

ECONOMÍA BIMONETARIA Y DOLARIZACIÓN SOSTENIBLE

*Jorge C. Ávila*¹

Resumen

Mucho se ha escrito sobre la dolarización oficial pero escasa, si alguna, atención se ha prestado a dos cuestiones: a) su justificación económica; b) su sostenibilidad. Sobre lo primero, discutimos la intrínseca inestabilidad que genera el carácter bimonetario de la economía argentina. Sobre lo segundo, destacamos que para que sea sostenible debe ser capaz de resistir pánicos bancarios sin la asistencia de un prestamista de última instancia ordinario, y el lobby de la industria protegida para revocar la dolarización y devaluar la moneda. Desarrollamos un modelo de banca comercial similar al de Panamá, y argumentamos a favor de acuerdos de libre comercio con superpotencias para suavizar las fluctuaciones del tipo real de cambio.

Abstract

Much has been written on official dollarization. Not much, if any, on a couple of questions: a) its economic rationale; b) its durability. On the first issue, we discuss the intrinsic instability of the de facto bi-monetary system of Argentina. On the second issue, we emphasize that, in order to last, it must be able to withstand banking panics without the help of an ordinary last resort lender, and the lobby of vested interests to revoke dollarization and devalue the currency. We advance a model

¹ Universidad del CEMA. jorgeavila637@gmail.com

Agradezco los comentarios de Gustavo Ferro, Martín Lagos y Mario Teijeiro, el estímulo de Steve Hanke, la colaboración de Javier Motta (Superintendencia de Bancos de Panamá) y la asistencia gráfica de Gabriel Sara. Los posibles errores y las opiniones del ensayo corren por cuenta exclusiva del autor.

of commercial banking like that of Panama, and argue for free trade agreements with superpowers to smooth out real exchange rate fluctuations.

JEL: E02, E31, E41, E42.

Introducción

La historia de inestabilidad monetaria y macroeconómica de Argentina es larga y conocida por todos. Su costo económico es tan grande que desafía la imaginación.² Adquirió una especial virulencia a partir del Rodrigazo, aquel shock de 1975 que marcaría un antes y un después en la historia macroeconómica nacional. La corrida contra las Lebac, en 2018, es evidencia de que el país sigue operando en terreno resbaladizo.

En la década de 1970, los planes de estabilización fijaban el tipo de cambio por medio de decisiones administrativas del Ministerio de Economía. En virtud de la creciente pérdida de credibilidad, en la década de 1980 los planes de estabilización empezaron a demandar el compromiso explícito del primer mandatario. En la década de 1990, la Convertibilidad exigió una ley del Congreso de la Nación. En la actualidad, una fijación creíble del tipo de cambio exigiría una dolarización oficial. Este arreglo consiste en la sustitución unilateral de la moneda nacional por una moneda de reserva como el dólar americano o el euro.

Argentina es cabalmente bimonetaria y carece de crédito en sentido amplio. El BCRA no emite una moneda de reserva ni el gobierno puede emitir bonos AAA. Por estas razones, nuestro país carece de las herramientas básicas para aplicar las clásicas políticas fiscales y monetarias anticíclicas.

Por lo dicho la dolarización es una alternativa realista. Porque es básicamente irreversible. Porque el costo del señoreaje es apenas una fracción de los beneficios que se sacrifican por mantener la moneda nacional. Porque la política monetaria independiente no tiene capacidad para influir sobre el tipo real de cambio y el ciclo económico. Porque la política fiscal realmente no tiene un financiamiento distinto al impuesto inflacionario.

² El costo de eficiencia de la prima de riesgo argentino fue estimado en Ávila (2015a, cap. V).

Si Argentina adoptase una moneda de primera clase gozaría de los siguientes beneficios: no más bicicletas financieras, corridas cambiarias ni inflación; no más paritarias y huelgas, tarifazos y cortes de luz, congelamientos de precios y amenazas de expropiación, bloqueos de exportaciones e importaciones. En mayor o menor medida, todos y cada uno de estos traumas son consecuencia del uso de una mala moneda. Así de tremendo e ignorado es el daño que genera una moneda de mala calidad como el peso.

Sin embargo, para que la dolarización oficial sea duradera debe venir acompañada por dos reformas: una internacionalización de la banca comercial y el libre comercio irrevocable. Pues una Argentina dolarizada no resistiría seis meses un pánico bancario, ni diez años el efecto corrosivo del lobby de industriales protegidos que reclaman la devaluación del peso para revertir una ‘pérdida de competitividad’.

En la sección I discutimos los cambios estructurales que genera el proceso de dolarización de facto en el mercado de la moneda nacional. En la sección II desarrollamos un plan para la dolarización sostenible. En la sección III respondemos preguntas y críticas usuales a esta propuesta. Por último, en la sección IV ordenamos las principales conclusiones.

