad de *ochocientos sesenta y seis pesos cinco y medio reales*.—Tresorería jeneral del Estado.—San Salvador, Noviembre 1.º de 1850.—*J. M. Cáceres*, Encargado *J. de Arriarán*, oficial mayor. *V. B. J. Leizaola*, Chacaz.

dejar de esta calidad protectora para recoger los dulces frutos que prójimo sabe repartir.

Por lo que hace al orden que reinó durante toda la feria, á pesar de haberse esta anticipado dos días, es muy satisfactorio para mí, asegurar al Supremo Gobierno, que en medio de la numerosa concurrencia de personas de todos puntos, no acontenció desgracia alguna, ni tuvo lugar la menor desagradable ocurrencia.

Con el mayor aprecio tengo el gusto de suscribirme á U. muy atento servidor.—D. U. I.
Ramon Rodriguez.

—oo—

Gobierno político de Cuscatlan.—Estado del Salvador.—D. U. I.—Suchitoto, Noviembre 6 de 1850.—Sr. Ministro jeneral del Supremo Gobierno del Estado.

Hasta el 3 del corriente concluyó la feria de Santos en la villa de Chalatenango, habiendo comenzado el 24 de Octubre próximo pasado, sin embargo de haberse observado un ingreso de junta comerciante desde el 20 del mismo Octubre. Apesar del concurso extraordinario, no hubo una desgracia que se pudiera lamentar, porque tanto el piquete que hizo la guaricion, como los dos jueces de policía, nombrados por este gobierno político, han desempeñado sus deberes perfectamente, persiguiendo con eficacia á los ladrones y mal intencionados que concurren á las ferias, solo con el fin de entregarse al pillaje. No hubo otra circunstancia desagradable, excepto la fuga de algunos presos, que se hubian capturado de los sustreidos de las cárceles de Cojutepeque, sobre cuyo particular se sigue por la autoridad local, el sumario correspondiente contra el alcaide.

El mismo orden que se hizo observar, prestó al comercio las seguridades y garantías que tanto me recomendó el Supremo Gobierno.

Si no se hubiese dado el caso de haber hecho valer que corría moneda falsa con el tipo de la Medicina, tal vez no hubiese salido alombrado

Por tanto, la circulación del dólar estadounidense se formalizó plenamente, por primera vez, mediante el Decreto Legislativo de 28 de febrero de 1851, que otorgó la capacidad de:

... circular y recibir, por el valor que espresan sus tipos, las monedas norte-americanas conocidas con los nombres de águilas, medias águilas y cuartas de águila, al aprobar en todas sus partes el... decreto de 11 de Noviembre de 1850. (Menéndez, 1855, p. 118).

b. Convenio entre los bancos y el Gobierno de El Salvador, y adopción de la moneda de oro americano

El Salvador vivía una situación de gran incertidumbre por la crisis económica y financiera que aconteció en el transcurso de la aprobación por la Asamblea Legislativa de la Ley de Instituciones Financieras, tras la reacción de los bancos ante el Decreto Ejecutivo del 5 de enero de 1898. La cronología de los eventos muestra que el poder Ejecutivo en Consejo de Ministros emitió un decreto ante la imposibilidad de “cumplir rigurosamente el servicio de la Deuda Pública”, el 30 diciembre de 1897 (Diario Oficial, 1898, p. 12). Claramente, el gobierno enfrentaba una situación de *default*. Ante este escenario, el Decreto Ejecutivo en su artículo 1º decretó: “se suspende el pago de intereses y amortización de los bonos del 12, 6 y 3 % hasta el 30 de abril del año de 1898” (Diario Oficial, 1898, p. 12), esto es, una prórroga unilateral.

Esto no concluyó allí: el 5 de enero de 1898, en sesión extraordinaria convocada por el poder Ejecutivo, la Asamblea Nacional aprobó un Decreto con un artículo único:

Apruébase el Decreto del Poder Ejecutivo emitido en Consejo de Ministros con fecha primero de octubre del año corriente, y el cual se contrae á suspender por tres meses la amortización de los bonos del 6 y 12 %, el pago de los intereses de los mismos y de los del 3 %. (Diario Oficial, 1898, p. 25).

Esto causó una situación tensa que obligó al poder Ejecutivo a emitir un decreto que en sus considerandos destacó: “que habiendo manifestado algunos bancos... con razones atendibles, que el Decreto Legislativo de cinco del mes corriente es inconstitucional e inaplicable, se hace necesario dictar disposiciones que tiendan á salvar al mismo país de la actual desfavorable situación” (Diario Oficial, 1898, p. 187). Seguidamente agrega “Que ninguno de los Establecimientos de Crédito o se ha acogido al mismo Decreto, y ante esta emergencia es perentorio tratar de evitar los males que trae consigo ese malestar económico” (*ibídem*), y para “restablecer la tranquilidad y dar al comercio las seguridades que necesita para dar amplitud a sus negocios” (*ibídem*) se decretó:

Art.1º. El poder ejecutivo emitirá con las formalidades legales, certificados el Valor de moneda de oro americano ha adoptado como nacional hasta la cantidad de ocho cientos mil pesos...

Art. 5º. Durante ocho meses contados desde el día de hoy, las oficinas fiscales expendedoras de los certificados en oro, lo verificarán en billetes de los bancos establecidos, al tipo fijo de ciento cincuenta por ciento. (*ibídem*).

Además, para solventar esta situación se firmó un convenio entre los bancos y el Gobierno el 21 de enero de 1898, el cual tuvo características de un entendimiento del cual se beneficiaron ambas

partes. Por parte del Gobierno, Antonio Mencía, ministro de Hacienda, y W.E. Coldwell del Banco Internacional, C. Velado del Banco Salvadoreño, Juan Ashton Heap del Banco Occidental y J. Sutcliffe del Banco Industrial, autorizados por sus respectivas juntas directivas, firmaron un convenio “en el deseo de regularizar la acción de los Bancos, hasta cierto punto perturbada por el Decreto Legislativo” del 5 de enero de 1898, por adolecer “en algunas de sus disposiciones de inconstitucionalidad é inaplicabilidad”, así como para ayudar al Gobierno “á cubrir sus necesidades apremiantes”. En ese sentido, los bancos se comprometieron “á dar diariamente á la Tesorería General, quinientos pesos, en moneda de plata de curso legal, en cambio de billetes de cualquier Banco” (Diario Oficial, 1898, pp. 187-188). Este acuerdo amplió de manera inmediata la circulación y aceptación de los billetes de los bancos, dinamizando el sistema monetario salvadoreño.

Seguidamente, los bancos también se comprometieron con el Gobierno: (i) “Á pagar en todo el mes de febrero... á la casa León Dreyfus y Cía., la cantidad de (£9,000) nueve mil Libras en giros sobre Europa á noventa días”; (ii) A regularizar sus “operaciones y cambio de sus billetes, en el término de ocho meses”, tiempo durante el cual no podían “exceder el tipo de descuento del diez por ciento anual en las renovaciones que hicieren”; y a (iii) Someterse “en un todo dentro de un año... á las prescripciones del Decreto Legislativo de 4 de corriente (junio), que reglamenta las Instituciones de Crédito”. Como antes de concluirse este plazo se aprobó una nueva Ley de Bancos, este Decreto Legislativo nunca entró en vigencia ni aplicación por parte de los bancos (*ibídem*).

Por su parte, el Gobierno les garantizó a los bancos: (i) El reembolso de los pagos a la casa Dreyfus y de los giros sobre Europa, “más los intereses a razón del diez por ciento anual”; y (ii) “Á no aceptar en pago de las certificaciones de oro (en) otra especie de moneda que los billetes de los Bancos establecidos” en el país (*ibídem*). Mientras tanto, todos los bancos de propiedad fundamentalmente salvadoreña hicieron importantes llamamientos de capital para reforzar su posición de solvencia, salvo el London Bank of Central America, que no se acogió al Decreto del 5 de enero de 1898, ni firmó el convenio con el Gobierno.

De esta manera concluyó un fuerte enfrentamiento entre los bancos y el Gobierno, con una solución salomónica que benefició a ambas partes y permitió ganar tiempo estratégico para formular una mejor ley de bancos, en un ambiente de menor tensión y animosidad hacia las instituciones bancarias, causada en buena parte por la caída del gobierno de Gutiérrez en noviembre de 1898, el cual desde el lanzamiento de su levantamiento contra el Gobierno de Ezeta tuvo fuertes discrepancias con los bancos. Así, se comenzó a dar una recuperación económica a partir de 1899.

En conclusión, si bien el sistema monetario salvadoreño ya había permitido la circulación de monedas extranjeras como medio de pago del comercio interno, esta emisión de certificados en moneda de oro americano constituyó la primera decisión monetaria, aunque de espectro limitado,

para aceptar a la moneda dólar de oro americano como moneda nacional, medida que se concretó con mayor fuerza el 11 de septiembre de 1919, cuando se declaró “en circulación legal la moneda acuñada de oro de los Estados Unidos de Norte América” (de Rosa, 1999).

c. Incertidumbre cambiaria: propuesta de un sistema de cambio fijo

El precio en oro de la plata, con algunos vaivenes, mantuvo una relativa estabilidad en los años 1908-1909, después que el metal blanco mostró la mayor depreciación (21-22 %) relativo a 1906-1907, al caer su precio en oro a US\$ 0.52. Hacia 1912-13 la plata mostró una apreciación de 19.2 por ciento respecto al oro, la cual se perdió casi en su totalidad en 1914 (Tabla 5). Estas fluctuaciones preocupaban al subsecretario José Esperanza Suay, quien pensaba que era un tema de suma importancia, porque consideraba el tipo de cambio como una “expresión en número de lo que la moneda de un país vale relativamente a la moneda de otro” y, por tanto, representaba “asimismo el coeficiente entre la cifra deudora y la acreedora en los negocios de dos países dados, en cualquier momento fijo” (Diario Oficial, febrero de 1915, p. 313).

En la Memoria de Hacienda y Crédito Público y Beneficencia, correspondiente a 1914, José E. Suay, subsecretario de la cartera, encargado del despacho, lamentaba las fluctuaciones cambiarias, porque consideraba que la determinación del tipo de cambio estaba marcada, más allá de los factores económicos, por “intereses particulares poderosos”, que estaban en condiciones de “contenerlo a voluntad, o encausarlo por el rumbo que mejor cuadre con esos intereses particulares”.

Seguidamente Suay expresó en la memoria:

La opinión de que las leyes económicas naturales se imponen y rigen automáticamente, aún a pesar de los abusos, es un error gravísimo; esas leyes pueden muy bien no tener aplicación en estos países, en determinadas circunstancias y épocas. Para que esas leyes gobernasen en absoluto sobre nuestro tipo de cambio, sería necesario que no hubiere otras dotadas de bastante poder para obstaculizarlas, de lo contrario no pasarán del mundo de puras doctrinas.

Es tiempo de ir pensando el plan de dar a nuestra moneda un valor fijo, para lo cual se necesita un fondo de reserva o conversión. Es un absurdo creer que un cambio alto conviene al país por ser en su mayoría agricultor. Al agricultor lo que le importa es vender sus productos a buen precio en oro, y al país en su conjunto a que todos los productos nacionales en general, tengan altos precios en el exterior. Lo que el agricultor percibe a consecuencia del cambio se toma del bolsillo de los que no son productores.

El cambio fijo de nuestra moneda es la única medida que puede dar estabilidad y firmeza a los negocios en general; con el sistema actual de cambios fantasistas, nadie sabe al hacer

un negocio si perderá o ganará, y no hay otra cosa más perjudicial para el comercio y que restrinja más los negocios, que la incertidumbre. (Diario Oficial, febrero de 1915, p. 313).

La visión de Suay estaba sustentada en las variaciones cambiarias que experimentaba la moneda salvadoreña que, en general, durante los meses que no se situaba en las cosechas principales de la economía (café y añil, marzo-agosto), el tipo de cambio se elevaba, con lo que se producía un encarecimiento de las importaciones. Sin embargo, en los meses de cosecha (septiembre-febrero), por lo general el tipo de cambio tendía a caer ante la gran oferta que se producía por el ingreso provenientes de las cosechas clave de la economía. Como corolario de su análisis, Suay propuso establecer un sistema de cambio fijo para la moneda salvadoreña para “dar estabilidad y firmeza a los negocios en general”.

El tema cambiario continuó siendo crucial por su efecto en el desenvolvimiento de la economía, de modo que el ministro de Hacienda, don Tomás Palomo, expresó en la memoria de Hacienda, Crédito Público y Beneficencia de 1915:

El mal crónico que mina la riqueza del país bajo el nombre de cambio, ha tenido, como siempre, sus bruscas fluctuaciones, alzas inmoderadas que científica y lógicamente hablando no tienen explicación: es este uno de los problemas que exigen una pronta solución, pues mientras tengamos un cambio sujeto a fluctuaciones caprichosas, el capital extranjero tiene que retraerse en virtud de aquello de que, allí donde la pérdida es probable y la ganancia incierta, el capital prefiere abstenerse. (Diario Oficial, marzo de 1916, p. 460).

El ministro Palomo lamentaba no haber podido “mantener el cambio oficial a un tipo moderado y ajeno a aquellas bruscas fluctuaciones” lo cual sustentaba en los cambios bancarios sobre Nueva York (Gráfico 6), estadísticas que también confirmaban las preocupaciones de Suay expresadas en la memoria de 1914.

El problema cambiario continuó siendo un tema central en la política económica del Gobierno y causa de importantes debates

Tabla 5

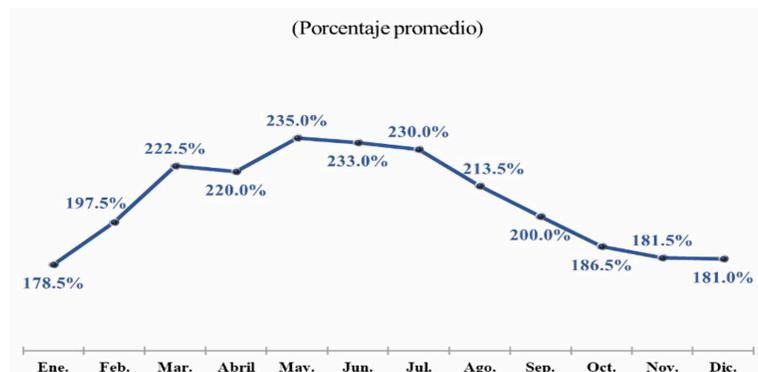
Precio en oro de la plata: 1904 - 1914.

1904	US\$ 0.58	1910	US\$ 0.54
1905	US\$ 0.61	1911	US\$ 0.54
1906	US\$ 0.67	1912	US\$ 0.62
1907	US\$ 0.66	1913	US\$ 0.61
1908	US\$ 0.53	1914	US\$ 0.56
1909	US\$ 0.52		

Fuente: Rochac *et al.* (1961, p. 125).

Gráfico 6

1915: cambios bancarios sobre Nueva York.



Fuente: elaboración propia con base a datos del Diario Oficial (marzo de 1916).

en el país, lo cual perduró hasta 1919, cuando se adoptó el patrón oro, se dio libre circulación con poder liberatorio al dólar estadounidense y se introdujo un mecanismo del tipo de caja de conversión o convertibilidad, para establecer un régimen de cambio fijo.

d. El Salvador votó para que se aceptara el dólar como moneda panamericana

En Washington se realizó el Primer Congreso Financiero Panamericano, convocado por el Gobierno de los Estados Unidos de América, entre el 24 y el 29 de mayo de 1915. Enviaron sus representaciones oficiales todas las repúblicas del continente, con excepción de Haití y México. En este congreso se lograron importantes acuerdos, como la creación de la Alta Comisión Interamericana, que tuvo como misión trabajar para dar uniformidad a la legislación continental, en particular la unificación de las legislaciones americanas con relación a varios puntos económicos y financieros, especialmente lo relativo al establecimiento del patrón oro, letras de cambio, documentos comerciales, y hacer extensivo el arbitraje para el arreglo de las disputas comerciales.

En este congreso de 1915, uno de los temas principales a debatir ampliamente fue sobre la posibilidad de “unificación de la moneda”. Según relata Quiñónez (1919): “las conferencias financieras panamericanas, han permitido como uno de sus objetivos la unificación de la moneda”. En la que se celebró en Washington en 1915, la delegación salvadoreña votó porque “se aceptara el dólar como moneda panamericana”. En el caso de El Salvador, el beneficio de tener el dólar como moneda radicaba: (i) En que se unificaba la “medida de valor”, (ii) En la seguridad que se lograba alcanzar una estabilidad relativa al “cambio exterior”, (iii) Al “ensanchamiento del comercio” que se generaría y (iv) “Especialmente en la seguridad que tendría el capital extranjero para venir al país y de no ser absorbido por la alarmante fluctuación de los cambios” (Quiñónez, 1919, p. 58).

e. El dólar estadounidense se declara moneda de libre circulación en 1920

El sistema monetario de El Salvador mostró progresos significativos, pero aún a inicios de 1915, se presentaban grandes problemas de escasez de circulante, que limitaban el desenvolvimiento de la actividad económica y afectaba el tipo de cambio, causando serios trastornos, especulación y, para muchos, grandes pérdidas. Ante este problema, el 5 de febrero de 1915, el Ejecutivo, a través de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, acordó una disposición mediante la cual se buscaba “facilitar las transacciones comerciales” dada la utilidad de “la circulación en el país de oro americano acuñado o billetes representativos de la misma clase de moneda”, y dispuso:

... que los impuestos de dos pesos cuarenta centavos y dos pesos veinticinco centavos oro americano, sobre cada 100 kilogramos de mercadería que se importen, sean exigidos por la Tesorería General y Aduanas de la República, en dicha clase de moneda o billetes de Banco de la misma procedencia. (Diario Oficial, febrero de 1915, p. 181).

Para facilitar la aplicación de esta disposición, el Gobierno dejó “libres de derechos impuestos Aduaneros” la importación de moneda y billetes estadounidenses. Además, se dispuso que las fracciones de dólares se podían “pagar en plata de curso legal en la República, al tipo de cambio oficial del día” (*ibídem*).

Esta disposición refleja la corriente de pensamiento monetario que comenzaba a tomar fuerza desde ese momento en la vida nacional, la cual terminó imponiéndose hasta determinar la libre circulación del dólar estadounidense con poder liberatorio en 1919.

Luego, mediante un nuevo decreto del 11 de septiembre de 1915, se estableció que:

... el peso y la ley de la nueva moneda están en relación con el peso y la ley de la moneda de oro de los Estados Unidos de Norte América, de tal suerte que un dollar equivale intrínsecamente a dos colones... (Diario oficial, 12 de septiembre de 1919).

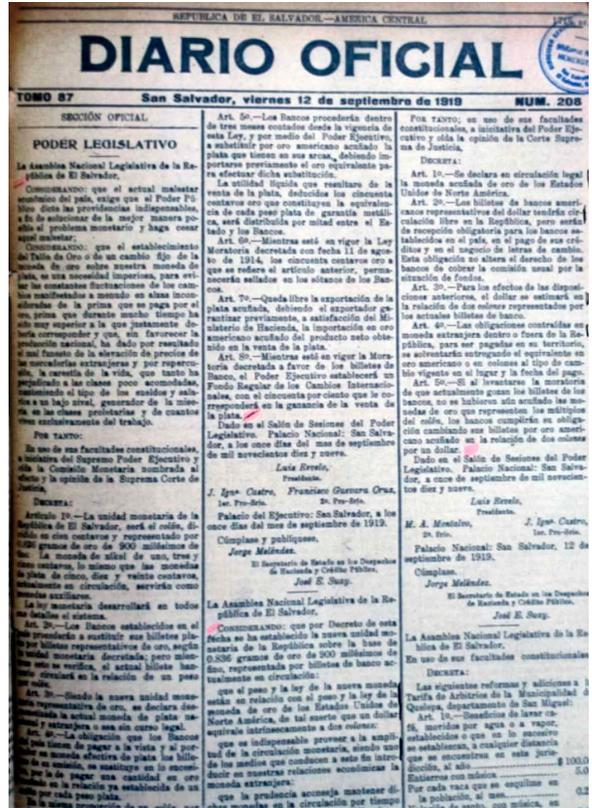
Dicho esto, el Decreto estableció:

Art. 1º. Se declara en circulación legal la moneda acuñada de oro de los Estados Unidos de Norte América.

Art. 2º. Los billetes de bancos americanos representativos del dollar tendrán circulación libre en la República, pero serán de recepción obligatoria para los bancos establecidos en el país, en el pago de sus créditos y en el negocio de letras de cambio...

Art. 3º. ... el dollar se estimará en la relación de dos colones representados por los actuales billetes de banco...

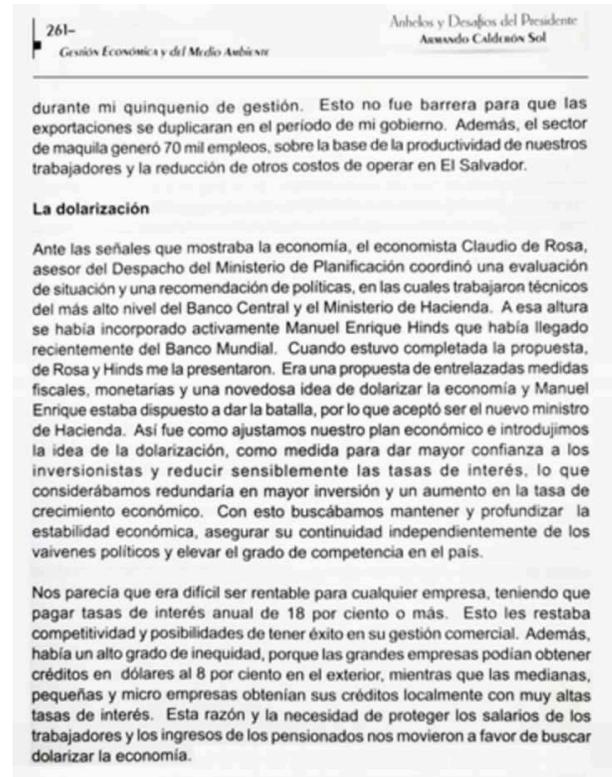
Art. 4º. Las obligaciones contraídas en moneda extranjera dentro o fuera de la República, para ser pagadas en su territorio, se solventarán entregando el equivalente en oro americano o en colones al tipo de cambio vigente en el lugar y la fecha del pago. (Diario oficial, 12 de septiembre de 1919, p. 1715).



Luego, como se presentó anteriormente, en febrero de 1920 se estableció el sistema de caja de cambio. Sin embargo, tal como lo manifestó el presidente Jorge Meléndez en su mensaje a la Asamblea Nacional de El Salvador, el 4 de febrero de 1922, los decretos legislativos aprobados en 1920 crearon confusiones y dudas en sus interpretaciones, por lo que el Ejecutivo solicitó el estudio de la Suprema Corte de Justicia, para tener una interpretación auténtica.

De esa manera, quedó aclarado que:

... los deberes u obligaciones del deudor, y los derechos del acreedor quedaron claramente establecidos al decretarse que la moneda de curso legal en El Salvador es únicamente la moneda de oro acuñado, de poder liberatorio ilimitado, y ‘cuya unidad, el colón’ tiene un par legal equivalente intrínsecamente a medio dólar... Y que mientras las monedas de oro salvadoreñas no se acuñen, la moneda de curso legal es la moneda de oro acuñado en los Estados Unidos de América, que tienen poder liberatorio ilimitado, conforme al artículo 1º de la ley de 11 de septiembre de 1919. Con la aclaración de las dudas o confusiones, el crédito recuperó su amplitud... (Diario Oficial, febrero de 1922, p. 157).



10. Inicio del proceso de dolarización de la economía de El Salvador en 1994

La dolarización se comenzó a discutir en El Salvador desde fines de 1994. Tal como lo relata el Dr. Armando Calderón Sol en su libro *Anhelos y desafíos del presidente* (2002), “Ante las señales que mostraba la economía, el economista Claudio de Rosa, asesor del Despacho del Ministerio de Planificación coordinó una evaluación de situación y una recomendación de políticas” (p. 261), por parte de un grupo técnico de alto nivel, con Valentín Carril en el Banco Central y Daniel Wisecarver del Ministerio de Hacienda, y Manuel Enrique Hinds que venía del Banco Mundial. Sigue el relato:

Cuando estuvo completada la propuesta, de Rosa y Hinds me la presentaron. Era una propuesta de entrelazadas medidas fiscales, monetarios y una novedosa idea de dolarizar la economía y Manuel Enrique estaba dispuesto a dar la batalla, por lo que aceptó ser el nuevo ministro de Hacienda. (Calderón Sol, 2002, p. 261).

Por otra parte, también relata sobre este proceso la publicación Historia política de ARENA⁶ (2011), la que destaca que:

Ante una propuesta técnica hecha por economistas asesores de la presidencia de la República, del BCR y de los ministerios de Planificación y de Hacienda. Luego se abrió un debate nacional y consultas con organismos financieros multilaterales, lo que generó diversos estudios y análisis.

El Salvador, que no estaba en crisis, pospuso la decisión para cumplir los requisitos de respaldo monetario en dólares y de una institucionalidad acorde a una economía dolarizada. A inicios de 1989 se reanudaron las consultas, pero se volvió a posponer, para no interferir con el nuevo gobierno.

Después de dos y medio años adicionales de estudios, consultas técnicas y el cumplimiento pleno de las condiciones técnicas y financieras, se replanteó la dolarización hacia fines de 2000. Esto volvió a abrir el debate interno que, al igual como sucedió en 1984-85. Los debates se llevaron a cabo en medios de comunicación, gremiales, tanques de pensamiento y universidades.

La dolarización se concretó después de 6 años desde su propuesta técnica al sector político. Logrado los consensos básicos entró en efecto el 1º de enero de 2001.

En este proceso, a inicios de 1995, una misión del gobierno de El Salvador concurrió a Washington D.C., a una primera ronda de reuniones para presentar sus intenciones. Ahí, sin pleno convencimiento por parte del FMI, pero fundamentado en las necesidades de apoyo técnico, se acordó el envío de una misión del Departamento de Asuntos Monetarios y Cambiarios, la cual preparó el informe *El Salvador, reformas monetarias y prudenciales para la implementación de un patrón dólar*, en mayo de 1995, documento identificó los requisitos previos a cumplir de cara a una dolarización total. (pp. 141-142).

En el contexto de este proceso que estaba decidido llevar adelante El Salvador, el FMI resaltó los riesgos que conllevaba la dolarización, como son: la rigidez que toma el tipo de cambio real, lo cual podría causar prolongados períodos de desempleo y recesión frente a choques adversos de oferta o períodos de inestabilidad política. También destacó la limitación del Banco Central para intervenir como prestamista de última instancia, lo que podría constituir un mayor riesgo ante una crisis financiera sistémica. De manera especial, se refirió a la necesidad de mantener políticas fiscales prudentes para asegurar la consistencia entre las cuentas públicas y el patrón dólar, y de buscar la forma cómo aumentar la flexibilidad de los salarios (FMI, 1995).

6 Nombre del partido político Alianza Republicana Nacionalista, de El Salvador.

El trabajo del FMI, realizado en conjunto con las autoridades salvadoreñas, cerró los señalamientos con la necesidad de liberalizar y fortalecer el sistema financiero y garantizar una supervisión efectiva y de calidad, así como dotar de suficientes reservas internacionales al Banco Central, en busca de contar con el debido respaldo de los agregados monetarios y mantener un nivel mínimo de reservas de contingencia. También se definió que el punto de partida era la aprobación de una Ley de Convertibilidad para introducir la dolarización de una manera simple, rápida y con el menor costo. Se evaluaron diferentes formas para introducir el patrón dólar, cómo era la posible creación de un nuevo colón con paridad de uno a uno respecto al dólar, pero al final se llegó a la conclusión que mantener la paridad colón dólar que existía era la mejor.

Como corolario y consenso de las reuniones de consulta, quedó claramente definido que lo más importante –una vez cumplidos todos los requisitos previos y tomada la decisión final–, era actuar con rapidez, pasar las leyes necesarias para adoptar el dólar como moneda de uso interno y darle poder liberatorio, para generar confianza y evitar especulaciones contra la moneda o corridas de depósitos en el sistema bancario. Esta era una condición estratégica, porque si el colón se mantenía como medio de pago y de intermediación financiera, se corría el riesgo de caer en una crisis de confianza donde el colón mismo podría ser la causa de ella. Por esto, también se debía proceder con rapidez en la conversión de los depósitos en colones a depósitos en dólares, para así también facilitar la concesión de créditos en dólares (FMI, 1995).

Otro paso estratégico era definir una forma cómo simplificar en un corto tiempo el sistema monetario de pagos, de modo que todas las transacciones financieras se expresaran en una sola moneda. En ese sentido, un paso crítico era definir el mecanismo para cambiar los colones en circulación y reemplazarlos por dólares. Este también constituía uno de los mayores costos, la pérdida del señoreaje, que rondaban los US\$ 20 millones (*ibídem*).

Una de las recomendaciones más firmes en este proceso de consultas con el FMI fue diferir la fecha de la dolarización, pues al cierre de 1994 las reservas internacionales del Banco Central solo lograban respaldar alrededor de dos tercios de la base monetaria. Además, no había un buen control del gasto público, en tanto la tesorería no tenía una cuenta única.

Así es como en El Salvador se empezó a trabajar para cumplir todas las condiciones previas antes señaladas, lo que conllevó un intenso trabajo que tomó más de cinco años.

En este proceso, se reformó la Ley de Bancos, para hacer más competitivo el mercado, abriéndolo para que los bancos extranjeros pudieran tener participación mayoritaria en las sociedades bancarias salvadoreñas. En los considerandos del Decreto Legislativo N° 697 del 2 de septiembre de 1999 (Diario Oficial, 1999), correspondientes a la nueva Ley de Bancos, se dejó constancia:

Que dados los procesos de apertura y globalización de las economías, se requiere contar con un sistema financiero que sea instrumento del desarrollo nacional y capaz de insertarse adecuadamente en los mercados financieros internacionales... (así como contar) ... con un marco legal basado en principios internacionales de regulación y supervisión bancaria para crear las condiciones favorables que propicien un sistema financiero sólido y competitivo, integrado a los mercados globalizados... (a lo cual agregaba la necesidad de establecer) ... mecanismos de supervisión consolidada de acuerdo a las prácticas internacionales... para vigilar adecuadamente a los grupos financieros y proteger los depósitos del público. (considerandos II, III y IV).

