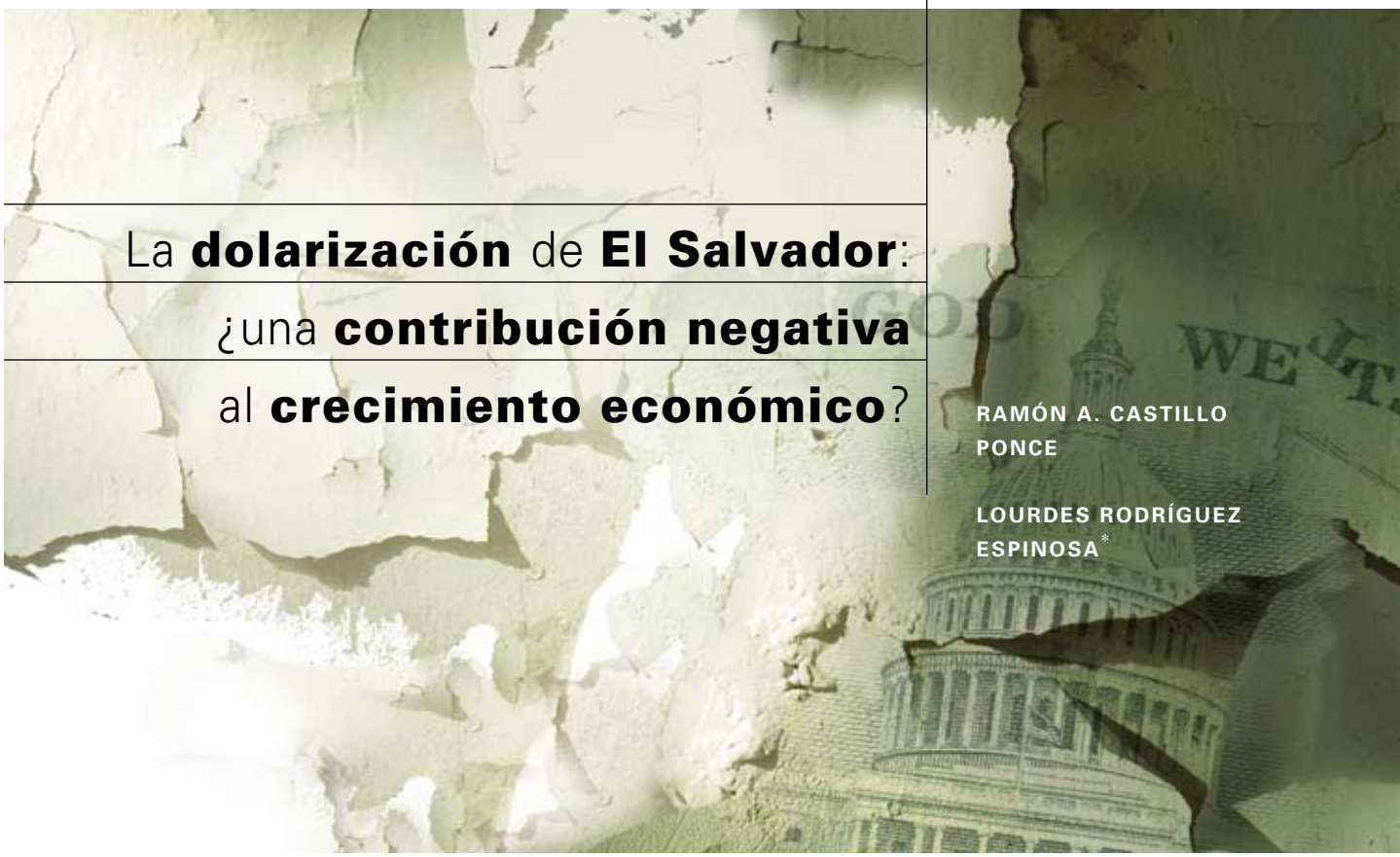


La **dolarización** de **El Salvador**: ¿una **contribución negativa** al **crecimiento económico**?

RAMÓN A. CASTILLO PONCE

LOURDES RODRÍGUEZ ESPINOSA*

En diciembre de 2000, el gobierno de El Salvador tomó la decisión de fijar de manera permanente el tipo de cambio de su moneda, el colón, en 8.75 colones por dólar estadounidense. En otras palabras, El Salvador dolarizó su economía. En parte, esta medida respondió a una serie de crisis económicas caracterizadas por altas tasas de inflación y un estancamiento notable del ingreso. A ocho años de su implantación oficial, la dolarización se ha convertido en un tema de intensos debates en círculos académicos y políticos, resultado del insípido crecimiento de la economía a partir de ese hecho. Algunos arguyen que el pobre desempeño económico del país se debe directamente a la modificación de régimen cambiario. González-Orellana, por ejemplo, indica que adoptar una moneda extranjera resultó en el surgimiento de la llamada *enfermedad holandesa*, con la cual se descuida la producción de bienes exportables y, por ende, disminuye el crecimiento económico.[1] Como medida extrema, González-Orellana sugiere abandonar la dolarización y regresar al colón. Sin embargo, es claro que antes de proponer esa estrategia es indispensable evaluar el desempeño de la economía y determinar las razones por las que el producto interno bruto (PIB) de El Salvador ha crecido a tasas poco significativas. Mientras que puede ser cierto que las exportaciones han sido afectadas por un tipo de cambio apreciado, esto no tiene que ser el factor determinante que ha limitado el crecimiento económico del país.

En este trabajo se evaluará el desempeño de los principales agregados económicos de El Salvador, antes y después de la dolarización. De esta manera será posible determinar por qué la economía ha crecido a tasas menores. Además, se analiza el comportamiento de algunas variables financieras que pudieran dar una idea de

* Universidad Autónoma de Baja California y California State University, Los Ángeles, y Universidad Autónoma de Baja California, respectivamente. Los autores agradecen los comentarios de Víctor Torres Preciado y los participantes en el ciclo de conferencias acerca de sincronización económica celebrado durante el verano de 2008 en la Universidad Francisco Gavidia, El Salvador.