I) Cambios estructurales, economía bimonetaria e inestabilidad intrínseca

El propósito fundamental de la política monetaria es asegurar un nivel de precios estable. En esta sección argumentamos que tal objetivo es prácticamente inalcanzable, más allá del corto plazo, en una economía bimonetaria.³

Un proceso avanzado de dolarización de facto (o sustitución de monedas) conduce a una economía bimonetaria. La política monetaria (cambiaria) que es efectiva para la economía monomonetaria debería dejar de serlo en la bimonetaria. La dolarización de facto acarrea cambios estructurales que afectan el funcionamiento del mercado monetario. Por un lado, la elasticidad de la demanda de dinero nacional aumenta significativamente. Por el otro, la ‘liquidez’ del nivel de precios también aumenta significativamente. Preferimos hablar de la liquidez del nivel de precios en vez de su flexibilidad, porque es una forma más apropiada de aludir a su velocidad para restaurar el equilibrio del mercado monetario después de un shock.

En virtud del aumento (del valor absoluto) de la elasticidad de la demanda de dinero, un mismo aumento de la tasa esperada de inflación provocaría en la economía bimonetaria un salto del nivel de precios notablemente mayor que el que provocaría en la economía monomonetaria.

En virtud del aumento de la liquidez del nivel de precios, el stock deseado de saldos reales se igualaría más rápidamente al stock ofrecido en una economía bimonetaria que en una monomonetaria. Luego, el salto del nivel de precios que es necesario para reequilibrar el mercado monetario, en vez de insumir años, podría concretarse en pocas semanas. Por lo dicho, un aumento de la tasa esperada de inflación estaría en condiciones de provocar un fagonazo inflacionario.

Impacto sobre el valor de la elasticidad

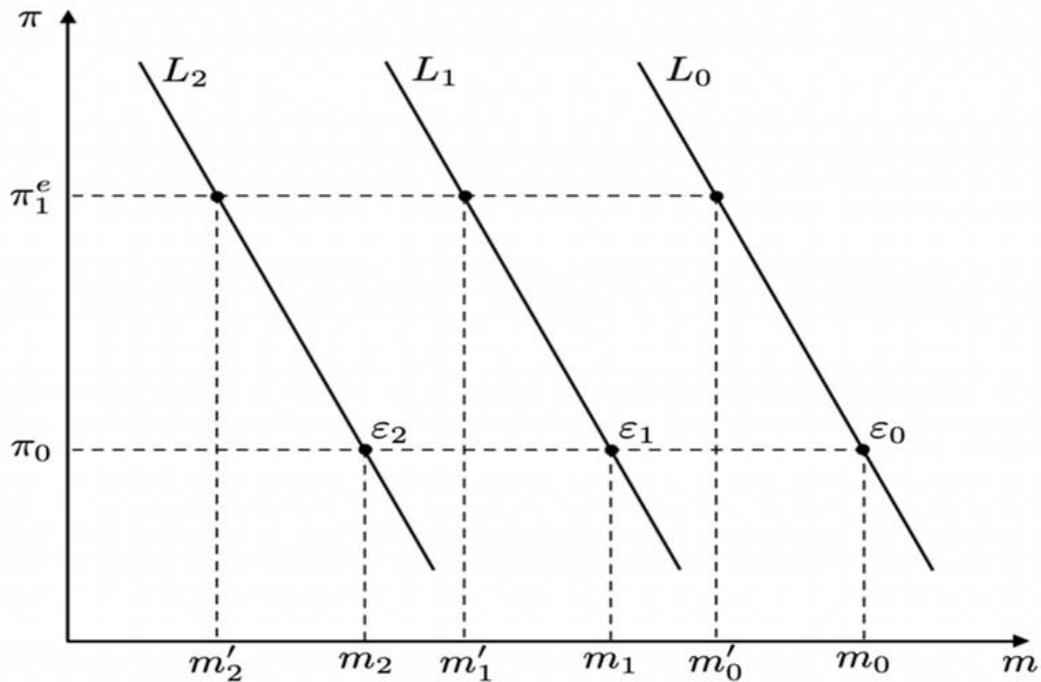
³ El tema fue abordado en dos ocasiones. En Ávila (1997) intentamos fundamentar la hipótesis de que la flotación del tipo de cambio no es compatible con una economía bimonetaria. En Ávila (2004) desarrollamos la proposición de que el tipo de cambio fijo y (aún mejor) la dolarización oficial son regímenes más efectivos para asegurar la estabilidad del nivel de precios en el largo plazo.

El gráfico N°1 muestra el impacto del proceso de dolarización de facto sobre la posición en el plano de la curva de demanda de moneda nacional (MN). El acceso a una moneda de reserva (MR), que es vista como un sustituto cercano de la MN, produce una transferencia de poder compra desde el mercado de la MN hacia el mercado de la MR. En su momento, la demanda de lana experimentó un impacto análogo como consecuencia de la aparición del algodón y, más tarde, la fibra sintética. La curva de demanda de lana se desplazó hacia el origen y, por construcción, se volvió más elástica evaluada a igual precio relativo.

$$1) \varepsilon \uparrow = - \left(\overline{\frac{dq}{dp}} \right) \frac{p_0}{q \downarrow}$$

Según la ecuación N°1, si la curva de demanda de lana se desplazara paralelamente hacia el origen, el primer término del lado derecho de la ecuación se mantendría constante. Así, la elasticidad de la curva de demanda, evaluada al precio relativo p_0 , aumentaría debido a la disminución de la demanda infra-marginal de lana q .