Mediante esta misma Ley de Bancos, en el Título Sexto, se creó en 1999 el Instituto de Garantía de Depósitos (IGD) “como una institución pública de crédito, autónoma, con personalidad jurídica y patrimonio propio” (Art. 153), con objetivo central de garantizar los depósitos del público. Esto demostró el liderazgo de El Salvador, dado que fue el primer país en tener un IGD en Centroamérica. El IGD inició sus operaciones con 15 instituciones miembros, con limitaciones, aunque así se cumplió otra condición resultante de las conversaciones con el FMI. Además, se ingresó en un proceso para mejorar la supervisión bancaria e introducir mejores normas prudenciales y de control de los bancos.

Luego, el 30 de julio de 2008, siete años y medio después de la dolarización, la Asamblea Legislativa aprobó el Decreto Legislativo N° 693 (Diario Oficial, septiembre 2008), que introdujo reformas a la Ley de Intermediarios Financieros No Bancarios, que incluso cambió de nombre a “Ley de Bancos Cooperativos y Sociedades de Ahorro y Crédito”, instituciones que se incorporarían al IGD a partir del 1° de enero de 2009 (IGD, 2021).

Como se puede ver, la preparación para la dolarización recorrió un largo camino, nada fue improvisado. En este sentido, toda la restructuración jurídica-financiera se hizo tanto para cumplir las recomendaciones del FMI, y porque era fundamental que los bancos pudieran convertir sus depósitos de colones a dólares sin solicitar apoyo ni tener que recurrir a sus reservas en el Banco Central.

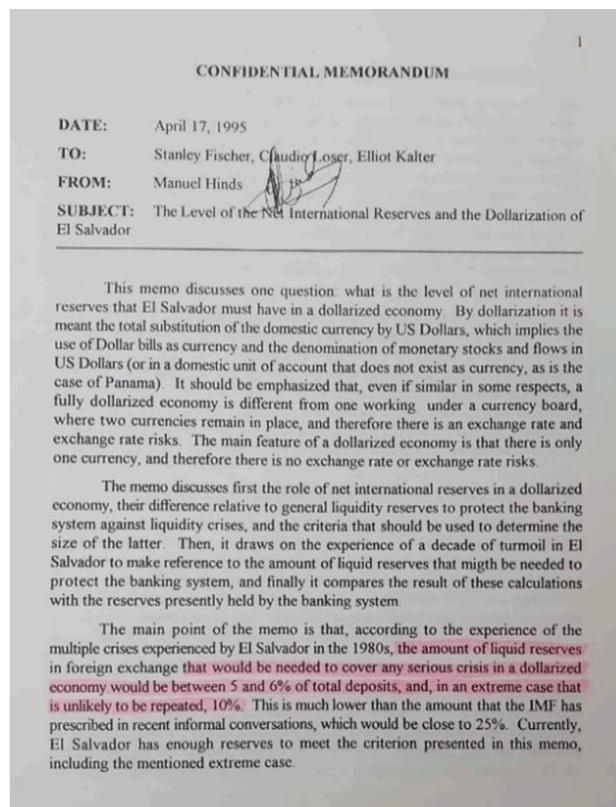
Por otra parte, se planteaba que:

... el monto de reservas de liquidez en moneda extranjera que sería necesario tener para cubrir una crisis profunda en una economía dolarizada sería entre 5 y 6 por ciento del total de depósitos, y en un caso extremo... 10 por ciento. Esto es mucho menor que el monto que el FMI ha indicado... el cual sería cercano a 25 por ciento. Actualmente, El Salvador tiene suficientes reservas para cumplir con este criterio presentado en este memo, incluyendo el caso extremo mencionado. (Hinds, 1995, confidential memorandum, p. 1).

Estaba claro que el BCR no necesitaba tener reservas internacionales netas en una economía dolarizada,

sino que los bancos debían tener una reserva de liquidez para: (i) Suavizar el ruido que normalmente se produce en las variables financieras; y (ii) Proteger a los bancos ante situaciones de crisis de liquidez causadas ya sea por insolvencia o por fuertes retiros porque los vencimientos de los activos y pasivos no son iguales. Consecuentemente, en una economía dolarizada “el monto de reservas líquidas debería ser determinado sobre la base de posibles fluctuaciones del total de depósitos” (Hinds, 1995, p. 3).

Por otra parte, había conciencia que en un sistema dolarizado la regulación de la liquidez debía provenir de flujos de capitales externos y de un libre ajuste de las tasas de interés. Sin embargo, en esos momentos los bancos residentes tenían pocas oportunidades para conseguir líneas de financiamiento en el exterior, algo que fue ampliamente superado después de la adopción del patrón dólar⁷. En este sentido, se concluyó que era necesario mantener una tasa de encaje elevada y uniforme para todos los depósitos, para contribuir a estabilizar automáticamente la liquidez. Con este criterio se redujo el encaje sobre los depósitos en dólares del 50 % al 20 % que aplicaba a los depósitos en colones.



11. Fundamentos legales de la dolarización en El Salvador

Todo comenzó a fines de 1994, después de la crisis de la devaluación mexicana, cuyo impacto en el resto de Latinoamérica fue llamado popularmente como “efecto tequila”. La reacción de los economistas asesores del Banco Central de Reserva y de los ministerios de Hacienda y de Planificación fue inmediata, puesto que les preocupaba el riesgo de contagio de El Salvador⁸. No era cosa de estar en crisis, como le sucedió a Ecuador, que dolarizó como recurso de última instancia, sino de responder a preguntas clave: ¿cómo eliminar el riesgo de devaluación, ¿cómo blindar las reservas internacionales?, y ¿cómo reducir las tasas de interés y contener la inflación? Nunca se

⁷ Experiencia vivida por el autor de este trabajo.

⁸ Experiencia vivida por el autor de este trabajo, como asesor del despacho del Ministerio de Planificación.

presentó la dolarización como una medida cuyo objetivo era reactivar la economía, sino que se adujo que ella contribuiría a reducir la tasa de interés activa, lo que, por ser un factor de carácter expansivo, tendería a estimular la actividad económica.

Desde el inicio de este proceso, dentro de El Salvador hubo extensas consultas con gremiales, representantes del sector privado productivo y tanques de pensamiento, así como de expertos y políticos de otros países, todos los que vertieron libremente sus opiniones a favor y en contra de la dolarización; todos los medios de comunicación le dieron amplia cobertura, especialmente la prensa escrita.

Tras el primer anuncio de una posible dolarización de la economía en El Salvador por el presidente Calderón Sol y el ministro de Hacienda, Manuel Enrique Hinds (1994-1995), hubo intensos debates: los medios de comunicación hicieron una amplia divulgación, donde los medios escritos tuvieron una participación sustantiva (Recuadro 3). También sucedió al cierre de la gestión de Calderón Sol (1999), cuando se volvió a insinuar una posible dolarización, para luego irrumpir con más fuerza, luego de seis años, a partir de noviembre del año 2000, cuando el presidente Francisco Flores anunció la decisión de dolarizar (López Romero y Meléndez, 2004).

Para estudiar la cobertura en prensa, López Romero y Meléndez (2004), analizaron las publicaciones hechas en el cuarto trimestre del año 2000 en los dos periódicos de mayor circulación en El Salvador: La Prensa Gráfica y El Diario de Hoy. Similar a lo sucedido después de los dos primeros anuncios de posible dolarización, facilitaron su opinión la Fundación Salvadoreña para El Desarrollo Económico (FUSADES), y la Fundación Nacional para el Desarrollo (FUNDE). En 1999, FUSADES publicó Las ventajas y desventajas de dolarizar, una medida que debe esperar, ampliamente difundido en los medios de comunicación; y FUNDE mantuvo una serie de boletines desde junio de 1999 hasta febrero de 2000, donde economistas y sociólogos analizaron la dolarización y otros temas relacionados.

Además, presentaron análisis sobre causas y posibles consecuencias de la dolarización la Universidad Centroamericana José Simeón Cañas (UCA), a través de la Revista ECA, N° 630 de abril de 2001, que hicieron diversos profesionales. Luego, en la Revista Realidades, edición 79, de enero-febrero de 2001, el economista y docente de la Facultad de Economía, Javier Ibizate, hizo un profundo análisis de la dolarización en El Salvador. También la Universidad Francisco Gavidia analizó la dolarización en artículos publicados en las ediciones Theorikos y Societatis 1 y 2 del año 2001. Además, utilizando los medios de comunicación radiales y escritos, varios economistas, representantes de empresas, políticos y sociólogos discutieron y analizaron la introducción del dólar como moneda de curso legal y las posibles consecuencias para El Salvador.

Recuadro 3

Opiniones sobre la dolarización

Internacionales	
<ul style="list-style-type: none"> • Enrique Iglesias, presidente del Banco Interamericano de Desarrollo (BID). • Alfonso Bavar, diputado de Alianza Nueva Nación, Guatemala. • Vinicio Cerezo, diputado de Democracia Cristiana, Guatemala y ex presidente de la República. • Juan Clavera, catedrático español de la Universidad Autónoma de Barcelona. • Mario Contreras, presidente de la Asociación de Gerentes de Guatemala. 	<ul style="list-style-type: none"> • Claudio Gutiérrez, economista costarricense profesor e investigador de la universidad Ohio State University. • Ricardo Hasumann, catedrático de Desarrollo Económico de la Escuela de Gobierno Kennedy, Universidad de Harvard. • Horst Kohler, director gerente del Fondo Monetario Internacional (FMI), luego presidente de la República Federal de Alemania. • Luis Felipe Lampiera, canciller de Brasil. • Manuel Maza Castellanos, ministro de Finanzas de Guatemala. • Pablo Lucio Paredes, conferencista y doctor en Economía (Ecuador). • Ricardo Rosales, dirigente de la Alianza Nueva Unión, Guatemala.
Nacionales	
<ul style="list-style-type: none"> • José Antonio Alvarado, gerente de Mercadeo de TELEMÓVIL. • Mario Enrique Ancalmo, Industria Químico Farmacéuticos de El Salvador (INQUIFAR). • Luis Arturo Anleus, gerente general de la maquila Quality S.A. • Luis Antón, director general Telefónica. • Archi Baldochi, presidente del Banco Agrícola y presidente de la Federación Latinoamericana de Bancos (FELABAN). • Oscar Chávez, gerente general Autofácil. • Rogelio Canales, gerente de la Fundación de Estudios para la Aplicación del Derecho (FESPAD). • Claudio de Rosa, director ejecutivo de la Asociación de Bancos de El Salvador (ABANSA). 	<ul style="list-style-type: none"> • Silvia Cuéllar, directora ejecutiva de COEXPORT. • Francisco Escobar, presidente de la Asociación Salvadoreña de la Industria de la Confección (ASIC). • Luis Gadala María, empresa Bonquetteure. • Yves Gauthier, director comercial de TELECOM. • Napoleón Guerrero, presidente de la Asociación Salvadoreña de Industriales (ASI). • Shafick Hándal, diputado del partido FMLN. • William Huezo, secretario general, Asociación General de Empleados Públicos y Municipales de El Salvador (AGEPYM).
Nacionales	
<ul style="list-style-type: none"> • Roberto Lorenzana, diputado del partido FMLN. • Carlos Martínez, presidente de la Sociedad de Comerciantes e Industriales (SCIS). • Jorge M. Pinto, presidente de la Asociación de Medianos y Pequeños Empresarios Salvadoreños (AMPES). • Mario Monterrosa, jefe del departamento de Banca Personal del Banco de Comercio. • Manuel Melgar, Federación de Asociaciones Cooperativas de Ahorro, Préstamos y Créditos de El Salvador (FEDECACES). • Carlos Orellana Merlos, Colegio de Profesionales de Ciencias Económicas (COLPROCE). • Ricardo Panzacchi, gerente general Q. • Mirna Paredes, gerente financiero, Productos Alimenticios DIANA. • Armando Peña, abogado constitucionalista. • Eduardo Poma, grupo POMA. • Ricardo Quiñónez, presidente de la Cámara Agropecuaria y Agroindustria de El Salvador (CAMAGRO). 	<ul style="list-style-type: none"> • Carlos Rodríguez, secretario general de la Asociación Nacional de Trabajadores Agropecuarios (ANTA). • Luis Mario Rodríguez, Asociación Nacional de la Empresa Privada (ANEP). • Santiago Ruiz, presidente del Colegio de Economistas (COLPROCE). • Mauricio Samayoa, presidente de la Asociación de Bancos de El Salvador (ABANSA) y presidente del Banco Cuscatlán. • Salvador Sánchez Cerén, diputado del partido FMLN. • Félix Simán, presidente del Banco Salvadoreño. • Arturo Zablah Kuri, analista económico de El Salvador. • Edwin Zamora, presidente de la Unión de Industria Textiles (UNITEX). • Rubén Zamora, diputado del partido CDU.

Fuente: López Romero y Meléndez (2004).

Las instituciones de gobierno y representantes de partidos políticos, también presentaron sus análisis y puntos de vista, tanto a favor como en contra. En este contexto, hubo análisis sustentados en fundamentos económicos y monetarios, así como especulaciones: “se puede decir que fue mucho el papel y la tinta que corrió con respecto al fenómeno de la dolarización, el tema fue la

comidilla de los medios de comunicación durante un buen periodo de tiempo” (López Romero y Meléndez, 2004, p. 19).

Hubo todo tipo de titulares, como: “El país, no es un conejillo de indias”, “Nunca hable de un cogobierno”, “El perdedor es el sector productivo”, “Caerán tasas de interés”, “Una derrota para la devaluación”, “La banca tiene mil preguntas”, “Despegan créditos en dólares”, “La telefonía hablará en dólares”, “El 2001: año de la recuperación”, “El colón inicia su despedida” y “Los dólares ganan terreno”. Hubo otros titulares explicativos, como: “Unión monetaria de Centroamérica depende de integración”, “El plan fue asesorado por el FMI, BID, BMI”, “El plan se armó en ocho meses” (fue su versión final después de 6 años de estudios e intercambio de opiniones técnicas) y “Cuatro escollos tiene la dolarización acelerada” (López Romero y Meléndez, 2004, p. 37).

Además, en el trabajo de López Romero y Meléndez (2004), destacan que en los periódicos se presentaron aseveraciones de autoridades como Enrique Iglesias (presidente del BID en esos momentos), quien dijo: “esta iniciativa puede tener efectos positivos importantes en la reducción de las tasas de intereses”; “la Ley de Integración Monetaria beneficia a las empresas que compran su materia prima en el exterior al fijar 8.75 el dólar el tipo de cambio del colón frente al dólar”, expresó Ricardo Paredes, decano de la Facultad de Economía y Negocios de la Universidad de Chile; “El proceso de dolarización del mercado es una medida importante que en la dirección correcta, dada la relación comercial de ese país con los Estados Unidos”, señaló Eduardo Lizano, presidente del Banco Central de Costa Rica.

Similarmente, López Romero y Meléndez (2004), señalan que también hubo cables internacionales que difundieron información en torno al tema de la dolarización, como: “Unión monetaria de Centroamérica depende de integración” (Honduras), “Apoyo condicionado del FMI” (Washington), “BMI y BID avalan medidas en el país” (Washington), “Guatemala estudia liberalización del dólar” (Guatemala), “Alientan a continuar con reformas económicas” (Costa Rica). Todo esto confirma que hubo amplias consultas y que se emitieron opiniones, todo lo cual tuvo amplia difusión en todos los medios de comunicación.

En medio de este contexto, se realizaron consultas técnicas con el FMI y el Banco Mundial, así como con el Banco Interamericano de Desarrollo. El primer intento por dolarizar la economía salvadoreña se tuvo que detener, pues no se cumplía con los requisitos básicos. Sin embargo, tomando en cuenta todos los señalamientos sobre requisitos que no se cumplían, las autoridades comenzaron a trabajar para satisfacerlos.

Glóver (2001), señala que tan solo el anuncio de la posible dolarización efectuada en 1994 (un reconocimiento que seis años antes de la aprobación de la Ley ya se discutía este tema), tuvo un resultado:

... desastroso y para el tercer trimestre de 1995 se había disparado el crédito interno por encima de 175 % del programa monetario, el endeudamiento privado externo se triplicó, y la inflación se duplicó aumentando a más de 11 %. Quedó claro que la introducción de la dolarización había sido mal manejada. (p. 159).

Una conclusión poco analítica, porque si bien la inflación fue causada por la fuerte expansión del crédito interno por la amplia y libre competencia del sector financiero, también lo fue en respuesta a una demanda insatisfecha por años y el creciente acceso a recursos externos. En estas condiciones hubo un recalentamiento de la economía, que creció 4.7 % real en 1995, igual a la expansión registrada el año anterior (Banco Mundial, serie estadística del PIB, 2021).

También preocupaba en El Salvador la recién pasada crisis económica de Argentina, y luego el destape de la crisis mexicana en diciembre de 1994, explicada públicamente por el presidente Ernesto Zedillo, que expresó:

... la demanda de dólares era mucho más grande que la oferta... se llegó a un punto en el cual ya no fue posible cubrir la diferencia con las propias reservas... en 1994 el déficit en la cuenta corriente alcanzó casi el ocho por ciento del Producto Interno Bruto... el tamaño del déficit de la cuenta corriente y la volatilidad de los flujos de capital con que se financió, hicieron muy vulnerable a nuestra economía... Es preciso reconocer que hubo una subestimación del problema, y esa subestimación fue sumamente grave. (Zedillo, discurso de 1994, párr. 1-4, 9).

Las consecuencias eran preocupantes, porque México cayó en recesión económica, se ensanchó el déficit comercial, se produjo una fuerte salida de capitales y se entró en dificultades de pagos al tiempo que varias instituciones del sistema bancario entraron en una gravísima situación de insolvencia. La crisis fue tan grande que el llamado “efecto tequila” también impactó en el resto de países de América Latina.

En El Salvador el tema de la dolarización quedó dormido mientras se trabajaba en el cumplimiento de los requisitos previos planteados por el FMI. Las consultas y el debate se abrieron nuevamente ante el anuncio público del Gobierno sobre su intención de dolarizar a inicios de noviembre de 2000, y luego con la aprobación de la Ley de Integración Monetaria (LIM), el 30 de ese mismo mes, la cual entró en vigencia el 1° de enero de 2001 (Asamblea Legislativa, 2001).

Por su parte, la LIM prohíbe al Banco Central de Reserva (BCR) de El Salvador, emitir moneda nacional (colones); aunque el Gobierno señaló que la ley es de integración, obviamente daba espacio para un bimonetarismo transitorio (colones y dólares). Además, la LIM también exigió que todos los bancos cambiaran su contabilidad al dólar, con lo que convirtió a esta moneda no solo en medio de circulación, sino que también en unidad de cuenta (Glower, 2001).

Algunas personas erradamente insinúan que en esta ley se daba espacio a un bimonetarismo. Esta situación nunca fue contemplada en la ley, aunque obviamente, en la transición del colón al dólar, temporalmente, se produciría. Al leer los principales considerandos de la Ley de Integración Monetaria, menciona que:

III. Que a efecto de incorporar efectivamente a El Salvador al proceso de integración económica mundial, se vuelve necesario dictar las regulaciones que faciliten el intercambio comercial y financiero con el resto del mundo, en forma eficiente;

IV. Que con el fin de preservar la estabilidad económica que propicie condiciones óptimas y transparentes que faciliten la inversión, y de garantizar el acceso directo a mercados internacionales, se vuelve necesario autorizar la circulación de monedas extranjeras que gocen de liquidez internacional;

V. Que para tal propósito es indispensable dictar las normas básicas mediante las cuales se regulará la forma y condiciones que deben imperar en las transacciones financieras de nuestro país. (Asamblea Legislativa, 2001, p. 1).

De estas consideraciones se pueden inferir claramente los objetivos de la dolarización, por lo que ir más allá de esto constituye una conclusión inadecuada.

El paso hacia la dolarización fue preciso y sin margen para dudas, tal como se observa en su articulado:

Art. 1.- El tipo de cambio entre el colón y el dólar de los EUA será fijo e inalterable a partir de la vigencia de esta Ley, a razón de ocho colones setenta y cinco centavos por dólar de los EUA. En la presente ley, dicha moneda se denominará dólar. (Asamblea Legislativa, 2001, p. 2).

Esto se hizo tomando una de las recomendaciones iniciales del FMI.

Los artículos 2 y 3, en su conjunto, dan el poder liberatorio al estipular que “Se permite la contratación de obligaciones monetarias expresadas en cualquier otra moneda de legal circulación en el extranjero. Dichas obligaciones deberán ser pagadas en la moneda contratada, aun cuando su pago deba hacerse por la vía judicial” (*ibídem*), a lo que agrega “El dólar tendrá curso legal irrestricto con poder liberatorio ilimitado para el pago de obligaciones en dinero en el territorio nacional.” (*ibídem*). Claramente son artículos dirigidos a una dolarización total de la economía.

El artículo 4 establece que “el Banco Central de Reserva de El Salvador, a requerimiento de los bancos del sistema canjeará los colones en circulación por dólares” (*ibídem*), al tiempo que los bancos desde la aprobación de la LIM comenzaron a ajustar sus cajeros automáticos para utilizar dólares.

Al estudiar el artículo 5 de la LIM queda de manifiesto que lógicamente habrá un período de bimonetarismo, al decir que “Los billetes de colón y sus monedas fraccionarias emitidos antes de la vigencia de la presente ley continuarán teniendo curso legal irrestricto en forma permanente” (*ibídem*), pero seguidamente enfatiza que “las instituciones del sistema bancario deberán cambiarlos por dólares al serles presentados para cualquier transacción” (*ibídem*), lo que significa una obligatoriedad que lleva obviamente a la dolarización total.

Lo anterior demuestra con precisión que nunca se tuvo la idea de tener un bimonetarismo, lo que es reforzado con lo que expresa el artículo 9 de la LIM (Asamblea Legislativa, 2001):

Todas las operaciones financieras, tales como depósitos bancarios, créditos, pensiones, emisión de títulos valores y cualesquiera otras realizadas por medio del sistema financiero, así como los registros contables del sistema financiero, se expresarán en dólares. Las operaciones o transacciones del Sistema Financiero que se hayan realizado o pactado en colones con anterioridad a la vigencia de esta ley, se expresarán en dólares al tipo de cambio establecido en esta ley. (p. 3).

Previendo que habría un proceso de ampliación de los plazos de los créditos y una disminución de las tasas de interés, en el artículo 13 se estableció que con sólo una “comunicación por escrito realizada por el banco al usuario” se podía proceder, “sin necesidad de otorgar nuevos documentos” (*ibídem*). Para enfatizar sobre lo que se esperaba que sucediera con las tasas de interés, en el artículo 14 se dispuso que:

Durante los primeros tres meses de vigencia de esta Ley, las instituciones del sistema financiero gradualmente ajustarán las tasas de interés de los créditos contratados en colones, con anterioridad a la vigencia de esta Ley, en relación con la disminución de sus costos financieros y las tasas de interés para los nuevos créditos en dólares. (Asamblea Legislativa, 2001, p. 4).

Cierra este proceso de dolarización lo señalado en el artículo 15, mediante el cual estableció que “Durante los primeros seis meses de vigencia de la presente Ley, los precios de los bienes y servicios deberán expresarse en ambas monedas” (*ibídem*), para facilitar la concepción del cambio monetario, pero dejando abierta las condiciones para luego expresar los precios solo en dólares.

Otro aspecto importante de la LIM es lo concerniente a la constitución de la reserva de liquidez, concepto sustitutivo del encaje bancario, que impuso a los bancos la obligación de tenerla “en dólares de los Estados Unidos de América, a la vista, en el Banco Central o en títulos valores emitidos por éste en la misma moneda, los cuales deberán de mantenerse libres de todo gravamen” (Asamblea Legislativa, 2001, p. 5).

También se estableció que esa reserva podría “estar invertida en el exterior”, al disponer que pasados “los dos primeros años” de vigencia de la ley, los bancos podían depositarla en las instituciones financieras extranjeras que cumplieran con los requisitos que estableciera la Superintendencia

del Sistema Financiero. Esta disposición sirvió para atacar la dolarización, argumentando que les permitiría a los bancos llevarse estos recursos al exterior, lo cual nunca sucedió, y a la fecha son administrados por el Banco Central de Reserva de El Salvador.

Por último, se dispuso que “la reserva de liquidez promedio de los depósitos” no podría superar el 25 % de las obligaciones y depósitos de la institución financiera (*ibídem*), por la cual el Banco Central debería remunerarlas, así como cobrar “una comisión por la administración de esta reserva” (*ibídem*). Finalmente, el artículo 47 dispuso que cada banco podría utilizar las reservas “para satisfacer sus necesidades de liquidez” (*ibídem*).

Como mecanismo especial para el Banco Central en situaciones especiales que se tuviera la necesidad de “proteger la liquidez bancaria”, en el artículo 49-B se le otorgó al BCR y al IGD la facultad para “realizar operaciones de reporto con títulos valores emitidos en dólares de los Estados Unidos de América por el Estado” (Asamblea Legislativa, 2001, p. 6), en los casos que fuera necesario: (i) Prevenir situaciones de iliquidez general del sistema financiero; (ii) Restablecer la liquidez en caso de una crisis causada por una fuerte contracción del mercado; y (iii) Ante situaciones de fuerza mayor.

12. Objetivos de la dolarización

Los objetivos centrales que se tuvieron para la dolarización de la economía de El Salvador fueron:

- a. Eliminar riesgo de devaluación, el cual es obviamente el objetivo central.
- b. Blindar las reservas internacionales.
- c. Reducir las tasas de interés.
- d. Ampliar los plazos, facilitar acceso al crédito y aliviar el estrés financiero a personas naturales y jurídicas.
- e. Asegurar valor de los depósitos y las pensiones.
- f. Mantener inflación en una tasa similar a la de los Estado Unidos de América.
- g. Procurar mayor disciplina fiscal.
- h. Mayor incursión de bancos extranjeros para que haya más competencia.

Para cumplir con estos objetivos de la dolarización, el Banco Central entró en un proceso de reestructuración de sus funciones tradicionales y también estableció nuevas funciones.

En general, con la dolarización formal y total, lo que se busca es recuperar o fortalecer de manera casi inmediata la credibilidad en las autoridades monetarias del país y, de esta manera, generar un mayor grado de confianza en los agentes económicos, que esperan bajos niveles de inflación

y la finalización de largos ciclos de fuertes devaluaciones. En el caso de El Salvador esta no era la situación, porque había estabilidad macroeconómica, la inflación era baja, la economía estaba abierta y la banca iba en un proceso de consolidación. Sin embargo, con la dolarización se buscó generar mayores grados de confianza de cara al mediano y largo plazo.

La experiencia muestra que en la búsqueda de la moneda patrón, se debe considerar aquella que tenga un alto vínculo con la economía nacional, especialmente en lo relativo al comercio externo. Por esto, para algunos países, como El Salvador, se tomó el dólar, por ser un sólido referente, dado que alrededor del 65 % de sus exportaciones iban al mercado estadounidense en ese momento, e incluso sus ciclos económicos tendían a tener un alto grado de correlación. Además, las exportaciones de sus principales productos, como café y azúcar, así como las importaciones de combustibles derivados de petróleo, se cotizaban y pagaban en dólares, algo que se mantiene a lo largo del tiempo, hasta 2021.

Esto último es importante: se señala que, al dolarizar, un país pierde como herramienta la política cambiaria. Sin embargo, es necesario recordar que siempre las monedas están flotando, lo que resalta la importancia del destino de sus exportaciones y la moneda en que realizan la mayor parte de sus transacciones internacionales.

Esto también lo señalan Berg y Borenstein (2000), en su trabajo *Full dollarization: the pros and cons*, donde mencionan:

...la estabilidad prometida por la dolarización es en sí relativa, dado que el valor del dólar estadounidense -o cualquier otra moneda fuerte elegida para su uso por otro país- fluctuará frente a otras monedas ampliamente usadas. Durante el período post-Bretton Woods, estos cambios han sido, a veces, grandes. (p. 5).

Es preciso resaltar que la dolarización no tiene como objetivo lograr altas tasas de crecimiento económico, ella es sólo un instrumento que tiende a facilitar su logro y nada más. Por esto, ir más allá de lo que puede ofrecer una herramienta de política económica específica es inadecuado, porque también inciden otros factores jurídicos y políticos, que son necesarios para garantizar la predictibilidad de las reglas del juego, así como otros aspectos (seguridad pública, institucionalidad débil, corrupción, entre otros), que influyen directamente en la confianza de los agentes económicos en un país.

13. Los argumentos a favor y en contra de la dolarización

Todo régimen cambiario, sin excepción, tiene ventajas y desventajas, y los resultados son mixtos en todos ellos. Por esto mismo, en el caso de la dolarización hay argumentos válidos a favor y en contra,

donde algunas aseveraciones opuestas a la dolarización tienen una alta carga político-ideológica, lo que causa percepciones en la opinión pública que no tienen la debida validez por carecer del debido sustento técnico.

Jácome y Lönnberg (2010), resumen los costos y beneficios de una dolarización, y en su estudio identifican cuatro costos:

- (i) Pérdida del señoreaje; (ii) Reducida capacidad para proporcionar apoyo como prestamista de última instancia; (iii) No tener un tipo de cambio para amortiguar choques externos; (iv) Incapacidad para disminuir el valor de los compromisos financieros denominados en moneda nacional a través de una gran depreciación del tipo de cambio o a través de estimular mayor inflación. (p. 4).

Luego, también identifican cuatro beneficios:

- (i) Convergencia de la inflación interna hacia la inflación mundial; (ii) Eliminación del riesgo cambiario, que reduce las tasas de interés internas; (iii) Mejor entorno para la inversión como resultado de una inflación estable y tasas de interés más bajas; y (iv) Ausencia del llamado ‘pecado original’, que ayudan a reducir el riesgo país, en la medida que los desajustes de la moneda desaparecen en el balance del país. (p. 4).

a. Argumentos a favor de la dolarización

La dolarización, como todo régimen (en este caso de índole cambiario, monetario y financiero), no es más que una herramienta que se utiliza para promover la credibilidad en las autoridades económicas del país, contribuir a lograr estabilidad macroeconómica, crear condiciones para que los agentes económicos reduzcan los costos financieros, establecer algunas limitantes a la indisciplina fiscal, y terminar el uso inadecuado o discrecional de algunos instrumentos de política monetaria (Recuadro 4).