1. M. González-Orellana, *El Salvador: remesas, dolarización y crecimiento*, Centro de Investigaciones en Ciencias y Humanidades, Universidad Dr. José Matías Delgado, El Salvador, 2008.

Mientras que las tasas de crecimiento han tendido a disminuir, la estabilidad del producto ha aumentado. Este fenómeno no es exclusivo de la economía de El Salvador. En la actualidad parece ponerse particular interés en la estabilidad macroeconómica

los beneficios que ha traído la dolarización al país. Esto es, de acuerdo con los estudios al respecto, la adopción de una moneda extranjera como propia implica ciertas ganancias, que la hacen una estrategia atractiva para ciertos países. Por ejemplo, Berg y Borensztein sugieren que una economía pequeña que de facto está dolarizada, como lo era El Salvador en 2000, podría experimentar bajas en las tasas de inflación y de interés con la dolarización.[2] Asimismo, la estabilidad de la moneda podría incentivar la inversión extranjera directa y mejorar las condiciones del mercado de crédito.[3] También anotan que, en el largo plazo, las economías del país dolarizado y de aquel del que se adoptó la moneda incrementarán su interdependencia; en consecuencia, sus ciclos económicos tenderán a sincronizarse.[4]

De manera clara, determinar los costos y beneficios de haber dolarizado una economía no es un ejercicio trivial y en este artículo no se propone realizarlo. El objetivo es menos ambicioso y se centra en establecer si la caída en las exportaciones, debida al menos en parte a la adopción del dólar, ha sido el factor primordial del estancamiento de la economía de El Salvador. La evidencia que se presenta es tan sugestiva como para derivar conclusiones serias respecto a los efectos de la dolarización en la economía de este país centroamericano.

Cabe señalar que estudios similares no abundan; de hecho, son escasos los documentos que analizan la economía salvadoreña. De los trabajos que se asemejan en espíritu al presente, destaca el de Arellano y Heathcote, quienes elaboran un modelo teórico que muestra cómo la dolarización puede incrementar la integración financiera.[5] Los autores prueban el modelo con datos de El

2. A. Berg y E. Borensztein, *The Pros and Cons of Full Dollarization*, IMF Working Paper, núm. 00/50, 2000.
3. Evidencia anecdótica señala que alrededor del año en el que la economía se dolarizó, la moneda extranjera circulaba con igual facilidad que el colón. Por ejemplo, era común que contratos de compra de bienes duraderos se especificaran en dólares.
4. Aunque los autores mencionan este fenómeno como un beneficio de la dolarización, es claro que, dada la coyuntura económica actual de Estados Unidos, pudiera parecer en este momento que la homologación de la actividad económica con ese país no es deseable.
5. C. Arellano y J. Heathcote, *Dollarization and Financial Integration*, International Finance Discusion Papers, núm. 890, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2007.

Salvador y encuentran que las predicciones teóricas son congruentes con lo que se observa: un mercado financiero más integrado. De manera similar, Quispe-Agnoli y Whisler evalúan el desempeño del sistema bancario del país.[6] Sus resultados sugieren que el mismo ha tendido a incrementar su eficiencia y se ha convertido en uno de los sistemas más competitivos de América Central. Para terminar, Ibarra *et al.* discuten los posibles beneficios y costos de la dolarización en El Salvador.[7] De modo parecido, aquí se evalúa cómo ha contribuido la dolarización en el comportamiento de la economía salvadoreña y se trata de determinar si algunos de los beneficios mencionados en el documento se han materializado.

El resto del texto se estructura en tres partes. En la primera se analiza el desempeño del PIB, el consumo, la inversión y las exportaciones para los periodos anterior y posterior a la dolarización. Se pone especial interés en el rubro de la inversión debido a que su comportamiento es, en particular, indicación del lento crecimiento de la economía. En la segunda sección se evalúa el comportamiento de la inflación y las tasas de interés, con el fin de determinar si la dolarización contribuyó a estabilizar su dinámica. Las conclusiones se presentan en el tercer apartado.

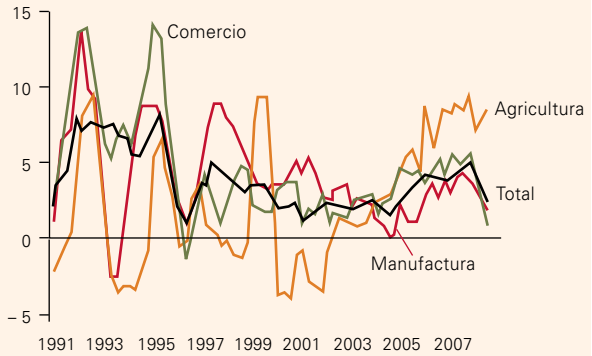
EL SECTOR REAL

DESEMPEÑO DE LOS AGREGADOS ECONÓMICOS

A continuación se evalúa el crecimiento del PIB total y de sus principales sectores: manufacturero, comercial y agrícola. La fuente de la información es el Banco Central de Reserva de El Salvador; la frecuencia es trimestral y el periodo en el que los datos estuvieron disponibles es del primer trimestre de 1991 al tercero de 2008. La totalidad de las variables en sectores se expresa en precios constantes de 1990. En la gráfica 1 se muestran las tasas de crecimiento anual.[8]

G R Á F I C A 1

EL SALVADOR: TASAS DE CRECIMIENTO ANUAL DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO POR SECTORES, 1990-2008 (PORCENTAJES)



Fuente: Banco Central de Reserva, El Salvador, 2009.

Es evidente que, en general, el crecimiento anterior a 2001 fue superior al experimentado a partir de ese año. Ésta es la observación de aquellos que consideran la dolarización como un factor negativo en el desempeño económico de El Salvador. Sin embargo, hay que notar que en realidad la desaceleración de esta economía inició en el cuarto trimestre de 1995, años antes al abandono del colón. La tasa de crecimiento en este periodo fue de 4.4%, dos puntos porcentuales menor a lo que se observó en el tercer trimestre de ese año. A partir de entonces, la economía no volvió a experimentar tasas mayores a 5%. De hecho, sólo en dos periodos subsecuentes se alcanzó esta cifra: en el tercer trimestre de 1997 y en el cuarto trimestre de 2007. Así, no es del todo cierto que la desaceleración económica se desencadenó con la adopción del dólar. Es evidente que factores ajenos al régimen cambiario influían en el lento crecimiento de la economía salvadoreña.