Gráfico N°1



La dolarización de facto corre la curva de demanda de MN hacia el origen. De forma que, a igual costo de oportunidad π_0 , las sucesivas curvas de demanda de dinero tienen cada vez una mayor elasticidad (medida en valores absolutos): $\varepsilon_0 < \varepsilon_1 < \varepsilon_2$. Note que la cantidad de dinero demandada a esa tasa de inflación es cada vez menor: $m_0 > m_1 > m_2$.

Según Guidotti y Rodríguez (1992), entre otros autores, la dolarización de facto sucedería por una combinación de factores. Con referencia a las experiencias de Argentina, Uruguay, Bolivia y Perú entre 1960 y 1990, la dolarización habría sido producto de una alta inflación y de episodios de liberalización cambiaria. Por un lado, la alta inflación determina un alto costo de oportunidad y menor cantidad demandada de dinero; por el otro, los episodios de liberalización reducen el costo de migración del área de la MN al área de la MR.⁴ Pero se observó que cuando la inflación bajaba en dichos países la demanda de dinero no subía. Este fenómeno de irreversibilidad se llama histéresis. Para que los agentes vuelvan al área de la MN sería necesario que su calidad mejorase

⁴ Traducción de *switching cost* entre sistemas monetarios.

mucho; en concreto, que la tasa de inflación de la MN fuera inferior a la tasa de inflación de la MR en el futuro previsible.

La parte superior del cuadro N°1 ilustra el creciente impacto sobre la tasa de inflación del financiamiento monetario de un mismo déficit fiscal. La parte inferior ilustra la creciente magnitud de la inflación residual que provocaría una misma expectativa de aumento de la tasa de inflación.

Cuadro N°1

	Fase 0	Fase 1	Fase 2
m	15	10	5
<i>déficit fiscal</i>	2	2	2
π	16%	27%	77%
$\Delta\pi^e$	10%	10%	10%
$\Delta m = m' - m$	-1.5	-1.5	-1.5
ε	1	1.5	3
π residual	12%	19%	53%
<p>Aclaraciones:</p> <p>1) La cantidad de dinero y el déficit fiscal se expresan en puntos porcentuales del PBI.</p> <p>2) Las tasas de inflación se expresan en porcentaje anual.</p> <p>3) Para calcular la tasa de inflación, el déficit fiscal (o la caída de la demanda de dinero) se divide por 365 y por la cantidad demandada de dinero. De esta manera, se obtiene la tasa de inflación diaria, que luego se capitaliza para obtener la tasa anual.</p>			

Observaciones

1) Si suponemos que, cuando la tasa de inflación esperada y observada es π_0 , la cantidad de dinero demandada es 15% del PBI en la fase inicial de la dolarización de facto, 10% en la intermedia y 5% en la final, el financiamiento con emisión monetaria de un déficit fiscal constante de 2% del PBI generará tasas de inflación de 16%, 27% y 77% anual. El aumento de la tasa de inflación sería exponencial.

2) Si suponemos que las curvas de demanda de dinero de las distintas fases son paralelas, ante igual aumento de la tasa esperada de inflación la caída de la demanda de dinero será la misma en los tres casos. Luego, el proceso de dolarización de facto triplicaría el valor de la elasticidad.

3) Si el mercado espera un aumento de 10% de la tasa de inflación, la caída de la demanda de dinero es 1.5% del PBI. Esto conduce a un aumento instantáneo del nivel de precios de 11%, 18% o 43% o a una inflación anual residual de 12%, 19% o 53%, dependiendo de la fase de la dolarización de facto. Que la economía experimente un fogonazo inflacionario o una inflación residual depende la liquidez del nivel de precios.

4) Si el déficit fiscal se cubriera con emisión monetaria, la inflación residual de la tercera observación se sumaría a la inflación de la primera. Si el déficit no se cubriera con emisión, el nivel de precios permanecería estable y se experimentarían fogonazos de inflación cada tanto por mayores expectativas de inflación o depreciación de la MN, o bien por el avance del proceso de dolarización y el consiguiente desplazamiento de la curva de demanda de dinero hacia la izquierda del gráfico N°1.⁵ Quizá no esté demás aclarar que estos ejercicios están pensados en el contexto de un régimen de flotación del tipo de cambio.

⁵ En el límite, el nivel de precios describiría una trayectoria temporal escalonada. A un tramo horizontal le seguiría uno vertical y a éste, otro tramo horizontal más arriba. El tramo vertical representaría el fogonazo inflacionario. Empleamos esta frase para referirnos a un aumento finito de P que ocurre en tiempo infinitesimal.

5) A las fluctuaciones de la velocidad de circulación provocadas por las fluctuaciones de la tasa esperada de inflación, se agregan las subas provocadas por el proceso de dolarización de facto. Estas últimas no guardan relación con la tasa esperada de inflación y tienen un *timing* propio. La velocidad de circulación cobra entonces vida propia. Y el nivel de precios o la tasa de inflación se vuelven prácticamente impredecibles.