Por esto, el debate a favor de adoptar la dolarización normalmente se da cuando un país entra en un ciclo de fuertes devaluaciones, altas tasas de inflación, profundos déficits fiscales e incertidumbre por la pérdida de valor de los activos financieros de personas naturales y empresas. En estas condiciones, como se presentó anteriormente, la gente comienza a demandar y retener cada vez mayores cantidades de dólares, a demandar créditos en esta moneda por sus menores tasas de interés, mientras que la autoridad monetaria aumenta las tasas de interés en moneda nacional, para evitar la corrida de depósitos y la fuga de capitales.

Ante este tipo de situaciones, la mayor ventaja de la dolarización es la recuperación de la estabilidad macroeconómica, que conlleva baja inflación –convergencia con la inflación mundial–, y el fin del riesgo cambiario –de grandes devaluaciones–, lo que tiende a incentivar el comercio y la inversión (Andrade 1999; Jácome y Lönnberg, 2010).

En este contexto, también se reducen las tasas de interés locales y el diferencial con las tasas internacionales se reduce, lo que facilita la integración financiera local con el mercado internacional. A esto se suma que la mayor competencia financiera, obliga a reducir diversos costos de transacción en beneficio de los tomadores de crédito.

Este contexto genera mayor credibilidad y confianza en el rumbo económico del país y se logra financiar proyectos de inversión a largo plazo; esto aporta positivamente a las posibilidades de tener un crecimiento económico sostenido.

Además, como el gobierno no tiene al banco central como prestamista para solventar sus problemas de liquidez, obliga a las autoridades a mantener un mayor grado de disciplina fiscal y financiera, donde los déficits deberán ser contenidos o ser financiados mediante nuevos impuestos u otras medidas para aumentar la recaudación, o mediante mayor endeudamiento.

Llama la atención la poca atención que se presta a la capacidad de la dolarización para defender, en gran medida, el poder adquisitivo de los salarios de los trabajadores. Normalmente se señala que con la dolarización se pierde la política cambiaria como herramienta de ajuste. Pero no se explica que, cuando no hay mercado cambiario de libre flotación y la autoridad monetaria no reacciona en el momento debido, la solución final termina en una fuerte devaluación. Muchas veces se argumenta que con este tipo de medida se recupera la competitividad de las exportaciones, pero no se presenta el deterioro socioeconómico que esto genera en la población. En consecuencia, el argumento de ganar competitividad por medio de decisiones cambiarias no tiene sentido social. Erradamente ignora que la competitividad se gana fundamentalmente con inversión en el capital humano y tecnología, y tomando medidas para reducir todos los costos de operar en el país, menos la mano de obra, porque de no ser así esto último es ir en contra del progreso familiar y, por ende, nacional.

Recuadro 4

Ventajas del patrón dólar

Al promover la credibilidad de una oferta estable de moneda, la introducción de un sistema de libre convertibilidad basado en un patrón dólar permite estabilizar la tasa de inflación y reducir la incertidumbre cambiaria. La contención de las expectativas de devaluación puede reducir la tasa de interés en moneda doméstica. Además, al limitar el crédito del banco central al tesoro, el patrón dólar promueve la disciplina fiscal. La caída en las tasas de interés y de inflación a niveles cercanos a los internacionales, facilita la inversión, promueve la integración financiera con el resto del mundo, y, por ende, estimula el crecimiento y la productividad^{1/}.

1/ Sin embargo, la introducción de un patrón dólar no garantiza, por sí solo, que las tasas de interés se ajusten al nivel de las tasas internacionales ya que puede seguir existiendo un alto riesgo país o un alto riesgo financiero propio de cada banco o del gobierno (caso de los bonos públicos).

Fuente: FMI (1995).

Es inconcebible buscar reducir los salarios vía devaluación, al tiempo que aumentan los precios por toda materia prima o bien final importado, como medio para estimular el crecimiento económico a costa del deterioro de las condiciones de vida de las grandes mayorías, lo que normalmente ocurre en los sistemas de libre flotación cuando son ensuciados por intervenciones arbitrarias y la falta de políticas económicas sanas.

b. Argumentos en contra de la dolarización

González (2009), como se cita en Martínez (2018), sugiere que la dolarización debe desmantelarse adoptando un sistema flexible que permita el uso del instrumento cambiario para detonar el crecimiento, y plantea que una devaluación significativa puede elevar la competitividad de las exportaciones, sin importar el costo social de esta propuesta, que pone el peso del ajuste en las economías familiares de los trabajadores.

Algunos economistas consideran que la adopción de dólar como “moneda nacional” también conlleva “adquirir riesgos que no existirían en su ausencia”, como es la pérdida de la capacidad de utilizar la tasa de cambio (real) para enfrentar los choques externos. También señalan que la adopción del patrón dólar impide utilizar el tipo de cambio nominal para amortiguar “los desequilibrios en los mercados financieros y monetarios” (Glower, 2011, p. 151). Lo que queda sin mencionarse, como se planteó anteriormente, es que los consumidores terminan pagando los ajustes al tener que enfrentar mayores tasas de inflación, esto es, con la pérdida de su capacidad adquisitiva y el deterioro de sus condiciones de vida.

También se señala que debe considerarse como un requisito fundamental tener disciplina fiscal, pues la dolarización de la economía no es suficiente para garantizar que el gobierno mantenga una política de sana y racional forma de administrar las finanzas públicas, como lo ha sido el caso de Panamá (en algunos momentos), y de El Salvador en la última década.

Otro señalamiento en contra de la dolarización es que, si bien reduce la inflación, ella no soluciona los problemas sociales, ni la evasión impositiva o la corrupción, por lo que se concluye que la dolarización, como política pública, no contribuye a solucionar todos los problemas de una economía, a lo que se agrega que se mantiene el riesgo de *default*, y que no se logran superar bajos niveles de vida. Obviamente, estos son problemas que van más allá de lo que se espera de una herramienta de política económica, donde ni la dolarización ni un sistema de flotación libre y apegado a las condiciones del mercado los van a solucionar.

Los señalamientos de índole económico-financiero más utilizados son:

- El Banco Central pierde facultad de emitir.

- Se pierde facultad de formular política monetaria, lo cual resulta en una debilidad porque los ciclos económicos de EUA no son iguales que las del país dolarizado.
- El Banco Central pierde su capacidad para reducir el valor de los compromisos financieros en moneda nacional mediante una gran depreciación o devaluación del tipo de cambio o de inflación causada por la política monetaria.
- Se tiene un costo por pérdida del señoreaje, y se tiene un costo adicional por la obtención de recursos para contar con reservas internacionales en casos de *shocks* externos.
- El Banco Central pierde su calidad de prestamista de última instancia y requiere préstamos externos para enfrentar una necesidad especial de liquidez.
- Aunque la dolarización puede hacer que un país sea más estable, sigue vulnerable a los cambios en el valor del dólar, aunque estas fluctuaciones son resultado de las condiciones de la economía estadounidense.
- La dolarización es causante de inflación, algo ampliamente utilizado por los adversarios de la dolarización en El Salvador.
- La dolarización limita las exportaciones, porque el sector exportador se hace menos competitivo y no se puede ajustar vía depreciación o devaluación.
- Una vez dolarizados, revertir esta decisión tiene un costo mayor y de graves consecuencias socioeconómicas que el haber transitado a la dolarización misma (Andrade, 1999).

Estos señalamientos se evaluarán contra los resultados de la dolarización después de 21 años de su aplicación.

14. Resultados a 21 años de la dolarización en El Salvador

Al evaluar los resultados y compararlos con cada uno de los objetivos planeados con la dolarización, en el caso de El Salvador, prácticamente todos se cumplen. Al revisar las aseveraciones que se hacen contra la dolarización, se ve que algunas de ellas caen más en el área de apreciaciones sin un necesario fundamento técnico, otras tienen una mutación, y otras muestran que se produce alguna variación relativa a las características originales, pero que se mantienen.

a. Eliminar riesgo de devaluación y blindar las reservas

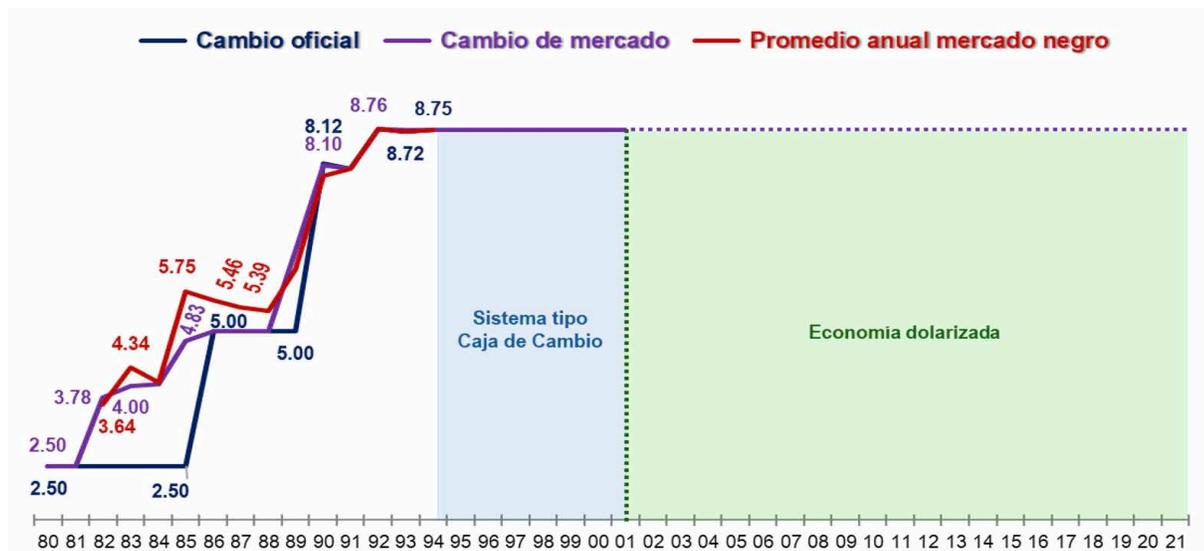
Al establecerse la dolarización como sistema monetario-cambiario, el objetivo central es eliminar el riesgo de devaluación al que está sujeta la moneda nacional, con lo cual se blindan las reservas internacionales. Esto se logra en la medida que, principalmente, la política monetaria no genera situaciones que terminan produciendo corridas bancarias, donde la gente busca “proteger” sus recursos financieros colocándolos en una moneda fuerte.

Si se toma como ejemplo el caso de El Salvador, este tipo de situación se comenzó a dar a inicios de los 80's, ante un proceso de nacionalización de la banca y del comercio externo, de reforma agraria y el inicio del conflicto armado, todo en medio de una recesión mundial. Sin embargo, un factor que fue determinante en la presión cambiaria que aconteció en El Salvador, fue el creciente déficit fiscal, el cual no pudo ser controlado dada la situación de conflicto interno. Así es como “el déficit fiscal creció casi cuatro veces, de ¢602 millones a ¢2,343 millones, de los cuales el 73 % correspondía a financiamiento interno” (UCA, 2013, p. 68), el cual se dio mediante una emisión inorgánica. Sin embargo, el déficit fue mucho más grande, al pasar de un superávit de 1.5 % del PIB en 1979 a un déficit de 10.1 % en 1980, 12.1 % en 1981, 7.9 % en 1982 y 6.0 % en 1983 (más adelante, Gráfico 16). La política fiscal entró en una relación perversa con la política monetaria, la cual generó presiones inflacionarias y una percepción generalizada que, dada la falta relativa de divisas, vendría una devaluación.

Al revisar la evolución histórica del tipo de cambio del colón relativo al dólar estadounidense, se observa que este mantuvo una paridad de mercado de ¢2.50 por dólar desde la fundación del Banco Central de El Salvador (en 1934), hasta 1980. Luego, se mantuvo fijo por decisión monetaria, aunque emergieron a partir de 1981 un mercado bancario y otro paralelo (Gráfico 7). Por ejemplo, en 1984, el mercado oficial determinado por el Banco Central de Reserva (BCR), se mantenía en ¢2.50 por dólar, mientras que, en el mercado bancario, autorizado por el BCR, se cambiaba a ¢4.83 por dólar (93 % más), y en el mercado negro (ilegal) se cotizaba a ¢5.75 por dólar (130 % más), llegando en un momento a superar ¢9.50 por dólar.

Gráfico 7

Tipo de cambio: colones por US\$.



Fuente: elaboración propia con base a datos del BCR.

Ante el creciente déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, el mercado presionaba por obtener dólares pues se temía una devaluación oficial. En efecto, el BCR devaluó el colón 100 % el 22 de enero de 1986, lo que inicialmente calmó parcialmente al mercado hasta 1988. Para evitar el concepto “devaluación”, el Gobierno de El Salvador sostuvo que esta medida era sólo una “unificación” del tipo de cambio prevaleciente en los tres mercados: oficial, paralelo y negro.

Sin embargo, tomada esta decisión, no hubo una flexibilización del mercado cambiario. El BCR manifestó que “la Junta Monetaria no ha tomado aún la decisión sobre el curso que tomará la tasa de cambio en el futuro”, para luego expresar que “se mantendrá fija, pero ajustable, sobre la base del dólar estadounidense”⁹.

Conjugadamente, el BCR aumentó las restricciones de las importaciones, para reducir las de bienes y servicios considerados “no esenciales”, así como de las importaciones mayores a US\$ 300, cuidando que no fuera una parte de una misma transacción comercial, por lo cual, no se podía tener una clara concepción del tipo de cambio de equilibrio. Además, el programa de Apoyo a la Balanza de Pagos de la Agencia Internacional para el Desarrollo (USAID), también contribuía a mantener la situación, que no permitía conocer adecuadamente el tipo de cambio de equilibrio. En estas condiciones, el BCR mantuvo el monopolio en las autorizaciones de todo permiso de importación y la asignación correspondiente de divisas, la cual se hacía sobre la base de “disponibilidad”, lo que dio margen para acciones altamente cuestionadas por su opacidad y preferencias especiales¹⁰. Fue de tanta importancia el control de las importaciones, que dentro del BCR se creó el Departamento de Control de Precios Internacionales.

Como la unificación del mercado cambiario reflejó una devaluación efectiva del orden de 60 %, en tanto algo más de la mitad de las transacciones ya habían sido trasladadas al mercado paralelo, el Gobierno de El Salvador tomó como medida compensatoria a la inflación que se estaba dando, aumentar el salario mínimo en todas las categorías: entre 52 % y 74 % a los trabajadores rurales, que estaban bajo el régimen de la reforma agraria impulsada por el Gobierno, con lo que por razones de interés político-electoral, más o menos conservaron su poder adquisitivo. Pero, los trabajadores del sector privado recibieron un aumento promedio entre 10 % y 15 %, y los del sector público un incremento promedio de 17 %¹¹. Obviamente, este fue un duro golpe para los presupuestos familiares de estos trabajadores, que vieron drásticamente reducida su capacidad adquisitiva y un mercado deterioro en sus condiciones de vida.

9 Memorándum del autor de este documento al Jefe de División de Centroamérica, 30 de enero de 1986, como economista encargado de El Salvador en el FMI.

10 Memorándum del Jefe del Departamento Occidental al Director Gerente del FMI, 7 de marzo de 1986.

11 Memorándum interno del Jefe de la División de Centroamérica del FMI, 3 de febrero de 1986.

Para amortiguar la inflación, el precio de los servicios de agua, electricidad y telefonía fueron congelados, mientras el precio de la gasolina se elevó 50 %. Un alivio que no compensó la espiral inflacionaria. Así, la inflación punto a punto llegó a 468.5 % en la década 1980-1990 (DIGESTYC, 1990), sobrepasando todos los controles de precios establecidos por el Gobierno, situación desconocida en El Salvador, que históricamente mantuvo inflaciones bajas. En los 22 años transcurridos entre 1952 y 1972, la inflación tuvo un promedio de 2.1 % anual, según datos del FMI. Luego se tuvo la guerra con Honduras (julio de 1969), y las cuentas fiscales se deterioraron, creando una fuerte presión inflacionaria.

A partir de 1989, se comenzó a mantener condiciones que iban liberando el mercado; en 1990 las tasas convergieron en torno a ₡8.75 por dólar, tipo de cambio que se mantuvo hasta 2001, en el momento de la dolarización de la economía, porque la política monetaria-cambiaría siguió un patrón similar al de la caja de convertibilidad.

En el momento de dolarizar y pasados 21 años de dicha implementación, la mayor parte de las reservas internacionales netas corresponden, antes, al encaje legal, ahora, a las reservas de liquidez: son una parte de los depósitos del público y, por tanto, son de los depositantes. En este sentido, el BCR debe concebirse sólo como el depositario de estos recursos y ser responsable de su inversión de acuerdo a disposiciones de ley.

En estas condiciones, la mayor diferencia del sistema monetario con moneda nacional con respecto a la dolarización, es que, con esta última, el Gobierno no tiene espacio para hacer uso de esos recursos ni ponerlos en riesgo por inadecuadas políticas monetarias y/o fiscales, salvo reduciendo el porcentaje de las reservas de liquidez para liberar recursos, y que las instituciones financieras compren sus instrumentos de deuda.

b. Reducir las tasas de interés

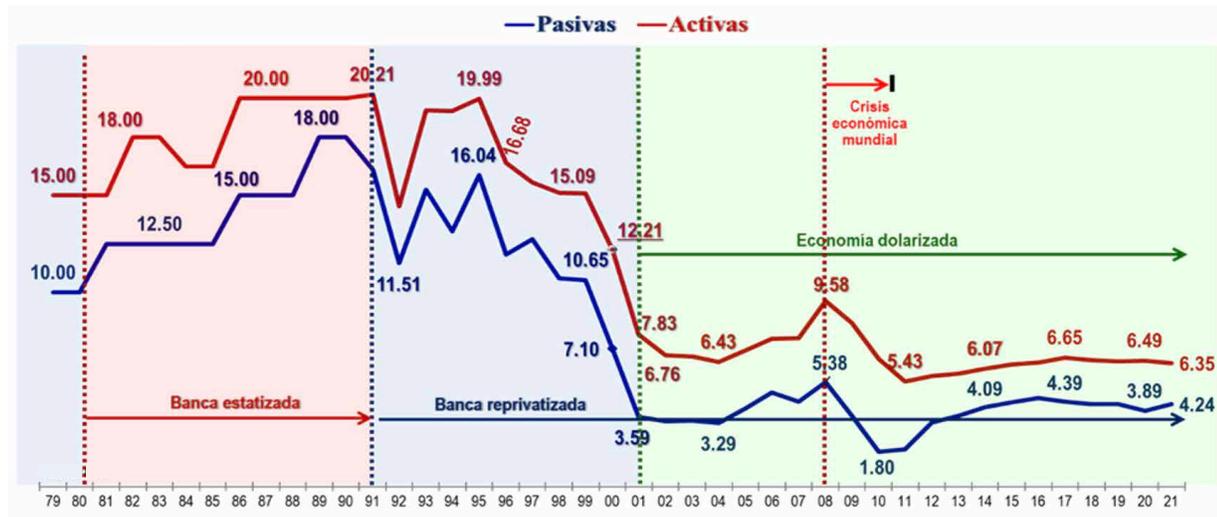
Uno de los objetivos centrales de la dolarización es la reducción de las tasas de interés, por lo que también debería producirse una convergencia entre las tasas de interés internas y las externas.

En El Salvador, el promedio ponderado de las tasas de interés activas llegó a 20.00 % entre 1986 y 1990, y alcanzó a un máximo de 20.21 % en 1991, con la banca nacionalizada, esto es, más de 500 puntos base sobre la tasa que prevaleció en la banca privada hasta 1980 (Gráfico 8). Una vez reprivatizados los bancos comerciales y las asociaciones de ahorro y préstamo, según ley del 29 de noviembre de 1990 (SSF, 1990), en un inicio (1993-1995), se mantuvo en altos niveles, pero en la medida que hubo mayor competencia por satisfacer un amplio sector que no tenía acceso a los servicios bancarios, las tasas de interés activas bajaron a 16.68 % en 1996 y continuaron a la baja de manera muy suave, para ubicarse en 15.09 % en 1999 (BCR, para cada año, 1979-2021). Esta tasa de

interés aún se consideraba muy alta, porque se estaba aplicando un sistema monetario-cambiario que cumplía con las condiciones de una caja de cambio, aunque esta era *de facto*.

Gráfico 8

El Salvador: tasas de interés (%).



Fuente: elaboración propia con base a datos del BCR.

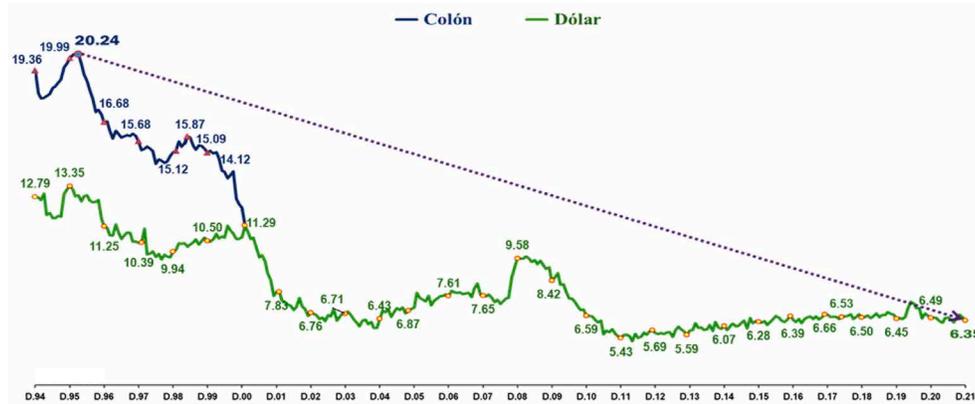
No fue hasta septiembre del año 2000, cuando se tomaron medidas de política monetaria, de cara a una dolarización, que las tasas de interés activas bajaron de 15.09 % en promedio ponderado en 1998-1999, y luego, por la unificación de los encajes en colones y en dólares, se redujo hasta 12.21 % a mediados de 2000, cuando ya se sabía formalmente que a partir del primero de enero se entraba en un proceso de dolarización total. Sobre ello:

La transición a la dolarización avanzó en 2001, cuando el Banco Central convirtió el 55 por ciento de la moneda en circulación en billetes de dólares estadounidenses. Los depósitos bancarios y las tasas de interés activas cayeron casi 500 puntos básicos cada uno entre octubre de 2000 [el mes anterior al anuncio de la ley de dolarización] y fines de 2001, cuando estas tasas alcanzaron el 3,9 por ciento y el 6,1 por ciento, respectivamente. (FMI, 2002, p. 7).

Así es como entre enero y diciembre de 2001, la tasa de interés activa, a la que tenían acceso los residentes locales, se redujo de un promedio ponderado de 11.29 % a 7.83 %, una reducción de 346 puntos base (Gráfico 9). Un año más tarde, ya se ubicaba en 6.76 %, con otros 107 puntos base menos (una reducción de 453 puntos en dos años). Luego, entre altos y bajos, absorbido el impacto de la Gran Recesión, cuando la tasa de interés activa llegó a un máximo de 9.58 % en diciembre de 2008, se ha mantenido en torno a 6.0-6.4 % entre los años 2011 y 2021 (BCR, para cada año).

Gráfico 9

Tasa de interés activa: colones y dólares (%)



Fuente: elaboración propia con base a datos del BCR.

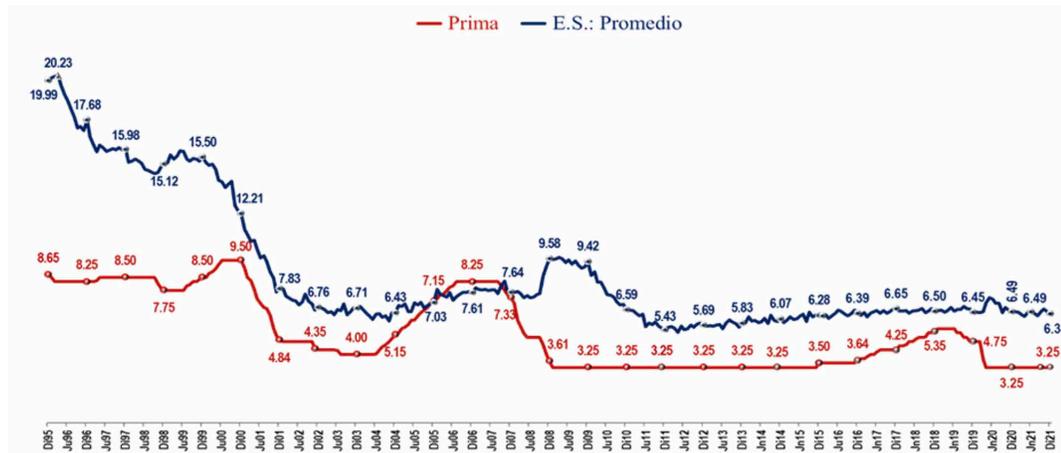
Fernández (2013), señala que:

En el período de dolarización... las tasas de interés tienden a comportarse de acuerdo a los cambios observados en las tasas de interés internacional, los desajustes que se observan entre las tasas de interés internas y externas responden a la percepción de riesgo y otros costos de transacción. (párr. 4).

En efecto, de un *spread* máximo entre la tasa activa promedio a corto plazo en El Salvador y la tasa prima de la Reserva Federal era de 1,198 puntos en marzo de 1995; se redujo a 700 puntos a diciembre de 1999, en la medida que se tomaban decisiones para preparar la transición hacia la dolarización. Luego se logra reducir a 271 puntos en diciembre de 2000 (Gráfico 10).

Gráfico 10

Tasas de interés activas a corto plazo y tasa prima (%)



Fuente: elaboración propia con base a datos del BCR.

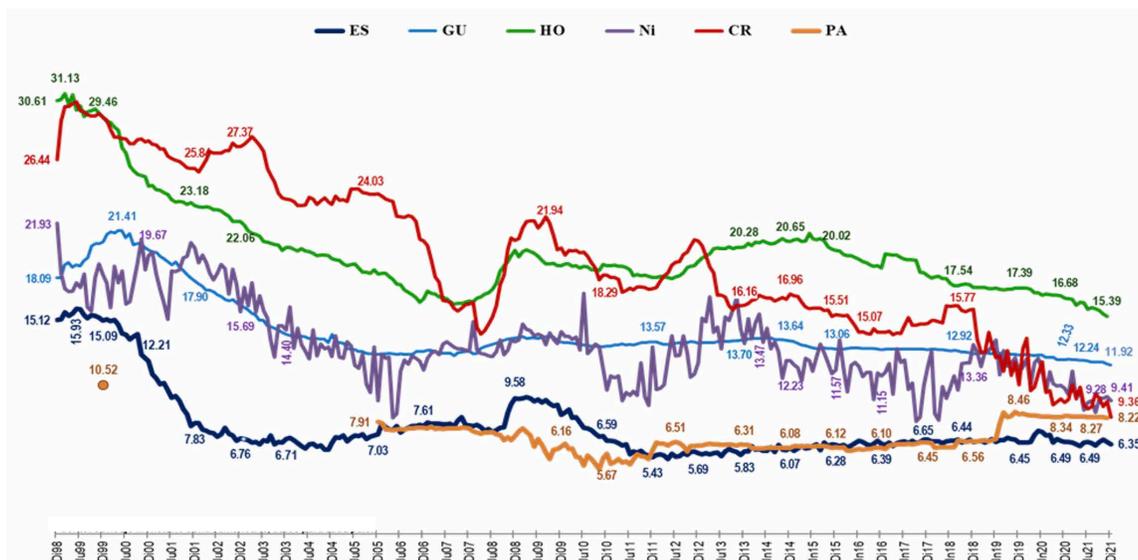
Ya dolarizada la economía, este diferencial incluso estuvo a favor del sistema salvadoreño entre diciembre de 2005 y diciembre de 2007. Luego, como reflejo de la Gran Recesión, que también golpeó frontalmente a El Salvador, los bancos restringieron el crédito y elevaron las tasas de interés, con lo cual se amplió rápidamente el diferencial a 597 puntos base en diciembre de 2008, y 617 en 2009. Una vez normalizada la situación, este *spread* comienza a ceder, y a diciembre de 2010 ya estaba en 334 puntos, y se ubica en 310 puntos base a diciembre de 2021. Pasados 21 años de economía dolarizada se cumple la hipótesis de la paridad.

Fernández (2013), también señala que la liquidez de la economía depende de las transacciones reales y financieras entre agentes residentes y no residentes, por lo que considera que los requisitos de reservas de liquidez tienen un carácter eminentemente prudencial. También resalta que, con la dolarización se cumple la hipótesis que con ella se logra la paridad de tasas de interés internas y externas, aclarando que cualquier desajuste entre ellas es explicado principalmente por los mayores costos de transacción que existen en el mercado interno, al que se suma “la percepción de un mayor riesgo y la política de bajas tasas de interés adoptada por la Reserva Federal de Estados Unidos” (párr. 7).

Además, la evolución de los *spreads* de las tasas de interés internas y las externas que se registran en el sistema bancario salvadoreño, están principalmente asociadas al efecto de la reducción en la tasa de interés sobre los depósitos y al aumento de la tasa de interés a los préstamos hasta un año y a más de un año plazo, así como a las fluctuaciones de la mora crediticia y riesgo de recuperación de préstamos, según documentos del BCR.

Gráfico 11

Tasa de interés activa: países de Centroamérica y Panamá (% a corto plazo).



Fuente: datos seleccionados por cada país, para dos y medio años a diciembre de 2021, del sitio web <https://www.secmca.org/secmcadatos/>

También, como se puede observar, El Salvador ha mantenido las tasas de interés activas más bajas de la región, compitiendo estrechamente con Panamá; aunque entre junio de 2019 y septiembre de 2021, la banca salvadoreña le saca una importante ventaja (Gráfico 11), revelando que el sistema bancario salvadoreño es altamente competitivo y eficiente, lo que resulta ser un importante beneficio para empresas y personas naturales que solicitan créditos.