En el cuadro 1 aparecen las tasas de crecimiento promedio para el periodo muestral completo y los dos subperiodos de interés. Se aprecia, en general, que antes de la dolarización las tasas son mayores en relación con el periodo completo y a partir de 2001. La excepción es la tasa de crecimiento del PIB agrícola, que es menor en ambos casos. Para los sectores de manufactura y comercio, el crecimiento anterior a la dolarización es casi el doble al que se da después. Aunque aquí también habría que notar que las elevadas tasas de crecimiento, que producen un mayor promedio para el periodo anterior a 2000,

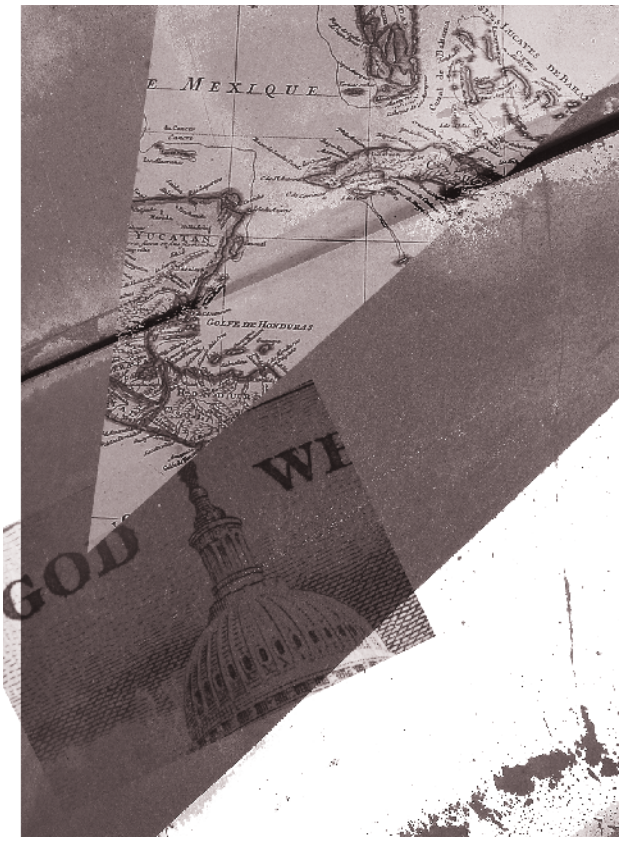
6. M. Quispe-Agnoli y E. Whisler, "Official Dollarization and the Banking System in Ecuador and El Salvador", *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, núm. 61, 2006, pp. 55-71.
7. D. Ibarra, J.C. Moreno Brid, J. García y R. Hernández, "El Salvador: implicaciones, ventajas y riesgos", *Investigación Económica*, núm. 63, 2004, pp. 71-93.
8. Se agradece a Pedro Antonio Argumedo, de la Fundación Salvadoreña para el Desarrollo Económico y Social (Fusades), y a Otto Boris Rodríguez, del Banco Central de Reserva de El Salvador, por su asesoría en la recopilación de datos.

se presentaron de manera fundamental antes de 1995. Para el caso del sector comercial, el crecimiento ha permanecido casi constante a partir de 1997.

El cuadro 1 también incluye la desviación estándar (DE) de las tasas de crecimiento como medida de volatilidad. En todas las instancias, la volatilidad del producto antes de la dolarización es mayor que a partir de su adopción. Esto es, mientras que las tasas de crecimiento han tendido a disminuir, la estabilidad del producto ha aumentado. Este fenómeno no es exclusivo de la economía de El Salvador. En la actualidad parece ponerse particular interés en la estabilidad macroeconómica, más que en el crecimiento del ingreso. Por ejemplo, en México el discurso acerca de las condiciones económicas del país tiende a destacar el hecho de que los indicadores sugieren una economía bien fundada y preparada para enfrentar choques adversos, internos o externos. Por supuesto que la valoración relativa entre crecimiento y estabilidad depende de los objetivos del país; en algunos casos será más importante el primero y en otros, el segundo.[9]

A partir de la evidencia mostrada, se pueden identificar algunos hechos interesantes. Primero, que la desaceleración de la economía de El Salvador inició antes de la adopción del dólar como moneda propia; esto es cierto tanto en términos del PIB agregado como por sectores. Asimismo, aunque las recientes tasas de crecimiento han sido en promedio menores a las que se observaron antes de 2001, la volatilidad del producto ha tendido a disminuir, lo cual se entiende como un fortalecimiento de la estabilidad económica del país.

9. El discurso respecto a lo bien preparada que está la economía mexicana para hacer frente a la crisis económica mundial ha tendido a ser más cauteloso en fechas recientes, debido al evidente deterioro de las condiciones económicas del país.



Ahora la atención se centra en los principales agregados económicos del PIB: consumo, inversión y sector externo. Tanto para el consumo como para la inversión se contó con datos del total y desagregados para el sector privado y público. La información del sector externo corresponde a las importaciones, las exportaciones y el saldo de la balanza comercial. Los datos estuvieron disponibles a partir de 1990 y hasta 2007, con periodicidad anual; la fuente fue el Banco Central de Reserva de El Salvador.

CUADRO 1

EL SALVADOR: TASAS DE CRECIMIENTO DEL PIB POR SECTORES, 1991-2008 (PORCENTAJES)

	1991-2008		1991-2000		2001-2008	
Sector	*Promedio*	*Desviación estándar*	*Promedio*	*Desviación estándar*	*Promedio*	*Desviación estándar*
Manufactura	4.18	3.10	5.28	3.55	2.65	1.24
Comercio	4.63	3.43	5.66	4.05	3.10	1.46
Agrícola	2.15	4.16	1.28	4.19	3.66	3.94
Total	*3.90*	*1.96*	*4.63*	*2.13*	*2.90*	*1.08*

Fuente: Banco Central de Reserva, El Salvador, 2009.