Una digresión

En la teoría monetaria tradicional se supone la existencia de una relación funcional estable entre la tasa esperada de inflación y la cantidad de dinero demandada. Sin embargo, dicha relación no está garantizada en la literatura sobre sustitución de monedas. Por ejemplo, Girton y Roper (1981) concluyen que, con perfecta sustitución entre dos monedas, el tipo de cambio quedaría indeterminado. Guidotti y Rodríguez (1992) sugieren que, en aquellos países con avanzada dolarización de facto, se observaría un ‘tipo diferente de demanda de dinero’ tal que una alta tasa de inflación podría implicar, en vez de una alta velocidad, una velocidad de circulación que crece sostenidamente. Por último, Berg y Borensztein (2000) refuerzan el papel de ε en la demanda de dinero sumándole la elasticidad de sustitución entre MN y MR multiplicada por el coeficiente de dolarización. Pero mucho antes de estos desarrollos, Cagan (1956), en un estudio sobre la dinámica monetaria de la hiperinflación, había considerado la posibilidad de un comportamiento ‘raro’ de la demanda de dinero:

“Este vínculo entre los cambios del nivel de precios y de la oferta monetaria solamente se rompe cuando el valor absoluto de la *pendiente* de la curva de demanda de dinero es especialmente alto [...]. En tal caso, los aumentos del nivel de precios se transforman en autogenerados. Esto significa que el aumento del nivel de precios provoca inmediatamente una caída proporcionalmente mayor de la cantidad demandada de dinero. [...] Tal proceso dispara la tasa de inflación a una tasa no menos que exponencial, aun cuando la oferta monetaria permanezca constante.” Cagan (1956, pp. 88). (Traducción propia.)

El párrafo de Cagan es, a un mismo tiempo, confuso y revelador. Confuso, porque emplea el término *pendiente* cuando parece referirse a la elasticidad de la curva de demanda de dinero.

Revelador, porque destaca la posibilidad de una inflación autogenerada llegado el caso de una elasticidad especialmente alta. Nuestro argumento básico es justamente que la dolarización de facto implica una creciente elasticidad de la demanda de dinero.⁶

Impacto sobre la estructura contractual

Frente a una suba de la tasa esperada de inflación, el nivel de precios subiría de manera instantánea, protagonizando un fogonazo, si fuera líquido. O subiría de manera gradual a lo largo del año si fuera ilíquido. El grado de liquidez del nivel de precios depende de la estructura contractual de la economía.

Podríamos caracterizar dicha estructura así. La economía está cruzada por una multitud de contratos entre empresarios y proveedores, empresarios y empleados y empresarios y clientes. Los contratos estipulan precios y condiciones de entrega y salarios y condiciones de trabajo, por un cierto plazo o duración. A medida que se renuevan, incorporan la nueva tasa esperada de inflación y la inflación observada aumenta gradualmente.

La estructura contractual se define según: a) la duración de los contratos y b) la cobertura contractual de la economía. Ambos aspectos dependen negativamente de la volatilidad de la tasa de inflación: a mayor volatilidad, menor duración y menor cobertura. La volatilidad, a su vez, es una función creciente de la intensidad de la inflación. A mayor inflación, mayor volatilidad. Esta relación es sabiduría convencional.

De modo que en un país con una historia de alta inflación, como aquéllos afectados por un avanzado proceso de dolarización de facto, el nivel de precios será líquido; es decir, estará en condiciones de reequilibrar el mercado monetario rápidamente después de un shock.⁷ Tal

⁶ Si el proceso de dolarización de facto tendiera a acaparar el 100% de los activos monetarios de la economía, la curva de demanda de dinero tendería al eje vertical, la cantidad demandada de dinero tendería a cero y el nivel de precios, a infinito. Este es un ejemplo de una hiperinflación autogenerada.

⁷ Por un shock monetario entendemos tanto un aumento de la oferta monetaria permanente y no anticipado como una caída de la cantidad demandada de dinero (aumento de la velocidad de circulación).

posibilidad será consecuencia de una estructura contractual que se funda en acuerdos formales de corto plazo y en acuerdos de palabra o en negro. De esta manera, la más alta tasa esperada de inflación podría convertirse en una más alta tasa observada en menor tiempo.

O sea que la dolarización de facto afectaría más o menos simultáneamente el valor de la elasticidad de la demanda de dinero y la estructura contractual. Ejemplo 1: Ubiquémonos en la fase inicial. La demanda de dinero es poco elástica y toda la economía funciona bajo contratos formales. Un caso aproximado es Italia 1992: la lira se devaluó un 30% y el nivel de precios casi no acusó recibo. Ejemplo 2: Ubiquémonos en la fase final. La demanda de dinero es muy elástica y parte importante de la economía funciona sin contratos formales. Un caso aproximado es Argentina 1989: el nivel de precios seguía el aumento del tipo de cambio oficial con una demora de días.⁸

La dolarización de facto, además de subir la tasa de inflación que exige el financiamiento de igual déficit fiscal, crea la posibilidad de fogonazos inflacionarios a medida que avanza la misma dolarización y como reacción a expectativas de aumento de la tasa de inflación. La historia argentina reciente está plagada de estas expectativas.

¿Cómo se estabiliza el nivel de precios perdurablemente?

