



Presentación de la misión del Fondo Monetario Internacional

Los efectos de la dolarización oficial en el desempeño macroeconómico de El Salvador

Jordi Prat y Andrew Swiston
26 de octubre 2010

Agenda

- \$ Motivación de dolarizar y experiencia macroeconómica durante la década
- \$ Respuesta a choques
- \$ Riesgo cambiario y tasas de interés
- \$ Estabilización cíclica
- \$ Transmisión monetaria
- \$ Conclusiones

Situación antes del 2001

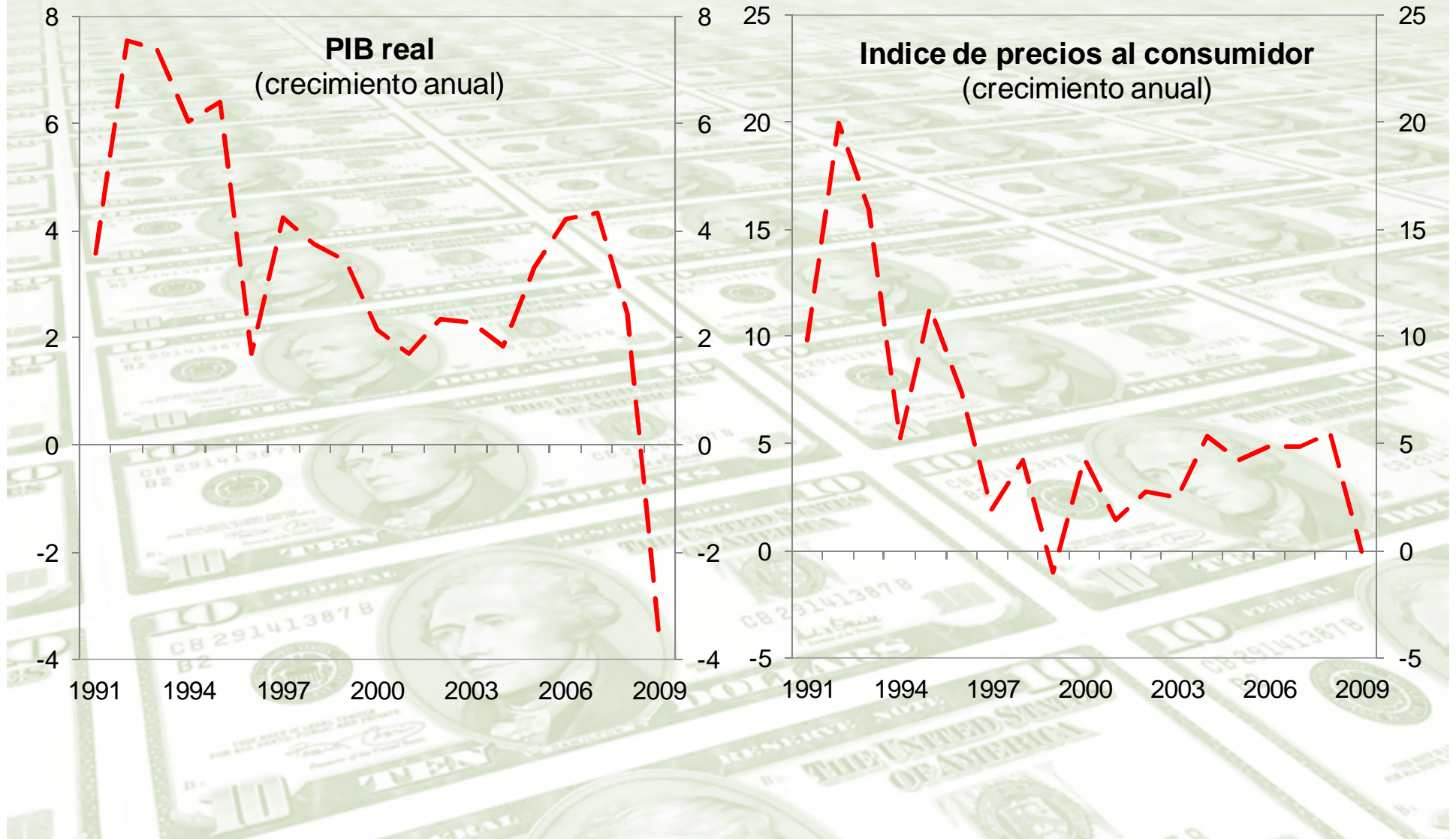
- \$ Liberalización significativa durante los 90's
 - Inversión en reconstrucción
 - Apertura financiera
 - Crecimiento de las exportaciones

- \$ Tipo de cambio fijo desde 1993
 - Inflación baja
 - Tasas de interés relativamente altas
 - Crecimiento había sido bueno, pero se desaceleró a partir de 1996

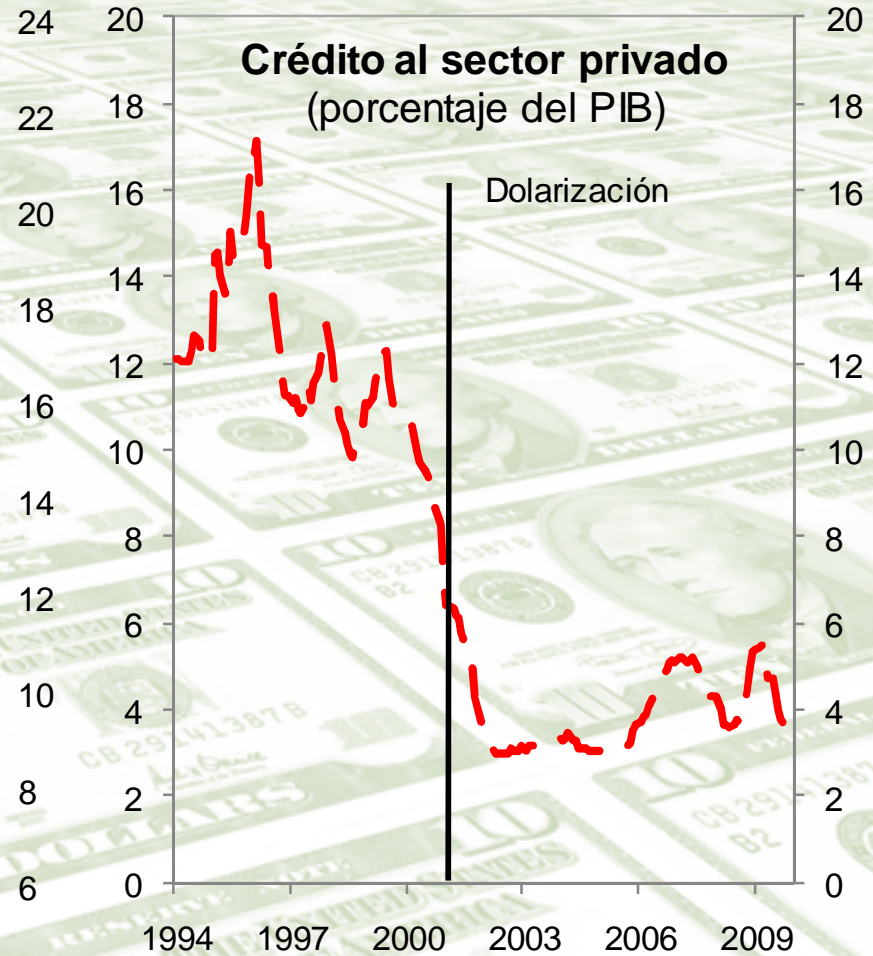
Razones para dolarizar...