En la gráfica 2 se muestran las tasas de crecimiento de los diferentes rubros del consumo. El consumo total experimentó, de 1992 a 1995, cifras importantes de crecimiento; sufrió un estancamiento de 1996 a 2003, y una expansión de 2003 a 2007, con excepción del consumo público en 2007. Como en el caso del PIB, el consumo exhibe un cre-

cimiento promedio menor para el periodo de dolarización, en relación con el lapso anterior, y también una volatilidad inferior en el periodo posterior.

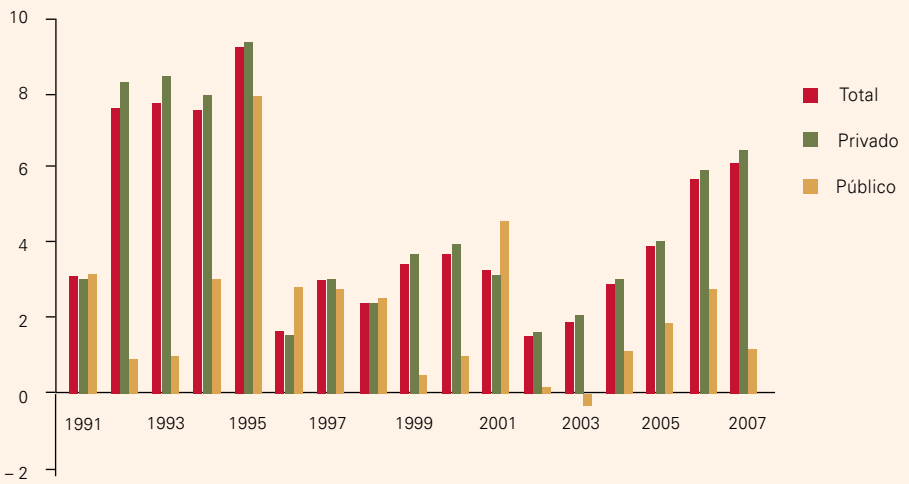
Cabe destacar que en el caso del consumo también se nota una reducción en su dinámica antes de la adopción del dólar como moneda propia. Sobresale la caída del consumo total de 1995 a 1996, cuando la tasa de crecimiento disminuyó de 9.2 a 1.6 por ciento. De hecho, este rubro exhibe una recuperación significativa sólo hasta 2006 y 2007. El consumo público permanece débil en la totalidad de la muestra, con excepción de 1995 y 2001, cuando creció en 7.9 y 4.6 por ciento, respectivamente.

Habría también que mencionar que las dos caídas importantes en el consumo coinciden con eventos internacionales relacionados con una desaceleración económica: la crisis mexicana de 1995-1996 y la recesión en Estados Unidos de 2001-2002. Asimismo, los dos periodos de auge del consumo corresponden a la expansión económica mundial de 1992 a 1995 y de 2003 a 2007. Con estas observaciones se puede argumentar que el comportamiento del consumo en El Salvador, y de su economía en general, sigue de cerca la dinámica de otros países en desarrollo (México, por ejemplo), la cual a su vez está muy relacionada con el desempeño de la economía de Estados Unidos. Si este patrón continúa, se debe advertir una desaceleración importante de la economía salvadoreña a partir del cuarto trimestre de 2008 y durante 2009, o hasta que la economía mundial se recupere. En suma, no hay evidencia hasta este punto que sugiera que la adopción del dólar ha sido el factor determinante de la desaceleración de la economía salvadoreña.

Las tasas de crecimiento de la inversión se ilustran en la gráfica 3. En este caso se nota un patrón preocupante y es el escaso crecimiento de este agregado a partir de 1996. Esto es que aún antes de la adopción del dólar se advierte una desaceleración significativa en el desempeño de la inversión. Cabe notar que durante la primera mitad de los años noventa se tuvieron cifras entre 13 y 18 por ciento en el crecimiento anual. Después de la caída de 1996, la inversión no exhibió tasas de dos dígitos, con excepción de 2006, cuando alcanzó 11%. En promedio, la tasa de crecimiento de la inversión para el periodo de 1997 a 2007 fue de 4 por ciento.

G R Á F I C A 2

EL SALVADOR: TASAS DE CRECIMIENTO DEL CONSUMO POR SECTORES, 1991-2007 (PORCENTAJES)



Fuente: Banco Central de Reserva, El Salvador, 2009.

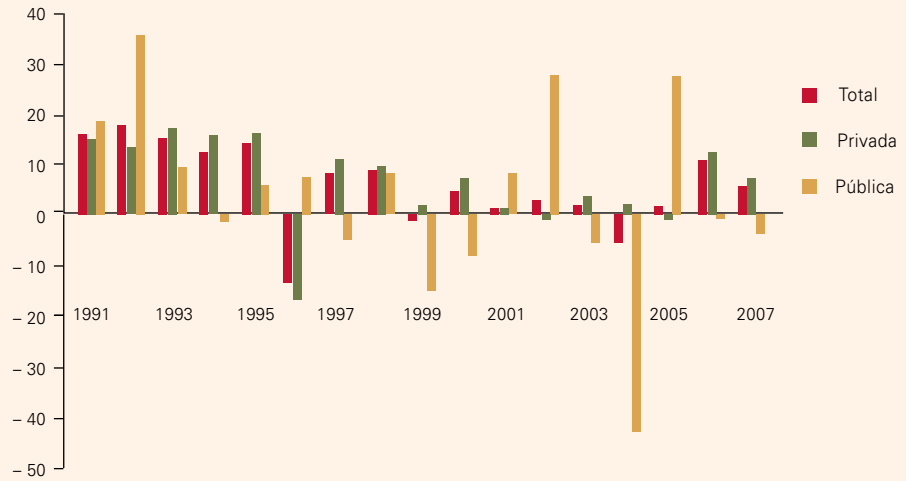
En relación con los componentes particulares de la inversión, se aprecia un comportamiento errático del rubro público, con tasas muy elevadas o negativas, en 2004 y 2005, respectivamente. Al menos en estos dos casos, el desempeño de la inversión resulta interesante, pues no se identifican eventos en particular destacados para entender los cambios. Por otra parte, la inversión privada exhibe un patrón más estable, que ha permanecido débil desde 1999; de hecho, se observan dos periodos en los que fue negativa: 2002 y 2005. Así, la falta de inversión en El Salvador apunta como un posible factor que determina el débil crecimiento de la economía en años recientes.

Respecto a la relativa estabilidad de la inversión para los periodos anterior y posterior a la dolarización, como fue en el caso del PIB y el consumo, la desviación estándar para el segundo periodo es menor, con excepción de la inversión pública, que muestra una desviación estándar de 24.18%, lo cual se explica por la marcadas fluctuaciones que experimentó en 2002, 2004 y 2005.

¿Cuál ha sido el efecto de la dolarización en el desempeño de las exportaciones? Según la teoría, a partir de haber adoptado una moneda relativamente más fuerte que el colón, las exportaciones netas tenderían a disminuir, reflejándose esto en un deterioro en la balanza comercial y el crecimiento económico del país. Cabe destacar que este efecto podría ser muy significativo en el caso de El Salvador, ya que su economía depende mucho del sector externo. Para examinar esta posibilidad, en la gráfica 4 se ilustran las exportaciones, las importaciones y el saldo de la balanza comercial. Mientras que el déficit externo se ha incrementado, la tendencia a aumentar no inicia en 2001, con la dolarización de la economía, sino que continúa una trayectoria que viene desde 1996. Esto es, nótese cómo no se aprecia un cambio estructural importante en 2001, pues la dinámica de las series parece seguir una tendencia definida que inició con anterioridad. De hecho, es más fácil

GRÁFICA 3

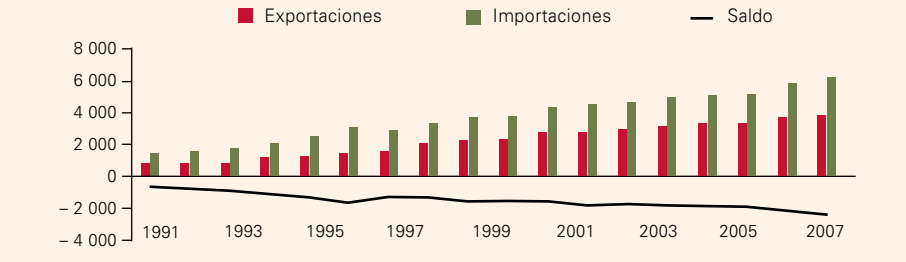
EL SALVADOR: TASAS DE CRECIMIENTO DE LA INVERSIÓN POR TIPO, 1991-2007 (PORCENTAJES)



Fuente: Banco Central de Reserva, El Salvador, 2009.

GRÁFICA 4

EL SALVADOR: COMERCIO EXTERIOR, 1990-2007 (MILLONES DE DÓLARES)



Fuente: Banco Central de Reserva, El Salvador, 2009.

distinguir un cambio en 1995, cuando se nota cierto aumento inusual en la balanza comercial, seguido por una trayectoria que se incrementa de manera constante hasta 2007. Así, resulta poco razonable argumentar que la adopción del dólar ha empeorado de modo significativo las condiciones de la balanza comercial y, en consecuencia, ha frenado el crecimiento económico del país.

Contribuciones al crecimiento

A pesar de haberse formado una idea de cómo se han desempeñado los principales agregados económicos de El Salvador desde el decenio de los noventa, aún no es posible determinar cuál de ellos ha sido el más responsable del lento crecimiento de la economía. En la gráfica 5 se ilustran las contribuciones al PIB de cada uno de los indicadores evaluados; a partir de ellos será posible determinar el origen del pobre desempeño económico en fechas recientes. La fuente de los datos es el Banco Central de Reserva de El Salvador.

Primero, se nota con claridad el periodo de expansión de 1991 a 1995. Las mayores contribuciones al producto provinieron del consumo y de grandes inversiones. El fuerte crecimiento de estos dos indicadores fue tan importante que sobrepasó el negativo contrapaso de las exportaciones netas. Es en este periodo cuando la balanza comercial ejerce su mayor efecto negativo sobre el crecimiento y no después de la dolarización, como se pudiera anticipar. En 1996 se da una caída de la inversión que contrasta con las contribuciones positivas del consumo y las exportaciones. A partir de 1997, y hasta 2004, se aprecia una desaceleración significativa en las contribuciones del consumo y la inversión. De ahí que no es sorprendente que el crecimiento del PIB durante estos años haya sido débil. Se destaca que, mientras el saldo de la balanza comercial contribuyó de manera negativa al crecimiento, este peso fue menor que el del periodo de 1991 a 1995. Para el último lapso de análisis, de 2005 a 2007, se nota un fenómeno interesante: elevadas contribuciones del consumo, pero nulas contribuciones de la inversión. Esto último, en conjunto con las contribuciones negativas de las exportaciones netas, explica el escaso crecimiento de la economía salvadoreña en fechas recientes.

En suma, es evidente que el débil desempeño de la economía de El Salvador es el resultado de una desaceleración en el consumo y de una caída importante en el crecimiento de la inversión. Las contribuciones negativas de las exportaciones también han influido; pero no podrían, por sí mismas, explicar el estancamiento de la economía después de la dolarización.

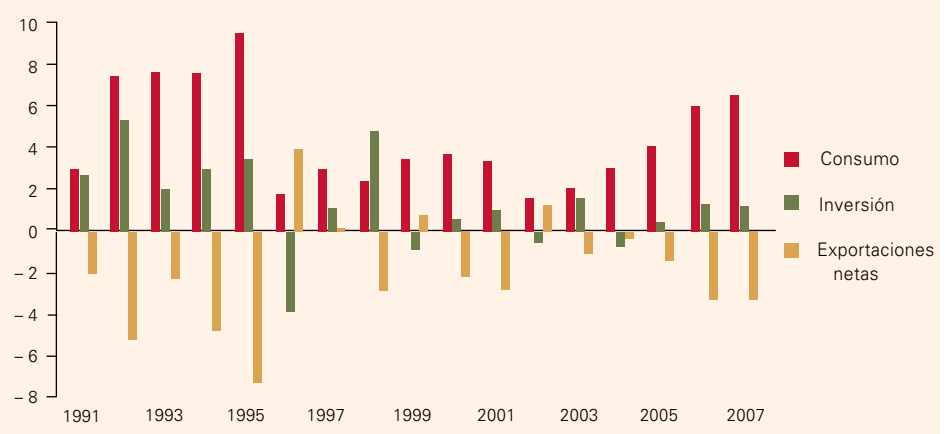
Factores determinantes de la inversión

A partir de la evidencia mostrada en la sección anterior, sería interesante determinar algunos de los factores que pudieran haber influido en el comportamiento de la inversión. Para tal efecto se calcula una ecuación de inversión sencilla basada en un modelo tipo acelerador. Como variables explicativas se incluyen el PIB de El Salvador y otros elementos que pudieran estar relacionados con la inversión. Se siguen algunas especificaciones que se han calculado para países como México, que incluyen variables como la inversión extranjera directa, condiciones del mercado de crédito y tasas de interés, entre otras.[10] Por desgracia, para el caso que nos concierne en

10. J. Herrera, "Dinámica de la inversión privada en México", *Gaceta de Economía*, núm. 16, pp. 225-240.

G R Á F I C A 5

EL SALVADOR: COMPONENTES DEL PIB, 1991-2007 (PORCENTAJES)



Fuente: Banco Central de Reserva, El Salvador, 2009.

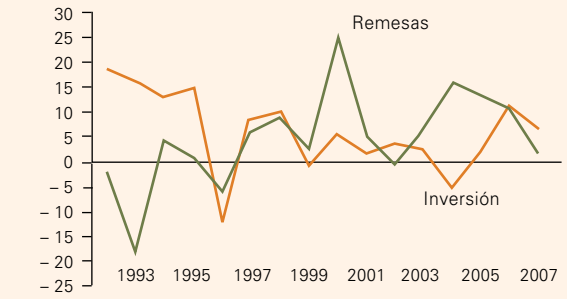
este ejercicio, la información respecto a esas variables no está disponible. De manera adicional, datos referentes a la inversión se publican con periodicidad anual e inician en 1990. De tal modo que se cuenta con un total de 18 observaciones. Es evidente que no sería convincente calcular una ecuación de cointegración, así que se postula una ecuación con las variables en tasas de crecimiento. De esa manera se tiene una especificación con series estacionarias y el potencial problema de resultados falsos es eliminado.[11]

Debido al escaso número de observaciones, se restringió la cifra de variables explicativas a dos: el PIB y las remesas reales. Esta última se incluye porque las remesas constituyen la principal fuente de flujos de capital a El Salvador, las cuales a su vez son usadas tanto en el consumo como en el arranque de pequeños negocios productivos. Es razonable suponer que al menos una porción de las remesas que se reciben se utiliza en proyectos de inversión, tanto privados como públicos; la evidencia anecdótica parece indicarlo así.[12] La fuente de información de las remesas es el Banco Central de Reserva de El Salvador. Las cifras se deflactaron con el índice de precios al consumidor.

Las tasas de crecimiento de la inversión total y las remesas expresadas en términos reales se muestran en la gráfica 6. En general, se advierte una relación directa entre ambas para el periodo completo. De 1995 a 2002, los puntos de inflexión en la trayectorias de las series concuerdan: un cambio hacia arriba (abajo) en la tasa de crecimiento de las remesas coincide con una variación en la misma dirección de las tasas de crecimiento de la

G R Á F I C A 6

EL SALVADOR: TASAS DE CRECIMIENTO ANUAL DE LAS REMESAS Y LA INVERSIÓN, 1992-2007 (PORCENTAJES)



Fuente: Banco Central de Reserva, El Salvador, 2009

11. Las series de inversión, PIB y otras variables explicativas que se consideraron resultaron integradas de orden 1 en niveles. De tal modo que si se especificara una ecuación en niveles se tendría que usar la metodología de cointegración para ser calculada. Sin embargo, debido a que el periodo muestral y el número de observaciones son escasos, se optó por proponer una ecuación con la tasas de crecimiento de las series, que se encuentran integradas de orden 0. Los coeficientes calculados por medio de mínimos cuadrados ordinarios para esta especificación cumplen con las propiedades de eficiencia y consistencia estándar.
12. La práctica de utilizar los flujos de remesas para proyectos de inversión es común para los envíos que realizan las organizaciones de inmigrantes en Estados Unidos.

inversión. De hecho, el único año en el que no se identifica una asociación directa es 2004, ya que la inversión cae, mientras que las remesas se incrementan.

La ecuación calculada se especifica de la siguiente manera:

$$y_t = \alpha_0 + \alpha_1 x_t + \alpha_2 z_t + \varepsilon_t$$

donde y_t se refiere a la tasa de crecimiento anual de la inversión total; x_t es la tasa de crecimiento anual del PIB; z_t es la tasa de crecimiento anual de las remesas reales, y ε_t es el error estocástico. Debido a la relación que tiene el PIB con la inversión se calculó la ecuación en dos etapas, usando los rezagos de las tasas de crecimiento del PIB de El Salvador, las remesas y el PIB de Estados Unidos como instrumentos. Los resultados se presentan en el cuadro 2.[13]

Más allá de las relaciones cuantitativas, se destacan las asociaciones cualitativas entre las variables. La tasa de crecimiento de la inversión es significativa y relacionada de manera positiva con las tasas de crecimiento de ambas variables explicativas, el PIB y las remesas. En el caso de la primera, el resultado se observa esperado y congruente con la teoría económica estándar: incrementos en el producto contribuyen en positivo a la inversión. Respecto a la segunda variable, remesas, la relación también es razonable, sólo que su interpretación no es tan directa como en el caso del producto. Aquí se puede sugerir que los aumentos en los flujos de remesas resultan en mayores inversiones, tanto públicas como privadas. Hay que notar que la variable dependiente se refiere a la inversión total, por lo que se evalúa tanto la inversión pública como la que realiza el sector privado. Si se considera que la economía de El Salvador depende mucho de las contribuciones de sus nacionales radicados en el extranjero, tiene sentido que alzas en los ingresos de capital se relacionen de manera directa con una dinámica más consistente de la inversión.

Este segundo resultado lleva a considerar una posibilidad más en torno a los factores que contribuyen al comportamiento de la inversión y de la economía de El Salvador en general. Una vez que se mostró que las remesas se relacionan de manera positiva con la inversión, es natural pensar que así también se vinculará la inversión con la economía estadounidense, ya que las remesas están relacionadas de forma con el desempeño de esta economía. Dado lo anterior, se observa que al contraerse la economía de Estados Unidos, por ejemplo, la inversión y la economía total de El Salvador también tenderían a desacelerarse, ya que los flujos de remesas disminuirían. Asimismo, al experimentarse un periodo de expansión en Estados Unidos, y una consecuente alza en el envío de remesas, la inversión se vería afectada de manera positiva. En principio, esto es lo que se observa, pero un análisis detallado respecto a la relación que tienen las economías de ambos países se vuelve necesario para esclarecer el tema de manera precisa.

13. Se realizaron pruebas convencionales sobre los residuales y de estabilidad. Éstas fueron satisfactorias, con excepción de la prueba de heteroscedasticidad.

CUADRO 2

EL SALVADOR: ECUACIÓN DE LA RELACIÓN DE LA INVERSIÓN CON EL PIB Y LAS REMESAS

	Variables Independientes		
Variable dependiente	*Constante*	*PIB*	*Remesas*
Inversión	– 0.011	3.213	0.086
	(0.002)	(0.359)	(0.048)
R cuadrada	0.709		
Durbin Watson	2.031		
Probabilidad F	0.000		
Observaciones	16		

Nota: Error estándar en paréntesis instrumentos: tasas de crecimiento del PIB, remesas y PIB de Estados Unidos rezagadas un periodo.

TASAS DE INTERÉS E INFLACIÓN

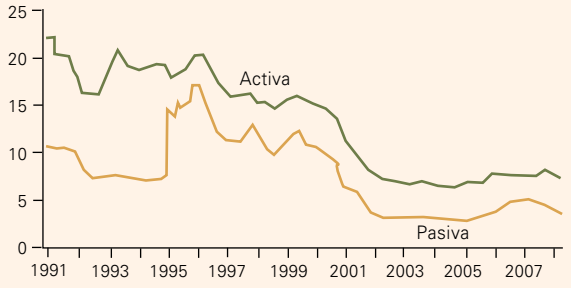
En este apartado se evalúan dos indicadores que pueden proporcionar una idea de los beneficios que la dolarización ha traído a la economía de El Salvador. El primero se refiere a las tasas de interés. En la gráfica 7 aparecen las tasas activa y pasiva, expresadas en términos nominales. Los datos fueron obtenidos del Banco Central de Reserva de El Salvador; su periodicidad es trimestral y abarcan de 1991 al segundo trimestre de 2008. Para ambas variables se inicia un cambio en la tendencia hacia abajo a partir de 1996 y se aprecia una caída notable en 2001, una nivelación en 2002 y una estabilidad hasta 2008, cuando se observa una pequeña disminución. En principio se esperaría que la baja de las tasas de interés resultara en una dinámica mayor del sector privado, en cuanto al consumo y la inversión. Para

el caso del consumo, de acuerdo con las observaciones de la sección anterior, parece haberse experimentado algún beneficio. Sin embargo, la inversión no ha respondido a esta disminución, lo cual resulta intrigante. En esto se nota cómo el consumo tiene cierto repunte a partir de 2003, mientras que la inversión permanece estancada.

Para entender de manera más clara el papel de las tasas de interés activa y pasiva en la economía, el diferencial entre ellas se muestra en la gráfica 8. De acuerdo con estudios, éste puede ser interpretado como un indicador de la eficiencia del mercado de crédito: un menor o mayor diferencial indica condiciones favorables o no favorables de crédito. Como se puede observar, el diferencial disminuyó de modo considerable en 1995 y mostró un comportamiento regular hasta 2001, año a partir del cual se observa cierta tendencia a bajar, hasta mediados de 2007, cuando inicia un alza que persiste hasta 2008. El consumo parece haber respondido de manera favorable a la baja en el diferencial de tasas de interés; en otras palabras, a una mejora en el mercado de crédito. Sin embargo, la inversión no da una respuesta significativa. Así, la pregunta aún es: ¿por qué? El alcance de este documento no permite responder de modo preciso; sin embargo, se sugiere realizar esfuerzos en esta dirección. De cualquier manera, cabe destacar que ha habido una mejora en cuanto a la posición de tasas de interés que prevalecen en El Salvador, así como en las condiciones

G R Á F I C A 7

EL SALVADOR: TASAS DE INTERÉS NOMINALES, 1991-2008 (PORCENTAJES)



Fuente: Banco Central de Reserva, El Salvador, 2009.

del mercado de crédito, tal como se infiere de la disminución en el diferencial de tasas de interés.[14]

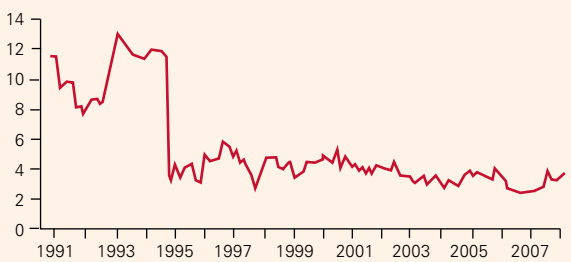
El segundo indicador que se evalúa en esta sección se refiere a la tasa de inflación. De acuerdo con la teoría, las tasas de inflación del país dolarizado y del que se adopta la moneda tenderán a homologarse en el largo plazo. La gráfica 9 muestra el comportamiento de la inflación en El Salvador y Estados Unidos. Los datos para el primero fueron obtenidos del Banco Central de Reserva, mientras que las cifras para el segundo se obtuvieron del Bureau of Labor Statistics; su periodicidad es trimestral y abarcan del primer trimestre de 1991 al segundo de 2008.

La tasa de inflación en Estados Unidos ha tendido a mantenerse constante alrededor de 4%. En el caso de El Salvador se aprecian variaciones considerables durante los años noventa. No es sino hasta finales de ese decenio cuando la inflación parece estabilizarse. De manera clara, a partir de 2001 este indicador muestra un comportamiento estable, que fluctua en torno a una tasa de 4%, como ha sido en el caso de Estados Unidos. Sin embargo, cabe destacar que para 2008 la tasa de inflación en El Salvador mostró un incremento interesante, lo cual pudiera deberse a las alzas en los precios de los combustibles y los alimentos que se observaron durante ese periodo. De cualquier manera, es evidente que ha habido una mejora en términos del alcance y volatilidad de la inflación en El Salvador, la cual se asocia con la adopción del dólar estadounidense.

14. Para una discusión detallada de la importancia del diferencial de tasas de interés en el mercado de crédito, véase R. Castillo, "Restricciones de liquidez, el canal de crédito y el consumo en México", *Economía Mexicana*, nueva época, núm. 12, 2003, pp. 65-101.

G R Á F I C A 8

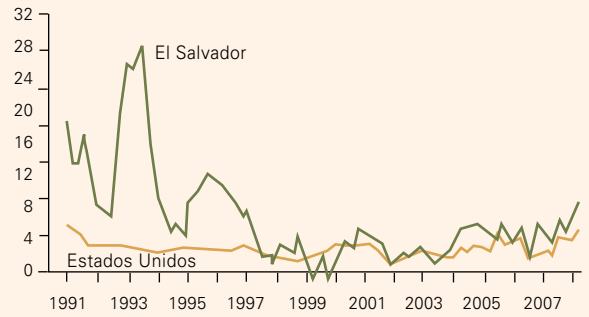
EL SALVADOR: DIFERENCIAL DE TASAS DE INTERÉS ACTIVA Y PASIVA, 1991-2008 (PUNTOS PORCENTUALES)



Fuente: Banco Central de Reserva, El Salvador, 2009.

G R Á F I C A 9

ESTADOS UNIDOS Y EL SALVADOR: TASAS DE INFLACIÓN, 1991-2008 (PORCENTAJES)



Fuente: Banco Central de Reserva, El Salvador, 2009, y Bureau of Labor Statistics, Estados Unidos, 2009.

CONCLUSIONES

En este trabajo se evalúan algunos indicadores macroeconómicos de El Salvador, con el fin de entender el comportamiento de su economía para los periodos anterior y posterior a la dolarización del país. Mediante un análisis gráfico se concluye que el factor que más ha contribuido al estancamiento de la economía de ese país centroamericano ha sido el débil desempeño de la inversión. Se destaca que, contrario a lo que se ha sugerido en fechas recientes en relación con la importancia del saldo de la balanza comercial como el factor determinante de la dinámica económica, el comportamiento de las exportaciones netas no ha sido distinto de manera notoria al que mostraba antes de la adopción del dólar. Esto es, que no hay evidencia de que la dolarización haya afectado de modo negativo al sector externo y en último lugar al crecimiento del producto, más allá de lo que se ha observado a lo largo de la historia. Así, la sugerencia de que la economía de El Salvador debe regresar al colón parece no tener fundamento.

De acuerdo con este análisis, se debe continuar con una evaluación profunda del desempeño de la inversión no sólo a partir de la dolarización, pues desde el decenio de los años noventa ya se notaba una caída en su dinámica. Una serie de estudios que pudiera rendir réditos interesantes consistiría en determinar los factores que influyen en esta variable, concentrándose en las remesas y algún indicador que se refiera al desempeño de la

economía de Estados Unidos. Con los resultados exploratorios de este texto, se puede vaticinar que el comportamiento de la inversión en El Salvador y de su economía en su conjunto estaría relacionado de manera estrecha con las remesas y con el ciclo económico de Estados Unidos, ya que hay una relación significativa entre estas dos últimas variables. A manera de ejercicio empírico respecto a esta posibilidad, sería interesante dar seguimiento a la inversión y a la economía agregada de El Salvador en estas fechas, cuando Estados Unidos atraviesa por una fuerte recesión. Si los argumentos de este trabajo están bien fundados, debería encontrarse que las remesas, la inversión de forma particular y el PIB se desaceleran de modo significativo durante este periodo.

Para finalizar, y como apoyo a la sugerencia de no abandonar el dólar, se presentan algunos datos respecto a las tasa de interés y de inflación en El Salvador. La evidencia indica que ha habido una caída significativa de las tasas activa y pasiva, así como una baja considerable en el diferencial entre ellas. Esto, a su vez, se puede traducir como una mejora en las condiciones del mercado de crédito, que sin duda ha influido de manera importante en el repunte del consumo a partir de 2003. Respecto a la inflación, destaca que ha disminuido de modo considerable y ha permanecido en posiciones similares a las que prevalecen en Estados Unidos. Queda la expectativa de conocer su comportamiento durante el periodo de crisis, lo que aportará una mejor idea del grado de integración que exhiben estas variables en ambos países. Sería interesante examinar lo que sucede en El Salvador ahora que los precios en Estados Unidos han tendido a crecer a tasas cada vez más bajas. A priori, se espera que las tasas de inflación en El Salvador no sigan la dinámica de su contraparte estadounidense, ya que los factores que determinan el traspaso de los precios externos (estructura de mercado, por ejemplo) en ambas economías no son idénticos. Por ello, hay que estar pendiente de los próximos acontecimientos al respecto. CE