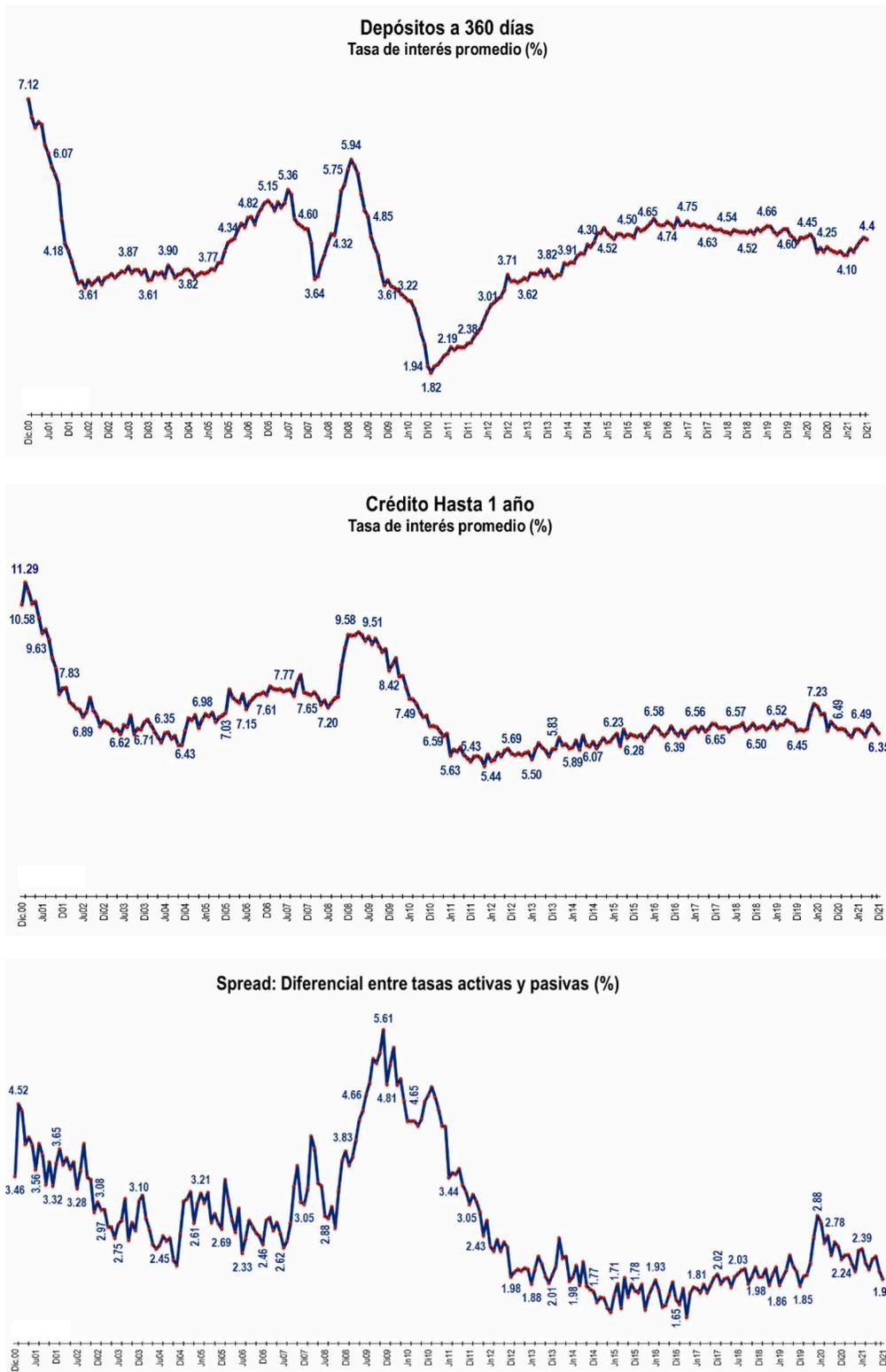
En diciembre de 1999, un año antes de la dolarización, la tasa de interés activa de corto plazo en El Salvador era de 15.09 %, mientras que en Panamá –con economía dolarizada–, era de 10.52 %, esto es, 457 puntos base menos, lo que significaba que, en este último país, el costo de un crédito era 30.3 % menor. Posteriormente, desde diciembre de 2001, con la economía dolarizada, El Salvador se ubica como el país con la menor tasa de interés –salvo el ciclo marcado por la Gran Recesión–, de modo que, a diciembre de 2021, con 6.35 % es 187 puntos base menos que la tasa de interés prevaleciente en Panamá, y 904 puntos menos que la de Honduras (15.39 %), que registra la tasa más alta de la región (CMCA). En este contexto, normalmente no se resaltan los beneficios sociales, como es evitar las discriminaciones y diferenciaciones entre los clientes de las instituciones financieras. Por ejemplo, en una economía con moneda nacional, sólo unos pocos clientes de bancos –generalmente empresas exportadoras–, logran tener acceso a los créditos en dólares, con menores tasas de interés, segmentación obviamente discriminatoria, aunque esta tenga pleno sustento técnico sobre la base de análisis de riesgo. Contrariamente, los créditos de consumo en El Salvador eran fundamentalmente colocados en colones, afectando el comercio, la construcción y la adquisición de viviendas. Como la demanda por este tipo de créditos se mantenía alta, las tasas de interés también se mantenían altas y con un marcado diferencial respecto a las tasas en dólares.

Con la dolarización, las discriminaciones y diferenciaciones terminaron y, ahora, todos tienen acceso a un mercado con tasas de interés significativamente más bajas, esto es, de unos 1,000 puntos base menos.

Visto esto como mercado interno de El Salvador, se puede observar que con la dolarización bajaron todas las tasas de interés. El interés promedio sobre los depósitos a 360 días, con altos y bajos, se redujo de 7.12 % en diciembre de 2000 hasta 4.40 % en diciembre de 2021 (-272 puntos). La tasa de interés sobre créditos hasta un año plazo bajó de 11.29 % en enero de 2001 a 6.35 % en diciembre 2021 (-494 puntos). Consecuentemente, el *spread* se redujo de 452 puntos en enero 2001 a 195 en diciembre 2021 (-257 puntos), reflejo de mayor competitividad entre las instituciones financieras y mejor manejo de los recursos (Datos BCR, para cada año), (Gráfico 12). Sin embargo, es de observar que la Gran Recesión de 2007-2008, que impactó directamente a El Salvador en 2009-2010, efectivamente causó un alza generalizada de las tasas de interés, y especialmente del *spread*, que llegó a 561 puntos, aunque se mantuvieron por debajo del resto de Latinoamérica, para luego bajar y estabilizarse en un rango, en general, por debajo de 2 %, salvo el aumento originado en el marco de la pandemia por COVID-19. También se observaba que, en muchas ocasiones, existía una diferenciación arbitraria, donde el banco asumía el riesgo a cambio de premiar, atraer o mantener clientes preferenciales, lo cual presentaba un peligroso descalce de monedas, que era necesario corregir para proteger al sistema bancario.

Gráfico 12

Tasa de interés promedio de depósitos y crédito y spread.



Fuente: elaboración propia con base a datos del BCR.

Todo lo anterior muestra que el objetivo de reducir la tasa de interés se logró plenamente con la dolarización y, además, se consiguió una convergencia entre las tasas de interés internas y las externas, además de establecer un sistema crediticio más equitativo.

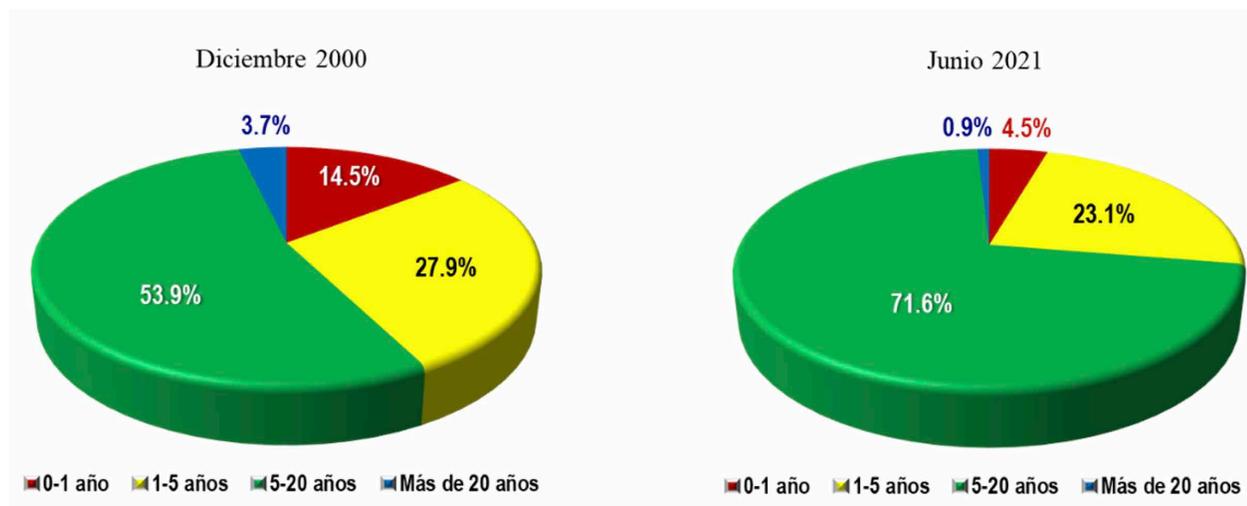
c. Ampliar los plazos, facilitar acceso al crédito y aliviar el estrés financiero

Otro de los objetivos centrales de la dolarización es contribuir a la ampliación de plazos de los préstamos al tiempo que se reduce la tasa de interés: estos son factores determinantes para facilitar el acceso a crédito, con lo que se impulsa la inversión y el consumo, esto es, el crecimiento de la economía.

En diciembre de 2000, justo antes de la dolarización de la economía de El Salvador, el 42.4 % de la cartera de préstamos de los bancos tenía un plazo hasta cinco años, mientras que el 53.9 % estaba colocada entre cinco y 20 años, y 3.7 % a más de 20 años (Gráfico 13). A junio de 2021, pasados 20½ años de dolarización, sólo el 27.7 % de los préstamos estaban a menos de cinco años, mientras que el 71.6 % de la cartera de los bancos estaba colocada a un plazo entre cinco y 20 años, aunque la cartera a más de 20 años se redujo a 0.9 % (SSF, 2000 y 2021).

Gráfico 13

Cartera de préstamos por plazos: diciembre 2000 y junio 2021.



Fuente: elaboración propia con base a datos de la SSF.

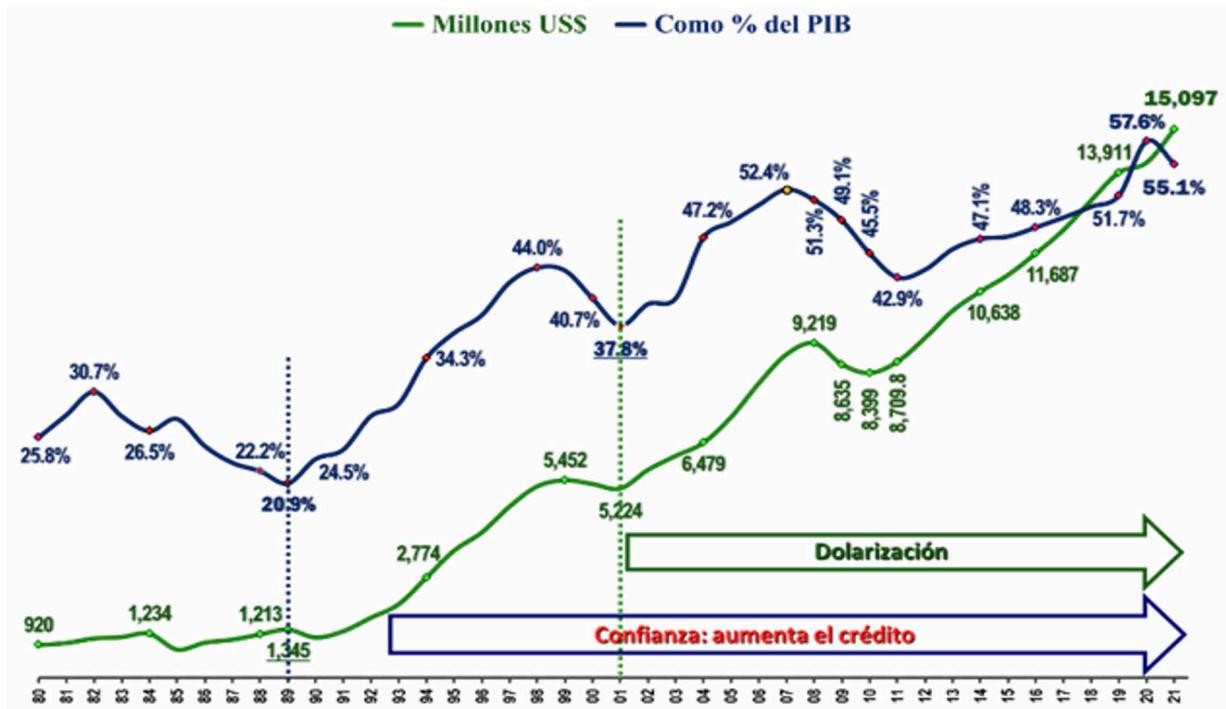
Por tanto, el objetivo de la dolarización de ampliar los plazos de los créditos, también ha sido plenamente cumplido. En estas condiciones, ahora se tienen tasas de interés más bajas y con plazos mayores, lo cual facilita el acceso al crédito, sin discriminaciones ni diferenciaciones.

En cuanto al objetivo de facilitar el acceso al crédito, cuando este se mide como porcentaje del PIB, se observa que en los años 80's los préstamos cayeron de 30.7 % en 1982 a 20.9 % en 1989, último año de banca nacionalizada, lo que significa que la banca estatal le restó apoyo a la actividad económica en medio del enfrentamiento armado (BCR, para cada año).

Por el contrario, ya logrados los Acuerdos de Paz, la banca nuevamente privada dinamizó la colocación de créditos y lo elevó a más del doble, para llegar a 44.0 % del PIB en 1998, aunque se redujo a 37.8 % en enero de 2001, al inicio de la dolarización (Gráfico 14).

Gráfico 14

Crédito al sector privado



Fuente: elaboración propia con base a datos del BCR.

Esta tendencia a la baja de la expansión del crédito tocó fondo en 2001, primer año de la dolarización, principalmente como reflejo del efecto de dos devastadores terremotos que afectaron a El Salvador en enero y febrero de dicho año.

Luego se recupera el crédito y en 2007 marcó un récord con 52.4 % del PIB. Lamentablemente, la Gran Recesión nuevamente afectó la expansión del crédito, que volvió a caer hasta 42.9 % en 2011; se recupera a partir de 2012, para ubicarse en 57.6 % en 2021 (BCR, para cada año). En 2022

el crédito al sector privado creció con fuerza y llegó a US\$ 15,097 millones, pero como proporción del PIB se redujo a 55.1 %, dado que la actividad económica creció en torno al 16 % a precios de mercado, debido a un fuerte rebote de la economía después de la contracción de 2020 causada por la pandemia por COVID-19. Cabe destacar, que también hay crédito a residentes por parte de instituciones financieras no residentes, lo que sugiere que el nivel de crédito total se ubica cerca del 60 % del PIB. Obviamente, con la dolarización, en El Salvador se elevó significativamente el nivel de bancarización.

En este contexto, con la dolarización también se buscó aliviar el estrés financiero que tienen que enfrentar muchas personas naturales y jurídicas, a causa de la elevada tasa de interés y los plazos más cortos del crédito; esto se logró, como se presentó anteriormente. Para medir la reducción de la presión financiera, en este ejercicio se tomó como referente el porcentaje de morosidad de la cartera de préstamos de las instituciones financieras.

En 1989, la banca nacionalizada terminó con 36.7 % de la cartera en la categoría de mora “irrecuperable”, principalmente como resultado de préstamos otorgados con criterios políticos, sin la debida evaluación de riesgo, así como por las altas tasas de interés y plazos reducidos de los créditos (Gráfico 15). A noviembre de 2021, solo el 2.0 % de la cartera está en mora (SSF, 2022). Una clara evidencia de haberse cumplido el objetivo de aliviar el estrés financiero.

Gráfico 15

El Salvador: morosidad de cartera: 1989-2021 (% del total de cartera).



Fuente: elaboración propia con base a datos del SSF.

d. Asegurar el valor de los depósitos y las pensiones

Otro objetivo de gran importancia financiera y social buscado con la dolarización, es el de asegurar el valor de los depósitos del público, y de las pensiones de la gente retirada o en proceso a retirarse. Esto se materializa en tanto que la moneda en que se mantienen los activos financieros conserva su valor porque no se deprecia (devalúa), respecto a la moneda de referencia más fuerte que tiene la economía local.

Según lo visto previamente, el registro histórico muestra que El Salvador tendió a mantener una sólida política monetaria; aunque cayó en un ciclo de serios desajustes a inicio de los años 80, terminó con una devaluación del mercado oficial de 100 % después de 52 años de tipo de cambio fijo. Nuevamente, quedó en evidencia que no es el sistema de paridad o de flotación el que puede ser mejor o peor, sino que es la disciplina monetaria, acompañada con la debida disciplina fiscal, la que proporciona mayor o menor solvencia al sistema que se adopte.

Por ejemplo, un depositante en El Salvador, que tenía ₡250 en un banco el 20 de enero de 1986 sabía que con esta cantidad de dinero podía comprar US\$ 100. El 22 de enero encontró que sus depósitos solo podían comprar US\$ 50, todo esto agravado con un aumento significativo de la inflación que fue parcialmente compensado con ajustes de sueldos y salarios. Además, los depósitos de la contribución social también perdieron la mitad de su valor, al tiempo que la inflación golpeaba con fuerza la economía. Pasado el tiempo, todo esto, más inversiones mal planteadas y el uso de los recursos de la seguridad social por el gobierno para financiar el déficit¹², terminaron poniendo en una situación de quiebra a todo el sistema, algo que aún sigue pagando la sociedad salvadoreña con la contratación de préstamos.

Si bien a partir de 1991 la política monetaria fue conservadora y la gestión fiscal se racionalizó a partir de 1993, una vez cumplidas todas las demandas resultantes de los Acuerdos de Paz, no fue hasta 1997 cuando las tasas de inflación de El Salvador y los EUA comenzaron a converger, fundamentalmente porque en el país centroamericano se estableció *de facto* un sistema de caja de conversión.

Evidentemente, dado que no hubo más devaluaciones y se ha logrado sostener una baja inflación, se cumplió este objetivo de la dolarización: el asegurar el valor de los depósitos del público y de las pensiones.

e. Mantener inflación en una tasa similar a la de Estados Unidos de América

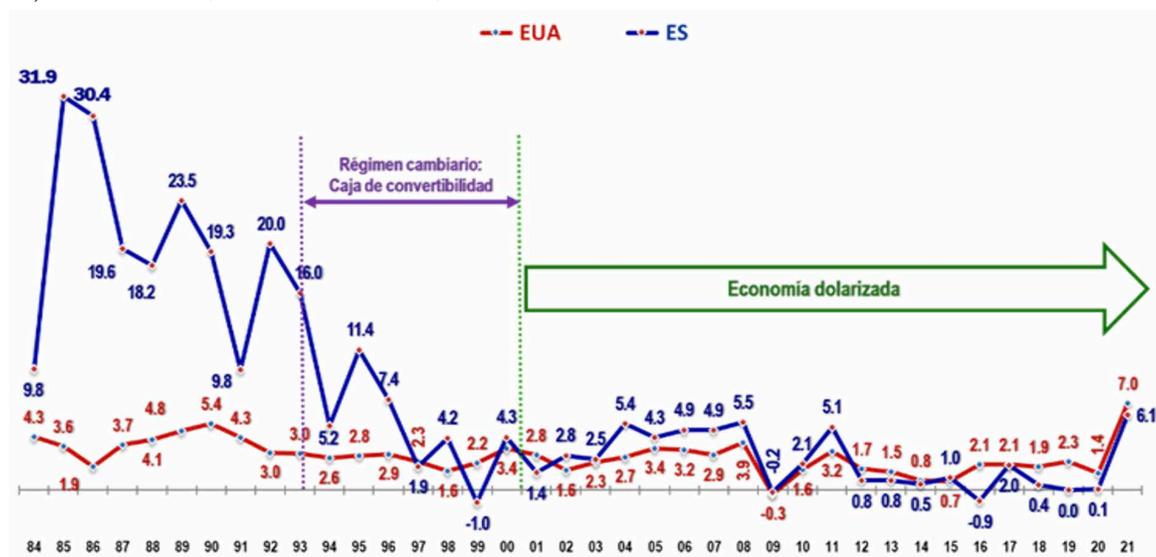
Otro de los objetivos de la dolarización es mantener la inflación doméstica en un nivel similar al prevaleciente en los EUA, el principal socio comercial de El Salvador. Después de la guerra entre El

¹² En 1985, el gobierno tomó prestados recursos aportados por los trabajadores al Instituto de Seguro Social, pagando una tasa de interés de 2 %, cuando la inflación de ese año y el siguiente superaron el 30 % cada año, lo que significó una costosa descapitalización, que eventualmente lo dejó en situación de quiebra técnica (apuntes del autor de este documento como economista de país del FMI).

Salvador y Honduras en julio de 1969, la situación fiscal comenzó a generar una presión inflacionaria que rompió con la tradición de bajas tasas de inflación durante 40 años. A partir de 1972 la inflación se acelera y en 1985 y 1986 supera en 30% anual. Así es como la inflación punto a punto en El Salvador llegó a 468.5% en la década 1980-1990 (Gráfico 16), (BCR, para cada año).

Gráfico 16

Inflación anual (% variación anual).



Fuente: elaboración propia con base a datos del BCR y el departamento de trabajo de EUA.

Si bien a partir de 1991 la política monetaria fue conservadora y la gestión fiscal se racionalizó desde inicios de 1993, una vez cumplidas las demandas resultantes de los Acuerdos de Paz, no fue hasta 1997 que las tasas de inflación de El Salvador y EUA comenzaron a converger, fundamentalmente porque en el país centroamericano se estableció *de facto* un sistema de caja de convertibilidad.

Luego, con la dolarización se consolida esta convergencia y se mantienen ambas en un nivel similar, donde incluso la inflación de El Salvador ha estado por debajo de la estadounidense desde el 2012 hasta 2021. Evidentemente, esto verifica que se cumplió con el objetivo de mantener la inflación doméstica en un nivel similar a la de los EUA.

f. Procurar mayor disciplina fiscal

Un buen administrador público se reconoce en el tiempo de escasez, no de abundancia, pues requiere de firmeza para detener los mayores gastos que se presentan, sabiduría para priorizar las necesidades a satisfacer y decisión para cobrar los impuestos que se deben pagar (de Rosa, 2006).

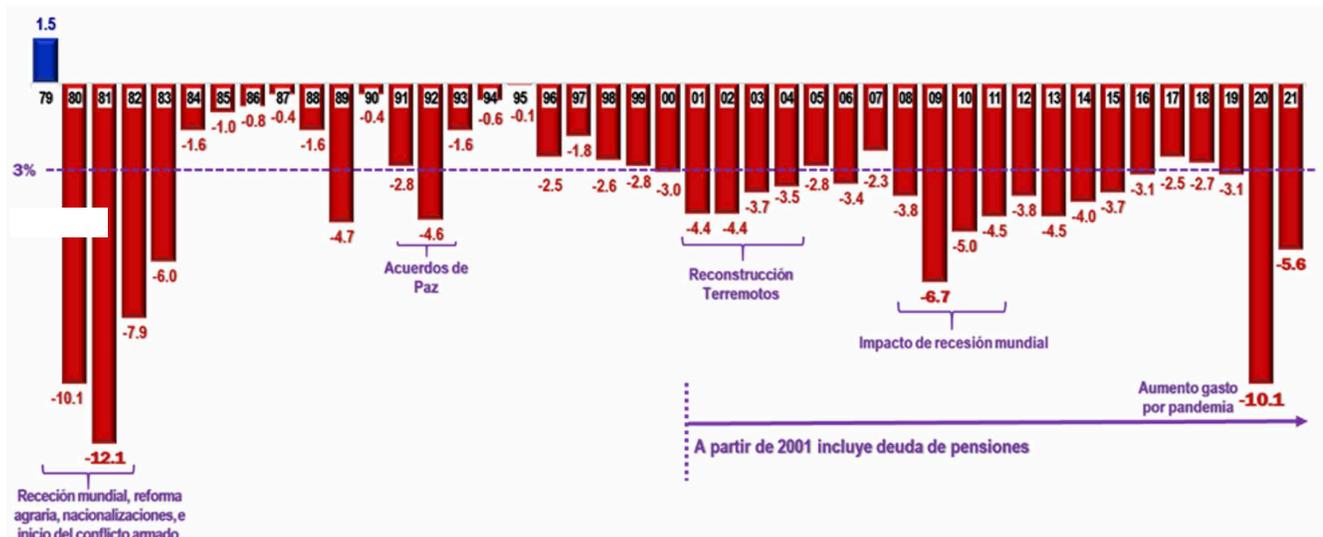
Si bien este no es un objetivo, la dolarización impone como condición necesaria el mantener mayor disciplina fiscal, aunque este debería ser un requisito a cumplir con cualquier sistema monetario-cambiario.

Al observar el resultado de las finanzas públicas de El Salvador, en 1979 el sector público no financiero obtuvo el último superávit, que fue equivalente a 1.5 % del PIB. Entre 1980 y 1983 se tiene un déficit promedio sobre 9 % (Gráfico 17), (BCR y Ministerio de Hacienda). Luego viene un período de disminución significativa del déficit fiscal debido a la ayuda del gobierno de los EUA, que llegó a ser tan significativa que se estructuró un presupuesto paralelo. En 1989, se transparentó el déficit fiscal en un proceso que buscó sincerar la situación fiscal, dado que existía un alto monto de pagos atrasados fiscales, tanto con proveedores nacionales como extranjeros.

Luego se vuelve a elevar el déficit ante las demandas resultantes de los Acuerdos de Paz que, además de la inversión de reconstrucción de la infraestructura dañada por la guerra interna, impusieron al Gobierno nuevos gastos corrientes recurrentes, sin que la ayuda internacional se manifestara en los términos ofrecidos originalmente. Sin embargo, ajustes tributarios y la introducción del IVA permitieron mantener el déficit fiscal en cintura.

Gráfico 17

Déficit del sector público no financiero (% del PIB).



Fuente: elaboración propia con base a datos del BCR y del Ministerio de Hacienda.

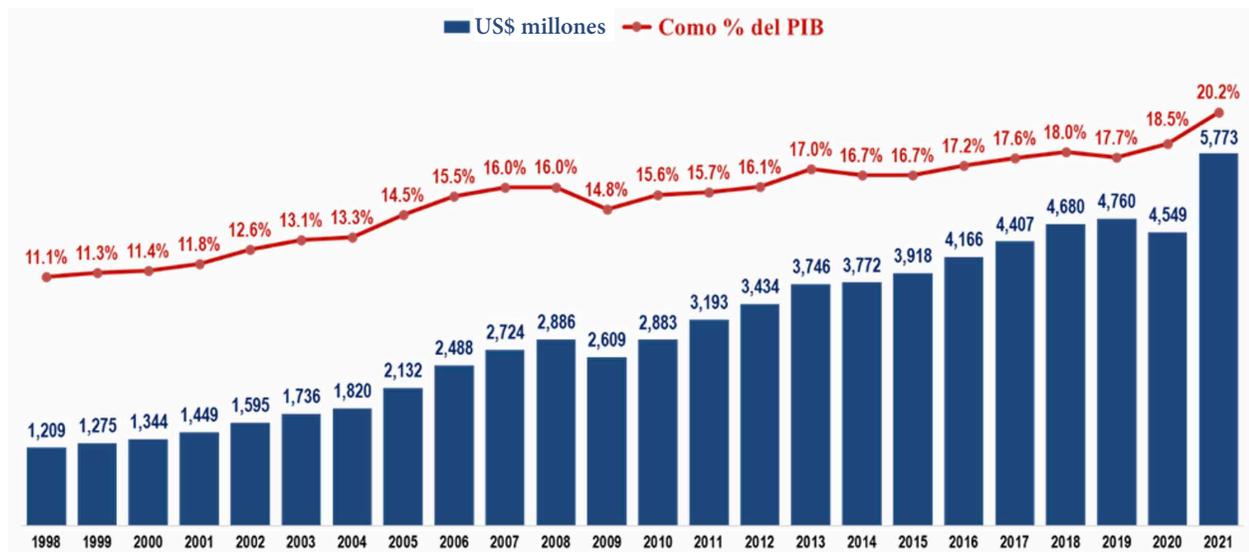
Entre 2001, primer año de la dolarización, y 2003, el Gobierno de El Salvador elevó el déficit fiscal en respuesta a las necesidades de los dos terremotos de 2001. Luego se vuelve a una situación de control

del déficit, que se mantuvo prácticamente hasta 2008, cuando el país comenzaba a ser golpeado por la Gran Recesión. Hasta ahí se puede argumentar que el Gobierno mantuvo una gestión financiera pública acorde con el requisito de disciplina fiscal.

Los ingresos tributarios se elevaron de 11.1 % del PIB en 1998 hasta 18.5 % en 2020 y luego, por el efecto rebote de la economía llegó a 20.2 % en 2021, marcando un récord histórico (Gráfico 18). Lamentablemente, a partir de 2009, el Gobierno también ha incrementado el gasto por encima de los aumentos de tributación, con lo que ha causado altos déficits fiscales.

Gráfico 18

Ingresos tributarios.



Fuente: elaboración propia con base a datos del BCR.

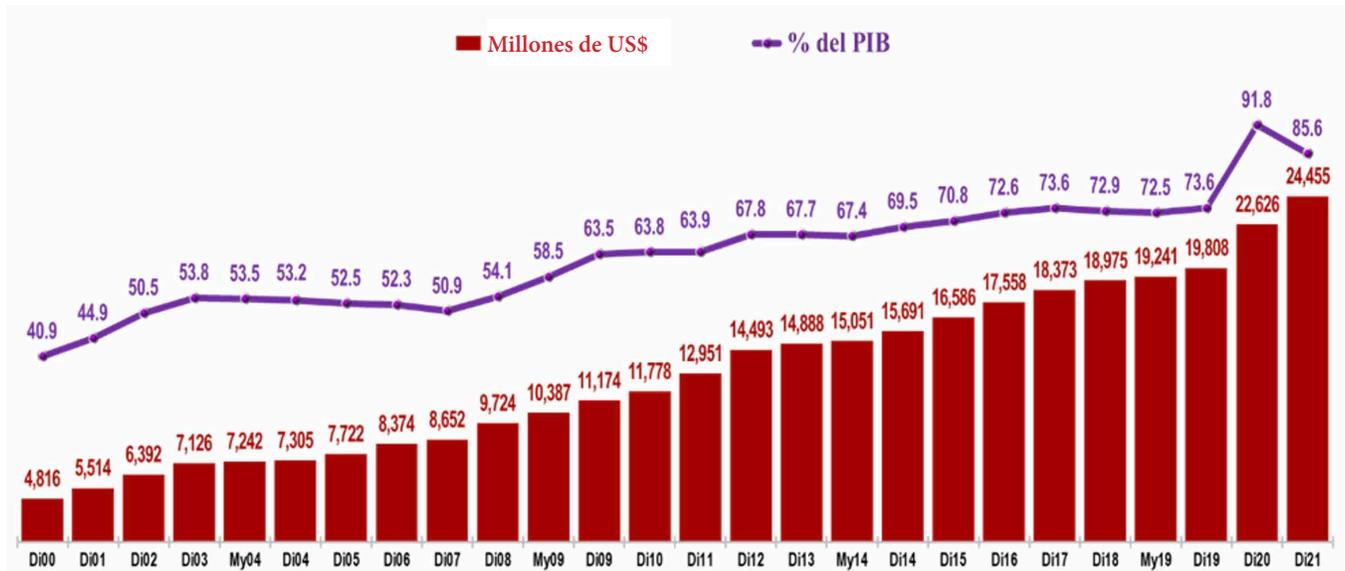
El alto déficit fiscal es un riesgo que enfrenta una economía dolarizada, el cual, es superable en primera instancia, en la medida que este puede ser financiado con nuevos créditos externos. Con este enfoque, el Gobierno de El Salvador ha aumentado el endeudamiento público total de 40.9 % en 2000 a 85.6 % en diciembre de 2021, porcentaje menor por el marcado aumento del PIB nominal (Gráfico 19), según datos del BCR, lo cual conlleva un alto riesgo macroeconómico (BCR, para cada año).

Nuevamente, cuando los gobiernos son desordenados y no toman conciencia de las repercusiones que tiene un alto déficit fiscal, no hay sistema que le pueda imponer disciplina a los gobernantes de turno. Es por esto que El Salvador ha empeorado la calificación de su deuda soberana, pasando

de un “grado de inversión” a un nivel de “especulación”, con tendencia negativa, que en jerga de corredores de bolsas se denomina como deuda “chatarra”. Es de recordar que Moody’s le dio a El Salvador el grado de calificación de “de inversión” en 2004, la que se perdió en noviembre de 2009.

Gráfico 19

Deuda pública total.



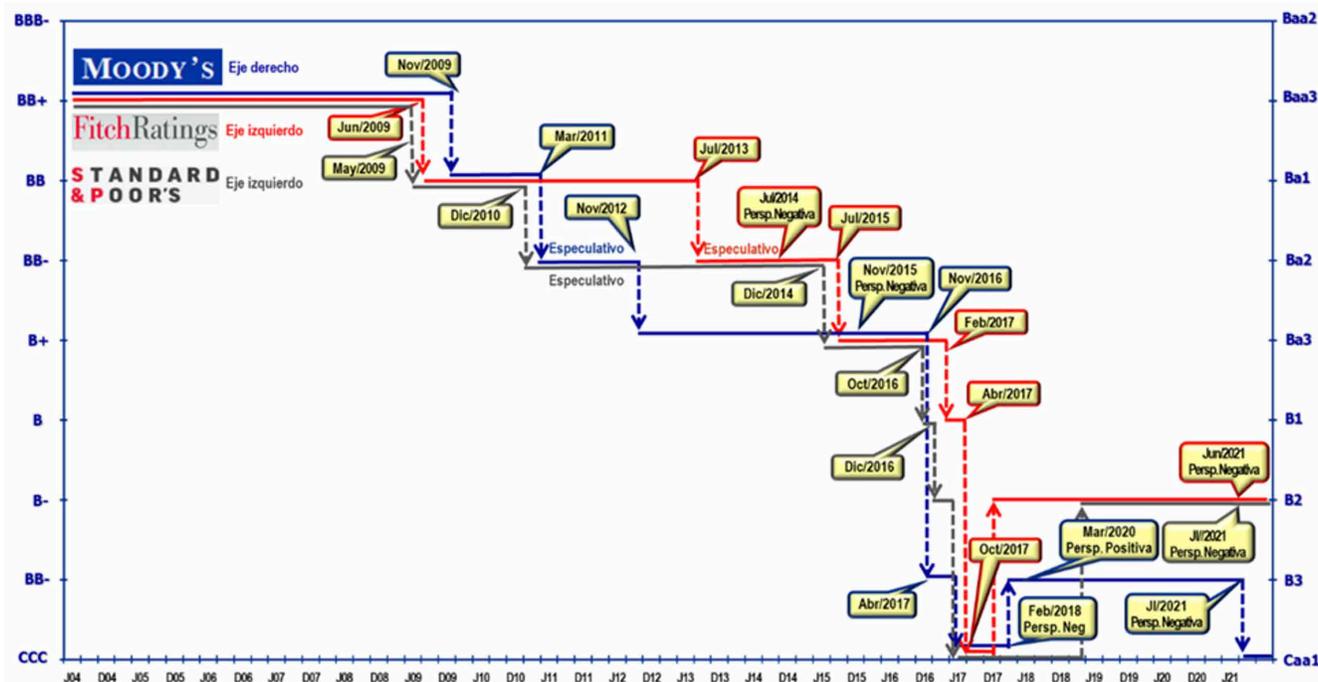
Fuente: elaboración propia con base a datos del BCR.

Posteriormente viene un período de progresivas degradaciones de la calificación soberana de país, hasta 2021, cuando las Fitch Ratings (Octubre, 2017) y Standard & Poor’s (junio, 2019) pusieron a El Salvador en “grado especulativo”, con una calificación B, que significa que el gobierno aún tiene la capacidad de cumplir sus obligaciones financieras, pero hay preocupación que, por cambios adversos, se pueda limitar su capacidad de pago y caer en impago (Gráfico 20). Además, a estas calificaciones se le otorgó una “perspectiva negativa” (Fitch Ratings, junio 2021; Standard & Poor’s, julio 2021), que indica que puede haber una caída en la calificación soberana en el futuro inmediato.

Por su parte, Moody’s también puso a El Salvador en grado especulativo con perspectiva negativa en julio de 2021, con una calificación de Caa1: significa que el país es vulnerable a condiciones adversas, y que debe trabajar para tener una situación que le permita cumplir sus obligaciones financieras.

Gráfico 20

El Salvador: calificación de riesgo soberano.



Fuente: Fitch Ratings (junio, 2021); Standard & Poor's (julio, 2021).

g. Mayor incursión de bancos extranjeros para que haya más competencia

Otro objetivo planteado de la dolarización fue introducir mayor competencia en el sistema bancario, con la incursión de un mayor número de bancos extranjeros. En 2000, en El Salvador operaban 16 bancos¹³, de los cuales nueve eran de propiedad salvadoreña y siete extranjeros (Tabla 6).

Con la dolarización se atrajo a bancos extranjeros, que vieron una interesante posibilidad de operar para Centroamérica desde El Salvador. En 2014 había 12 bancos, de los cuales dos eran estatales y 10 de propiedad extranjera. En 2021, se registran 13 bancos: cuatro son de propiedad salvadoreña, de los cuales, dos son bancos privados creados recientemente, y los otros dos son bancos estatales.

Es de recordar que en 2004 ya se señalaba que El Salvador tenía un conjunto de bancos que se destacaban por su alta solvencia y sanas carteras, tanto por una buena administración privada, como por un sistema de supervisión altamente demandante y estricto en sus normas.

¹³ En el sistema financiero salvadoreño también hay instituciones financieras no bancarias, como bancos cooperativos y sociedades de ahorro.

Tabla 6*Bancos residentes operando en El Salvador.*

2000		2014		2021	
Bancos salvadoreños (9)		Bancos salvadoreños (2)		Bancos salvadoreños (4)	
1.	Agrícola				
2.	Ahorromet-Scotia			1.	ABANK (2019)
				2.	Banco Azul (2015)
3.	BANCASA				
4.	Comercio				
5.	Cuscatlán				
6.	Desarrollo				
7.	Salvadoreño				
8.	Fomento agropecuario (Estatal)	1.	Fomento agropecuario (Estatal)	3.	Fomento agropecuario (Estatal)
9.	Hipotecario (Estatal)	2.	Hipotecario (Estatal)	4.	Hipotecario (Estatal)
Bancos extranjeros (7)		Bancos extranjeros (10)		Bancos extranjeros (9)	
1.	Capital	1.	Agrícola-Bancolombia	1.	Agrícola-Bancolombia
2.	Citibank	2.	Citibank	2.	Atlántida
3.	Credomatic	3.	BAC Credomatic	3.	BAC Credomatic
4.	FCB of Taiwán	4.	G&T Continental	4.	Banco Citi
			Azteca	5.	Cuscatlán
5.	UNIBANCO	5.	Davivienda	6.	Davivienda
		6.	Industrial	7.	G&T Continental
				8.	Industrial
		7.	Promérica	9.	Promérica
		8.	Procredit		
6.	Promérica	9.	Scotiabank		
7.	Banco Uno	10.	Industrial		

Fuente: Asociación Bancaria Salvadoreña, 2000 y 2006; Superintendencia del Sistema Financiero, 2014.

Ante esta situación, Andrés Velasco (2004), que llegara a ser ministro de Hacienda de Chile escribió: El Salvador... ha desarrollado admirablemente un sofisticado sistema financiero... Se le califica por tener un sistema financiero no sólo más avanzado que otros países de Centroamérica sino de otros de mayores recursos y más desarrollados como es México.

Sus costos de operación y *spreads* de préstamos son bajos en comparación con Latinoamérica... La dolarización ha llegado a crear una atmósfera de estabilidad monetaria con muy bajas tasas de interés. Los bancos salvadoreños están en general muy capitalizados y tienen bajos indicadores de mora. (Archivo personal: de Rosa).

Recuadro 5

Dolarización y sistema bancario de El Salvador

La dolarización parece haber tenido un impacto significativo en el sistema bancario salvadoreño a través de al menos tres canales:

Una pérdida significativa de ingresos como resultado de la desaparición de los márgenes de interés de las operaciones denominadas en colones (que son un punto porcentual más alto que el margen de las operaciones denominadas en dólares antes de la dolarización), así como la pérdida de comisiones por transacciones cambiarias. Sin embargo, los bancos han mantenido estables los márgenes generales de beneficio mediante la reducción de costos y la introducción de tarifas por otros servicios que anteriormente se proporcionaban de forma gratuita.

Esfuerzos más agresivos de los bancos nacionales para mantener la participación en el mercado crediticio interno.

Hasta el tercer trimestre de 2002, los prestatarios salvadoreños (especialmente los principales clientes corporativos) preferían las líneas de crédito extranjeras: el crédito de los bancos nacionales disminuyó y las líneas de crédito extranjeras aumentaron considerablemente. Desde entonces, los bancos nacionales han comenzado a recuperar cuotas de mercado a expensas de las líneas de crédito extranjeras, ofreciendo mejores condiciones, por ejemplo, vencimientos más largos. El crédito de los bancos nacionales se ha recuperado y el crédito de los bancos extranjeros está aumentando a un ritmo mucho más lento.

Mayor regionalización de la banca salvadoreña: esto toma dos formas.

Aumento de los préstamos a no residentes, principalmente corporativos en la región, de bancos nacionales. Este crédito ha venido aumentando de manera significativa desde la dolarización. La principal razón parece ser el lento crecimiento y la escasa demanda de crédito a nivel nacional, combinado con un mejor precio de los bancos salvadoreños, ya que tienen acceso a crédito de menor costo desde el exterior que los bancos de otros países de la región. Varios de los grandes bancos nacionales han alcanzado un tope en los préstamos a no residentes para los cuales no se requiere autorización de la Superintendencia (75 por ciento del patrimonio neto) y ahora están solicitando límites más altos.

Aumento de la presencia física de los bancos salvadoreños en el resto de Centroamérica. Esta expansión se está produciendo a través de una variedad de estructuras de propiedad. La motivación clave para esta expansión es, en parte, sortear los límites de los préstamos a no residentes y, en parte, seguir a los clientes corporativos que se están expandiendo desde El Salvador a otros países.

Fuente: FMI (2003, p. 20); para uso oficial: memorando a los miembros del Directorio Ejecutivo, SM/03/230.

En conclusión, la dolarización efectivamente ha introducido mayor competencia en el sistema bancario salvadoreño, especialmente mediante la fuerte entrada de bancos extranjeros. La competencia entre los bancos residentes tuvo tanto dinamismo que lograron superar problemas iniciales, como la desaparición de los márgenes de las tasas de interés y la pérdida de comisiones, mediante la reducción de costos y la introducción de otros cobros, así como por una mayor disputa en el mercado nacional, y una incursión generalizada de otras instituciones financieras de países de Centroamérica, por la confianza que da la dolarización (Recuadro 5).

h. BCR pierde facultades de emitir y capacidad para formular política monetaria

Dos aseveraciones en contra de la dolarización son: (i) Que pierde la capacidad de emitir; y (ii) Que pierde la capacidad para formular política monetaria. Según Jácome y Lönnberg (2010), en una economía dolarizada, el banco central pierde su capacidad para realizar operaciones monetarias, pues ya no se le permite emitir la moneda nacional. A esto agregan que, de manera excepcional, el banco central puede apoyar con liquidez a las instituciones financieras en momentos de dificultades financieras, siempre y cuando tenga suficientes reservas internacionales para respaldar estas operaciones.

En un sistema de dolarización total la primera aseveración no es discutible, es una realidad, aunque no todo es absoluto. Como se verá más adelante, en el modelo de dolarización adoptado en El Salvador, el banco central mantiene condiciones como para poder influir en la disponibilidad –cantidad– de recursos monetarios en la economía, vía ampliación o contención de los flujos financieros a los que puede tener acceso la banca (mayores o menores porcentajes de reservas de liquidez), así como a la forma en que invierte sus excedentes monetarios. Respecto a la pérdida de la facultad de formular política monetaria, la experiencia vivida demuestra que esta no es una aseveración totalmente correcta, puesto que el banco central ha mantenido su capacidad para influir en las tasas de interés, y la disponibilidad de recursos monetarios en la economía, aunque con variaciones a la forma tradicional de hacerlo.

La primera experiencia se vivió entre fines de 2003 y comienzos de 2004: el Banco Central de Reserva de El Salvador, ante la posibilidad de un cambio de gobierno con marcadas diferencias ideológicas, tomó la decisión de aumentar el requerimiento de reserva de liquidez –encaje– en dos puntos porcentuales; esto dio luz sobre su capacidad de ejercer una forma de política monetaria.

Al dar seguimiento diario a las tasas de interés que se reportaban a la Superintendencia del Sistema Financiero¹⁴, la Dirección Ejecutiva de ABANSA observó una importante tendencia al alza, que

¹⁴ También los bancos las reportaban a la Asociación Bancaria Salvadoreña, de la cual el autor de este libro fungía como Director Ejecutivo, lo que le permitió llegar a la conclusión planteada en este trabajo.

pasada unas dos a tres semanas comenzó a ceder, para prácticamente volver a un nivel similar al que tenían antes del aumento de la reserva de liquidez.

Ante esa situación, se indagó qué otra situación acontecía para explicar lo que estaba sucediendo con las tasas de interés. La respuesta: los bancos trajeron recursos desde el exterior, con lo que compensaron la menor disponibilidad de recursos que causó el aumento de la liquidez, situación que permitió la vuelta de las tasas de interés a sus niveles anteriores.

Esa explicación fáctica demostró que con la economía dolarizada también hay espacios para hacer política monetaria, la cual será más marcada si se dispone de una forma cómo cerrar las válvulas que comunican el mercado interno con el externo. Por ejemplo, si el BCR decide reducir la reserva de liquidez (encaje) y la Superintendencia del Sistema Financiero conjuntamente dicta una norma que prohíbe, temporalmente, a los bancos hacer inversiones en el exterior y que toda inversión externa que se venza se tenga que repatriar, entonces la disponibilidad de dinero se incrementará y las tasas de interés tenderán a bajar.

En 2020, el sistema financiero enfrentó:

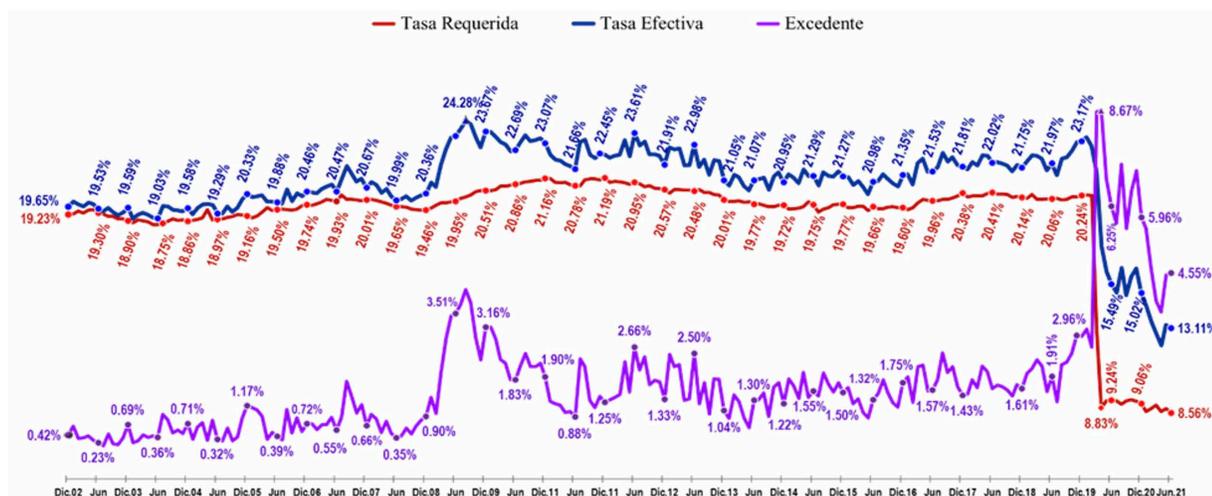
... fuertes variaciones en los porcentajes de reservas de liquidez requeridas por normativa, en un claro ejercicio de política monetaria impulsada por el BCR, para liberar recursos y dejar abierta las puertas para incrementar el crédito al Gobierno Central, sin producir un desplazamiento del sector privado ni causar un alza en las tasas de interés. (de Rosa, *et al.*, 2021, p. 69).

Adicionalmente, en este mismo documento se hace ver que:

El registro histórico del BCR muestra que desde febrero de 2002 la reserva de liquidez se mantuvo entre 18.9 % y ha estado sobre 19 %, y salvo al cierre de 2003, que bajó hasta 18.90 %, luego vuelve a subir y mantenerse entre 19½ % y 20 % hasta junio de 2009 (Gráfico 21). Luego, a partir de julio de este último año, comienza a subir de 20.10 %, con altos y bajo, hasta 21.19 % en diciembre de 2011 y 21.0 % en marzo de 2012, como medida preventiva ante la crisis financiera mundial. Seguidamente, vuelve a bajar y se ubica entre 19½ % y 20½ % hasta febrero de 2020, cuando estaba en 20.26 %. En solo un mes, en marzo de este último año, el requerimiento de reserva de liquidez se redujo 7.38 puntos porcentuales (-36.4 %), y quedó en 12.88 %, liberando alrededor de US\$ 1,100 millones. Esta tendencia se acentuó aún más en abril, cuando la tasa requerida se redujo hasta 8.83 % del total de depósitos, liberando alrededor de US\$ 200 millones adicionales. Esto significa que se dio una baja de 11.43 puntos porcentuales (-56.4 %) en 2 meses. (*ibídem*, p. 70).

Gráfico 21

Reserva de liquidez (encaje) requerido y efectivo.



Fuente: elaboración propia con base a datos del BCR (estadísticas monetarias y financieras armonizadas para Centroamérica y República Dominicana).

Es de destacar que las instituciones financieras han mostrado alta responsabilidad, dado que, a lo largo del tiempo, siempre han tenido reservas de liquidez depositadas en el BCR por encima de la tasa requerida, excedentes, incluso en los momentos en que se redujo el requerimiento legal. Si bien se disminuyó la tasa de reservas de liquidez hasta 8.83 %, las instituciones financieras mantuvieron una tasa efectiva depositada en el BCR de 17.50 %, esto es, 8.65 puntos porcentuales de excedente, prácticamente el doble de lo requerido, al tiempo que expandieron el crédito al Gobierno y al sector privado.

Se puede observar que, como resultado de los dos casos expuestos, en efecto ha habido medidas de política que han tenido un resultado similar a lo que sucede con la aplicación de la “política monetaria tradicional”, pues se ha incrementado la disponibilidad de dinero y con ello se ha reducido o mantenido las tasas de interés. Esta evidencia echa por tierra la aseveración absoluta que con la dolarización el banco central pierde toda la facultad de hacer política monetaria, dejándolo solo como un mito que, a medida que se estudie a profundidad, irá perdiendo valor conceptual.

i. Se pierde el señoreaje

Obviamente, el banco central pierde el ingreso resultante de su condición monopólica para emitir moneda, monto que fue estimado en US\$ 20 millones en el año 2000. Sin embargo, poco se dice del resultado global que tiene el sector público como un todo, dado que tendrá erogaciones más bajas por la menor tasa de interés que debe pagar por su deuda interna.

En el caso de El Salvador, el saldo de la deuda pública interna al cierre del año 2000 era de US\$ 2,378.1 millones (BCR, 2020) que, de aplicársele la baja de la tasa de interés activa ocurrida en solo un año, de alrededor de 275 puntos base (de 10.58 % en diciembre de 2000 a 7.83 % en diciembre de 2001), el ahorro ronda los US\$ 65 millones (0.5 puntos del PIB del año 2000). De esta manera, como sector público, con la dolarización, más que compensar la pérdida de señoreaje, se termina teniendo un ahorro neto de alrededor de US\$ 45 millones. Este resultado corrobora lo citado del BCR a continuación.

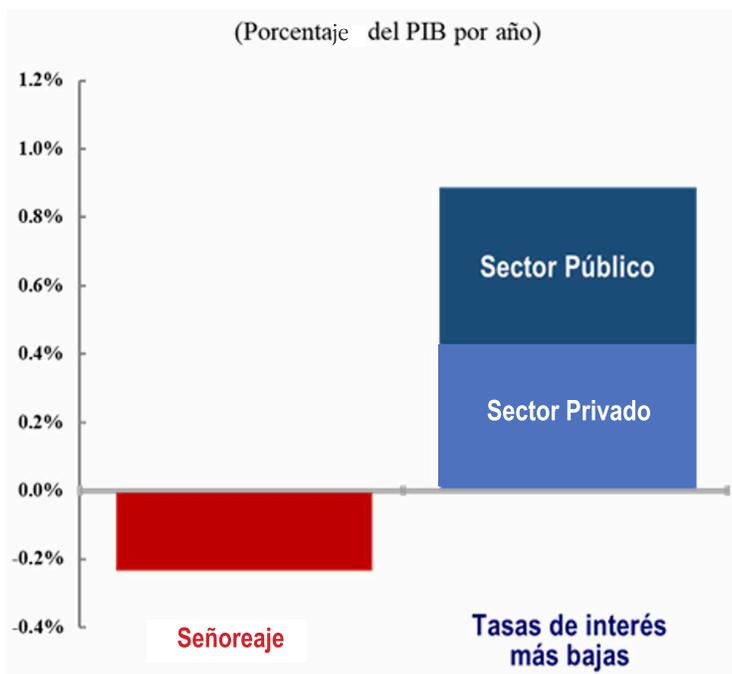
En efecto, el documento del BCR (2020), Dolarización y estabilidad financiera en El Salvador, riesgos y desafíos, al analizar la pérdida del señoreaje, señala que la adopción del dólar produjo una caída de las tasas de interés de bancos comerciales en torno a 4.5 por ciento (cita de Swinston, 2011), y señala que el sector privado no financiero tuvo un ahorro neto de 0.5 por ciento del PIB en promedio, mientras que el sector público tuvo un ahorro neto promedio de 0.5 por ciento del PIB, pérdida por señoreaje: 0.25 % del PIB (Gráfico 22).

Como se puede observar, el banco central pierde un ingreso, pero a cambio, el país gana con creces con la baja de las tasas de interés y la estabilidad financiera que se logra. Si el saldo del crédito al sector privado era de US\$ 5,443.9 millones a fines de 2000 (BCR, 2020), y se aplica la reducción de la tasa de interés observada en 2001 (275 puntos base), se tiene que las empresas y personas naturales pasaron a tener alrededor de US\$ 150 millones adicionales de ingresos disponibles después de impuestos, lo que les permitió aumentar la demanda agregada y mejorar su nivel y condiciones de vida.

En conclusión, la pérdida de señoreaje es un argumento obvio, aunque no es adecuado analizarlo de manera particular, sino que debe observarse en un contexto integral del efecto de la dolarización en las cuentas del sector público como un todo.

Gráfico 22

Costos del señoreaje perdido y beneficios por tasas de interés más bajas.



Fuente: BCR (2020, p. 11).

j. Se pierde prestamista de última instancia

Si bien las reservas bancarias o de liquidez de los bancos tienen como razón principal ser utilizadas para respaldar el sistema de pagos, también pueden ser manejadas como un amortiguador de liquidez. En Ecuador se utilizan para respaldar el sistema de pagos, en El Salvador son parte de una red de seguridad financiera. En este último país, las reservas de liquidez requeridas por la Superintendencia de Bancos, que son remuneradas, también son observadas como un factor de liquidez prudencial a falta de un prestamista de última instancia (Jácome y Lönnberg, 2010).

Sobre el argumento que señala que se pierde prestamista de última instancia, como se explicó anteriormente, los bancos centrales de países con moneda nacional no son prestamistas de última instancia, porque ellos pueden apoyar con sus reservas internacionales hasta que, una vez agotadas, deben recurrir al FMI, que sería el verdadero prestamista de última instancia, o al mercado internacional. Además, el argumento que se pierde el prestamista de última instancia en una economía dolarizada tampoco es totalmente correcto, pues en efecto, como sucede en el caso de El Salvador, se han creado condiciones para que se produzca una transformación conceptual de esta instancia financiera.

Brenta (2001), cita a David Malpass, de Bear, Stearns and Co., Inc., quien en su oportunidad señaló que “el prestamista de última instancia podría ser el sector privado, a través de seguros y líneas de crédito, con activa participación de bancos extranjeros, como ocurre en Panamá”. En el caso de El Salvador, al mantener un requisito de reserva de liquidez en torno al 20 % del total de depósitos, los mismos bancos con sus recursos han creado una herramienta que puede ejercer el papel de prestamista de última instancia.

Esto ya lo reconoció el Fondo Monetario Internacional al describir en el punto 5 del *Staff report for the 2002 article iv consultation*, donde resalta la “Función de prestamista de última instancia reestructurada”, sobre la cual dice:

Específicamente: (i) el requisito de reserva anterior (20 por ciento de los depósitos) se convirtió en un requisito de liquidez remunerada al que los bancos pueden acceder para cubrir las necesidades de liquidez a corto plazo; (ii) el primer 25 por ciento se puede utilizar sin pago de intereses, mientras que los bancos pueden sacar el segundo 25 por ciento a una tasa de interés de mercado. El 50 por ciento restante del encaje bancario está disponible sólo en coordinación con la Superintendencia de Bancos; (iii) los bancos que agoten su requerimiento de liquidez deben ser intervenidos y el Fondo de Seguro de Depósitos (IGD) pagaría hasta US\$ 6,250 (US\$ 10,281 en 2021) por depositante de los bancos liquidados; y (iv) el banco central puede realizar operaciones de recompra de letras del Tesoro de los Estados Unidos de América o valores del Banco Central, financiados por el gobierno en caso de circunstancias excepcionales que provoquen problemas sistémicos. (FMI, 2002, p. 5).

Es interesante analizar el sistema que se tiene en El Salvador, así como el por qué se puso un nivel tan alto de reserva de liquidez. Obviamente su diseño se hizo para que este pudiera ejercer el papel de prestamista de última instancia.

El revisar la historia monetaria salvadoreña, muestra que la mayor corrida de depósitos ocurrió en 1980, en medio de una situación de alta inestabilidad política, la nacionalización de los bancos y del comercio externo, así como la implementación de la reforma agraria. Además, se daban a conocer las primeras noticias sobre las actividades de la guerrilla del Frente Farabundo Martí para la Liberación Nacional (FMLN), el cual, en efecto, lanzó la “Ofensiva final” el 10 de enero de 1981.

En ese contexto de tensión e incertidumbre política, la corrida de depósitos estuvo por debajo del 13 % del total de los depósitos (BCR, revista de cada año: mayo 1979, febrero 1980, abril 1980, enero-febrero 1981), en tanto que las personas naturales como jurídicas, bajo cualquier circunstancia, requieren mantener recursos en los bancos para financiar sus operaciones de recepción y pagos por compromisos comerciales. Entonces, al establecerse en El Salvador una reserva de liquidez del 20 %, los bancos debían mantener depositado en el banco central ese porcentaje de sus depósitos, los cuales, normalmente, estaban alrededor de 21 %; los bancos siempre mantienen una cantidad algo mayor a la exigencia, para evitar insuficiencias, lo cual representaba un colchón más que suficiente para enfrentar una corrida de hasta 20 %, algo que de producirse, estaría alrededor de siete puntos porcentuales por encima de la mayor caída de depósitos registrada.

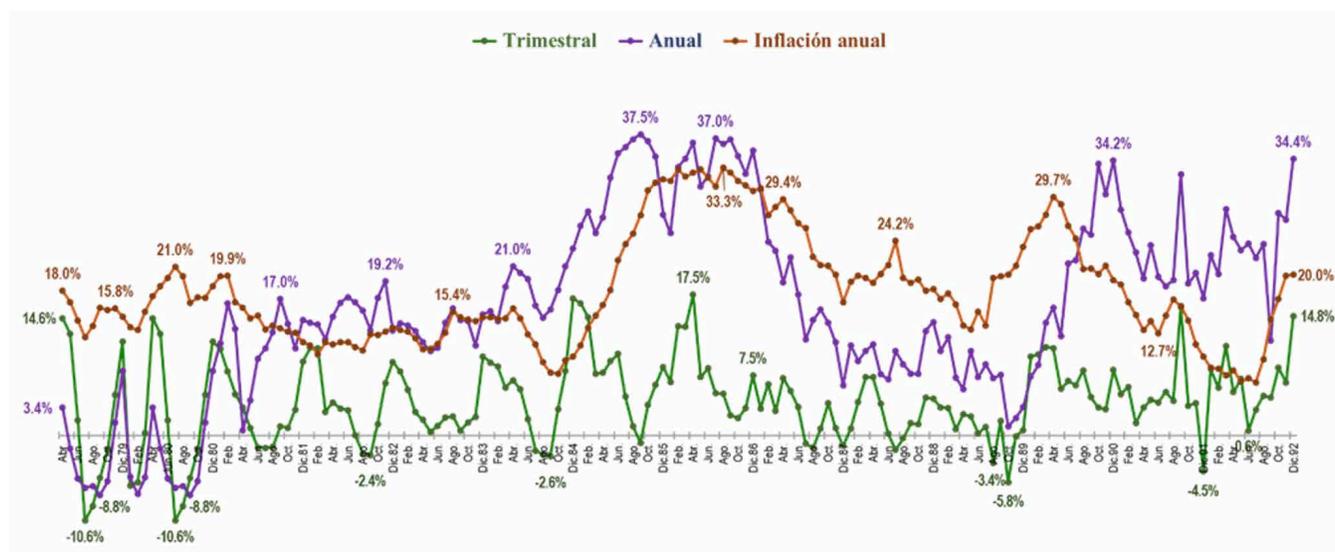
En efecto, salvo en 1980, cuando se dieron condiciones que se podrían catalogar de “tormenta perfecta” (el gobierno nacionalizó la banca y el comercio externo –exportaciones de café, para pagar el tipo de cambio oficial y no el de mercado–, la reforma agraria y la fundación del FMLN el 10 de octubre de 1980 -con el objetivo de tomarse el poder por la vía armada-), nunca se dio una caída de los depósitos por sobre 6 % en los años del conflicto interno (Gráfico 23). Sólo entre mayo de 1979 y febrero de 1980, se produjo una caída de 12.7 %, donde los depósitos a la vista tuvieron una leve baja, los de ahorro cayeron 14.2 % y los a plazo 20.7 %. Los depósitos en divisas tienen la mayor caída en términos porcentuales, 50.2 %, pero su monto no era significativo (Tabla 7).

Por tanto, en El Salvador, las reservas de liquidez sí son una herramienta que puede considerarse como sustitución al BCR como prestamista de última instancia, donde las mismas instituciones financieras con sus reservas ejercen este papel. Por otra parte, para ser más precavidos, el ideal es que el país tenga acordada una línea de contingencia con el FMI, para complementar o apoyar los recursos que se necesitasen para enfrentar una corrida masiva de depósitos sobre el monto de reservas de liquidez. Si se toma en cuenta el nivel de depósitos en El Salvador, que asciende a

US\$16,818 millones a diciembre de 2021, significa que el banco central, por razones precautorias, no necesitaría una línea de contingencia superior a US\$ 350 millones (1.0 % del PIB), para un caso extremo de salida de depósitos del sistema bancario.

Gráfico 23

Depósitos en bancos comerciales e hipotecario (% de variación).



Fuente: elaboración propia con base a datos del BCR.

Tabla 7

El Salvador: máxima caída de depósitos.

	Mayo 1979	Febrero 1980	% Variación
Total de depósitos	1,833.98	1,601.86	-12.7%
A la vista	600.58	584.79	-2.6%
De ahorro	617.74	530.03	-14.2%
A plazo	611.62	485.04	-20.7%
En divisas	4.04	2.00	-50.5%

Fuente: BCR (revistas 1979, 1980, 1981).

En consecuencia, no es que se pierda el prestamista de última instancia, porque se puede crear y se ha creado en El Salvador un sistema de prestamista de última instancia con los recursos de los propios bancos, para enfrentar una corrida masiva de depósitos; puede ser reforzado con un crédito de contingencia que el BCR debería tener contratado y disponible de manera permanente.

k. Economía vulnerable a fluctuaciones del dólar

Si bien la dolarización puede hacer que un país tenga una economía y condiciones financieras más estables y favorables, como señalan sus detractores, esta sigue siendo vulnerable a los cambios en el valor del dólar, aunque sus fluctuaciones son resultado de las condiciones de la economía estadounidense y no la local. Sin embargo, al introducir la dolarización en El Salvador, se consideró que su economía está estrechamente relacionada con la de los EUA, por lo que sus ciclos también lo están. Además, se observó que las fluctuaciones de las monedas locales en Latinoamérica, en general, eran mucho mayores que las del dólar, su moneda principal de referencia.

Al evaluar la situación relativa al comercio externo, se vio que, en el año 2000, las exportaciones totalizaron US\$ 2,941.3 millones, y el 91.7 %, esto es, US\$ 2,695.7 millones se destinaron al mercado de EUA, Centroamérica y Panamá, donde estos últimos tienen economías con una alta correlación con lo que sucede en la economía del norte, y que realizan su comercio externo en dólares (Gráfico 24). Al sumar las exportaciones hacia Canadá, México, Sudamérica y República Dominicana (US\$ 43.3 millones), se observó que todos estos países eran el destino del 93.1 % de las exportaciones y que ellas se pagaban en dólares (BCR)¹⁵.

Con esta información, se observó que era evidente que las fluctuaciones de la moneda estadounidense respecto a otras monedas no afectarían mayormente a El Salvador. Además, se consideró que las exportaciones de café y de azúcar, productos tradicionales de El Salvador, también se negociaban y pagaban en dólares, por lo que en el año 2000 menos del 5 % de sus exportaciones se cancelaban en monedas que podrían estar sujetas a las fluctuaciones del dólar.

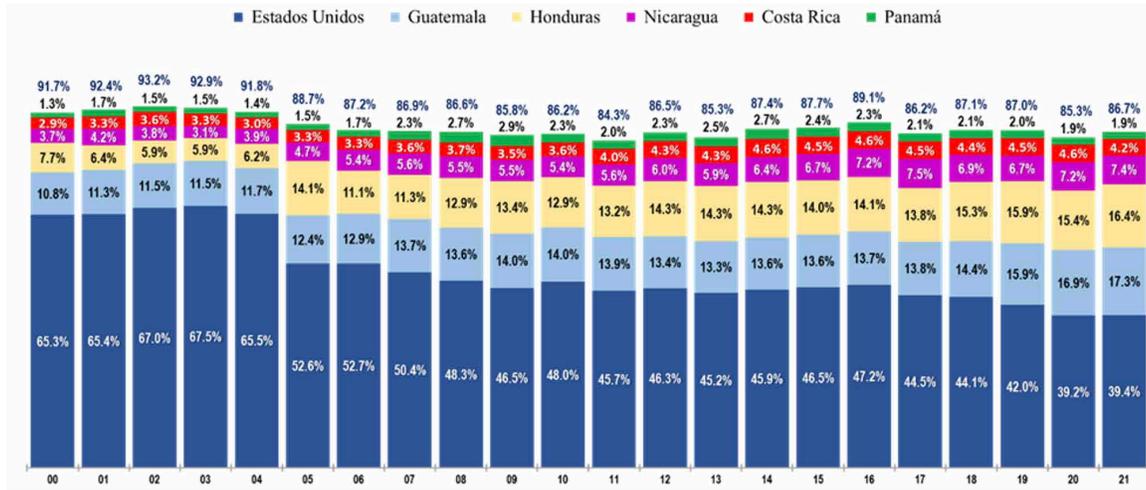
En 2021, se tiene que el 39.4 % de las exportaciones se envían a los EUA y 47.2 % a Centroamérica y Panamá, pagos que se reciben en dólares. Otro 4.9 % tiene como destinos a Canadá, México, Sudamérica y República Dominicana. Por tanto, el total exportado a este grupo de países equivale a 87.0 % del total de exportaciones. Similarmente, se tenía que, del total de las importaciones que alcanzaron a US\$ 4,948.3 millones en 2000, US\$ 3,390.4 millones o el 68.5 % provenía de EUA, Centroamérica y Panamá (Gráfico 25), las que se pagaban en dólares. Al sumar las importaciones desde Canadá, México, Sudamérica y República Dominicana (US\$ 618.9 millones o el 12.5 % del total de importaciones), se observó que el 81.0 % de las importaciones provenían desde estos países, las cuales se negociaban y pagaban en dólares (BCR, para cada año)¹⁶.

15 Fuente de consulta: sitio web del BCR; base de datos de comercio exterior, estadísticas seleccionadas, año 2000.

16 Fuente de consulta: sitio web del BCR; base de datos de comercio exterior, estadísticas seleccionadas, año 2001.

Gráfico 24

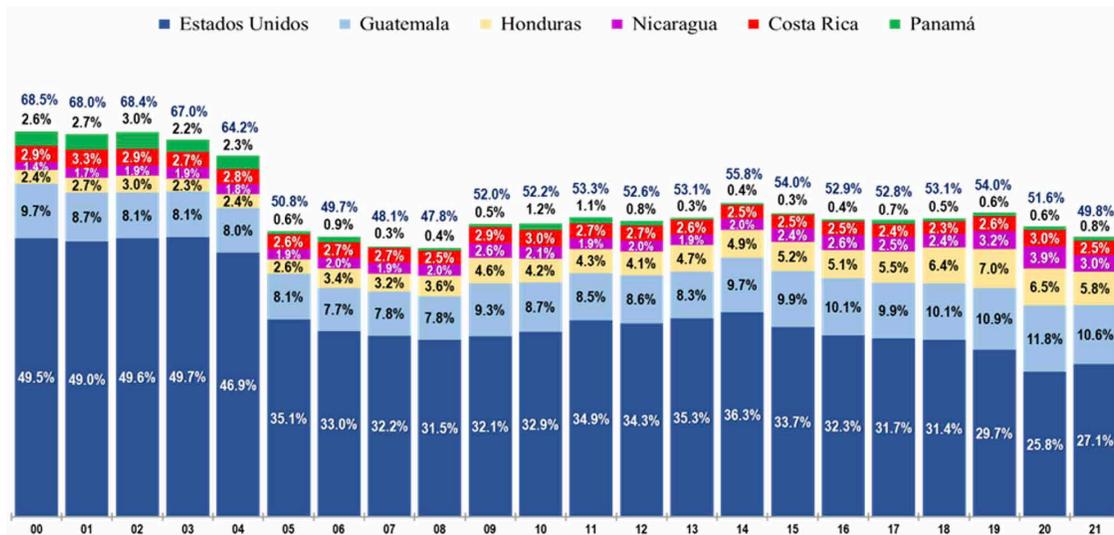
Exportaciones con destino a principales socios comerciales (% del total exportado).



Fuente: elaboración propia con base a datos del BCR (base de datos de comercio exterior).

Gráfico 25

Importaciones provenientes de principales socios comerciales (% del total importado).



Fuente: elaboración propia con base a datos del BCR (base de datos de comercio exterior).

En 2021, del total de las importaciones, que alcanzaron US\$ 15,076.9 millones, se tiene que el 49.8% de ellas provino de EUA y de Centroamérica, que al sumar las de Canadá, México, Sudamérica y República Dominicana (13.9 %, equivalentes a US\$ 2,092.8 millones), se tiene que el 63.5 % se

pagaron en dólares. Además, la mayor parte del resto de las importaciones también se pagó en dólares, especialmente los combustibles, los cuales representaron 12.1 % en 2021 del total.

Otro factor que debe considerarse es el ingreso de remesas familiares y cómo ellas contribuyen a financiar, e incluso superar, el déficit de la balanza comercial, y proveyendo liquidez a la economía salvadoreña. Las remesas familiares junto con las exportaciones sumaban 39.9 % del PIB en el año 2000, y esta relación se elevó a 51.2 % del PIB en 2021 (Gráfico 26), según datos del BCR.

Gráfico 26

Exportaciones y remesas familiares (% del PIB).



Fuente: elaboración propia con base a datos del BCR.

Si bien han aumentado significativamente las exportaciones de US\$ 2,941.3 millones en 2000 a US\$ 6,628.8 millones en 2021, también lo han hecho las remesas familiares (Gráfico 27), las que se elevaron de US\$ 1,751 millones, equivalentes a 14.9 % en 2020, a US\$ 7,517.1 millones o 27.2 % del PIB en 2021.

Por otro lado, se tiene que las remesas familiares que se envían a El Salvador ya eran altamente significativas: en 1991 ya equivalían a prácticamente el 100 por ciento del déficit en la balanza comercial y en los nueve años siguientes el promedio simple estuvo sobre 80 % el cual se elevó hasta 85.2 % en la década 2001-2010 (Tabla 8), por mejora de registro de remesas y crecientes migraciones.

Tabla 8

Relación balanza comercial y remesas familiares (US\$ millones y relación porcentual).

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	
Balanza comercial	-791.5	-1,058.9	-1,112.6	-1,325.9	-1,677.1	-1,433.1	-1,318.3	-1,526.9	-1,584.7	-2,007.0	
Remesas	790.1	858.3	864.1	962.5	1,061.4	1,086.5	1,199.5	1,338.3	1,373.8	1,750.7	
Remesas/Bal. comercial (%)	99.8%	81.1%	77.7%	72.6%	63.3%	75.8%	91.0%	87.6%	86.7%	87.2%	
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	
Balanza comercial	-2,163.0	-2,189.4	-2,626.2	-3,024.3	-3,372.7	-4,032.7	-4,806.1	-5,176.6	-3,459.3	-3,916.9	
Remesas	1,910.5	1,935.2	2,105.3	2,547.6	3,017.2	3,470.9	3,695.3	3,742.1	3,387.2	3,455.3	
Remesas/Bal. comercial (%)	88.3%	88.4%	80.2%	84.2%	89.5%	86.1%	76.9%	72.3%	97.9%	88.2%	
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Balanza comercial	-4,656.3	-4,919.0	-5,228.2	-5,212.6	-4,784.3	-4,409.7	-4,811.5	-5,558.9	-5,697.2	-5,219.6	-8,447.2
Remesas	3,627.5	3,886.6	3,944.2	4,139.2	4,256.6	4,543.9	4,985.4	5,390.8	5,649.0	5,929.9	7,117.1
Remesas/Bal. comercial (%)	77.9%	79.0%	75.4%	79.4%	89.0%	103.0%	103.6%	97.0%	99.2%	113.6%	84.3%

Fuente: Banco Central de Reserva, sitio web; y cálculos propios.

Es de destacar que en el quinquenio 2011-2015 el promedio de ingreso de remesas fue de 80.1 %, similar a lo registrado en la década 1991-2000, para luego tener un aumento y elevarse hasta 103.3 % en el quinquenio 2016-2020. Sin embargo, dado que las importaciones aumentaron 47.1 % (US\$ 4,828 millones) en 2021 y alcanzaron US\$ 15,076 millones, por mayor actividad económica, en general, así como por el aumento de la factura petrolera que llegó a US\$ 1,830 millones, el déficit comercial creció US\$ 3,228 millones (61.8 %) y llegó a US\$ 8,447 millones en 2021.

Por tanto, se tiene que las remesas familiares han contribuido a financiar el déficit de la balanza comercial, lo cual, a través del tiempo, asistió en mantener la estabilidad del tipo de cambio, hasta la dolarización y, luego, han dado un apoyo determinante para que existan suficientes dólares en la economía salvadoreña.

Por todo lo expuesto anteriormente, si bien el dólar ha fluctuado, no ha habido o ha sido imperceptible un impacto negativo en la economía salvadoreña. Esto se corrobora al observar la evolución del PIB real por habitante, que, según datos del Banco Mundial, tuvo un crecimiento promedio de 0.7 % entre 1985-1990 (Gráfico 28); luego, aumentó a 3.4 % en 1991-1995 por la apertura económica y firma de las Acuerdos de Paz, para seguidamente bajar a un rango de crecimiento promedio entre 1.0 % y 1.3 % entre 1996-2015. Luego, la economía vuelve a retomar un buen ritmo de expansión y el PIB *per cápita* crece 2.1 en el quinquenio 2011-2015.

Gráfico 27

Exportaciones y remesas familiares (US\$ millones).

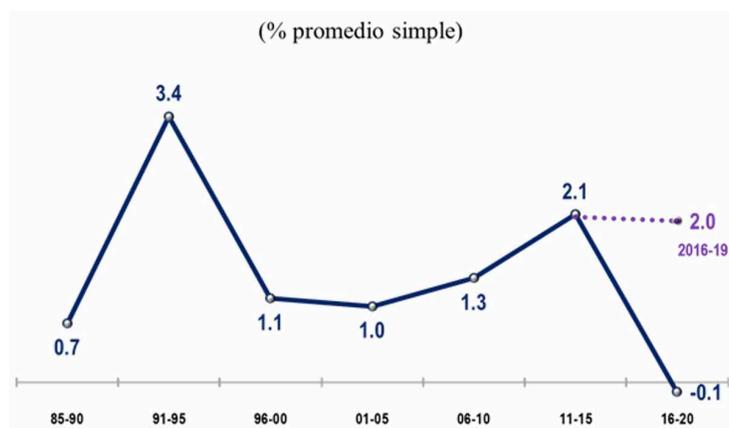


Fuente: elaboración propia con base a datos del BCR (para cada variable).

En el quinquenio 2016-2020 se observa una caída de -0.1 %, principalmente por el desplome de la actividad económica: caída de 8.6 % del PIB real a causa de la pandemia por COVID-19. Sin embargo, antes de la pandemia, el crecimiento del PIB *per cápita* fue de 2.0 % en el cuatrienio 2016-2019 (Gráfico 28). Como se puede observar, ha habido una leve tendencia de aumento del PIB *per cápita* una vez se dolarizó la economía. A esto se agrega que la economía de El Salvador tuvo un rebote nominal de 17.0 % en 2021.

Gráfico 28

Variación quinquenal del PIB *per cápita*.

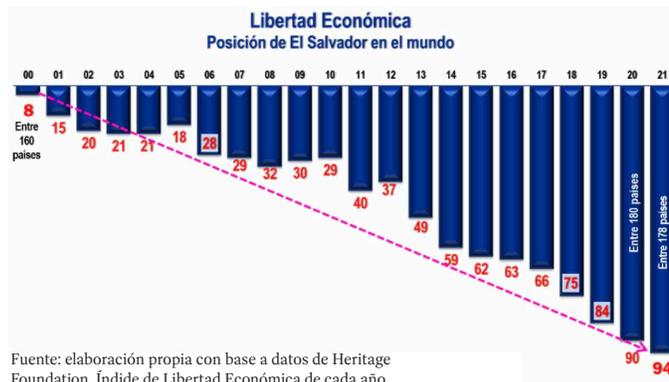


Fuente: elaboración propia con base a datos del BCR (serie para estos periodos).

Para analizar lo sucedido con la economía entre 2000 y 2021, no solo se debe examinar su vulnerabilidad por las fluctuaciones del dólar; también se deben observar factores que no están asociados con la dolarización. Por ejemplo, el impacto de la Gran Recesión aún no ha sido superado totalmente, principalmente porque el gobierno de El Salvador no ha logrado crear confianza ni mostrar condiciones que sean atractivas para la inversión nacional y extranjera, como lo reportan las casas calificadoras de riesgo.

Cabe destacar que el país ha retrocedido en todas las calificaciones que se podrían llamar de gestión, que son publicados cada año (Gráfico 29). Si se revisa el Índice de Libertad Económica (Heritage Foundation), se observa que El Salvador tenía la posición número ocho entre 160 países en el año 2000, que evidenciaba el avance del país en los aspectos de libertad; pero cayó hasta la posición 94 entre 178 países en 2021, retroceso que obviamente tiende a limitar las posibilidades de crecimiento económico y de progreso social.

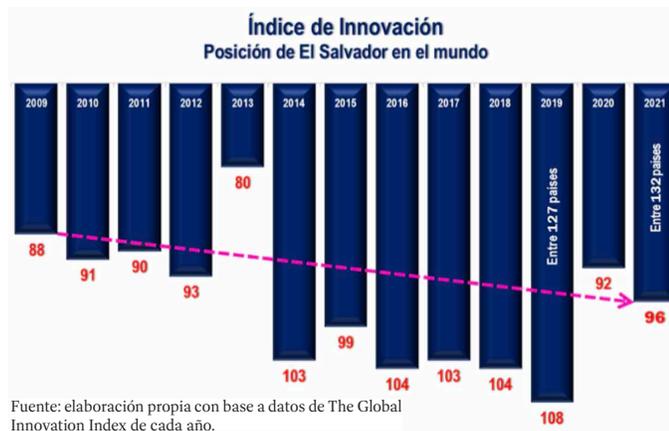
Gráfico 29
Índices de gestión.



Fuente: elaboración propia con base a datos de Heritage Foundation, Índice de Libertad Económica de cada año.



Fuente: elaboración propia con base a datos de Grupo del Banco Mundial, Doing Business de cada año.



Fuente: elaboración propia con base a datos de The Global Innovation Index de cada año.



Fuente: elaboración propia con base a datos de Foro Económico Mundial.



Fuente: elaboración propia con base a datos de Transparencia Internacional.



Fuente: elaboración propia con base a datos de Informe de cada año, UNDP.

El Índice de Facilidades para hacer Negocios (Doing Business) que ubicaba a El Salvador en la posición 76 en 2006, muestra un marcado deterioro y el país cae hasta la posición 115 en 2013; aunque logró algún grado de mejoría, y sube hasta la posición 91 en 2020, siempre muy lejos de la posición lograda en 2006.

Por su parte, el Índice de Innovación (The Global Innovation Index), también muestra un deterioro, al caer El Salvador de la posición 88 en 2009 a la 108 entre 127 países en 2019, aunque mejora hasta la posición 96 entre 132 países en 2021. Obviamente este es un factor de mucho peso si El Salvador desea ser más competitivo y atractivo, especialmente para la inversión extranjera.

Otro índice que es de observar con detención es el de Competitividad que prepara el Foro Económico Mundial, donde El Salvador cae desde la posición 48 en 2003 a la 103 en 2019, lo cual hace menos atractivo al país a la inversión extranjera directa.

El Índice de Percepción de la Corrupción ha empeorado, mostrando que El Salvador no puede detener este mal social que causa daños políticos que debilitan la democracia, el progreso económico y social (pérdida de valores y principios), así como un debilitamiento administrativo e institucional. El país retrocedió de la posición 43 en el 2000 a la 115 entre 180 países en 2021. A esa situación se suma el alto índice de criminalidad, extorsiones, robo y contrabando, que llevaron al obispo de El Salvador, monseñor José Luis Escobar Alas a decir en su momento “...el nivel de autodestrucción que vivimos, tristemente, es tal que nos amenaza con el hundimiento nacional. Estamos a punto de ser lo que se llama un Estado fallido”¹⁷.

Finalmente, al observar el Índice de Desarrollo Humano (PNUD), se advierte que El Salvador ha retrocedido desde la posición 92 en el mundo, en 1998, a la 124 entre 2018-2020, lo cual refleja un estancamiento en el progreso social del país en los últimos años; en gran parte, como reflejo del deterioro en todos los otros índices de gestión, lo cual limita las inversiones, los ingresos fiscales para financiar proyectos sociales, y la generación de empleos.

En conclusión, es de resaltar que la dolarización ha cumplido sus objetivos, donde algunos contratiempos no son de índole económico.

Finalmente, dado que los ciclos económicos de El Salvador están estrechamente correlacionados con los de la economía de los EUA, así como con la del resto de Centroamérica y Panamá –sus principales socios comerciales después de los EUA, con quienes se realizan las transacciones en dólares–, las variaciones de la moneda estadounidense no han entrado en contradicción con el ciclo económico del país.

¹⁷ Homilía del 6 de agosto de 2014, en la que estaba presente el presidente de la República de El Salvador.

I. La dolarización es causante de inflación

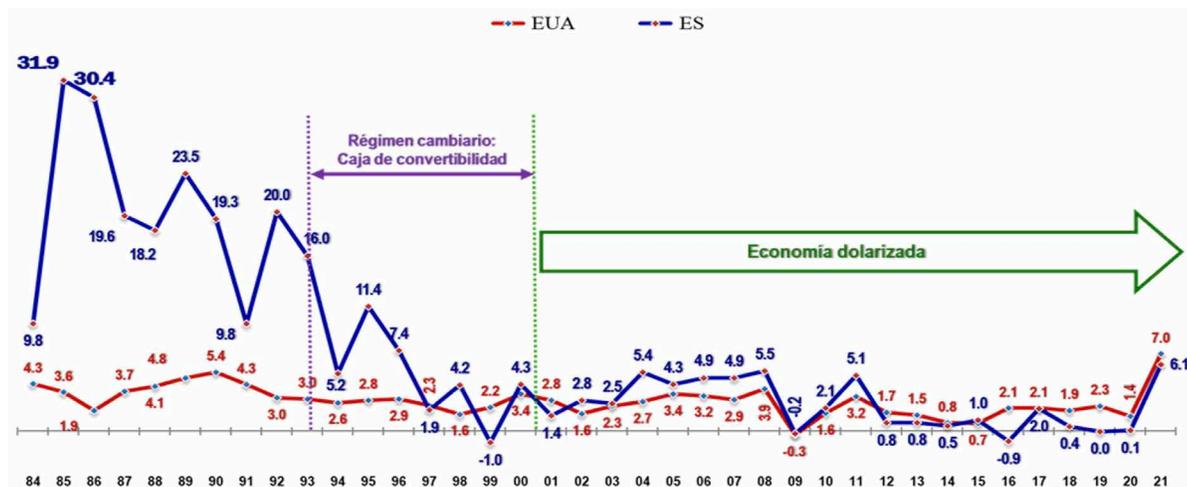
Este argumento ha sido ampliamente utilizado por las personas que adversan la dolarización en El Salvador. Ante esta situación se ha tenido que repetir en múltiples ocasiones que, si la inflación fuera determinada por el medio de pago, entonces, solo sería necesario buscar la moneda donde hay menor inflación y adoptarla: craso error.

La inflación es causada principalmente por el exceso de demanda agregada sobre oferta agregada, a lo que se suma la inflación importada. Al no poder emitir el banco central para financiar el déficit público, entonces las posibilidades de entrar en un ciclo inflacionario se tienden a desvanecer. Sin embargo, es pertinente reconocer que la dolarización efectivamente causó una pequeña presión inflacionaria, una sola vez, a causa del redondeo. Pasado el tiempo de ajuste, no hubo nuevas presiones, salvo la causada posteriormente por el aumento del precio del petróleo en 2008. Hasta el año 2020, El Salvador mantuvo una de las menores tasas de inflación de América Latina y está en línea, e incluso por debajo, de la registrada por EUA (Gráfico 30). Sin embargo, dada una política fiscal expansiva, el aumento del crédito interno por parte de las instituciones financieras, y mayores exportaciones y remesas familiares, así como un mayor precio del petróleo, estimularon alzas de precios que causaron un aumento de la inflación hasta 6.1 % en 2021.

Algunos comentarios han apuntado que el alza de los precios en El Salvador está relacionada con la mayor inflación en EUA, lo que es incorrecto, porque en Ecuador los precios se elevaron 1.9 % y en Panamá 2.6 %, ambas economías dolarizadas.

Gráfico 30

Inflación anual: EUA y El Salvador.



Fuente: elaboración propia con base a datos del BCR y Departamento de Trabajo EUA (<https://www.dol.gov/>).

En conclusión, esta es otra aseveración que se aleja de lo que verdaderamente sucede. Es parte del entorno político ideológico que debe enfrentar la dolarización.

m. La dolarización limita exportaciones

Otra aseveración común contra la dolarización es que por causa de ella se reduce la competitividad del país y con esto se limita la expansión de las exportaciones, como si esta dependiera solo de una depreciación o devaluación del tipo de cambio.

Tal como lo presento en diversas asignaturas desde 2015, lo fundamental para aumentar las exportaciones reside en el aumento de la competitividad del sector exportador. En este sentido, primero, se aumenta la productividad mediante la inversión en tecnología y la capacitación o inversión en capital humano. Luego, se logra aumentar la competitividad al sumar al aumento de productividad la reducción de todos los costos de operación, menos el de mano de obra. De suceder esto último, se iría contra el progreso en términos del nivel y calidad de vida de la población, lo cual no tiene sentido. En el proceso para ganar competitividad, el gobierno juega un papel trascendental, porque está en su dominio reducir gran parte de los costos de producir en el país, mediante la eliminación del burocratismo –enfermedad de la burocracia que abusa del poder que da un puesto determinado–; así como mejorar la infraestructura, la calidad de los puertos y aeropuertos y los trámites aduanales, entre otros.

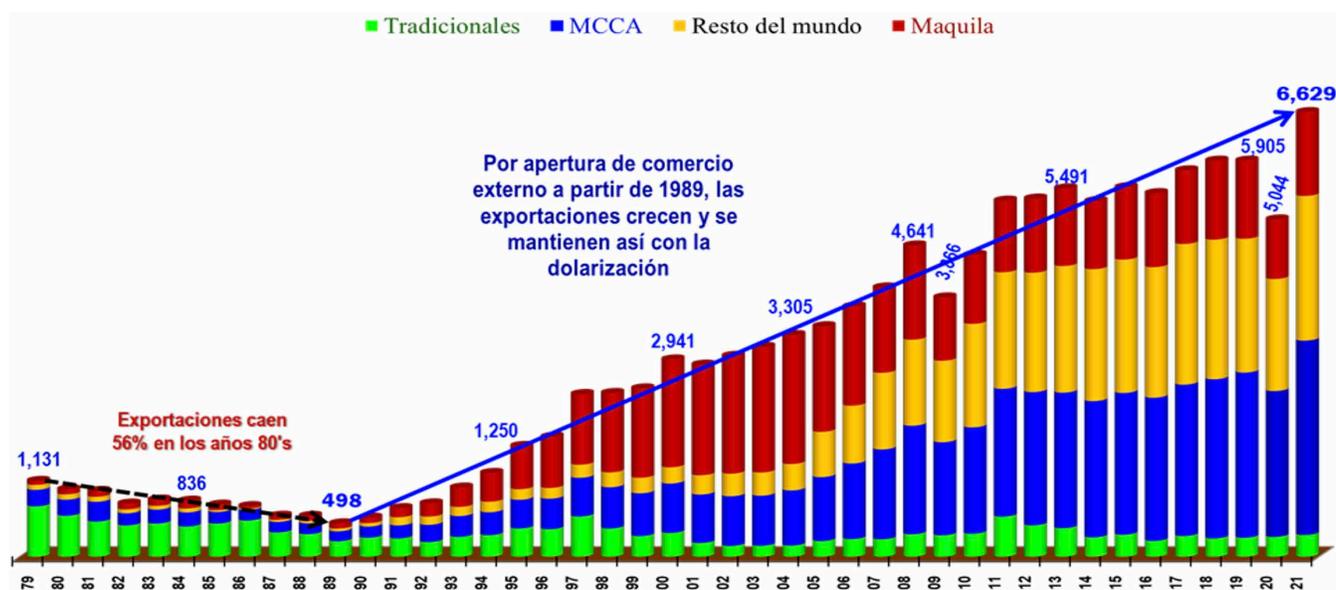
Al observar la evolución de las exportaciones de El Salvador, se tiene que totalizaron US\$ 1,131 millones en 1979, las que luego se redujeron a US\$ 498 millones en 1989 (Gráfico 31), principalmente por la caída del precio del café, la reforma agraria y la nacionalización del comercio externo y constantes confrontaciones del gobierno con el sector privado productivo.

Se observa que en los 21 años entre 1979 y 2000, las exportaciones crecieron US\$ 1,810 millones equivalentes a 160 %, un promedio simple anual de 7.6 %. Luego en los 21 años de dolarización, entre 2000 y 2021, estas aumentan US\$ 3,688 millones o 125.4 %, un promedio simple anual de 6.0 %, resultado que fue adversamente afectado por la Gran Recesión en 2009 y 2010, y el golpe de la pandemia por COVID-19 al comercio externo mundial en 2020. Sin embargo, esta desaceleración del crecimiento de las exportaciones, esconde una transformación en la composición de las exportaciones.

En 1979, El Salvador dependía fundamentalmente de las exportaciones tradicionales (café, algodón y azúcar), las que representaban el 66.4 % del total exportado. Un sector externo, en particular, y toda la economía, en general, en grave riesgo por su marcada dependencia de unos pocos productos agrícolas. En ese año, las exportaciones al Mercado Común Centroamericano (MCCA), representaron el 21.7 %, al resto del mundo el 6.6 % y la maquila 5.3 % (BCR, base de datos de comercio exterior, 1979).

Gráfico 31

El Salvador: exportaciones tradicionales, MCCA, resto del mundo y maquila (US\$ millones).



Fuente: elaboración propia con base a datos del BCR.

Luego viene un período de apertura de la economía, que permitió que las exportaciones aumentaran significativamente, aunque esto se dio fundamentalmente sobre la base de las exportaciones de maquila, que llegaron a representar el 59.9 % del total en el año 2003, mientras que las no tradicionales bajaron a 5.2 % (BCR, 2003)¹⁸. Un cambio importantísimo, pero que puso al país a depender de las maquilas, lo que también representaba un alto riesgo. Mientras tanto, la participación de las exportaciones a Centroamérica (23.8 %) y al resto del mundo (11.1 %), no variaron mayormente.

Después, en los años de dolarización, sigue cambiando dramáticamente la estructura de las exportaciones. Las exportaciones tradicionales caen de 12.0 % en 2000 a 4.9 % en 2021, mientras que las de maquila de 54.7 % en el año 2000 comienzan a caer hasta 18.9 % en 2021 (BCR, para cada año)¹⁹. Las primeras, se reducen, principalmente, por la caída del precio del café como la reducción del área sembrada; y las segundas por el aumento de exportaciones al MCCA y al resto del mundo.

Por su parte, las exportaciones al MCCA que representaban el 25.0 % en 2000 se disparan hasta 45.1 %. Similarmente, las exportaciones al resto del mundo se elevaron de 8.3 % en 2000 a 32.3 % del

¹⁸ Cálculos sobre la base de datos presentados en el sitio web del BCR.

¹⁹ Cálculos sobre la base de datos presentados en el sitio web del BCR.

total exportado en 2021. Este es un resultado de gran relevancia, pues los productos exportados a Centroamérica y, en especial al resto del mundo, son, en su inmensa mayoría, bienes intermedios o manufacturados, lo que significa que la dolarización no ha perjudicado en su competitividad a los exportadores y han tenido oportunidades para lograr nuevos mercados.

Si bien el Tratado de Libre Comercio entre EUA con Centroamérica, y luego con República Dominicana (CAFTA), firmado entre 2003 y 2004, amplió significativamente el ámbito comercial de prendas entre Centroamérica y EUA (OEA, 2021), esto no fue suficiente para garantizar la permanencia de la industria de la maquila textil centroamericana en el mercado, pues debió enfrentar importantes cambios en su entorno comercial. Si bien el CAFTA amplió el acceso preferencial al mercado estadounidense, la finalización del sistema mundial de cuotas en enero de 2005, dejó las puertas abiertas a la fuerte competencia asiática (Milles, 2021).

Ante esta situación, toda Centroamérica sufrió una merma en su participación en el mercado estadounidense. Ante lo que sucedía, los empresarios de maquila en Centroamérica reconocieron con rapidez que no podían competir en costos con los productores asiáticos, por lo que iniciaron una transformación integral para aumentar su competitividad, y lograr una ventaja comparativa para permanecer en el mercado estadounidense. Con todo esto, muchos han logrado sobrevivir, aunque sin poder evitar una merma significativa en las exportaciones hacia EUA.

Dados estos antecedentes, no es de sorprender la reducción de la participación de la maquila como proporción del total de exportaciones de El Salvador: no está vinculada con la dolarización, pues los otros países de Centroamérica, con moneda nacional, tampoco pudieron evitar algún grado de retroceso.

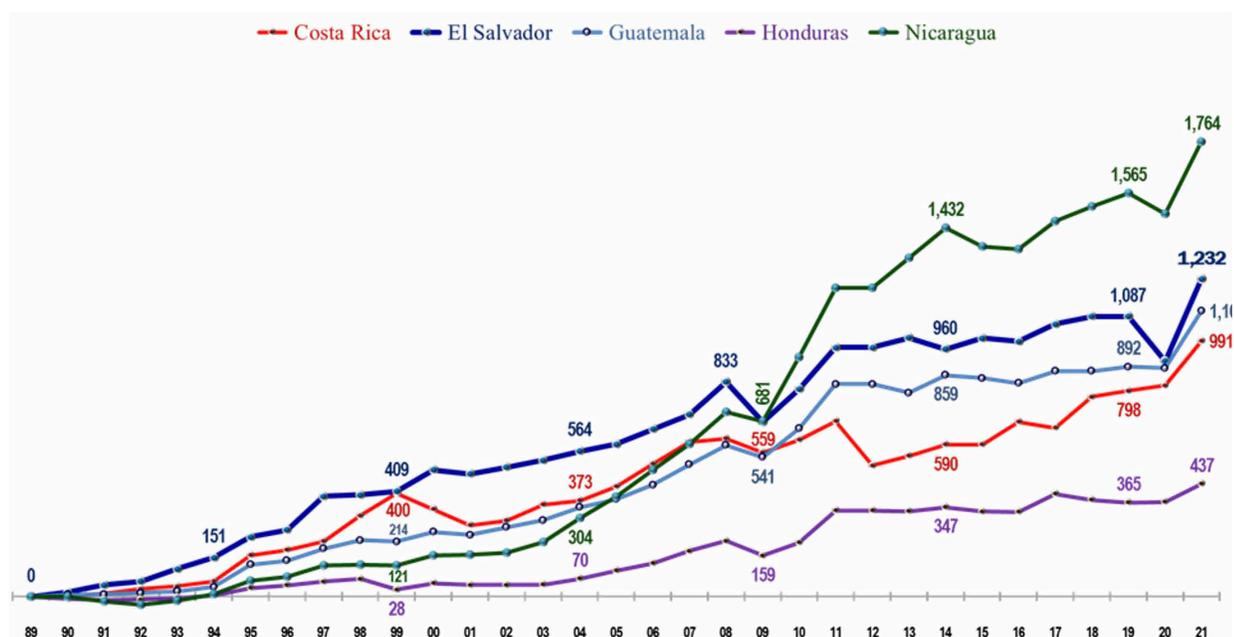
Ahora, si se toma la evolución de las exportaciones de cada uno de los países de Centroamérica como lo reporta el CMCA, y se comparan construyendo un índice de crecimiento, que en este caso tiene como base 1989, se observa que El Salvador, con economía con moneda nacional o con dolarización mantiene un importante ritmo de crecimiento (Gráfico 32).

Hasta 2008, El Salvador se mantuvo como el país con la mayor tasa de crecimiento de sus exportaciones, aunque después de la Gran Recesión fue superado por Nicaragua, el país con el menor valor de exportaciones inicialmente. Este país, altamente dolarizado *de facto*, aumentó sus exportaciones por un mejor financiamiento a exportadores y mayor inversión extranjera, lo que le ha permitido, principalmente, aumentar la producción de café oro, la disponibilidad de carne de bobino y la extracción de oro, sus tres mayores productos de comercialización externa, todos sectores productivos primarios.

En 2021, El Salvador mantiene el segundo lugar en crecimiento de las exportaciones de Centroamérica, con lo que sugiere que no hay suficientes evidencias como para sostener que la dolarización ha sido un factor adverso al comercio externo del país.

Gráfico 32

Exportaciones de Centroamérica: índice de crecimiento 1999-2021 (base 1999 = 100).



Fuente: elaboración propia sobre la base de datos del CMCA para cada año (1989-2021), del sitio web: <https://www.secmca.org/secmcadatos/>.

n. Efectos de un posible retorno al colón (moneda nacional)

Como los líderes del partido gobernante en El Salvador plantearon revertir la dolarización, para explicar lo que sucedería si este planteamiento se hiciera realidad, el BCR invitó a Eduardo Levy Yeyati, exfuncionario del FMI y del Banco Mundial, quien manifestó que respecto a la dolarización “hay cierta irreversibilidad”, porque “la salida es sumamente costosa (tanto) que ningún político se va a inmolar en esa gesta” (de Rosa, 2012).

Y según el entonces presidente del BCR, Dr. Carlos Acevedo, consideraba que revertir la dolarización traería altísimos costos y que sería un “error” hacerlo. Esta posición ha sido mantenida consistentemente por el Dr. Acevedo, ahora ex presidente del BCR, quien en el webinar Análisis desde la academia sobre el proceso de dolarización en Ecuador y en El Salvador, auspiciado por el Observatorio de Políticas Públicas de la Universidad Francisco Gavidia (OPP-UFG), en febrero

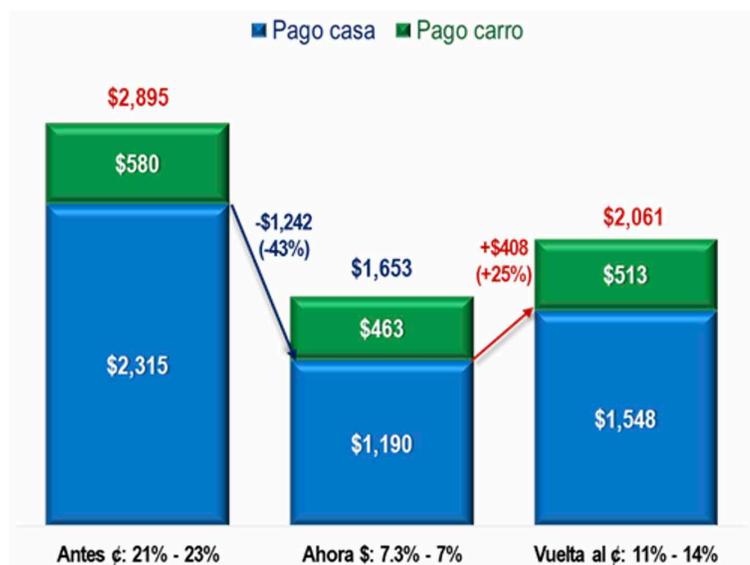
de 2021, declaró: “un proceso de desdolarización sería catastrófico”, considerando que eso traería “serias presiones devaluatorias, presiones inflacionarias, presiones al alza de las tasas de interés nominales (menor inversión), dificultades de acceso al crédito... recesión profunda, pérdida de empleos y aumento de la pobreza”.

Los argumentos antes presentados, confirman una de las críticas a la dolarización, que señalan que su adopción es, prácticamente, una calle de una sola vía, porque su reversión tiene un altísimo costo. En el análisis de lo que podría pasar, es muy útil observar lo sucedido en El Salvador, lo cual requiere comenzar por ver lo que aconteció al poco tiempo de la dolarización de la economía.

Por ejemplo, si se toma un caso donde un deudor de ingresos medios tenía un crédito hipotecario de US\$ 150,000 con una tasa de interés de 21 %, como sucedía antes de la dolarización; y tenía otro crédito de US\$ 15,000 por la compra de un carro, con una tasa de interés de 23 %, entonces, sus pagos mensuales al banco totalizaban US\$ 2,895 (Gráfico 33). En este ejemplo, no se consideran pagos de seguros ni impuestos. También se supone que el cliente bancario, a esta altura, prácticamente tenía todo su presupuesto comprometido para financiar sus gastos mensuales, tal como lo demuestra el común de las experiencias conocidas.

Gráfico 33

Diferencia de pago mensual por créditos en colones y en dólares.



Fuente: elaboración conceptual propia.

Entonces, dado que la dolarización conllevó una reducción de las tasas de interés de las viviendas a 7.3 % y para la compra de carros a 7 % (sin considerar en este caso que hubo aumento de plazos de los créditos), el pago mensual a los bancos se redujo a US\$ 1,653, esto es, 43 % menos. De esta manera el cliente percibió una liberación de recursos, que tuvo un efecto similar a un aumento de su ingreso disponible después de impuestos de US\$ 1,242 mensuales. Si estos pagos representaban el 25 % del ingreso del deudor, esto es similar a un aumento del orden de 10.7 %, que en conjunto contribuye a elevar la demanda agregada y a mejorar sus condiciones de vida. En efecto, muchas familias lograron mejorar adquiriendo viviendas de mayor precio –mayor calidad y amplitud–, pues las menores tasas de interés y mayores plazos, les permitieron hacerlo manteniéndose dentro de sus presupuestos.

Ahora, revertir la dolarización significaría que, al volver al colón u otra moneda nacional, se vuelve a introducir un factor mayor de riesgo e incertidumbre, lo que causaría un alza en las tasas de interés internas. Si se vuelve a tomar el ejemplo anterior como referencia, la tasa de interés sobre el crédito hipotecario se elevaría alrededor de 11 %, que es menor a la prevaleciente en Centroamérica. Por su parte, el crédito para la compra del vehículo aumentaría a 14 %. De esta forma, el total a pagar mensualmente por los créditos se incrementaría en US\$ 408, equivalente a un alza de 25 %. Como las familias tienden a tener comprometidos la mayor parte de sus ingresos, tendrían que enfrentar una durísima realidad financiera que, de no poderse ajustar, terminaría poniendo en riesgo el mayor patrimonio familiar, la vivienda, y probablemente, también el carro. Pero este desajuste del presupuesto familiar tendería a ser aún más grande, si se agrega el aumento a la tasa de interés por las tarjetas de crédito, que, muy probablemente, serían las primeras en caer en mora.

Con este tipo de situación generalizada, la cartera de los bancos se deterioraría con rapidez y, dada la magnitud del problema, las instituciones financieras tendrían grandes dificultades para constituir las reservas por posibles pérdidas que se les requeriría, lo cual generaría un problema financiero de posible quiebra sistémica: esto se transformaría en una situación de crisis fiscal insostenible. Todo esto, al tiempo que la deuda pública interna pasaría a estar sometida a una mayor tasa de interés, con lo que aumentaría, aún más, el déficit fiscal.

Todas estas altamente probables situaciones son las que sustentan el planteamiento que señala que la dolarización es, prácticamente, una calle de una sola vía, ya que su reversión tiene un altísimo costo.

o. Resultado de estudios del FMI

De lo planteado en la sección anterior, los principales conceptos técnico-financieros y los resultados son corroborados por dos estudios del FMI. En esta parte, se presentan los principales hallazgos de Jácome y Lönnberg en *Implementing official dollarization* (abril 2010), y los de Andrew Swiston, *Official dollarization as a monetary regime: its effects on El Salvador* (junio 2011), por lo que esta parte se refiere directamente a los hallazgos y conclusiones de esos estudios.

Jácome y Lönnberg parten de una visión general que señala que la revisión de los principales indicadores macroeconómicos muestra que las economías dolarizadas, en general, han tenido un buen desempeño, comparado con países con otros regímenes cambiarios. Ellos destacan que la inflación doméstica de los países dolarizados es cercana a la inflación mundial, incluso en el caso de Ecuador que llegó a tener 100 % de inflación en el año 2000.

Además, Jácome y Lönnberg destacan que los países dolarizados han mantenido una posición fiscal bajo control y más sólida que los países en desarrollo con sistema monetarios flexibles al 2009.

Sin embargo, es preciso destacar que en El Salvador se ha roto esta conducta financiera fiscal en los años 2010-2014 y 2020-2021. Si bien el Gobierno Central ha logrado importantes incrementos en la recaudación fiscal, al pasar los ingresos netos de 11.4 % del PIB en 2000 a 16.0 % en 2008, y una proyección que ronda el 20 % para 2022, el incremento desmedido del gasto ha causado que el déficit se eleve de un promedio de 2.8 % en 2017-2019 a 7.8 % en 2020-2021, algo que, evidentemente, requiere ser solucionado con urgencia.

Por el contrario, el crecimiento económico ha sido menor y más volátil en los países con sistemas de cambio fijo *-hard peg-*, que en otros países en desarrollo. No obstante, también destacan que no todos los países dolarizados tienen el mismo resultado, señalando que Panamá lidera con un promedio de crecimiento de 7.6 % entre 2004-2009, y El Salvador es el último con 2.3 %. Esta situación se mantiene al hacer el mismo ejercicio para los años 2010-2013, que revelan que Panamá se mantiene como país líder en crecimiento económico entre 19 países de Latinoamérica, llegando ahora a un promedio de 9.3 % anual. Mientras tanto, El Salvador se mantiene en el último lugar con un promedio de crecimiento aún menor, 1.8 %, según datos del FMI de junio de 2014.

Por otro lado, es de destacar que la economía de El Salvador se contrajo -7.9 % en términos reales en 2020 (FMI, 2022), por el impacto de la pandemia por COVID-19 y la política de encierro aplicada. Sin embargo, habrá un fuerte rebote de la economía en 2021, que el FMI estima que será de 9.0 %. Esto deja en evidencia que, si bien la dolarización juega un papel clave como facilitador de la inversión privada nacional y de atracción de la extranjera, si el gobierno no logra construir condiciones que den confianza al sector privado productivo, si no se garantiza y respeta la institucionalidad y las reglas del juego no son predecibles, entonces la economía no crecerá con el dinamismo esperado, sea cual sea el sistema cambiario.

También, Jácome y Lönnberg señalan que el diferencial del EMBI es menor en El Salvador y Panamá, por la mayor certeza en su capacidad de pago ante la ausencia de riesgo cambiario. Además, los márgenes de las tasas de interés en estos países comparadas con tasas similares en el mercado estadounidense “mantienen la misma tendencia”. Sin embargo, es de resaltar que este diferencial ha aumentado por un debilitamiento institucional y del estado de derecho, incertidumbre fiscal y riesgo de impago según las calificadoras de riesgo, por lo cual, El Salvador tiene, a noviembre de 2021, el mayor EMBI de Centroamérica y Panamá, y en Latinoamérica solo está mejor que Venezuela.

Al evaluar la transición del régimen cambiario en colones a la dolarización en El Salvador, Swiston (2011), tomó como base la situación prevaleciente en la década de los 90's. Su estudio diferencia entre lo sucedido entre 1993 y 2000, cuando El Salvador mantuvo un sistema de cambio fijo *-caja de convertibilidad de facto-*. También reconoce que la decisión de El Salvador de dolarizar se hizo con

vistas a mantener sólidos fundamentos macroeconómicos, ya que su economía estaba creciendo, con baja inflación, que la deuda pública doméstica e internacional estaba en niveles manejables y el sistema bancario no presentaba ninguna convulsión. En este sentido, cita a Hinds (1999), que señaló que los “argumentos para la dolarización se basaron en cómo lograr una mayor relación con la economía estadounidense y estimular la inversión, el comercio y el crecimiento económico” (p. 3).

El primer resultado que destaca Swiston es que con la dolarización las tasas de interés se redujeron entre cuatro y cinco puntos porcentuales, las que generaron un ahorro anual equivalente a $\frac{1}{2}$ punto porcentual del PIB para el sector privado, y de $\frac{1}{4}$ punto porcentual para el sector público, neto de las pérdidas por señoreaje.

Seguidamente, Swiston (2011), destaca que, utilizando una estimación de las reglas de Taylor, hay:
... una fuerte y positiva asociación entre el producto salvadoreño y la política de la Reserva Federal de los EUA a partir de la dolarización, lo que implica que esta política (dolarización) ha servido para estabilizar la actividad económica más de lo que se logró con la política de *hard peg* y más que de lo obtenido por los países centroamericanos con política monetaria independiente. (p. 4).

También destaca que, dado que El Salvador ya mantenía exitosamente un régimen de cambio fijo, con gran similitud a la dolarización, se esperaba que esta redujera aún más las tasas de interés, en la medida que se reducía la prima por riesgos. Dadas las series de tasas de interés activas y pasivas desde 1995 a 2000, tanto en dólares como en colones, aplicadas a transacciones con las mismas características, Swiston (2011), señala que el diferencial entre las tasas de interés en colones y dólares promedió sobre cinco puntos porcentuales, con una significativa variación en el tiempo, que afectaron fuertemente a las tasas en colones, mientras que las de las transacciones en dólares fueron relativamente estables en este período.

Por tanto, concluye Swiston que, para El Salvador, el total de las ganancias asociadas con la reducción del premio por riesgo monetario estimados bajo la dolarización son del orden de 1 % del PIB por año; y que la reducción de tasas de interés ha ocurrido independientemente de la reducción de los intereses en EUA. Luego, agrega, que los diferenciales aíslan los efectos del traslado del colón al dólar, ya que esta reducción refleja un premio menor de riesgo monetario, que se expresa en una baja de las tasas reales de interés.

Esta conclusión coincide con lo aseverado en este estudio, en el capítulo Fundamentos legales y resultados pasados 21 años de dolarización en El Salvador, en la parte que presenta el objetivo de reducir las tasas de interés: con la dolarización finalizaron las discriminaciones y diferenciaciones, y prevalece un mercado con tasas de interés significativamente más bajas, por lo que este objetivo se ha logrado plenamente, así como tener un sistema crediticio más equitativo.

Swiston (2011), también revisa la contribución de la dolarización a la estabilización de la inflación en El Salvador y en la actividad económica a través de los ciclos económicos, sustentado en la concepción que el ciclo de la economía doméstica está estrechamente vinculado con la economía ancla, por lo que se estima que una misma política monetaria es óptima para ambos, en línea con la teoría de la moneda óptima para un área (comercial), que plantearon Mundell (1961) y Frankel y Rose (1998).

Además, señala que con la dolarización El Salvador ha aumentado la integración de su economía real y la financiera con los EUA, en una proporción más alta que el resto de los países de la región, por lo que sugiere que existe una mayor sincronización entre la economía salvadoreña y la estadounidense, lo cual ha mitigado los costos de no tener una política monetaria independiente bajo el régimen de dolarización oficial, en línea con los argumentos sobre áreas con monedas óptimas planteados por Frankel y Rose. En conclusión, Swiston (2011), señala que, aparentemente, El Salvador se ha beneficiado mucho más de los ciclos de estabilidad que Ecuador o Panamá, en tanto que estos últimos tienen una menor correlación con el crecimiento de EUA: Ecuador 0.3 y Panamá 0.5, mientras que El Salvador llega a 0.7.

Por otro lado, el referido estudio señala que los países de Centroamérica con sistemas cambiarios de flotación libre o con flotación administrada, y sistemas monetarios independientes, como son los casos de Costa Rica, Guatemala y República Dominicana, al aplicar la regla de Taylor, se tiene una situación que sugiere que una política monetaria independiente puede estabilizar la inflación, así como el nivel de producción; pero los beneficios, relativos a la experiencia de El Salvador bajo la dolarización, no parecen ser sustanciales.

El análisis realizado no proporciona evidencias que indiquen que, de adoptar un régimen cambiario más flexible, El Salvador tendría una mejoría significativa en términos a sus ciclos de estabilización.

En este contexto, Swiston (2011), también considera crucial examinar el efecto de transmisión de la política monetaria, para evaluar con precisión los costos y beneficios de la dolarización, así como para ver si se han manifestado las esperadas propiedades anticíclicas desde la dolarización o si ellas no han influido en las tasas de interés. En su estudio, revela que la transmisión de la tasa de interés de los Fondos Federales en tiempos del régimen de cambio fijo a los préstamos en dólares en El Salvador, no fue nunca significativamente mayor de cero; en tanto que la tasa de interés de depósitos en colones en los bancos comerciales estaba basada en la tasa activa doméstica en colones, donde las tasas de los Fondos Federales no tenían una influencia estadísticamente significativa.

Ahora, con economía dolarizada, la relación entre la política monetaria de EUA y la de El Salvador es más estrecha. Esto ha permitido, a este último, tener una ventaja relativa a su ciclo económico

ante las decisiones de políticas contra cíclicas estadounidenses; aunque no hay una transmisión significativamente diferente en las tasas de interés por la transición a un nuevo régimen monetario (dolarización) en El Salvador.

Sin embargo, al comparar la transmisión de las tasas de interés en el largo plazo, Swiston (2011), observa que El Salvador tiene una mejor situación que Ecuador y Panamá, que no logran una transmisión total, lo que deja a los salvadoreños en una situación más ventajosa que los otros países dolarizados. La transmisión a las tasas de depósitos en El Salvador es más favorable, porque si bien es menor a la que se da en los EUA, es mayor que las que registran en Ecuador o Panamá. Ahora, al comparar con países como Costa Rica, Guatemala, Honduras, Nicaragua y República Dominicana, a partir de 2001 la transmisión de la tasa de los Fondos Federales es igual o mayor en El Salvador, lo que le da una importante ventaja.

En este sentido, Swiston (2011), señala que, si bien hay escasas evidencias que la dolarización oficial limita la transmisión de las tasas de los Fondos Federales vía tasas de interés bancarias en El Salvador, la transmisión durante la economía dolarizada es mayor que la registrada en los instrumentos financieros bajo el sistema cambiario fijo. Además, El Salvador ha sobrepasado a Ecuador y Panamá, destacándose que, respecto a este último país, el resultado es sorprendente, dada la apertura y alto nivel de competencia financiera que se da en este país.

Esto corrobora lo señalado anteriormente en este trabajo: desde diciembre de 2001, El Salvador ha registrado la menor tasa de interés activa nominal de corto plazo, incluso superando a Panamá en los últimos dos y medio años a diciembre 2021 (CMCA, para cada año)²⁰, y muy por debajo del resto de países de Centroamérica, que tienen política monetaria independiente.

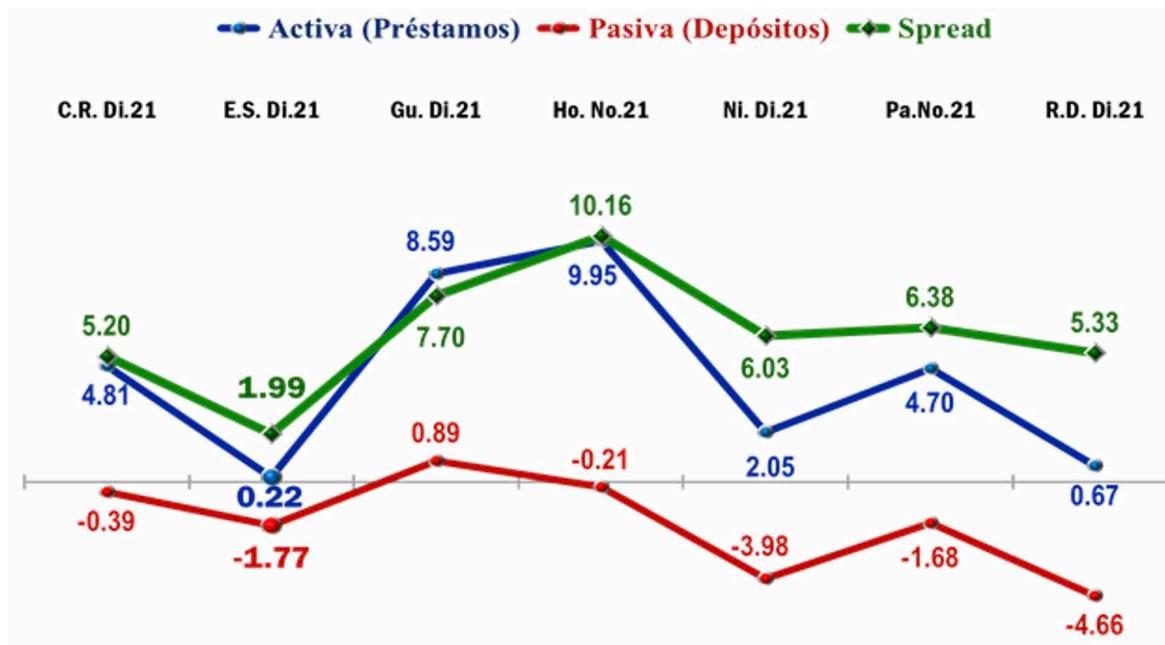
Si la comparación de las tasas de interés de corto plazo se hace observándolas en términos reales, El Salvador, con 0.2 %, tiene la menor tasa activa al cierre de 2021, que es 973 puntos menos que Honduras con la mayor tasa de interés (9.95 %), según datos del CMCA (Gráfico 34).

Por otra parte, el sistema financiero de El Salvador es altamente competitivo, por lo que el *spread*, en términos reales, es de 1.99 %, esto es, 334 puntos base menos que Panamá, y 817 puntos más bajo que Honduras.

²⁰ Datos seleccionados para cada país, para dos y medio años a diciembre de 2021, del sitio web del CMCA: <https://www.secunca.org/secuncadatos/>

Gráfico 34

Tasas de interés reales y spread 2001: Centroamérica, Panamá y República Dominicana.



Fuente: elaboración propia sobre la base de datos del CMCA para cada año (1989-2021, del sitio web: <https://www.secmca.org/secmcadatos/>).

En este sentido, se puede decir que el proceso de transmisión de las tasas de interés estadounidenses a El Salvador se ha dado de manera sostenida, aunque hay otros factores que también tienden a influir y ampliarlo de manera significativa: que el sistema bancario y el mercado financiero mantengan una percepción positiva en la sostenibilidad fiscal, así como que se mantenga una administración que garantice la solvencia resultante de adecuados análisis de riesgo en el sistema bancario de El Salvador. Por tanto, si se superan estos riesgos potenciales, se lograrían grandes beneficios financieros por una mayor transmisión aún de las menores tasas de interés que prevalecen en el mercado estadounidense.

15. Conclusiones

Al evaluar 21 años de economía dolarizada en El Salvador, los resultados estadísticos, informes y conclusiones de estudios demuestran que han existido significativos beneficios comparados con reducidos costos, los cuales, son una realidad. Además, han quedado al descubierto que muchas aseveraciones en su contra no se dan o son mucho menores a lo que generalmente se señala, por lo que ellas se pueden clasificar como mitos.

Al repasar los objetivos que se plantearon alcanzar con la dolarización y los resultados obtenidos demuestran que, en relación a:

- Eliminar riesgo de devaluación, se cumplió.
- Reducir las tasas de interés, se cumplió.
- Ampliar plazos, facilitar acceso al crédito y aliviar el estrés financiero, ambos se cumplieron.
- Asegurar valor de los depósitos y las pensiones, se cumplió.
- Blindar las reservas internacionales, se cumplió.
- Mantener inflación en una tasa similar a la de EUA, se cumplió.
- Mayor disciplina fiscal: cumplido limitadamente, especialmente en los últimos dos años.
- Mayor incursión de bancos extranjeros para que haya más competencia, se cumplió.
- Tener mayores fuentes de financiamiento externo para otorgar más créditos internos, se cumplió.

Ahora, con respecto a las aseveraciones a favor o en contra de la dolarización:

- Se pierde señoreaje: es cierto, pero como sector público se logra un ahorro mayor al costo del señoreaje.
- BCR pierde facultad de emitir: cierto, pero el BCR tiene herramientas para influir en la disponibilidad de dinero en la economía. Por otro lado, no tener la facultad de emitir reduce los riesgos y bajan las tasas de interés.
- Se pierde facultad de formular política monetaria: no es correcto, porque, como se demostró, hay una forma no totalmente ortodoxa que permite influir en la cantidad de dinero y la tasa de interés.
- Se pierde prestamista última instancia: no es correcto, porque antes tampoco lo tenía, mientras que ahora, los mismos bancos han creado por disposiciones de la Superintendencia del Sistema Financiero, un sistema que está llamado a actuar como prestamista de última instancia, con sus propios medios, que se puede reforzar con un posible apoyo adicional del Banco Central de Reserva teniendo un acuerdo de préstamo de contingencia con el FMI.
- La dolarización es causante de la inflación: las evidencias demuestran todo lo contrario, salvo lo sucedido con el redondeo en los primeros meses, lo que estadísticamente fue irrelevante.
- La dolarización limita exportaciones: los resultados muestran que esto no ha sido así.
- La dolarización ha frenado la economía: las evidencias del PIB *per cápita* demuestran que no es totalmente cierta esta aseveración, y que las variaciones de la tasa de crecimiento de la economía dependen de otros factores que pueden tener más peso, como son el grado de confianza que pueda generar un gobierno, la calidad de la institucionalidad y la predictibilidad de las reglas del juego.

Las evidencias muestran que El Salvador ha obtenido grandes beneficios de la dolarización y no ha sufrido los problemas que señalan sus oponentes (Hinds, 2010). Además, todos los objetivos de la dolarización se han cumplido con alta precisión; las aseveraciones encierran más mitos que realidades, muchos de ellos por el desconocimiento que se tiene de una materia muy compleja, y la repetición de conceptos sin haberlos vivido y comprobado en la realidad. De todos modos, este

continuará siendo un tema que seguirá candente entre especialistas y políticos, enfrentados por concepciones teórico-prácticas y visiones político-ideológicas.

El Salvador ha tenido una conducción histórica de la política macroeconómica, en general, muy responsable, salvo en la década de los 80's por el impacto económico, social y político-institucional causado por el conflicto interno. La relación con el dólar estadounidense está presente en la economía salvadoreña desde 1850-51 y en diversos momentos de su historia, a lo que se suma haber tenido en 1920 una caja de convertibilidad *de jure*, con bimonetarismo (colones-dólares), y un sistema similar *de facto* a partir de 1989.

En este contexto, se debe recordar que la dolarización no se concibió como solución de todos los problemas económicos y menos los sociales; es sólo una herramienta estratégica de política económica, que contribuye a facilitar el comercio e intercambio nacional y con el extranjero, que elimina riesgo cambiario y reduce incertidumbre de depositantes e inversionistas, que protege valor de los depósitos, ahorros, pensiones y salarios, que estimula la competitividad y facilita -no asegura-, la conquista de nuevos mercados.

Referencias

- Alianza Republicana Nacionalista de El Salvador -ARENA. (2011). *Historia política de ARENA, 30 años trabajando por El Salvador: 1981-2011*. El Salvador.
- Andrade López, J. (1999). *Perspectivas de la aplicación de un nuevo modelo económico en el Ecuador*. Resumen de un estudio a fondo antes de la dolarización, Universidad San Francisco de Quito, Ecuador. http://www.usfq.edu.ec/publicaciones/koyuntura/Documents/koyuntura_010.pdf
- Asamblea Legislativa. (2001). *Ley de Integración Monetaria, LIM*. https://ssf.gob.sv/wp-content/uploads//ssf2018/Otras%20Leyes/Ley_integracion_monetaria.pdf
- Banco Central del Ecuador - BCE. (2010). *La economía ecuatoriana luego de 10 años de dolarización*. Dirección General de Estudios. <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Notas/Dolarizacion/Dolarizacion10anos.pdf>
- Banco Central de Reserva de El Salvador -BCR. (1979). *Revista mensual mayo*. San Salvador, El Salvador.
- Banco Central de Reserva de El Salvador -BCR. (1980). *Revista mensual febrero*. San Salvador, El Salvador.
- Banco Central de Reserva de El Salvador -BCR. (1980). *Revista mensual abril*. San Salvador, El Salvador.
- Banco Central de Reserva de El Salvador -BCR. (1981). *Revista mensual enero - febrero*. San Salvador, El Salvador.
- Banco Central de Reserva de El Salvador -BCR. (2020). *Dolarización y estabilidad financiera en El Salvador, riesgos y desafíos*. <https://www.bcr.gob.sv/bcrsite/uploaded/content/category/1125173005.pdf>
- Banco Interamericano de Desarrollo - BID. (2004). *Desencadenar el crédito: cómo ampliar y estabilizar la banca*. <https://publications.iadb.org/publications/spanish/document/Desencadenar-el-cr%C3%A9dito-C%C3%B3mo-ampliar-y-estabilizar-la-banca.pdf>
- Banco Mundial. (2021). *PIB (US\$ a precios actuales)*. Datos sobre las cuentas nacionales del Banco Mundial y archivos de datos sobre cuentas nacionales de la OCDE. <https://datos.bancomundial.org/indicador/NY.GDP.MKTP.CD>

- Beker, V. y Escude, G. (2008). Vida, pasión y muerte de la convertibilidad en Argentina. *Estudios Económicos*, Bahía Blanca. http://bibliotecadigital.uns.edu.ar/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S2525-12952008001100001&lng=es&nrm=iso
- Berg, A. y Borensztein, E. (2000). *Plena dolarización: ventajas e inconvenientes*. Departamento de Relaciones Externas, Fondo Monetario Internacional. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/issues/issues24/esl/issue24s.pdf>
- Blanco, C. y Marroquín, A. (2008). *Estructura de supervisión financiera de los Estados Unidos. Consideraciones para el diseño de esquemas de supervisión efectivos*. Banco Central de Reserva de El Salvador, boletín económico. <https://www.bcr.gov.sv/bcrsite/uploaded/content/category/1820840734.pdf>
- Bloomberg en línea. (2022, 2 de junio). *S&P recorta calificación de El Salvador a CCC+, la tercera degradación en el año*. [https://www.bloomberglinea.com/2022/06/01/sp-baja-nota-de-deuda-de-el-salvador-a-ccc-la-tercera-degradacion-en-el-ano/#:~:text=S%26P%20Global%20Ratings%20\(Standard%20%26%20Poor's,remonta%20a%20octubre%20de%202021](https://www.bloomberglinea.com/2022/06/01/sp-baja-nota-de-deuda-de-el-salvador-a-ccc-la-tercera-degradacion-en-el-ano/#:~:text=S%26P%20Global%20Ratings%20(Standard%20%26%20Poor's,remonta%20a%20octubre%20de%202021).
- Botto, C. (2019, 27 de marzo). Se cumplen 28 años del 1 a 1: ¿En qué consistió la convertibilidad? *Filo.news*. <https://www.filo.news/actualidad/Se-cumplen-28-anos-del-1-a-1-En-que-consistio-la-Convertibilidad-20190327-0008.html>
- Brenta, N. (2001). *Las propuestas de dolarización en América Latina: rol del FMI, EE.UU. y los think tanks en los años 90*. Instituto de Historia Económica y Social, Facultad de Ciencias Económicas, Universidad de Buenos Aires. http://historiapolitica.com/datos/biblioteca/rrij_brenta.pdf
- Calderón Sol, A. (2002). *Anhelos y desafíos del presidente*. Imprenta Ricaldone, El Salvador.
- Calvo, G. y Reinhart, C. (2000). *Reflections on dollarization*. University of Maryland y NBER. <https://www.researchgate.net/publication/24115865>
- Canavese, A. (2001). *Convertibilidad en Argentina: funcionamiento de una caja de conversión anclada al dólar*. Department of Economics Working Papers 006, Universidad Torcuato Di Tella. <https://ideas.repec.org/p/udt/wpecon/006.html>
- Carrizosa, M. (1991, 10 de enero). Caja de conversión. *Semana.com*. <https://www.semana.com/archivo/articulo/caja-conversion/18566/>

Chiriboga Naranjo, M. P. (1999). Hacia la dolarización unilateral: el modelo de Panamá y su aplicabilidad en Ecuador. *Estudios de Economía Aplicada*, vol. 13, pp. 101-127. <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=176040>

Código Fiscal de la República de Panamá. (1956). *Ley N° 8, del 27 de enero de 1956*. Gaceta Oficial 12,995 de 29 de junio de 1956, Art. 1,171 modificado mediante Decreto de Gabinete 136 del 17 de agosto de 1972, publicado en la Gaceta Oficial 17,176 de 1 de septiembre de 1972, pp. 260-261. [http://www2.congreso.gob.pe/sicr/cendocbib/con4_uibd.nsf/08CBDC2F578E5A7705257E0000553964/\\$FILE/CodigoFiscal.pdf](http://www2.congreso.gob.pe/sicr/cendocbib/con4_uibd.nsf/08CBDC2F578E5A7705257E0000553964/$FILE/CodigoFiscal.pdf)

Consejo Monetario Centroamericano. (s.f.) *SECMDatos*. <https://www.secmca.org/secmcdatos/>

De Haro, J. (2020, 06 de febrero). La bolsa de Hong Kong extiende su liderazgo sobre la bolsa de Londres tras las tensiones entre Trump y China. *El Economista*. Bolsa, mercados y cotizaciones. <https://www.economista.es/mercados-cotizaciones/noticias/10581497/06/20/La-Bolsa-de-Hong-Kong-extiende-su-liderazgo-sobre-la-Bolsa-de-Londres-tras-las-tensiones-entre-Trump-y-China.html>

de Rosa, C. (1999). *ABC de los sistemas cambiarios: realidades y mitos*. Asociación Bancaria Salvadoreña, Cuaderno de Estudio No 4.

de Rosa, C. (2012, 02 de julio). Revertir la dolarización: un costo altísimo. *La Prensa Gráfica*. <https://www.laprensagrafica.com/opinion/Revertir-la-dolarizacion-un-costo-altisimo-20120702-0019.html>

de Rosa, C., Morán, R. y Picardo, O. (2021). *2o informe de situación de país 2021, entorno socioeconómico*. Observatorio de Políticas Públicas, Universidad Francisco Gavidia.

Diario Oficial. (1898, 3 de enero). *Tomo 44, N° 3*. República de El Salvador.

Diario Oficial. (1898, 5 de enero). *Tomo 44, N° 4*. República de El Salvador.

Diario Oficial. (1898, 21 de enero). *Tomo 44, N° 18*. República de El Salvador.

Diario Oficial. (1915, 05 de febrero). *Tomo 78, N° 30*. República de El Salvador.

Diario Oficial. (1916, 07 de marzo). *Tomo 80, N° 55*. República de El Salvador.

Diario Oficial. (1919, 24 de junio). *Tomo 86, N° 142*. República de El Salvador.

- Diario Oficial. (1919, 11 de agosto). *Tomo 87, N° 185*. República de El Salvador.
- Diario Oficial. (1919, 12 de septiembre). *Tomo 87, N° 208*. República de El Salvador.
- Diario Oficial. (1920, 12 de febrero). *Tomo 88, N° 34*. República de El Salvador.
- Diario Oficial. (1922, 04 de febrero). *Tomo 92, N° 29*. República de El Salvador.
- Diario Oficial. (1999, 30 de septiembre). *Tomo 344, N° 81*. República de El Salvador.
- Diario Oficial. (2008, 24 de septiembre). *Tomo 178, N° 380*. República de El Salvador.
- Directorio Cívico Militar de El Salvador. (1961). *Ley de reorganización de la banca central de la nación*. Decreto No 116. Centro de Documentación Judicial, Jurisprudencia, Corte Suprema de Justicia de El Salvador. <https://www.jurisprudencia.gob.sv/DocumentosBoveda/D/2/1960-1969/1961/04/8897F.PDF>
- Echarte Fernández, M. y Martínez Hernández, M. (2018). Análisis de los efectos de la dolarización espontánea y oficial en Hispanoamérica: la perspectiva keynesiana y liberal del sistema monetario. *Revista Lasallista de Investigación*, vol. 15, núm. 2. <https://www.redalyc.org/jatsRepo/695/69559233004/html/index.html>
- Enoch, C. y Gulde, A. (1998). *Are currency boards a cure for all monetary problems?* Fondo Monetario Internacional. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1998/12/enoch.htm>
- Federal Reserve History. (1999). *Financial Services Modernization Act of 1999, commonly called Gramm-Leach-Bliley*. <https://www.federalreservehistory.org/essays/gramm-leach-bliley-act>
- Fernández, M. (2008). *¿Cómo funciona la dolarización de Panamá?* Fondo Latinoamericano de Reservas, Cartagena, Colombia. https://www.flar.net/documentos/1302_Fern%C3%A1ndez.pdf
- Fernández, A. (2013). El Salvador: *Determinantes de la tasa de interés*. CentralAmericaData. https://www.centralamericadata.com/es/article/home/Dolarizacin_y_Paridad_de_tasas_de_inters_internas_y_externas
- Fitch Ratings. (2021, 29 de junio de 2021). *Clasificaciones de riesgo vigentes en El Salvador*. <https://www.fitchratings.com/research/es/banks/clasificaciones-de-riesgo-vigentes-en-el-salvador-29-06-2021>

- Fondo Monetario Internacional –FMI. (1995). *Reformas monetarias y prudenciales para la implementación de un patrón dólar*. Departamento de Asuntos Monetarios y Cambiarios, misión técnica del IMF/MAE, El Salvador. <http://www.transparenciaactiva.gob.sv/wp-content/uploads/2013/01/IMF-dolarizacion-ES.pdf>
- Fondo Monetario Internacional -FMI. (2002). *El Salvador staff report for the 2002 article IV consultation*.
- Fondo Monetario Internacional – FMI. (2003). *Documento solo para uso oficial, memorando a los miembros del Directorio Ejecutivo*. SM/03/230.
- Fondo Monetario Internacional – FMI. (2008). *Vuelta a lo esencial: regímenes cambiarios: ¿tipos fijos o flotantes?* Departamento de Relaciones Externas. <https://www.coursehero.com/file/65589330/Reg%C3%ADmenes-cambiarospdf/>
- Fondo Monetario Internacional -FMI. (2019). *Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions 2019*. https://www.elibrary-areaer.imf.org/Documents/YearlyReport/AREAER_2019.pdf
- Fondo Monetario Internacional -FMI, WEO. (2022). *Informes de perspectivas de la economía mundial*. <https://www.imf.org/es/Publications/WEO/Issues/2022/04/19/world-economic-outlook-april-2022>
- Gaceta del Salvador. (1850, 15 de noviembre). *Tomo 2, N° 89*. Gobierno del Salvador en la Confederación Centroamericana.
- Gaceta del Salvador (1851, 24 de enero). *Tomo 2, N° 98*. Gobierno del Salvador en la Confederación Centroamericana.
- Gaceta Oficial. (1970, 06 de julio). *Año LXVI, N° 16,640*. Órgano del Estado (Panamá). <https://docs.panama.justia.com/federales/decretos-de-gabinete/decreto-de-gabinete-238-de-1970-jul-6-1970.pdf>
- Gianni, N., Honohan, P. y Ize, A. (2013). *Dollarization of the banking system: good or bad?* World Bank, policy research working papers. <https://elibrary.worldbank.org/doi/pdf/10.1596/1813-9450-3116>
- Glower, C. (2001). Dolarización en El Salvador: lecciones y advertencias para la región. *Nueva Sociedad*, N° 172, páginas 150-164. http://www.nuso.org/upload/articulos/2958_1.pdf
- Gómez, M. (2018). *Avatares de un sistema monetario*. Capítulo I. El sistema de caja de conversión. Buenos Aires. <https://www.teseopress.com/cajadeconversion/chapter/ii-el-sistema-de-caja-de-conversion/>

- Grandes, M. y Reisen, H. (2005). Regímenes cambiarios y desempeño macroeconómico en Argentina, Brasil y México. *Revista de la CEPAL* 86. https://www.cepal.org/sites/default/files/publication/files/11066/086007028_es.pdf
- Guerrero, A. (1999). *El ABC de una junta monetaria o caja de conversión*. Centro de Divulgación del Conocimiento Económico, CEDICE, Caracas. <https://cedice.org.ve/wp-content/uploads/2019/06/Monografia-68-El-ABC-de-la-Junta-Monetaria.pdf>
- Gulde, A. M. (1999). *El régimen de caja de conversión en la estabilización búlgara*. IMF, Finanzas & Desarrollo. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/spa/1999/09/pdf/gulde.pdf>
- Hanke, S. (2003). *Caja de conversión es una inexactitud para el sistema argentino*. CATO Institute. <https://www.elcato.org/caja-de-conversion-es-una-inexactitud-para-el-sistema-argentino>
- Higgins de Ginatta, J. (2008). *Ecuador: 16 años de una lucha*. Ecuador.
- Hinds, M. (1995, 17 de abril). *Confidential memorandum: El nivel de reservas internacionales netas y la dolarización de El Salvador*. Dirigido a los señores Stanley Fisher, Claudio Loser y Elliot Kalter.
- Hinds, M. (2006). *Playing monopoly with the devil: dollarization and domestic currencies in developing countries*. Yale University Press, 2006.
- Hinds, M. (2010, 15 de octubre). El FMI desmiente argumentos contra la dolarización. *El Diario de Hoy*.
- Honohan, P. y Shi, A. (2001). *Deposit dollarization and the financial sector in emerging economies*. The World Bank Development Research Group Finance. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-2748>
- Honohan, P. (2007). *Dollarization and exchange rate fluctuations*. World Bank Policy Research Working Paper 4172. <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/7252/wps4172.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Información Legislativa. (1980). *Ley creando una caja de conversión*. Senado y Cámara de Diputados de la Nación Argentina, Ley N° 2741. <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/280000-284999/283952/norma.htm>
- Instituto de Garantía de Depósitos -IGD. (2021). *Marco institucional*. <https://igd.gob.sv/institucion/marco-institucional/historia/>

- Invenómica. (2022). *Riesgo País EMBI*. <https://www.invenomica.com.ar/riesgo-pais-emb-america-latina-serie-historica/>
- Ize, A., Kiguel, M. y Levy-Yeyati, E. (2015). *Managing systemic liquidity risk in financially dollarized economies*. Fondo Monetario Internacional, working paper N°05/188. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2005/wp05188.pdf>
- Jácome, L. y Lönnberg, A. (2010). *Implementing official dollarization*. Fondo Monetario Internacional, Washington D.C., IMF Working Paper WP/10/106. Monetary and Capital Markets Department.
- Jansen, H.G.P., Morley, S.A., Kessler, G. y Torero, M. (2008). *El impacto del tratado de libre comercio de Centroamérica en la industria centroamericana de maquila textil*. EgEcon Search. <https://ageconsearch.umn.edu/record/42353/>
- López Romero, A. y Meléndez Bonilla, Z. (2004). *Análisis de contenido de las notas publicadas en la sección de Economía de El Diario de Hoy y la Prensa Gráfica, previo a la implementación de la Ley de Integración Monetaria en El Salvador* (Tesis), Universidad de El Salvador, Facultad de Ciencias y Humanidades, Departamento de Periodismo. <http://ri.ues.edu.sv/id/eprint/9966/1/14100277.pdf>
- Lin, M. (2013). *Ley Glass-Steagall: ¿su derogación causó la crisis financiera?* Investors & Funding. <https://www.toptal.com/finance/investment-banking-freelancer/ley-glass-steagall-su-derogacion-causo-la-crisis-financiera>
- Martínez, W. (2018). *La dolarización y El Salvador. Una revisión de la literatura*. https://www.researchgate.net/profile/Willian_Allirio_Martinez/publication/325533812_La_Dolarizacion_y_El_Salvador_Una_revision_de_la_literatura/links/5b12fd25aca2723d997eb828/La-Dolarizacion-y-El-Salvador-Una-revision-de-la-literatura.pdf
- Marusic, M. (2019, 27 de abril). La intervención bancaria en Chile, a tres días de la extinción del último vestigio de la crisis de los 80. *La Tercera*, Chile. <https://www.latercera.com/pulso/noticia/la-intervencion-bancaria-chile-tres-dias-la-extincion-del-ultimo-vestigio-la-crisis-los-80/632295/>
- Méndez Quesada, E. (1997). *Cajas de conversión: características, principios operativos e implicaciones de política*. Banco Central de Costa Rica, División Económica, Departamento de Investigaciones Económicas. https://www.bccr.fi.cr/en/research/DocsExchangeRatePolicyandForeignSector/Cajas_conversion,_caracteristicas,_principios_operativos_implicaciones_politica.pdf

- Millet, M. (2021). *La regulación del comercio internacional: del GATT a la OMC*. Caja de ahorros y pensiones de Barcelona, “laCaixa”, Colección Estudios Económicos No 24. https://www.caixabankresearch.com/sites/default/files/content/file/2016/09/ee24_esp.pdf
- Moreno-Villalaz, J. (1999). *Lecciones de la experiencia monetaria panameña: una economía dolarizada con integración financiera*. Cato Institute. <http://www.elcato.org/publicaciones/ensayos/ens-1999-06-08.html>
- Nicolo, G., Honohan, P. e Ize, A. (2003). *Dollarization of the banking system: good or bad?* World Bank Group, Policy Research Working Papers. <https://elibrary.worldbank.org/doi/epdf/10.1596/1813-9450-3116>
- Observatorio de Políticas Públicas -OPP. (2021). *Análisis desde la academia sobre el proceso de dolarización en Ecuador y en El Salvador*. Universidad Francisco Gavidia. <https://comunicaciones.ufg.edu.sv/observatorios/cartelera-opp/foro-permanente-aportando-a-las-soluciones-analisis-desde-la-academia-sobre-el-proceso-de-dolarizacion-en-ecuador-y-en-el-salvador>
- Organización de las Naciones Unidas -ONU. (2018). *Descolonización y tercer mundo: causas y consecuencias*. Alto Comisionado de las Naciones Unidas, UNHCR-ACNUR. https://eacnur.org/blog/descolonizacion-tercer-mundo-causas-consecuencias-tc_alt45664n_o_pstn_o_pst/
- Organización de Estados Americanos -OEA. (2000). *Caso de Ecuador*. Comisión Interamericana de Derechos Humanos. <https://www.cidh.oas.org/annualrep/99span/capitulo4a.htm>
- Organización de los Estados Americanos -OEA. (2021). *Tratado de Libre Comercio entre la República Dominicana - Centroamérica y los Estados Unidos*. Sistema de Información sobre Comercio Exterior. http://www.sice.oas.org/trade/cafta/caftadr/chapter1_5s.asp
- Pérez Madrid, C. (2020, 17 de enero). Se avecina una nueva crisis de endeudamiento, y será pronto. Entrevista a Mervyn King, exgobernador del Banco de Inglaterra. *El País*, España. <https://elpais.com/economia/2021-01-16/se-avecina-una-nueva-crisis-de-endeudamiento-y-sera-pronto.html>
- Quiñónez, L. (1919). *La cuestión económica, contribución al estudio de la reforma monetaria de El Salvador*. Imprenta Nacional, San Salvador.
- Registro Oficial. (1999). *Órgano del Gobierno del Ecuador*. N° 149. <https://www.eltelegrafo.com.ec/images/eltelegrafo/portafolio/2015/Decreto685.pdf>

- Registro Oficial. (2000). *Ley para la transformación económica del Ecuador*. Suplemento N° 34. https://www.gob.ec/sites/default/files/regulations/2018-10/Documento_Ley-para-la-Transformaci%C3%B3n-Econ%C3%B3mica-del-Ecuador.pdf
- Rochac, A. (1984). *La moneda, los bancos y el crédito en El Salvador*. Tomo III, Creación del Banco Central de Reserva. Segunda parte, edición mimeografiada; Banco Central de Reserva de El Salvador.
- Rochac, A., Fonseca, P. y Young Parke, J. (1961). *Evolución monetaria salvadoreña*. Instituto de Estudios Económicos, Universidad de El Salvador.
- Silva, E. (1980). *Estudios de moneda y banca de El Salvador*. Colección BAC (Banco Agrícola Comercial), El Salvador.
- Singh, A., Belaisch, A., Collyns, C., De Masi, P., Krieger, R., Guy, M. y Rennhack, R. (2005). *Estabilización y reforma en América Latina: perspectiva macroeconómica desde principios de los años noventa*. Fondo Monetario Internacional, Occasional Paper 238, Washington.
- Suay, J. (1921). *12 años de labor en el ramo de Hacienda y de Crédito Público en la república de El Salvador*. <http://www.redicces.org.sv/jspui/bitstream/10972/2679/1/12%20a%C3%B1os%20de%20labor.pdf>
- Superintendencia del Sistema Financiero -SSF. (1990). *Ley de privatización de los bancos comerciales y de las asociaciones de ahorro y préstamo*. Decreto Legislativo N° 640, <https://ssf.gob.sv/wp-content/uploads/ssf2018/MarcoLegal-Leyes-Financieras/Ley%20de%20Privatizacion%20de%20los%20Bancos%20Comerciales%20y%20de%20las%20Asociaciones%20de%20Ahorro%20y%20Prestamo.pdf>
- Superintendencia del Sistema Financiero -SSF. (2014). *Entidades supervisadas*. Abril-junio 2014. https://www.ssf.gob.sv/html_docs/boletinesweb/bjunio2014/contenido/Entidades%20Supervisadas.pdf
- Swiston, A. (2011). *Official dollarization as a monetary regime: its effects on El Salvador*. IMF Working Paper 11/129. Western Hemisphere Department.
- Tovar, C. (2007). *Evolución de los sistemas bancarios en América Latina y el Caribe: retos e implicaciones para la política monetaria y la estabilidad financiera*. Banco de Pagos Internacionales, BIS Papers No 33, Departamento Monetario y Económico. https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap33_es.pdf
- Universidad Centroamericana José Simeón Cañas - UCA. (s. f.). *Análisis de la situación fiscal*. http://www.uca.edu.sv/boletines/upload_w/file/boletines/4fe1feb2137banalisisdelasituacionfiscal.pdf

Villegas, E., Labarca, N., Acosta, A, y Hernández, L. (2002). Dolarización, caja de conversión o tipo de cambio flexible. ¿Opciones para América Latina hoy? *Revista de Ciencias Sociales* (RCS), Vol. VIII, N° 2. <https://www.redalyc.org/pdf/280/28080206.pdf>

Winkler, A., Mazzaferro, F., Nerlich, C. y Thimann, C. (2004). *Official dollarisation/euroisation: motives, features and policy implications of current cases*. Banco Central Europeo. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp11.pdf>

Zedillo, E. (1994). *Discurso para anunciar el Programa de Emergencia Económica ante la crisis de 1994*. https://es.wikisource.org/wiki/Discurso_de_Ernesto_Zedillo_Ponce_de_Le%C3%B3n_anunciando_el_Programa_de_Emergencia_Econ%C3%B3mica_%22crisis_de_1994%22

Al evaluar 21 años de economía dolarizada en El Salvador (enero 2021-diciembre 2021), los resultados estadísticos, informes y conclusiones de estudios demuestran que han existido significativos beneficios, comparado con reducidos costos, los cuales son realidades.

Además, han quedado al descubierto que muchas aseveraciones en su contra, no se dan o son mucho menores a lo que generalmente se señala, por lo que ellas pueden clasificarse como mitos.

Claudio M. de Rosa

El doctor Claudio M. de Rosa es un experto en el diseño de planes de gobierno, formulación de políticas públicas y proyectos socioeconómicos públicos y privados en Centroamérica. Trabajó en el Fondo Monetario Internacional, USAID El Salvador, y fue gobernador de la Federación Latinoamericana de Bancos. Ha sido consultor del Banco Mundial y el PNUD, con profundo conocimiento de relaciones internacionales, con énfasis en las áreas sociales, económicas y financieras. Fue promotor de la dolarización en El Salvador. Conferencista y moderador en foros internacionales. Fuente de consulta de organismos multilaterales y de calificadoras de riesgo. Creador de contenido para campañas de empresas y organizaciones gubernamentales. Es catedrático a nivel de maestría e investigador en asuntos económicos y sociales del Observatorio de Políticas Públicas de la Universidad Francisco Gavidia (OPP-UFG).