- \$ Se reduciría el riesgo cambiario...
 - ...lo que implicaría menores tasas de interés...
 - ...provocaría que la inversión despegara...
 - ... y tendría un efecto positivo sobre las exportaciones...
 - ... acelerando el crecimiento económico...
- \$ Reducción de costos de transacción
- \$ Se consolidaba la inflación baja

Crecimiento e inflación baja



Tasas de interés bajaron, pero no despegó el crédito



Agenda

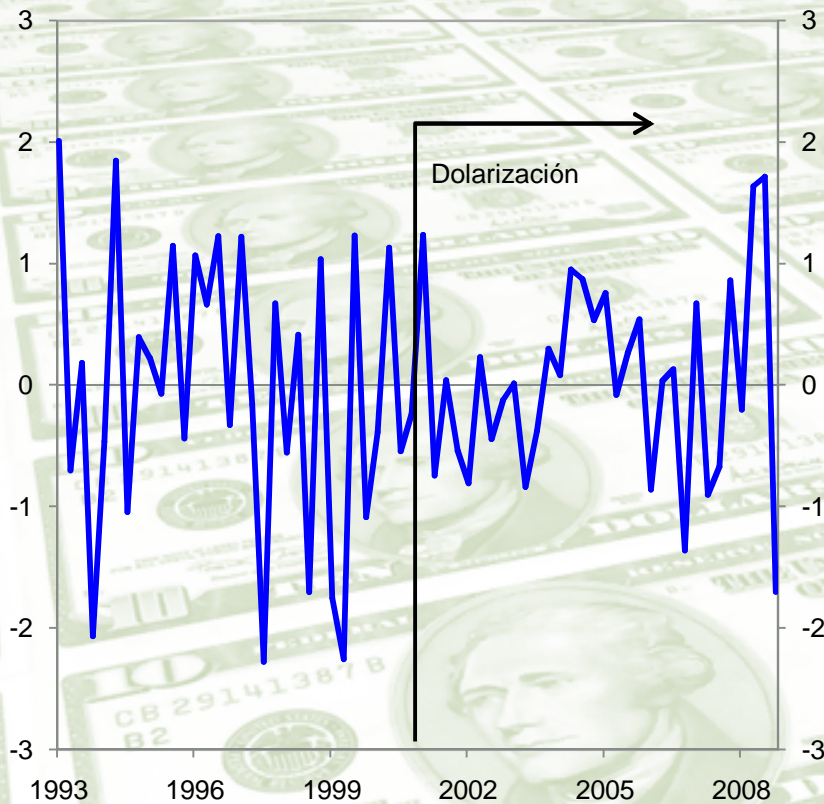
- \$ Motivación de dolarizar y experiencia macroeconómica durante la década
- \$ **Respuesta a choques**
- \$ Riesgo cambiario y tasas de interés
- \$ Estabilización cíclica
- \$ Transmisión monetaria
- \$ Conclusiones

Metodología

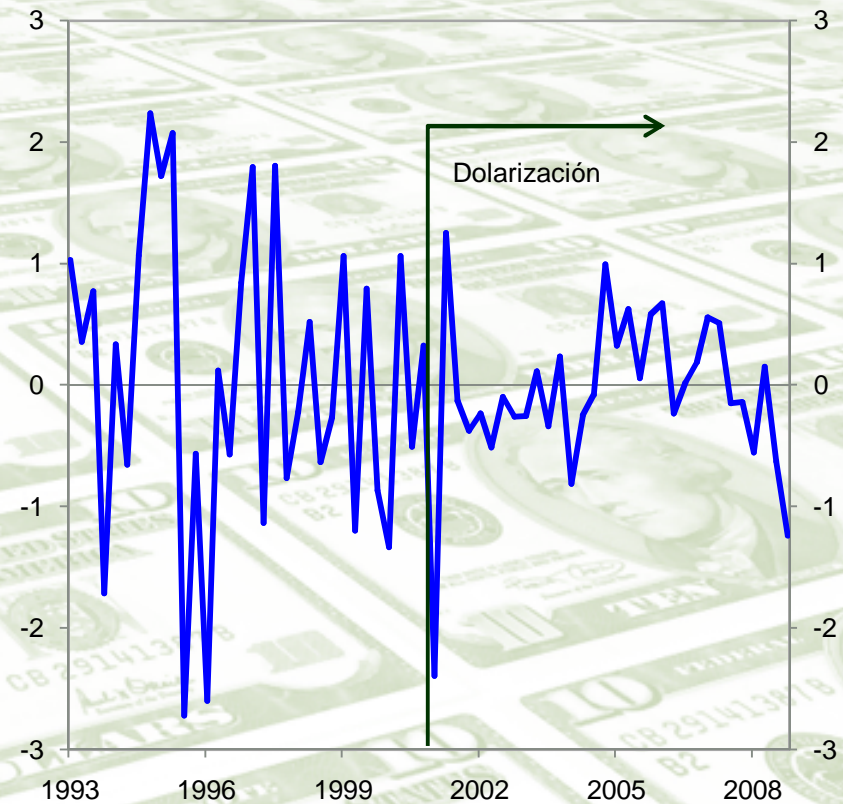
- \$ Blanchard & Quah (1989)
- \$ Kwan & Lui (1996)
- \$ Modelo de dos variables: inflación y producto
- \$ Se estima un VAR estructural con restricciones de largo plazo
 - Se distinguen choques de oferta y demanda. Choques de oferta tienen efectos de largo plazo mientras que los de demanda no.

Los choques de oferta y demanda fueron estadísticamente diferentes...

Choques de demanda



Choques de oferta



Los choques de oferta y demanda fueron estadísticamente diferentes...