La economía bimonetaria es intrínsecamente inestable por esos dos cambios estructurales que alteran el funcionamiento del mercado monetario. Aun cuando se verifique equilibrio fiscal, no se cumplen las condiciones necesarias para garantizar la estabilidad del nivel de precios en el largo plazo. La elasticidad de la demanda de dinero y la liquidez del nivel de precios son tan altas que la economía es propensa a experimentar fogonazos de inflación esporádicos aunque la oferta monetaria permanezca constante.

⁸ Desde el punto de vista monetario, una devaluación es equivalente a un aumento de la oferta de dinero.

La ecuación de cambio de Irving Fisher ($M.V \equiv P.Y$) ofrece la solución del problema. Dice que la oferta monetaria por la cantidad de veces que circula en un año es idéntica al valor nominal del PBI del año.

$$2) P = \bar{E} \cdot P^*$$

$$3) \overline{M.V} = \overline{P.Y}$$

$$4) M \downarrow . V \uparrow = \text{constante}$$

Fijemos ahora el tipo de cambio E en el nivel \bar{E} . Según la ecuación N°2, el nivel de precios interno se convierte entonces en un múltiplo o una fracción del nivel de precios del país emisor de la MR, según que E sea mayor o menor que 1. La afirmación es cierta para el precio de los bienes que se comercian con el exterior. En el largo plazo, también es cierta para el precio de los bienes que no se comercian. Por razones de equilibrio general, en el corto plazo el precio de los bienes no comerciados se moverá alrededor del precio de los comerciados. Subirá en el caso de ingreso de capitales o de mejora de los términos de intercambio, bajará en el caso de rebaja del gasto público o del arancel de importación, y viceversa. De todas formas, no contradecimos la realidad si afirmamos que cuando se fija el tipo de cambio se fija el nivel de precios interno.

Si P fuera una constante y supusiéramos que Y permanece constante, el lado derecho de la ecuación N°3 sería una constante. En consecuencia, el lado izquierdo también sería una constante.

La ecuación N°4 dice que los aumentos de la velocidad de circulación provocarán en forma automática disminuciones proporcionales de la oferta monetaria. Bajo tipo de cambio fijo, la variación de la oferta de dinero es igual al balance de pagos.

Esta es la justificación económica del tipo de cambio fijo para una economía bimonetaria. Pero el tipo de cambio fijo ordinario y la caja de conversión son revocables pues tienen un bajo costo de repudio, lo cual se manifiesta en una alta tasa de interés. Luego, el atractivo de la dolarización

oficial es doble: fija perdurablemente el nivel de precios y baja la tasa de interés al nivel de la tasa del país emisor de MR pues tiene un alto costo de repudio.

II) Plan de Dolarización Sostenible

La historia argentina nos ha convencido de que en tanto y en cuanto nuestro país tenga un banco central habrá devaluación y por consiguiente inflación. En vez de nuevos intentos de repesificación, como los que se sucedieron después de la Convertibilidad, deberíamos sustituir el peso por una moneda de primera clase mundial. En otras palabras, deberíamos dolarizar la economía adoptando en forma unilateral el dólar o el euro como moneda de curso legal.

Un proceso de dolarización sostenible abarca desde el corto hasta el largo plazo. Conviene abordarlo por etapas.

Etapas 1: Convertibilidad

Se trata de la conversión de los pasivos monetarios y los pasivos no monetarios del BCRA. Los primeros son la base monetaria y los segundos son las letras y notas en pesos emitidas por el Banco Central. El tipo de cambio de conversión es igual al cociente entre dichos pasivos y las reservas internacionales. El mercado calcula hace muchos años un tipo de cambio objetivo mediante dicha operación matemática. El tipo de cambio de conversión resultaría menor si no fuera riesgoso excluir del cálculo algunas tenencias específicas de letras y notas del BCRA, o si se pudiera incrementar el stock de reservas internacionales sin poner en riesgo el servicio de la deuda pública. Con plena conversión de los pasivos monetarios y no monetarios del BCRA, la tasa de interés de corto plazo en pesos caería al nivel de la tasa del bono americano a tres meses más la tasa esperada de devaluación del peso, el BCRA podría no renovar los pasivos no monetarios y difícilmente observaríamos una corrida cambiaria. Por su parte, la tasa de inflación iniciaría un camino descendente hasta desaparecer en unos tres años.

Etapas 2: Dolarización

Sin embargo, para levantar el edificio de la economía argentina necesitamos un precio fijo del dólar por el futuro indefinido. Son dos condiciones: precio fijo y futuro indefinido. La Conversión

suministra el precio fijo pero la memoria del mercado le niega una perspectiva de futuro indefinido. La respuesta es la dolarización por su carácter irreversible. Hablamos de irreversibilidad en un sentido probabilístico pues las chances de la desdolarización son muy bajas. Desaparecería así la expectativa de devaluación y bajaría la tasa de interés de corto plazo al nivel de la tasa del bono americano a tres meses.

El pasaje de la Convertibilidad a la Dolarización no debería llevar más de seis meses pues lo segundo da horizonte a lo primero. En este intervalo, el gobierno convertiría en dólares los depósitos bancarios y las letras del BCRA denominadas en pesos al tipo de cambio de conversión y ofrecería al público el canje de sus tenencias de circulante en pesos a igual tipo de cambio, mientras procede a importar las cantidades de monedas y billetes de baja denominación que estime necesarios.

Pero la simple dolarización es una invitación a la corrida bancaria. Existe cierta asociación entre los regímenes de tipo de cambio fijo (la dolarización es la versión extrema del tipo de cambio fijo) y las corridas sobre los depósitos bancarios. La razón es que la dolarización anula al banco central y la banca comercial se queda sin la asistencia de un prestamista de última instancia. Este problema exige una solución a la brevedad en vista del riesgo que se asume. En rigor, las etapas segunda y tercera podrían ser consideradas una unidad.

Etapas 3: Reorganización de la Banca Comercial

Argentina experimentó un pánico bancario suave en 1980, uno agudo en 1995 y uno fatal en 2001 (Ávila 2004). No ocurrieron por casualidad. Hubo un factor común: se combinó un régimen de tipo de cambio fijo con un encaje fraccionario no muy alto sobre los depósitos bancarios. Pero el tipo de cambio fijo y el encaje fraccionario no son compatibles; en otras palabras, no deberían coexistir. Con tipo de cambio fijo la banca comercial es propensa al pánico. Es fácil ver porqué.

Con encaje fraccionario, por definición, los bancos sólo pueden convertir en circulante una fracción de sus depósitos. Luego, para no cerrar sus puertas en el medio de una corrida, dependen

de la asistencia de un prestamista que redescuente sus activos ilíquidos. Pero los redescuentos implican emisión monetaria y, con tipo de cambio fijo, la emisión sin el respaldo de reservas internacionales conduce a una crisis de balance de pagos.

La dolarización es la versión extrema del tipo de cambio fijo. El banco central, que actúa como prestamista de última instancia, desaparece. En el mejor de los casos se transforma en un museo numismático y un supervisor de regulaciones prudenciales. ¿Cómo se hace para conciliar la dolarización de la economía con una banca comercial que funciona con encaje fraccionario?

Entre los principales países dolarizados, Ecuador y El Salvador improvisaron soluciones que combinan altos encajes y fondos de liquidez, bajo la supervisión de organismos que se hacen llamar bancos centrales pese a que perdieron el poder de emisión y de control de la cantidad de dinero. Por su parte, Panamá, que no tiene banco central, desarrolló una política más innovadora e interesante. En los párrafos que siguen, detallaremos esta política y, más abajo, sobre la base del modelo bancario panameño, presentaremos una propuesta pensada para el caso argentino.

Panamá nació como estado independiente en 1903. Adoptó el dólar como moneda de curso legal en 1904 y se establecieron dos bancos: uno norteamericano y otro estatal panameño. La actividad bancaria creció libremente gracias a la incuestionable ventaja comparativa del país como puente entre la América del Norte y la del Sur. Hacia fines de la década de 1960, operaban más de cien bancos aunque sin cumplir estrictamente el papel de intermediarios financieros. La ley bancaria de 1970 marcó un antes y un después en el desarrollo bancario. Desaparecieron muchas instituciones mientras se apuntaba a atraer bancos internacionales de prestigio (Superintendencia de Bancos de Panamá 2018). Los bancos que quedaron y los nuevos que se establecieron se organizaron así:

* Hacia el año 2000, había 59 bancos con licencia para operar en el mercado interno y en el internacional, 28 con licencia para operar en el internacional exclusivamente y un banco público, además de 14 oficinas de representación (Goldfajn y Olivares 2000).

- * Los bancos pueden ser nacionales o extranjeros. Los extranjeros pueden constituirse como sucursales o sociedades anónimas.

- * Los balances de las sucursales se consolidan con los de las casas matrices del exterior.

- * Las casas matrices pueden certificar que las sucursales cumplen las regulaciones prudenciales de sus países de origen, en especial las referidas a capitales mínimos o solvencia. Este certificado es tomado como válido por la Superintendencia de Bancos de Panamá.

- * Las casas matrices cubren las pérdidas de las sucursales, del mismo modo que las casas matrices de los bancos argentinos en Buenos Aires se hacen cargo de las pérdidas de las sucursales en el Interior.

- * Los bancos establecidos en el país pueden prestar indistintamente a tomadores locales o extranjeros, sin sesgo regulatorio. Por esta razón la dolarización de Panamá se conoce como ‘dolarización con integración financiera’ (Hanke 2002, Moreno Villalaz 2005). Note que la diversificación internacional de la cartera activa de los bancos contribuye a la estabilidad del valor de los depósitos.

- * El sistema funciona sin encajes legales, sin fondos de liquidez interbancarios, sin seguros de depósitos y, por cierto, sin la Reserva Federal como prestamista de última instancia. En caso de liquidación, existe una figura de prelación por la cual cobran en primer término los titulares de depósitos inferiores o iguales a 10.000 dólares. El FMI y otros organismos aconsejaron que el país aplicara alguna de esas normas prudenciales, pero el temor al riesgo moral habría prevalecido.

- * La Superintendencia de Bancos exige dos cosas básicamente: a) el capital propio no debe ser inferior a 8% de los activos totales de los bancos, tal como establecen las normas de Basilea; b) la liquidez legal no debe ser inferior a 30% de los depósitos netos. Estos se definen como los depósitos totales menos los depósitos de las casas matrices y los de otras sucursales.

* Pueden integrar la liquidez legal los siguientes ítems: a) oro o dinero de curso legal en el país; b) saldos netos en bancos en el extranjero que fueron previamente aprobados por la Superintendencia, a la vista o a plazo no mayor a 186 días; c) obligaciones emitidas por gobiernos extranjeros u organismos financieros internacionales autorizadas por la Superintendencia, que se negocien activamente en mercados de valores; d) obligaciones de empresas privadas nacionales o extranjeras aprobadas por la Superintendencia, que se negocien activamente en mercados de valores y tengan grado de inversión según una calificadora de riesgos internacionalmente reconocida, a su valor de mercado; e) letras del Tesoro Nacional y otros valores emitidos por el Estado con vencimiento no mayor a un año, a su valor de mercado.

La literatura especializada no registra corridas bancarias en Panamá, aparte, por cierto, de la ocurrida en 1987/89. En la Superintendencia de Bancos tampoco hay memoria de corridas, según pudimos averiguar. Es llamativo que en un país sin banco central no se registren corridas. Quizá la explicación del fenómeno sea la combinación del requisito de liquidez legal, el papel de las sucursales en el sistema bancario y la diversificación internacional de los préstamos.

La causa de la crisis bancaria de 1987/89 fue política, un conflicto entre el gobierno del general Noriega y el gobierno de EEUU. Los bancos cerraron sus puertas durante nueve semanas y media, el gobierno panameño cayó en default y el PBI se contrajo más de 15% (Moreno Villalaz 1999, Hanke 2002). Con el paso de los años, la banca comercial recuperó su estabilidad; ni el default de Rusia en 1998 ni la crisis de las hipotecas subprime en 2008 la afectaron de manera significativa.

* En la actualidad, la oferta de crédito asciende a 90% del PBI. De este total, el crédito al gobierno es 1,6% y el crédito al sector privado, 98,4%. El referido total no computa el crédito al resto del mundo. En Panamá, el volumen de los préstamos está divorciado del volumen de los depósitos. Los bancos pueden prestar por encima de sus depósitos.

* El crédito hipotecario asciende a 30% del PBI, a tasas de interés de 5/6% anual y por un plazo de 30 años. El crédito de consumo personal representa 21% del PBI. Y el crédito al comercio y a la construcción promedia 13% del PBI para cada sector.⁹

Los bancos panameños han sido capaces de mantener intacto durante décadas el valor de sus depósitos, que este año equivale a 48.000 millones de dólares. Este monto representa un 60% de los depósitos en los bancos argentinos. Es un logro importante. Consideremos que el PBI panameño es un décimo del argentino.¹⁰

Repetimos, una dolarización sostenible exige reorganizar el sistema bancario comercial de manera que pueda funcionar establemente sin la asistencia de un prestamista de última instancia. La experiencia panameña es sugestiva. Sobresale la integración financiera. La banca panameña ha logrado integrarse al mercado internacional gracias a una ley nacional que perdura a pesar de los avatares del tiempo.

El eje de la organización de la banca comercial argentina debería consistir en privilegiar el establecimiento de sucursales de bancos extranjeros de reconocido prestigio. Nuestro modelo se diferencia en tres aspectos del panameño: a) los bancos nacionales tendrían que asociarse a bancos extranjeros de reconocido prestigio para estar en condiciones de captar depósitos y otorgar préstamos por cuenta y orden de sus socios extranjeros; b) la banca comercial quedaría bajo ley extranjera; c) por lo anterior, la exigencia de liquidez legal podría ser menor que en Panamá.

El objetivo de este arreglo es triple: a) que la banca comercial quede a resguardo de colocaciones forzosas de bonos del gobierno; b) que los bancos extranjeros reemplacen al prestamista de última instancia con fondos propios o con los fondos que obtengan de sus respectivos bancos centrales; c) que el costo de repudio de la legislación bancaria sea alto.

⁹ Salvo indicación en contrario, la información sobre el sistema bancario panameño referida hasta aquí fue proporcionada por J. Motta.

¹⁰ Estimaciones propias sobre la base de International Financial Statistics 2016 (Panamá) y de Informe Monetario 2018 (Argentina).

Etapa 4: Apertura Comercial

Si la falta de un prestamista de última instancia es letal en el corto plazo, los reclamos por pérdida de competitividad por parte de la industria protegida podrían ser corrosivos en el largo plazo. Una dolarización sostenible reduciría considerablemente la tasa de interés de largo plazo, generaría abundante crédito y un inevitable encarecimiento del país en virtud del aumento del precio de los servicios.¹¹ Pero contamos con una potente reforma contra el encarecimiento: elevar el coeficiente de apertura, definido como el cociente entre las exportaciones más las importaciones y el PBI.¹²

La apertura eleva el precio de la producción exportable

Que nadie se llame a engaño, no hay forma de subir el coeficiente de apertura sin recurrir a acuerdos de libre comercio con superpotencias. Por definición, la apertura implica una nueva estructura de precios relativos. En particular, sube el precio del sector exportable y por esta vía promueve la reasignación de capital, trabajo y capacidad empresarial desde el sector protegido hacia el sector desprotegido, mientras se crea un clima atractivo para la inversión extranjera directa. Pero si los empresarios e inversores percibieran que la nueva estructura de precios es transitoria, la economía se empantanaría y estaríamos en el peor de los mundos: parálisis de la industria protegida en espera de la reversión, postergación de inversiones, aumento del desempleo y estancamiento exportador. El remedio para esta situación es la firma de acuerdos de libre comercio con superpotencias porque esta clase de acuerdos tiene una baja probabilidad de revocación. Si la apertura no pudiera anclarse en tales acuerdos, es mejor no hacerla. Dada la elevada probabilidad de que el gobierno argentino sea el primero en pedir una excepción, la

¹¹ En una economía dolarizada no tiene sentido hablar de atraso cambiario porque no hay moneda nacional que devaluar.

¹² Otra potente reforma es la reducción del tamaño del Estado (cociente entre gasto público consolidado y PBI). La disminución del gasto público contribuye al abaratamiento en forma directa. Como el gasto público está compuesto por una variedad de sueldos (maestros, jueces, policías) y obra pública, su reducción implica una reducción de la demanda de servicios en general y un abaratamiento adicional de los servicios.

economía del país se empantanaría y los acuerdos se hundirían en el desprestigio público (Ávila 2015b, cap. II).

Un ejercicio de balanza de pagos permite explicar las fuerzas de la apertura que llevarían a un abaratamiento o ‘ganancia de competitividad’. Sabemos que el saldo de cuenta capital es igual al saldo de cuenta corriente con signo negativo. Supongamos que no hay entrada neta de capitales y que, en consecuencia, el saldo de cuenta corriente es nulo. Se produce la apertura. Baja así el precio de la mercadería importada y aumentan las importaciones. Pero como la cuenta corriente debe arrojar un saldo nulo las exportaciones aumentan en igual medida. Aumentan porque el país se abarata cuando baja el precio de los servicios. Esta baja refuerza la suba del precio relativo de la producción exportable que señalamos en el párrafo anterior.

La apertura achica la volatilidad del tipo real de cambio

La apertura aumenta la suma de exportaciones e importaciones como fracción del PBI. Este hecho atenúa la variabilidad del tipo real de cambio o su inversa, el salario real. El siguiente ejemplo permite ilustrar que la apertura comercial tiene una dimensión macroeconómica adicional a la referida en el párrafo de arriba.

Suponga dos países con igual PBI de 100.000 dólares por año. El país cerrado exporta e importa por valor de 10.000 por año y el abierto exporta e importa por valor de 30.000. Ocurre una crisis y el balance comercial debe girar desde el equilibrio a un superávit de 4.000 por año. El país cerrado sube sus exportaciones a 11.000 y baja sus importaciones a 7.000, en tanto que el abierto sube sus exportaciones a 31.000 y baja sus importaciones a 27.000. De modo que en el país cerrado las exportaciones suben 10% y las importaciones bajan 30%, mientras en el abierto las exportaciones suben 3% y las importaciones bajan 10%. No parece errado concluir que la presión alcista sobre el tipo real de cambio (bajista sobre el salario real) sería menor si las exportaciones rondaran 30% del PBI, algo menos que en Chile, México y España, que si rondaran 10% como en Argentina. Por este motivo, una dolarización carente del respaldo de acuerdos de libre comercio con superpotencias podría convertirse en una olla de alta presión con el paso del tiempo.

La primera etapa del plan no tiene sentido sin la segunda. La segunda sin la tercera resulta peligrosa. Y la tercera sin la cuarta es algo tonto, además de funesto para el ideal de un país integrado al circuito mundial del comercio y la inversión.

III) Preguntas y Críticas Usuales a la Dolarización

1. ¿Hay otros países dolarizados?

Hay muchos países dolarizados de facto. Me refiero a países donde los activos monetarios en dólares representan un elevado porcentaje de los activos monetarios totales. En 2000, Argentina ocupaba el 4° lugar en el respectivo ranking, precedida por Bolivia, Nicaragua y Rusia, pese a que había experimentado una década de estabilidad monetaria (Ávila 2004). Pero cuando hablamos de dolarización pensamos en una dolarización oficial, plena o de jure. Los países con dolarización oficial eran 35 en 2002. Sobresalen Ecuador, Panamá y El Salvador. El PBI de Ecuador equivale a un 20% del PBI argentino; el de Panamá, a un 10%, y el de El Salvador, a un 5%.¹³ Kosovo y Montenegro tienen PBI más pequeños y adoptaron el euro. Los restantes países son micro-estados (Hanke 2002, Jácome y Lönnberg 2009).

2. ¿Qué razones los llevaron a dolarizarse?

Panamá llegó por accidente histórico. El Salvador, para reducir la tasa de interés, estimular la inversión externa directa y porque representaba el siguiente paso lógico en su proceso de liberalización económica. Luego de separarse de la vieja Yugoslavia, Kosovo y Montenegro adoptaron el marco alemán porque era una mejor moneda que el dinar y cuando Alemania reemplazó el marco por el euro, ellos hicieron lo mismo. Ecuador llegó por una crisis bancaria y después de experimentar una inflación inferior a 100% anual. Para dolarizarse, ninguno de estos países tuvo que llegar a una megacrisis como las que sufre Argentina desde el Rodrigazo.

3. