

Balance de la dolarización en El Salvador

Eduardo Levy Yeyati
Elypsis/UTDT/Brookings
Junio 2012



elypsis

economía · política · finanzas

economía · política · finanzas

Vuelta de Obligado 1947, 9B · C1428ADC, Ciudad Autónoma de Buenos Aires

consulta@elypsisweb.com · elyphisweb.com · +5411 4786 3222

Beneficios de la dolarización

- Mayor integración comercial y financiera con el socio principal (EEUU; países parcialmente dolarizados);
- Menor costo financiero (eliminación del riesgo cambiario);
- Mayor profundidad financiera (idem);
- Menor inflación (idem);
- Menor propensión a las crisis financieras y al contagio (idem + “disciplina” monetaria)

Costos de la dolarización

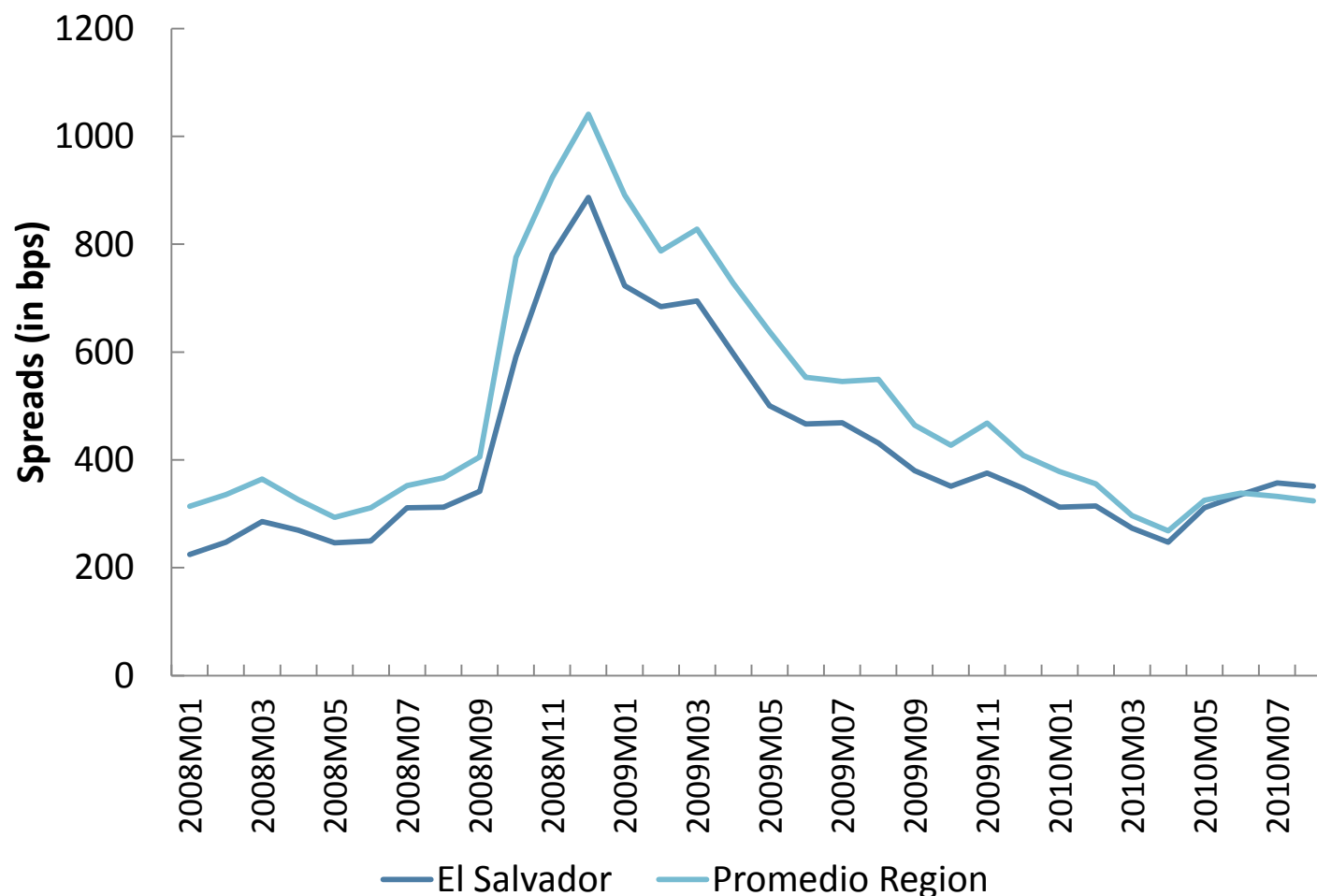
- Mayor volatilidad del producto;
- Menor margen fiscal (por imposibilidad de licuar deuda)
- Menor crecimiento real

¿Mayor comercio bilateral? (1990-2009)

	1	2	3	4
Dolarización	1.657*** (0.126)	2.057*** (0.163)	0.205 (0.188)	0.0216 (0.147)
Dolarización (ES-EEUU)		-0.399* (0.206)	-0.399* (0.206)	-0.440*** (0.170)
2001-2009			1.852*** (0.0940)	0.455*** (0.121)
Log($PIB_{it} * PIB_{jt}$)				0.797*** (0.0495)
Constante	4.089*** (0.0539)	3.935*** (0.0549)	3.521*** (0.0543)	-0.876*** (0.282)
Observaciones	603	603	603	603
R ²	0.826	0.848	0.903	0.933

Nota: Errores robustos en paréntesis. *, ** y *** reportan significancia estadística al 10, 5 y 1 por ciento respectivamente. Fuente: WDI World Bank, Direction of Trade Statistics.

¿Menor costo financiero?



¿Menor costo financiero? Modelo

Dolarización y prima de riesgo soberana:

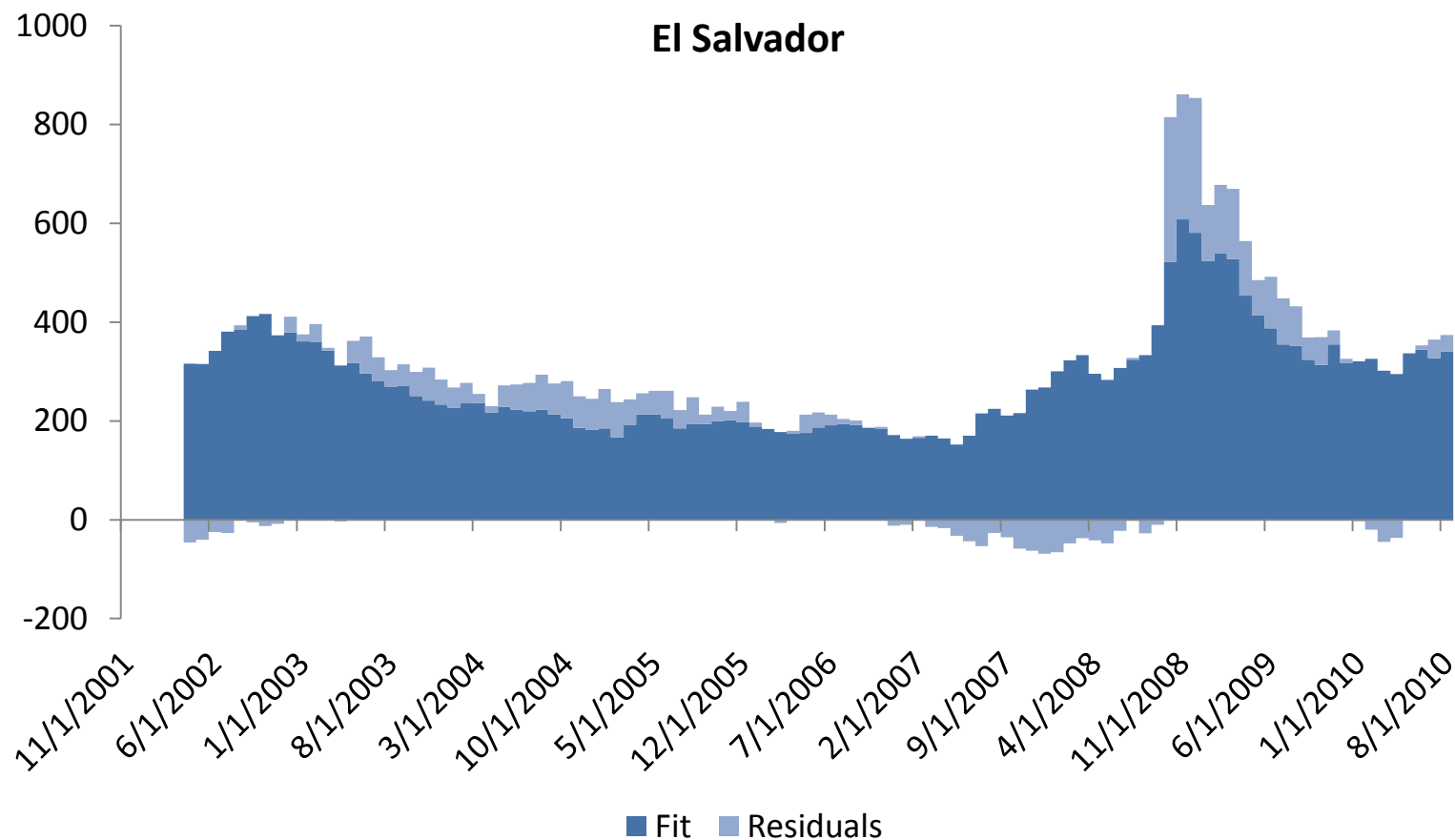
$$\text{Ecuación: } \text{Log}(\text{spread}_{it}) = a + b \log(\text{rating}_{it}) + c \log(\text{high yield spread}_t) + \epsilon_{it}$$

	Rating	Log (high yield spread)	Constante	Observaciones	R ²
Log (spread)	0.271*** (0.0544)	0.739*** (0.0290)	-0.425 (0.361)	414	0.626

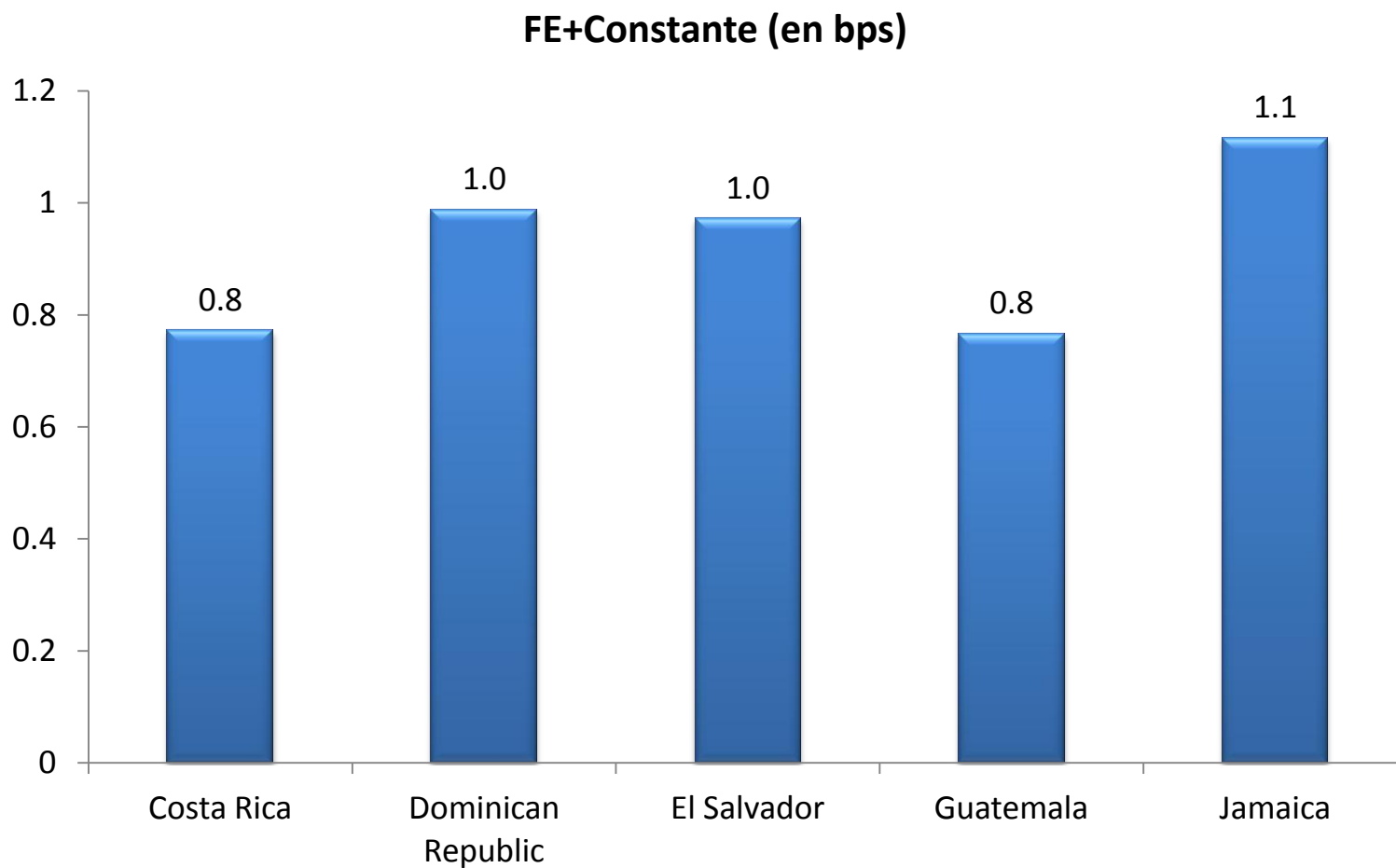
Nota: Errores robustos en paréntesis. *, ** y *** reportan significancia estadística al 10, 5 y 1 por ciento respectivamente.

Fuente: GEMWorld Bank, Bloomberg.

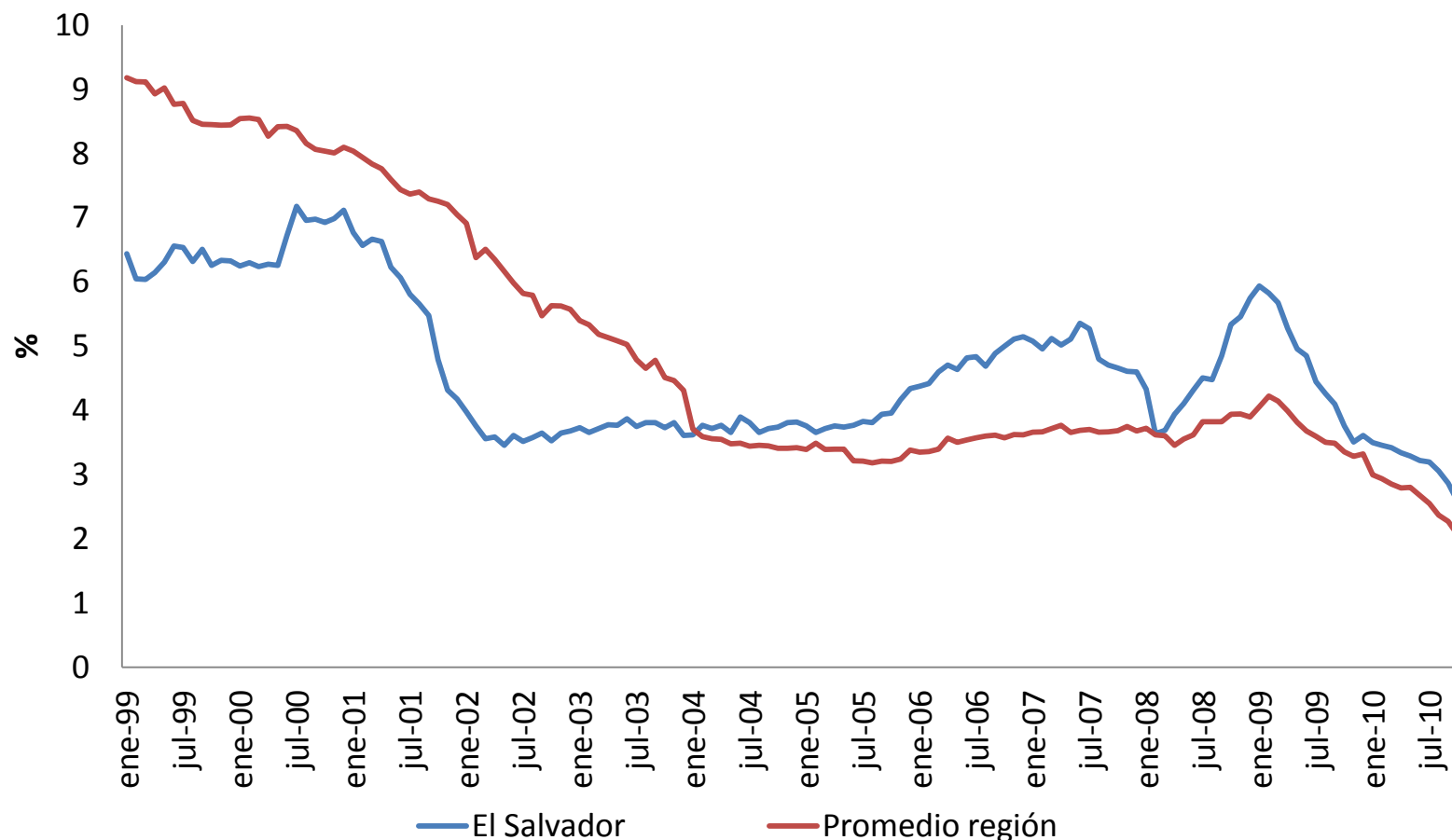
¿Menor costo financiero? Residuos



¿Menor costo financiero? Spread ex post

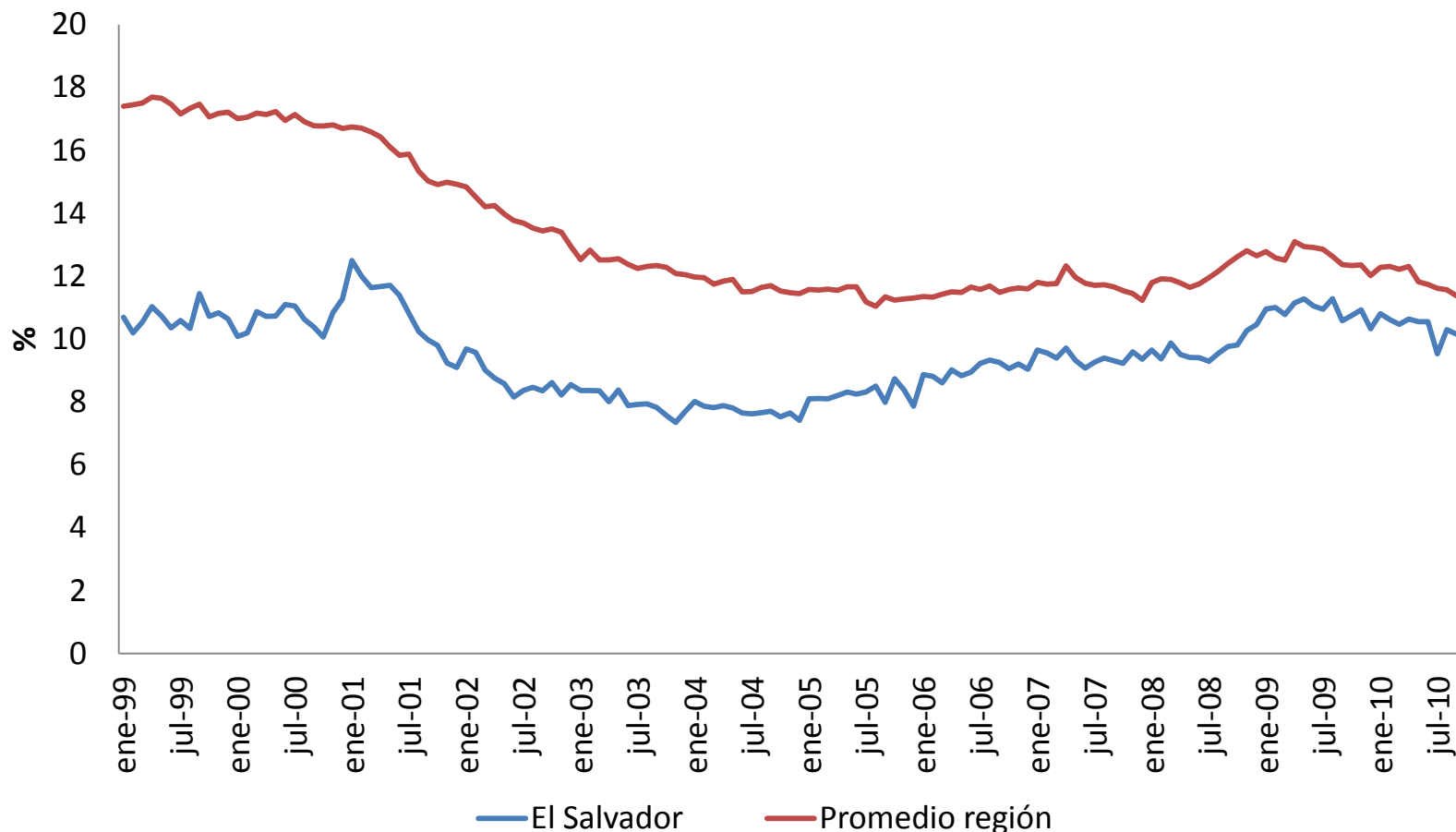


¿Menor costo financiero? Tasas pasivas



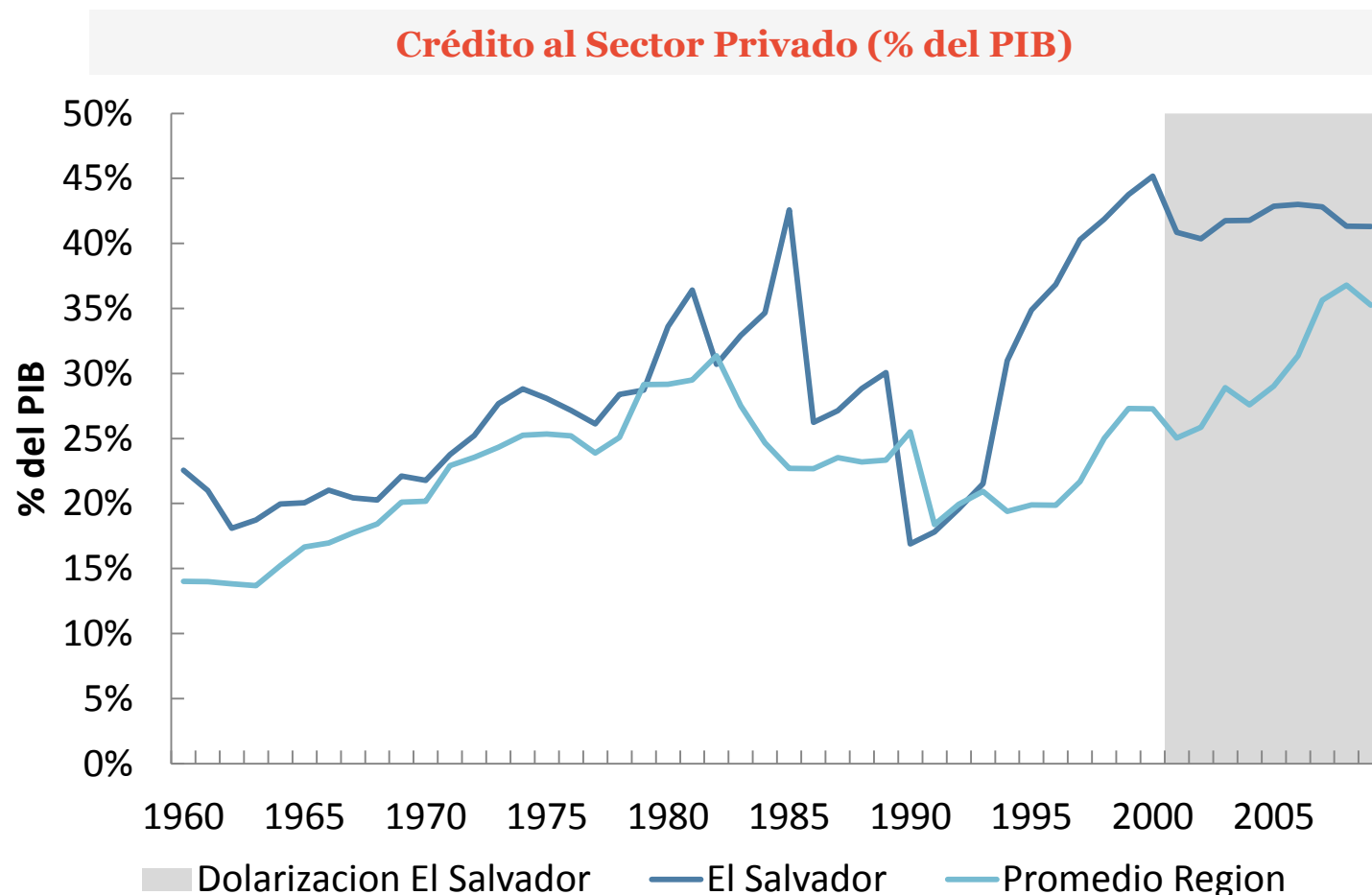
Nota: La figura muestra la tasa pasiva de El Salvador comparado al promedio de otros países de la región. El promedio región incluye Costa Rica, Guatemala, Jamaica, Honduras y Nicaragua. Fuente: Bancos centrales y oficinas de estadísticas nacionales.

¿Menor costo financiero? Tasas activas

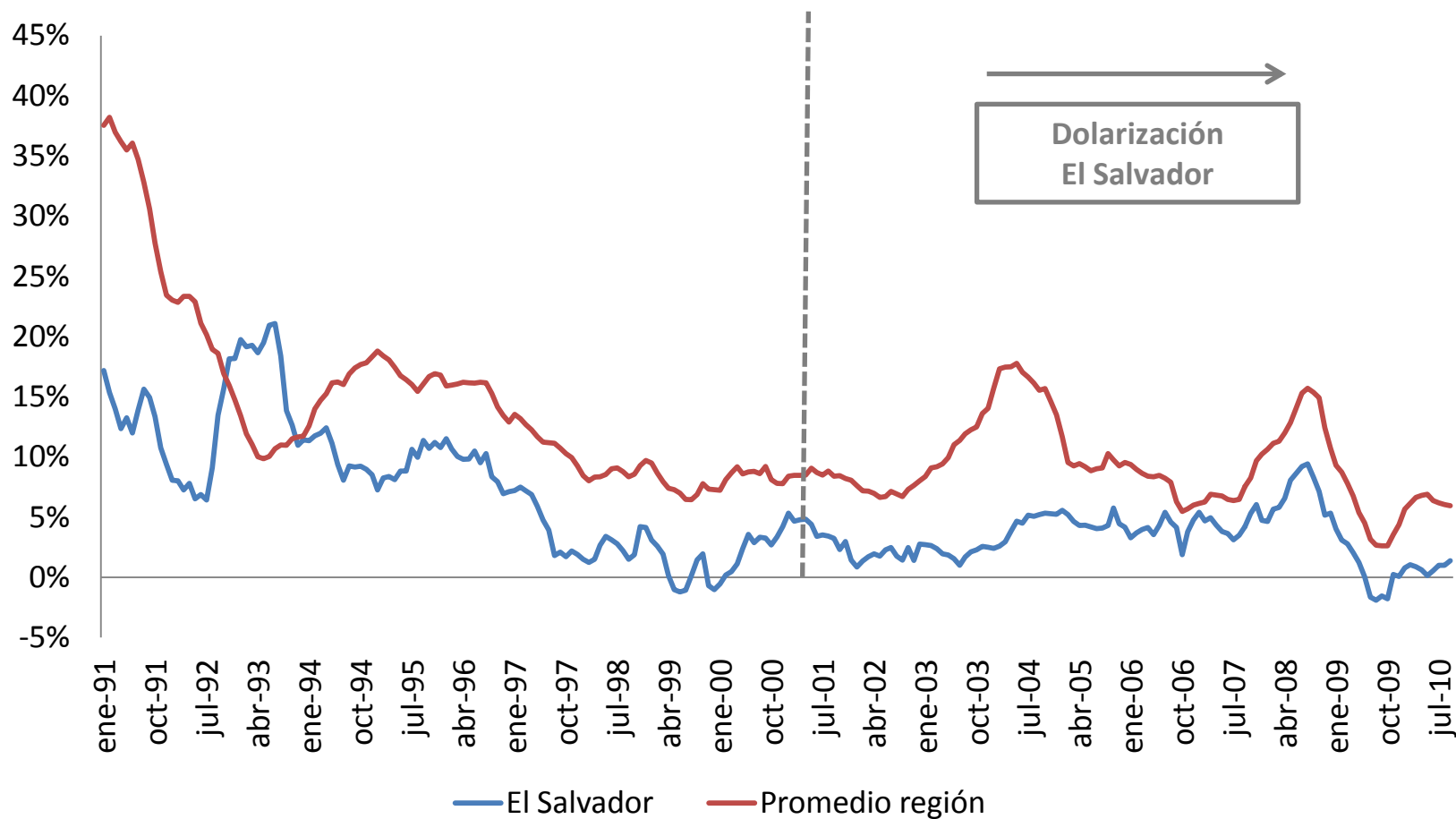


Nota: La figura muestra la tasa activa de El Salvador comparado al promedio de otros países de la región. El promedio región incluye Costa Rica, Guatemala, Jamaica, Honduras y Nicaragua. Fuente: Bancos centrales y oficinas de estadísticas nacionales.

¿Mayor profundidad financiera?



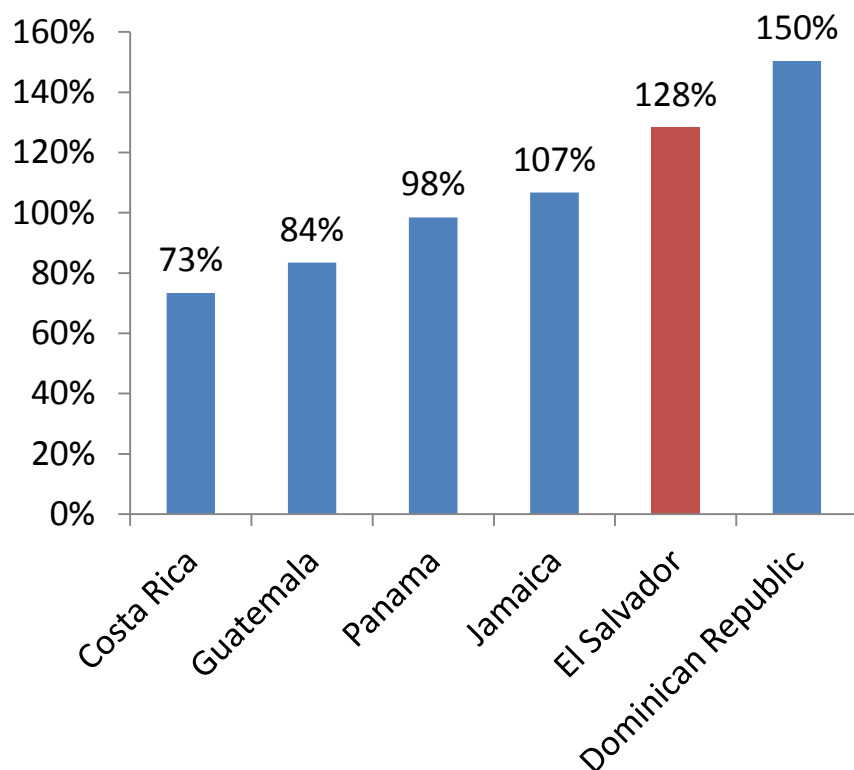
¿Menor inflación?



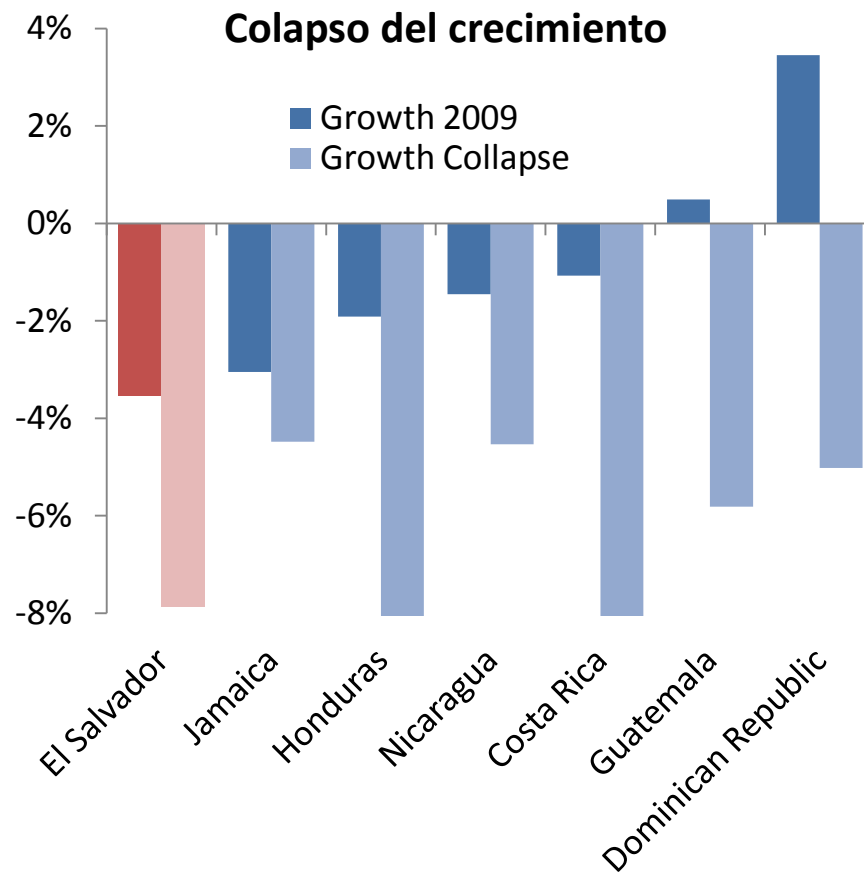
Nota: La figura muestra series de inflación de 12 meses corridos. El promedio región incluye Costa Rica, República Dominicana, Guatemala, Honduras y Jamaica. Fuente: IMF IFS Statistics.

¿Menor propensión a contagio? Impacto de la crisis

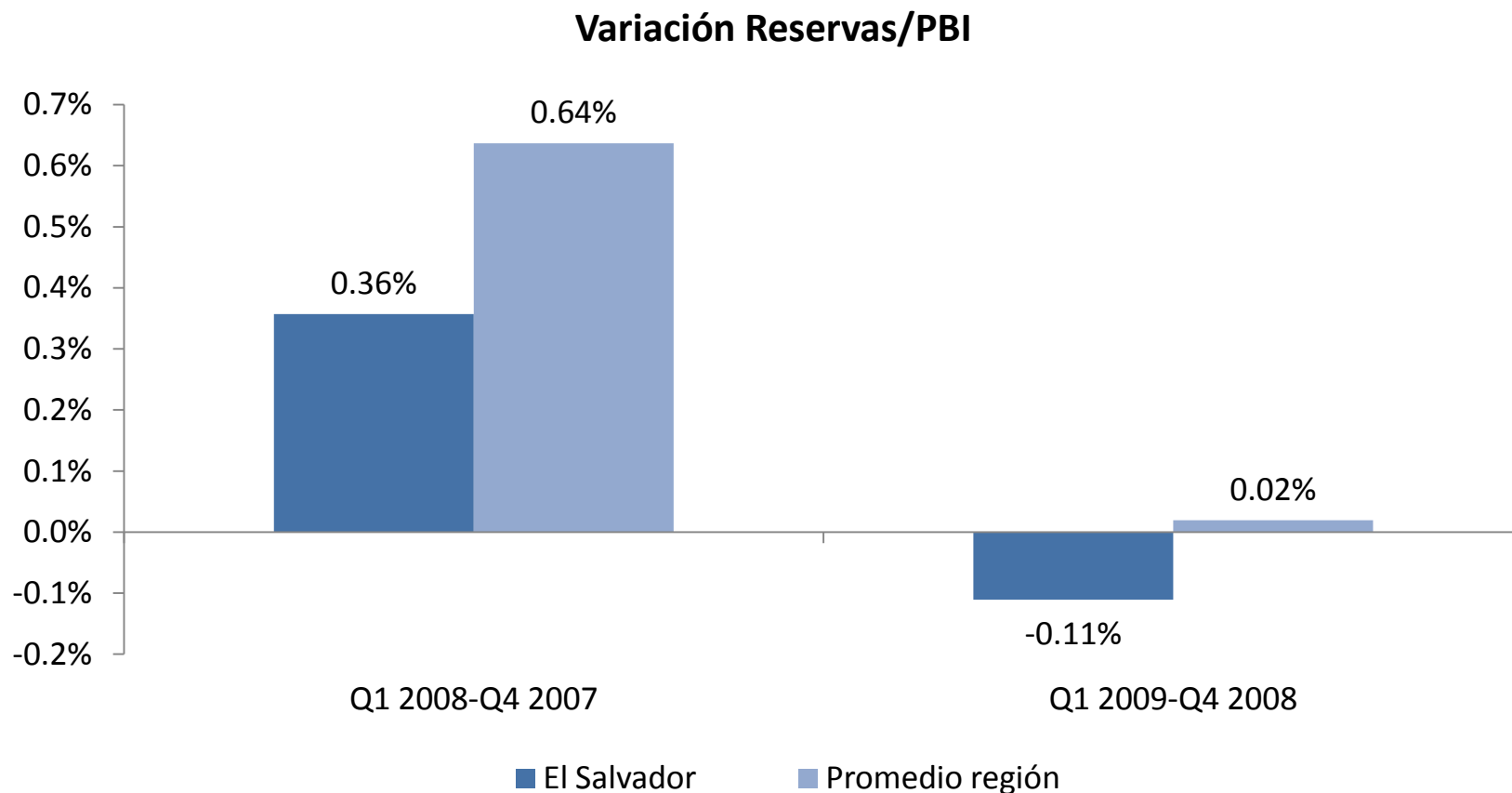
**Diferencia Logarítmica de spreads
(M12 2007-M03 2009)**



Colapso del crecimiento

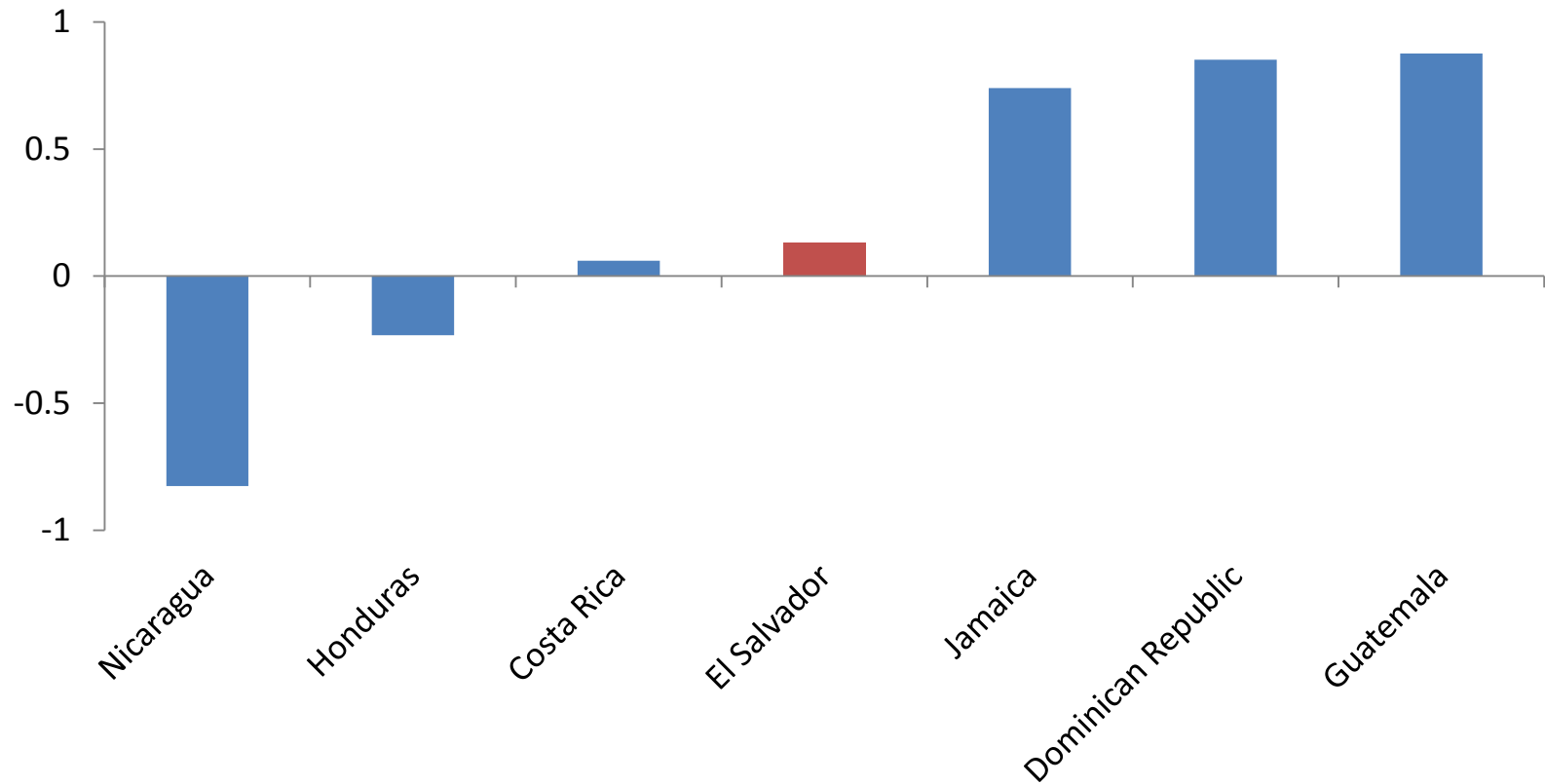


¿Menor propensión a contagio? Impacto de la crisis

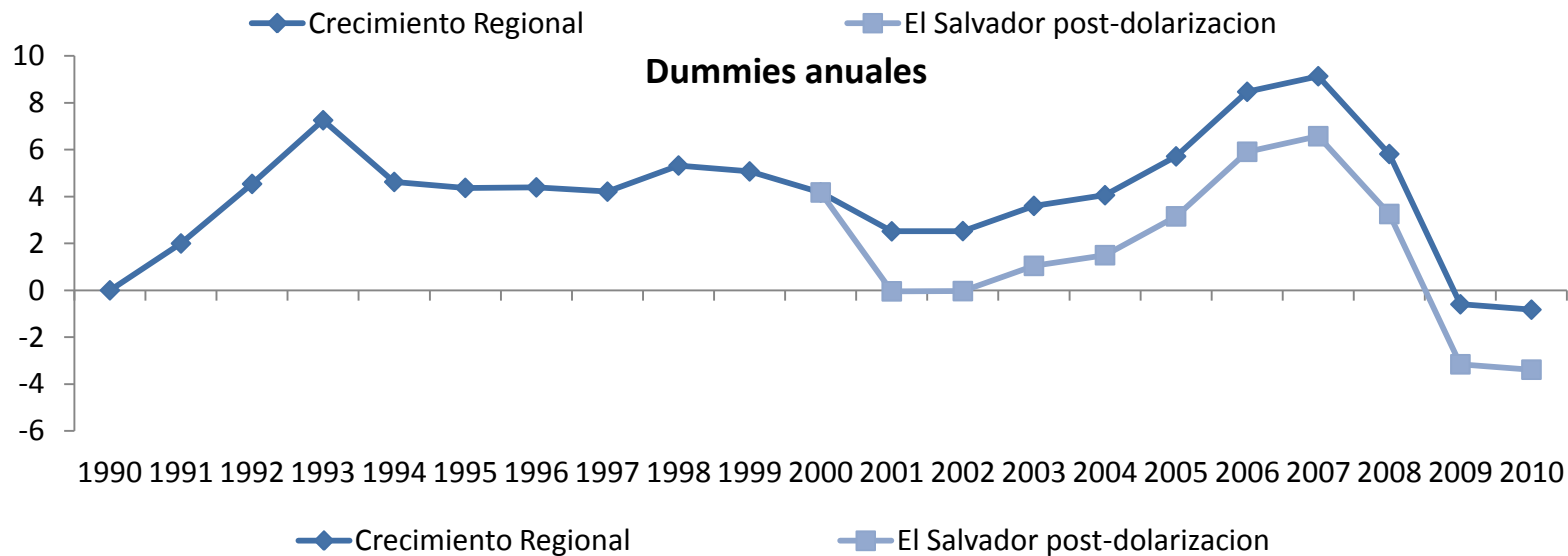
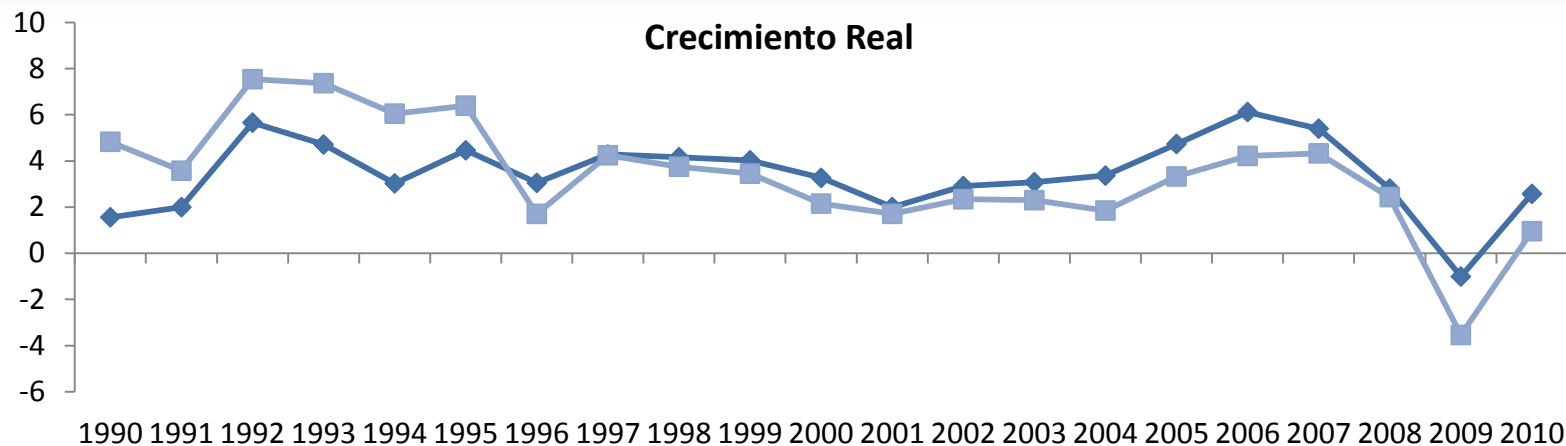


¿Mayor volatilidad del crecimiento?

Diferencia de volatilidad entre 2001-2010 y 1991-2000



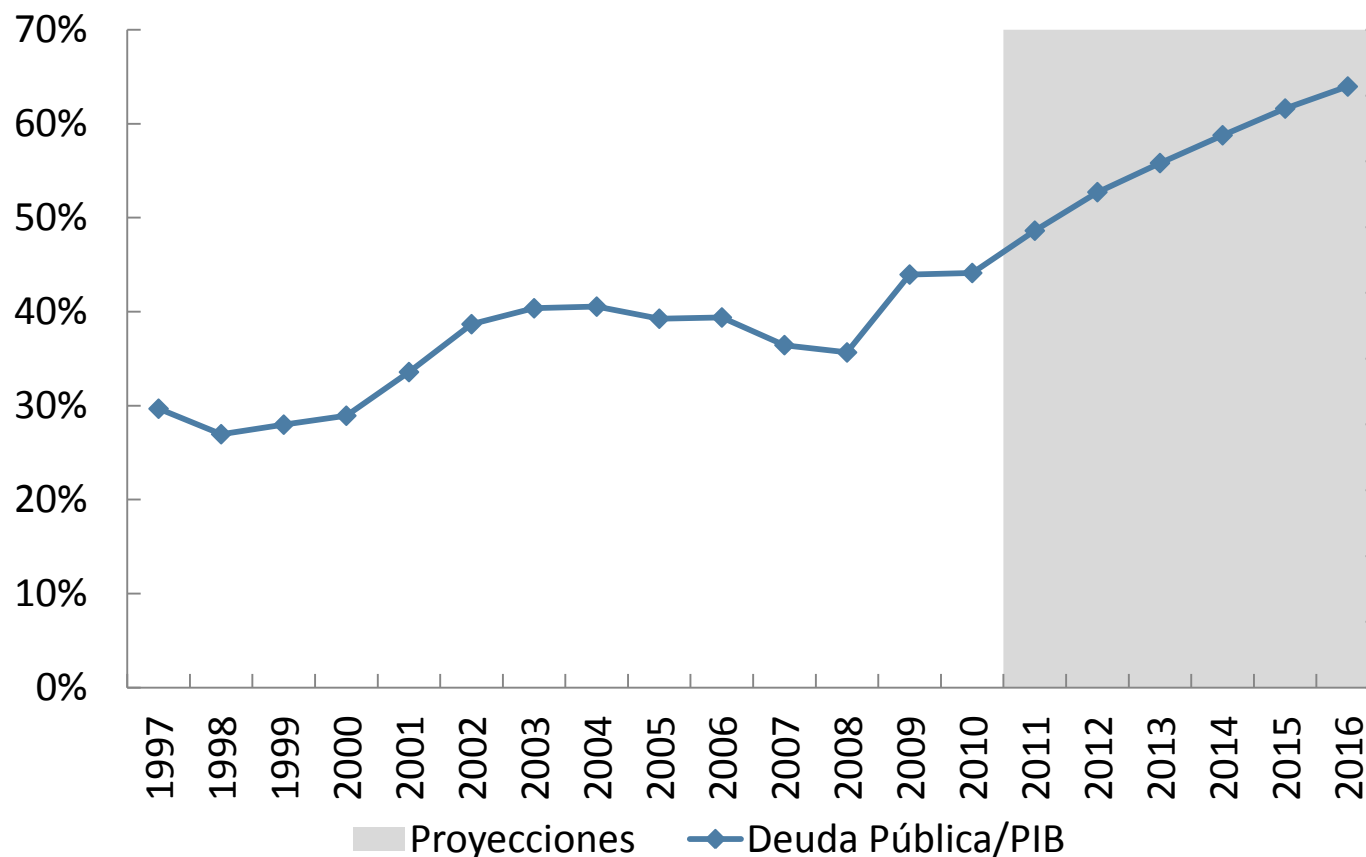
¿Menor crecimiento?



Restricciones de la dolarización

- Bajo crecimiento
- Deuda pública creciente y “dolarizada”
- Limitado espacio fiscal

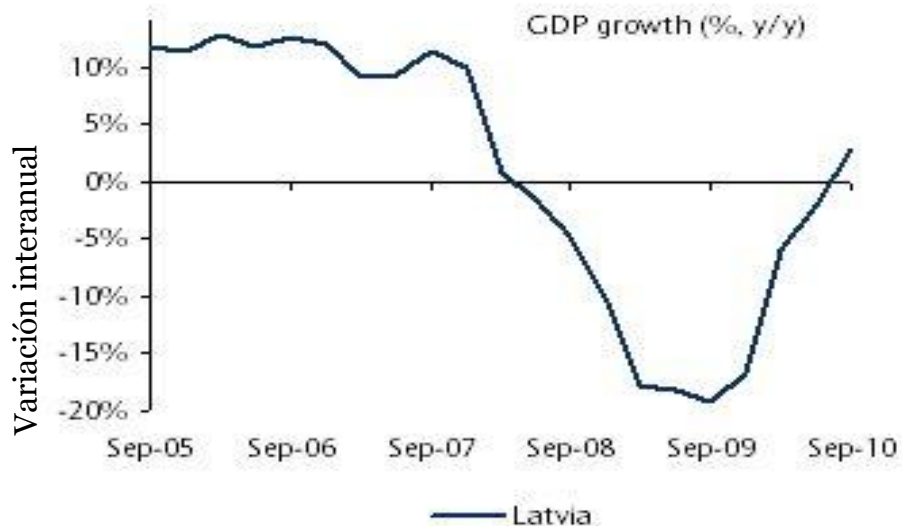
Cociente deuda pública/PIB



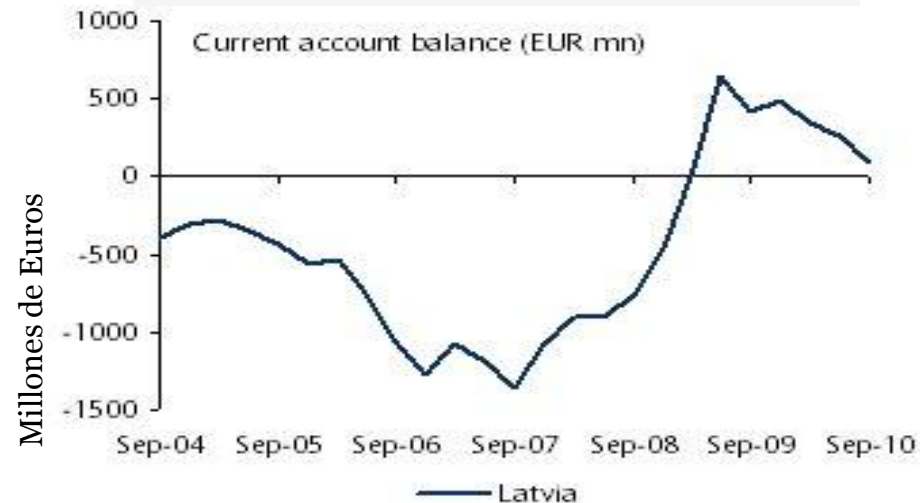
Nota: La figura muestra la evolución de la deuda pública/PIB y sus proyecciones. La proyección proviene de la ecuación $d_t = \frac{(1+i_t)}{(1+g_t)} d_{t-1} - p_t$ donde d_t es la deuda en el momento t , i_t es la tasa de interés promedio que paga la deuda pública en el momento t , g_t es el crecimiento del PIB en el momento t , y p_t es el superávit primario. Fuente: Banco Central de Reserva de El Salvador.

Devaluación interna: Letonia

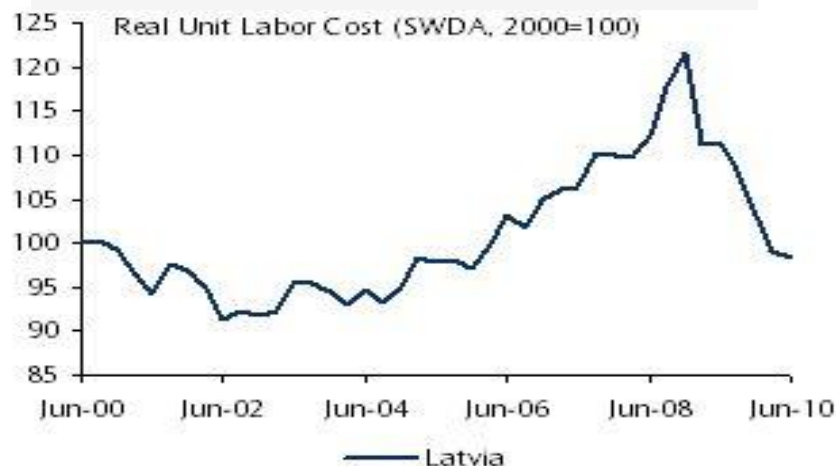
Crecimiento



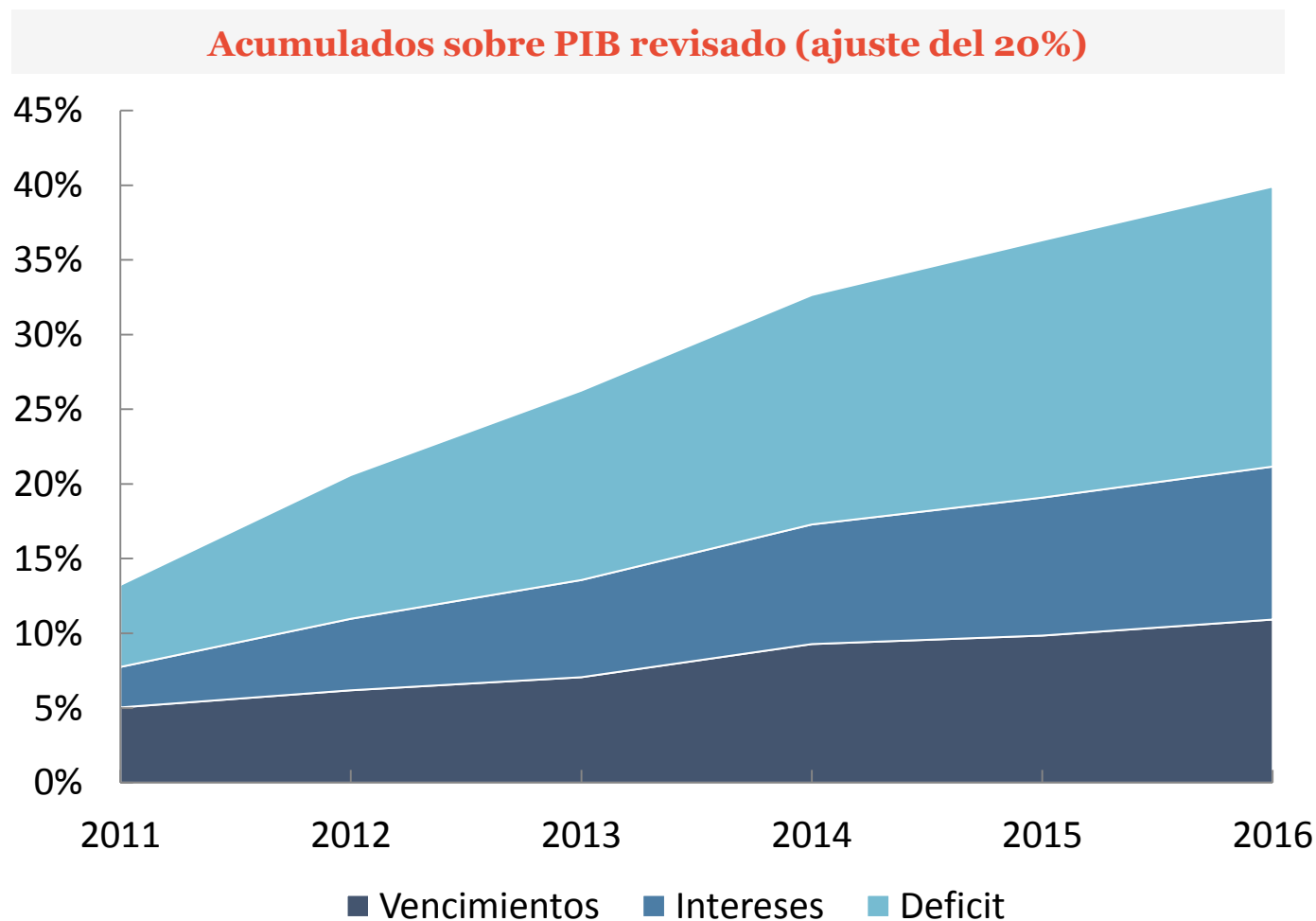
Cuenta Corriente



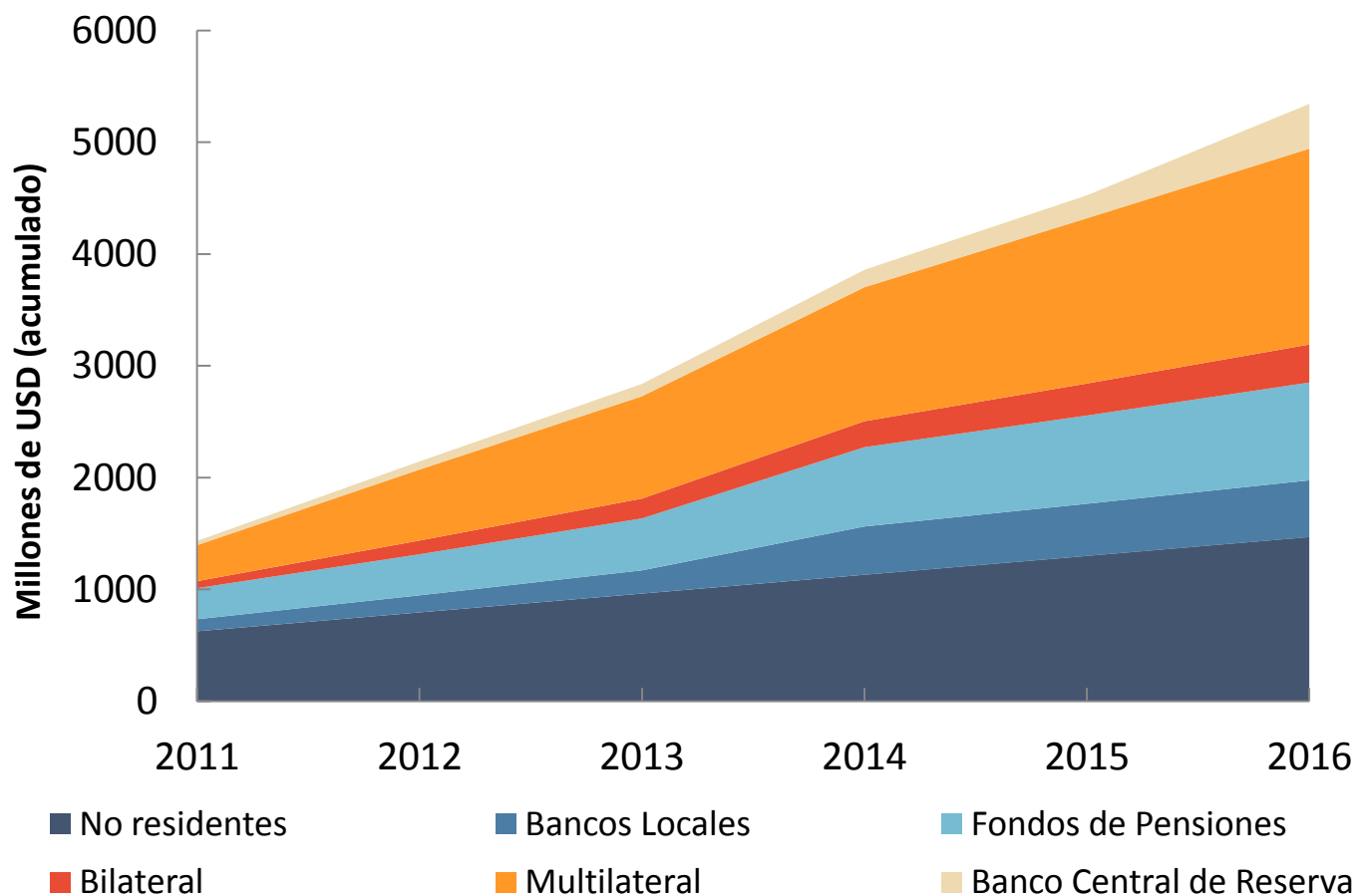
Costo laboral unitario real



Vencimientos, intereses y déficit primario



Vencimientos e intereses por tipo de acreedor



Desdolarización

- Sin precedentes
- Implica creación de demanda por dinero malo
- Altísimos costos de corto plazo & resultado incierto

- Mejora stocks: Permite licuación de deuda bajo ley local (compensa efecto balance de deuda externa)
- Mejora flujos: Balancea la cuenta corriente de manera contractiva (impacto fiscal ambiguo)

Atrincheramiento

- Fondo de liquidez en dólares + Línea contingente (multilaterales)
- Exportación de mano de obra (remesas)
- Incremento de la base fiscal
- Crecimiento

Gracias

Eduardo Levy Yeyati
Elypsis/UTDT/Brookings
Junio 2012



elypsis

economía · política · finanzas

economía · política · finanzas

Vuelta de Obligado 1947, 9B · C1428ADC, Ciudad Autónoma de Buenos Aires
consulta@elypsisweb.com · elyprisweb.com · +5411 4786 3222