Distribución de choques de demanda

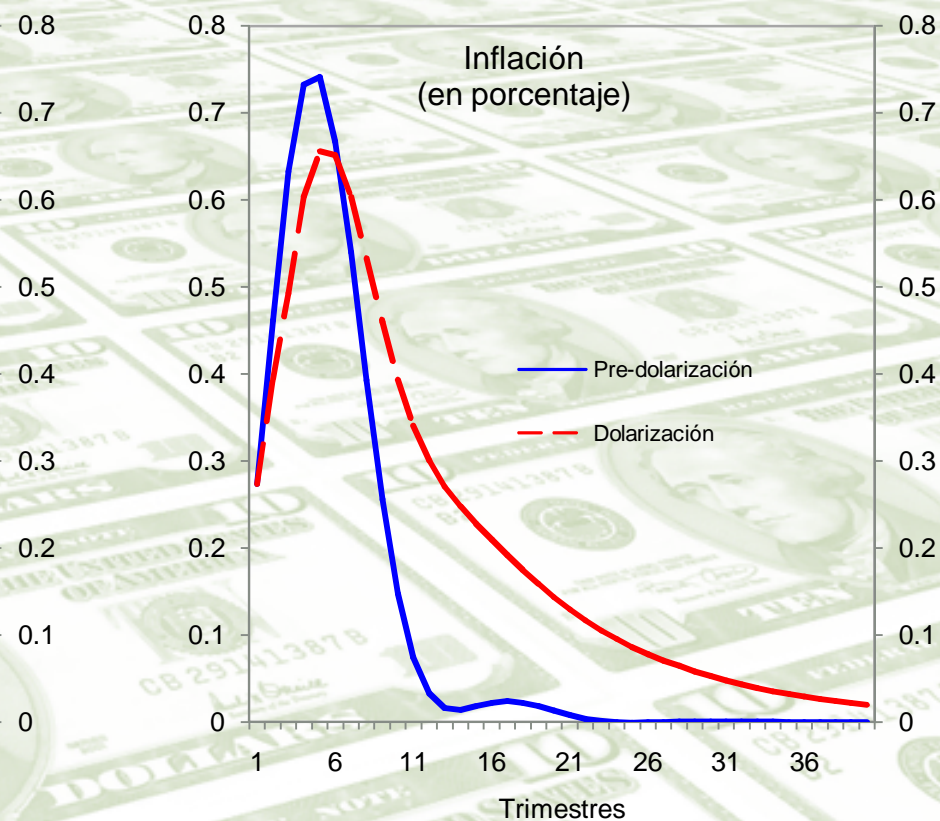
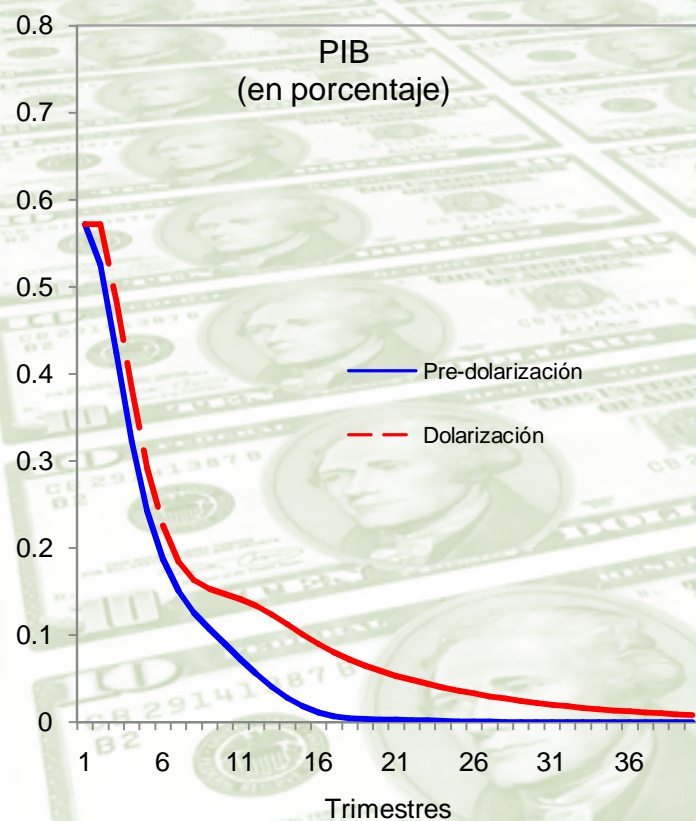
	<i>Demanda 1</i>	<i>Demanda 2</i>
Mean	-0.05	0.00
Standard Error	0.21	0.14
Median	-0.12	0.03
Standard Deviation	1.17	0.80
Sample Variance	1.37	0.64
Kurtosis	-0.63	-0.05
Skewness	-0.29	0.12
Range	4.29	3.42
Minimum	-2.28	-1.70
Maximum	2.01	1.72
Sum	-1.60	0.00
Count	32	31

Distribución de choques de oferta

	<i>Column1</i>	<i>Oferta1</i>	<i>Oferta 2</i>
Mean		0.07	0.00
Standard Error		0.23	0.09
Median		0.22	-0.10
Standard Deviation		1.27	0.53
Sample Variance		1.62	0.28
Kurtosis		-0.35	0.50
Skewness		-0.29	0.21
Range		4.95	2.49
Minimum		-2.72	-1.24
Maximum		2.24	1.25
Sum		2.17	0.00
Count		32	31

Pero la reacción de la economía a choques no parece haber cambiado significativamente...

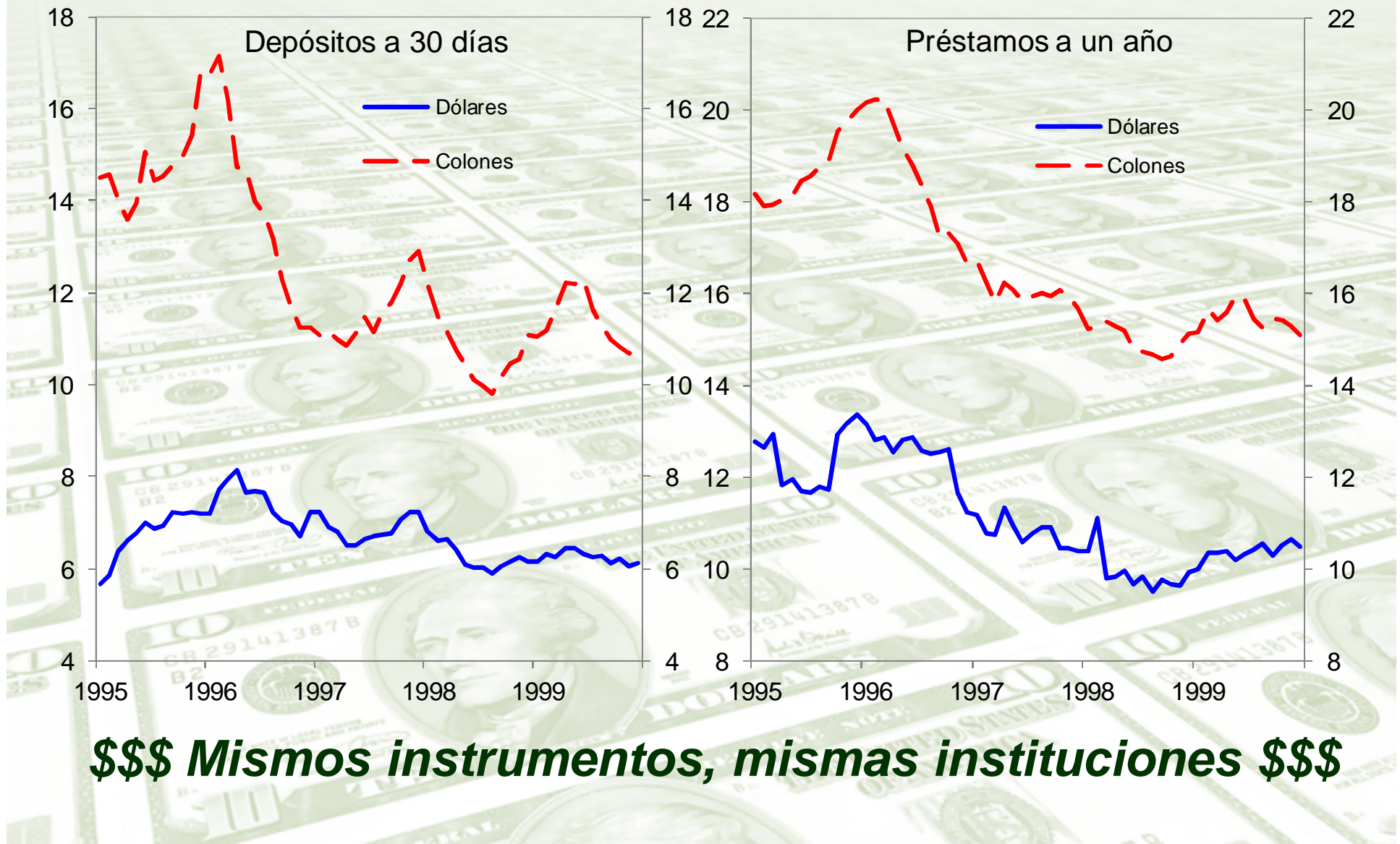
Respuestas a un choque de oferta



Agenda

- \$ Motivación de dolarizar y experiencia macroeconómica durante la década
- \$ Respuesta a choques
- \$ Riesgo cambiario y tasas de interés
- \$ Estabilización cíclica
- \$ Transmisión monetaria
- \$ Conclusiones

Tasas de interés bajo el tipo de cambio fijo



Por qué un spread alto?

\$ No habían requerimientos de reserva distintos

\$ Probabilidad de devaluación esperada

\$ Riesgo de devaluación

\$ Requerirán una tasa de retorno más alta para instrumentos en colones



Determinantes empíricos

\$ Cobertura de reservas

\$ Productividad (actividad económica)

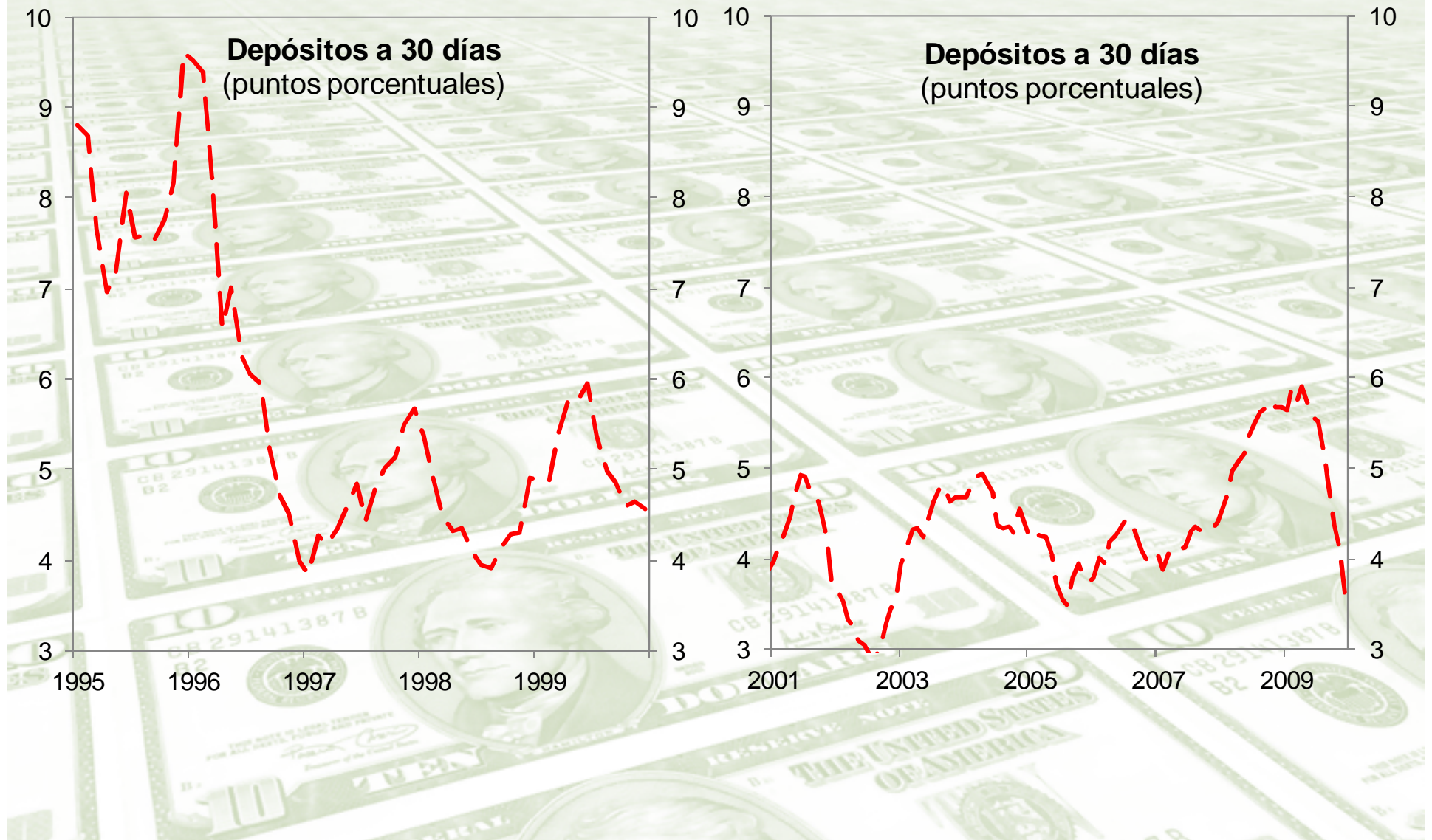
\$ Sostenibilidad externa: crecimiento de las exportaciones y precio del petróleo

\$ Crecimiento del crédito

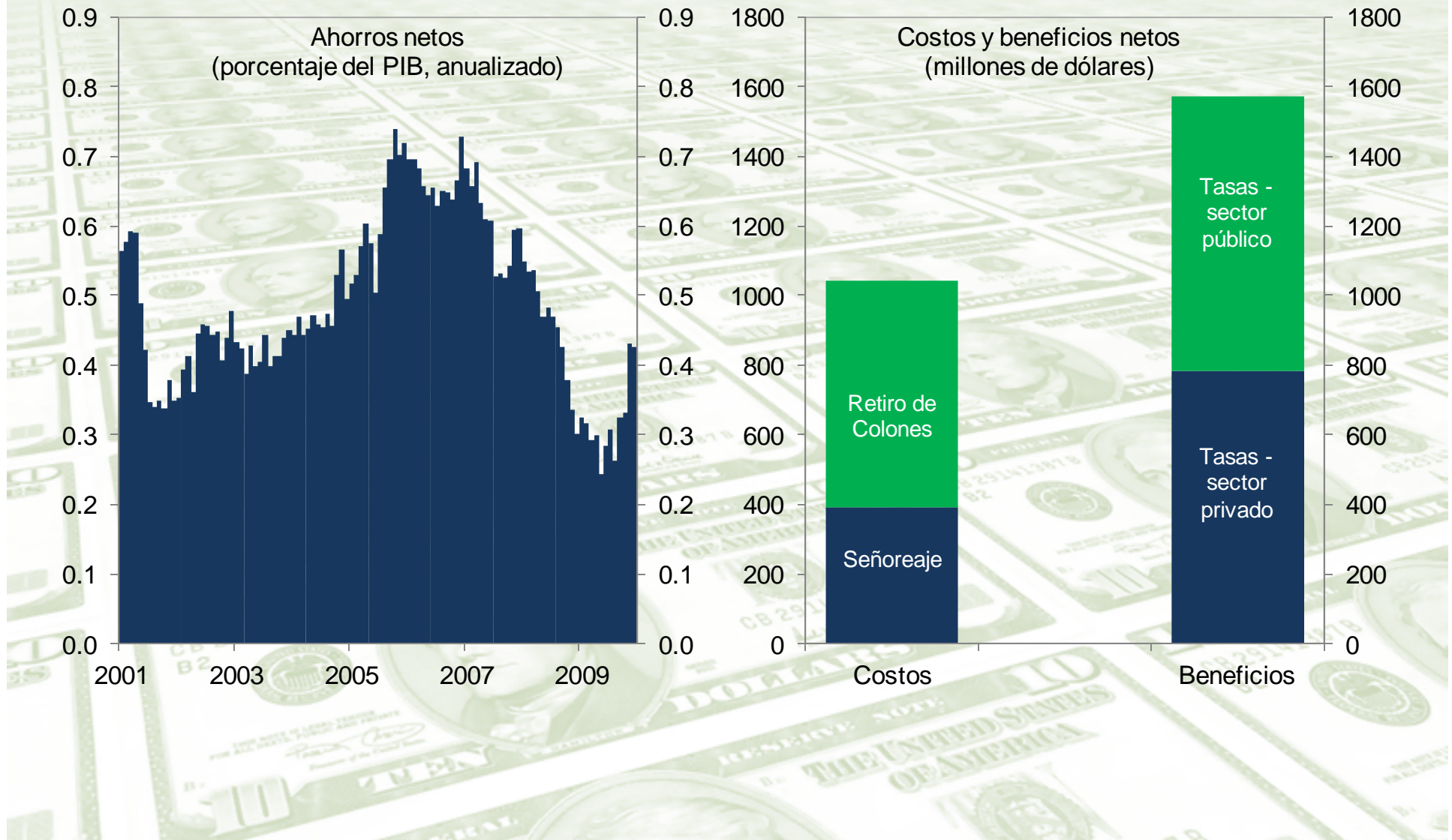
Spreads: Préstamos



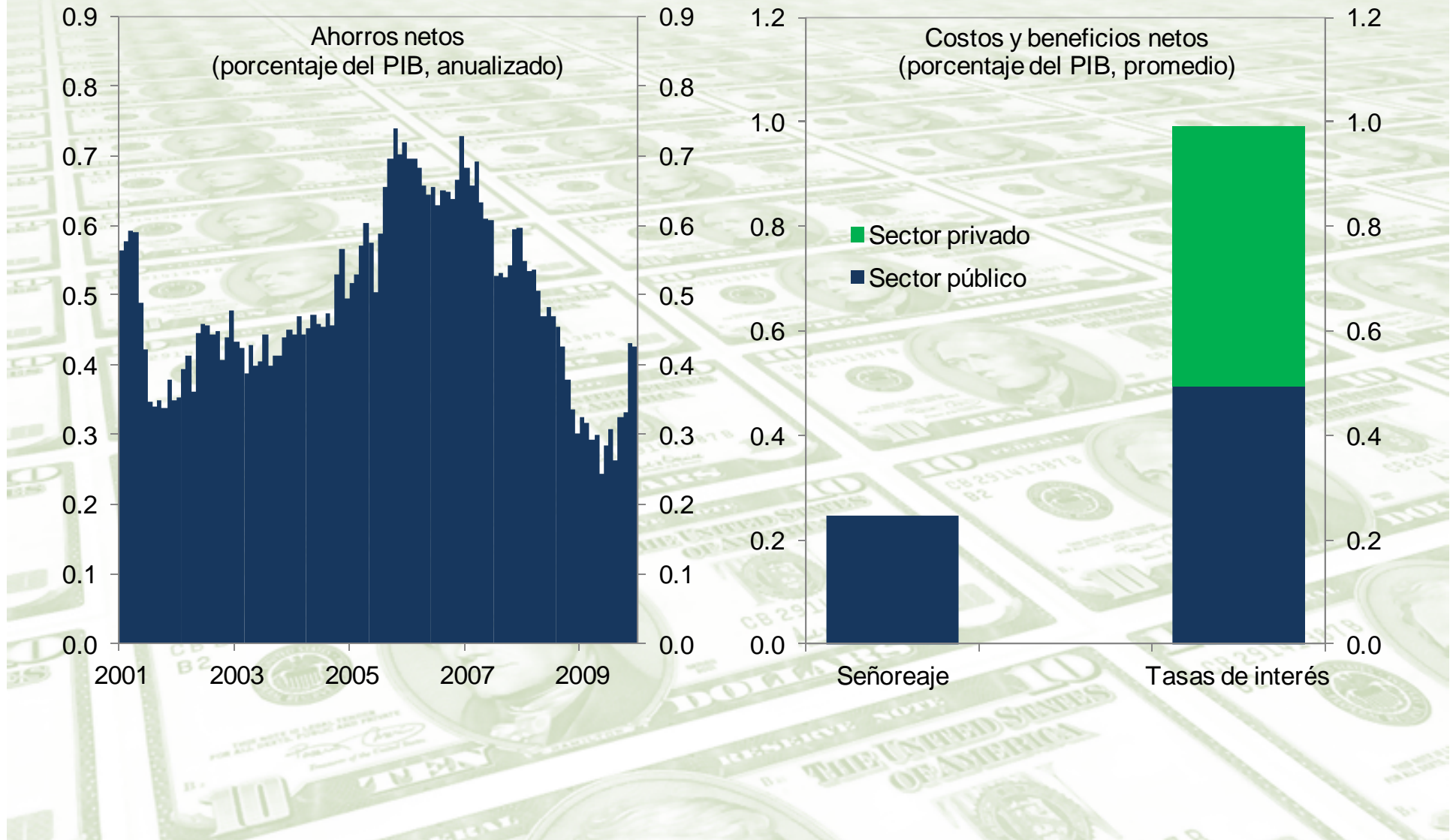
Spreads: Depósitos



Costos y ahorros (directos)



Costos y ahorros (directos)



Tasas de interés



Agenda

- \$ Motivación de dolarizar y experiencia macroeconómica durante la década
- \$ Respuesta a choques
- \$ Riesgo cambiario y tasas de interés
- \$ **Estabilización cíclica**
- \$ Transmisión
- \$ Conclusiones

Estabilización cíclica

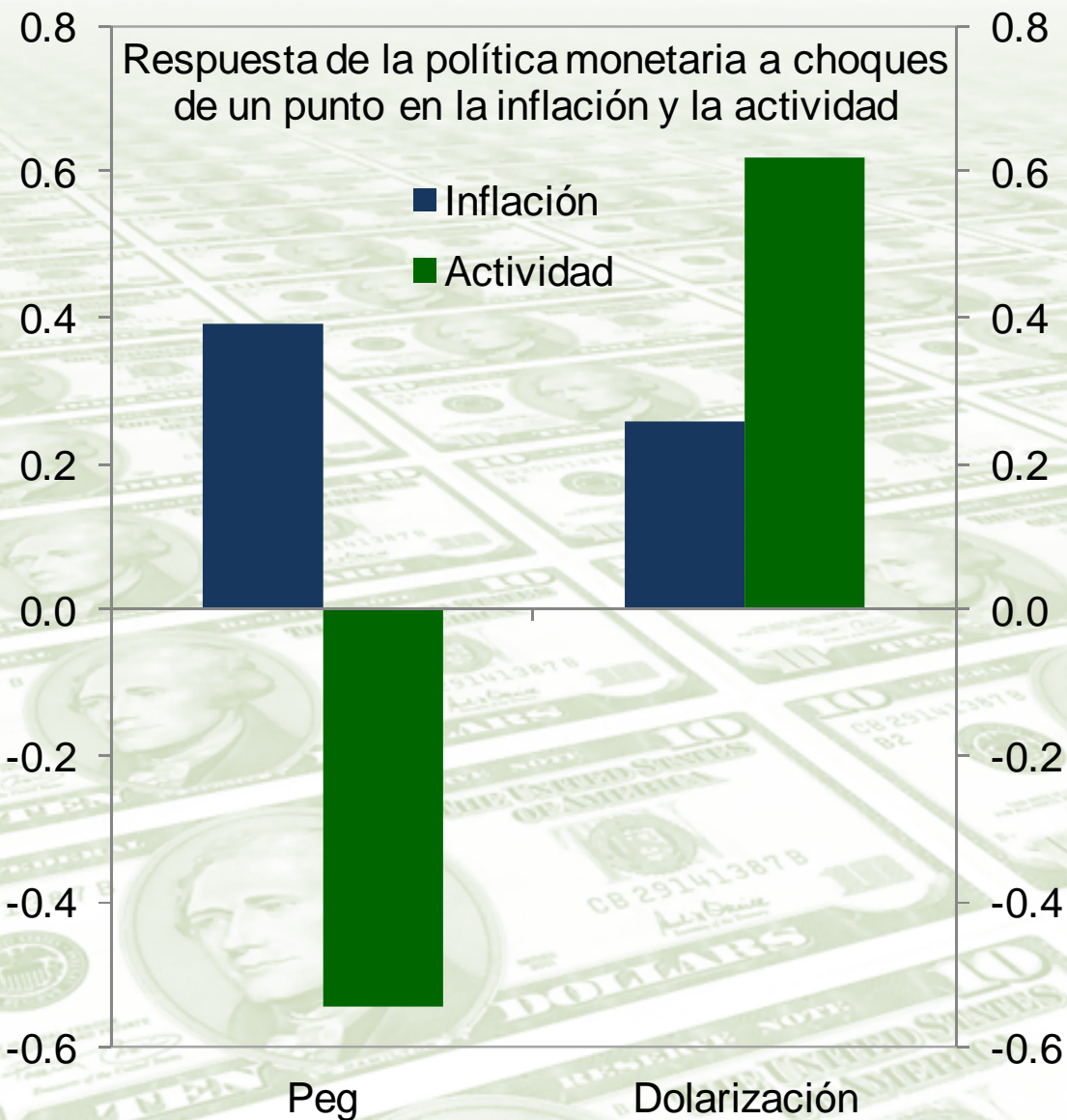
\$ **Tipo de cambio fijo:** estabilizar el tipo de cambio

\$ **Dolarización:** la política de la Reserva Federal

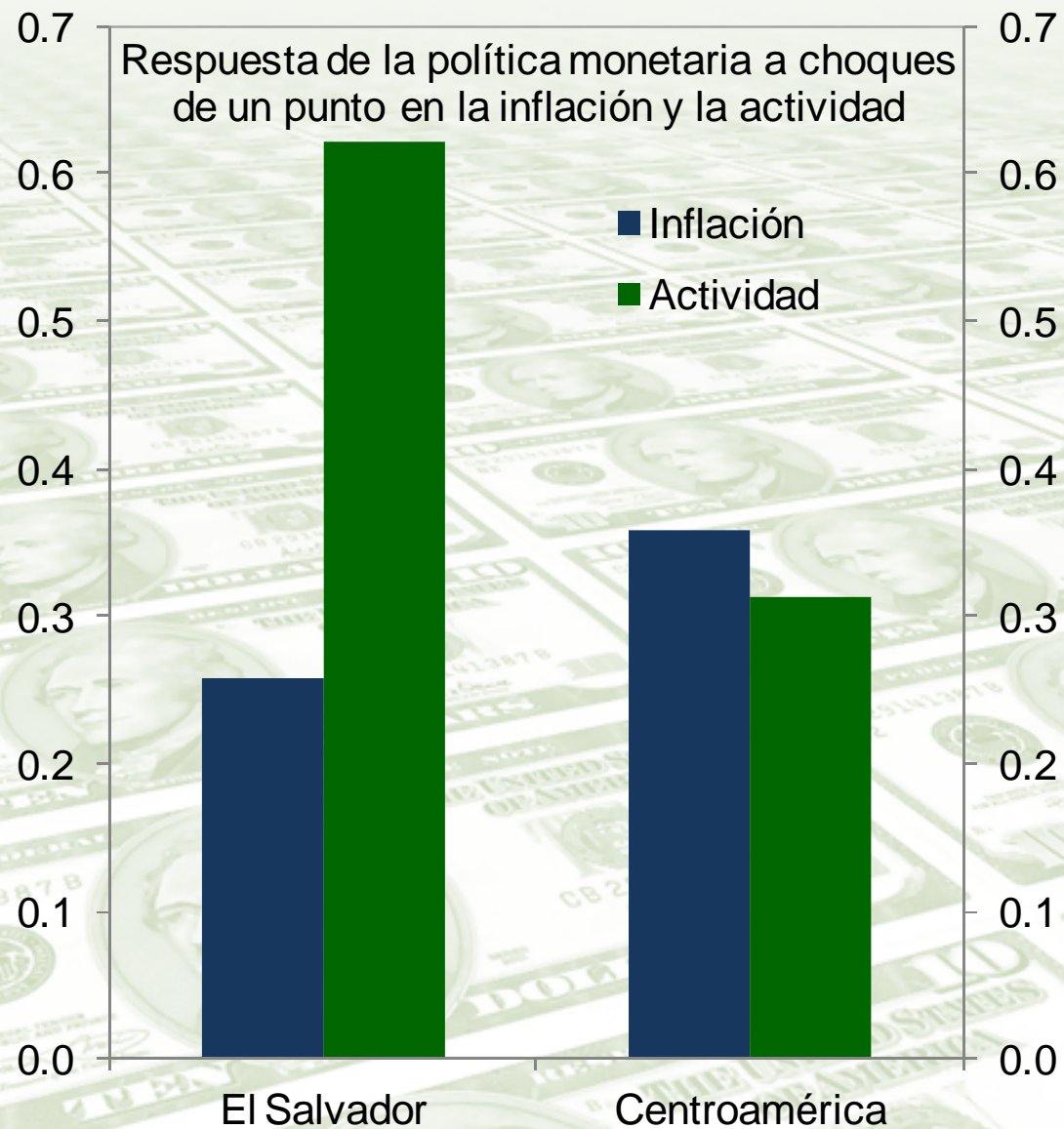
\$ **Benchmark:** regla de Taylor, que mide la estabilización de los precios y la actividad

$$\begin{matrix} \boxed{??} \\ \boxed{??} \end{matrix} = \begin{matrix} \boxed{??} \\ \boxed{??} \end{matrix} + \begin{matrix} \boxed{??} & \boxed{????} \\ \boxed{????} & \boxed{????} \end{matrix} + \begin{matrix} \boxed{??} & \boxed{????} \\ \boxed{????} & \boxed{????} \end{matrix}$$

Desempeño de las reglas



Desempeño de las reglas



Estabilización cíclica: resumen



Agenda

- \$ Motivación de dolarizar y experiencia macroeconómica durante la década
- \$ Respuesta a choques
- \$ Riesgo cambiario y tasas de interés
- \$ Estabilización cíclica
- \$ Transmisión monetaria
- \$ Conclusiones

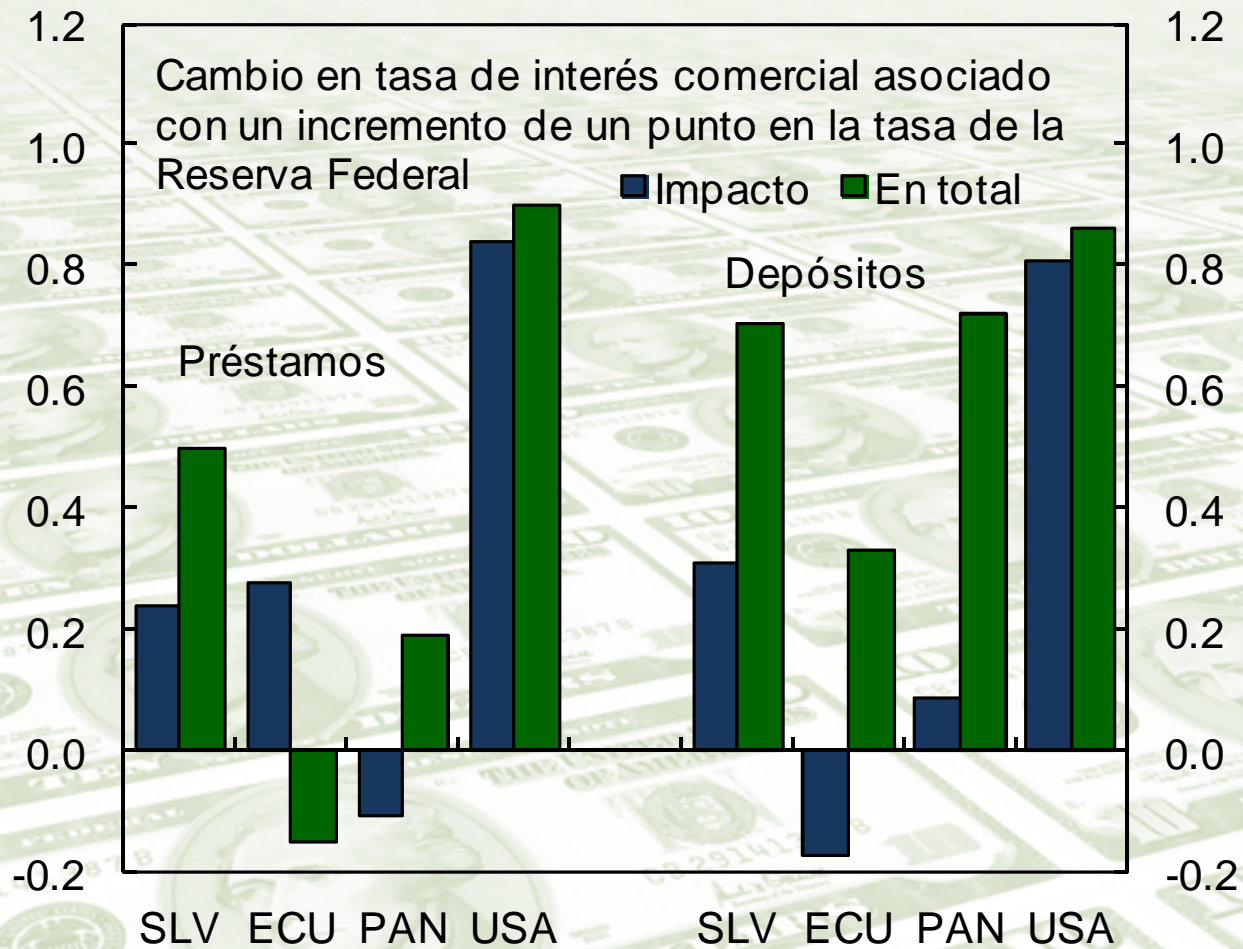
Transmisión monetaria

\$ Impacto de la tasa de política en las tasas de interés de los bancos comerciales

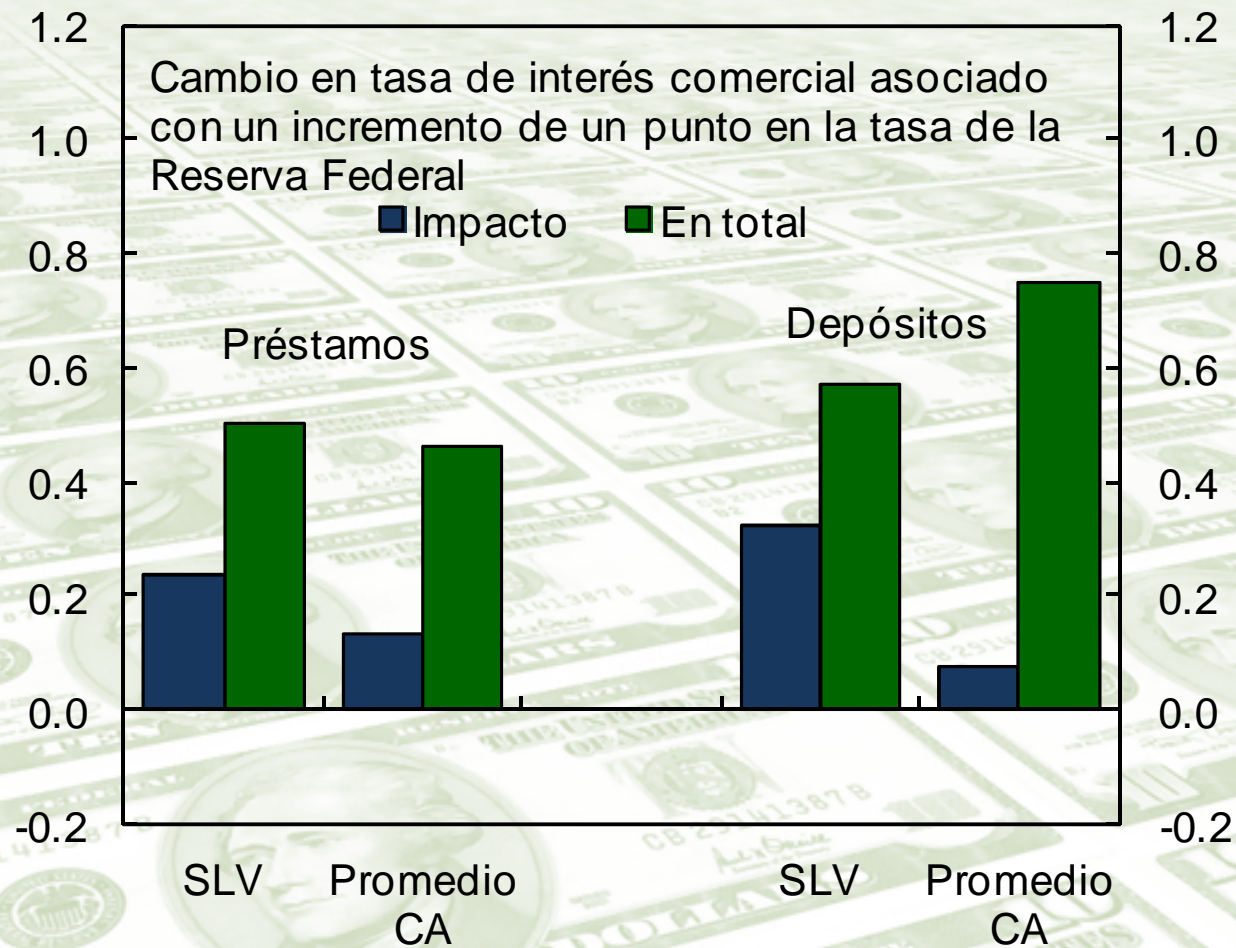
- Medido por el cambio en las tasas de interés como consecuencia de un aumento de 100 puntos básicos en la tasa de política



Países dolarizados



Centroamérica: moneda local

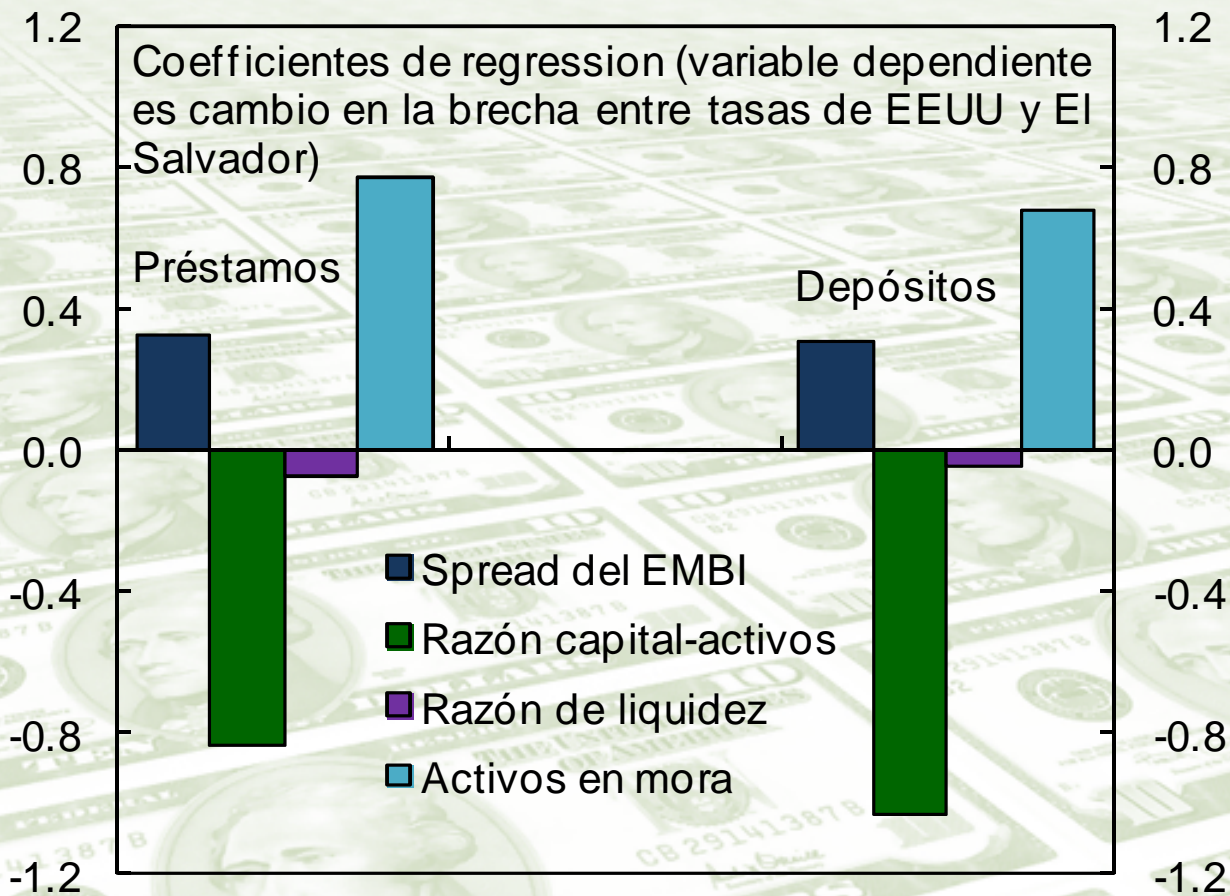


Factores que impiden la transmisión

\$ Se estima la brecha entre tasas en EEUU y El Salvador basado en estos factores:

- EMBI como indicador de la sostenibilidad fiscal
- Condiciones en el sistema bancario (capital, mora, liquidez)
- Actividad económica

Factores que impiden la transmisión



Transmisión monetaria



Agenda

- \$ Motivación de dolarizar y experiencia macroeconómica durante la década
- \$ Respuesta a choques
- \$ Riesgo cambiario y tasas de interés
- \$ Estabilización cíclica
- \$ Transmisión monetaria
- \$ Conclusiones

Conclusiones

- \$ ***Repuesta a choques:*** Los choques negativos de oferta han sido más frecuentes, pero la respuesta de la economía no parece haber cambiado
- \$ ***Tasas de interés:*** Ahorros netos de un punto del PIB al año; cuatro veces las pérdidas por señoreaje
- \$ ***Estabilización cíclica:*** La política de la Fed ha reaccionado con mucha fuerza al crecimiento económico
- \$ ***Transmisión monetaria:*** Al nivel del resto de la región; sostenibilidad fiscal y solidez bancaria inciden en las tasas

The background of the slide is a close-up, slightly blurred image of several US dollar bills, primarily \$10 bills, laid out in a grid-like pattern. The bills are oriented horizontally, and the focus is sharp in the center, gradually blurring towards the edges. A semi-transparent green rectangular box with a thin black border is centered over the middle of the image.

Muchas gracias!!

Paridad real de las tasas

$$i_c = r^* + \Delta s + rp_s + \cancel{rp_c}$$

$$i_s = r^* + \cancel{rp_c}$$

$$i_c - i_s = \Delta s + rp_s$$

\$\$\$ Mismos instrumentos, mismas instituciones \$\$\$

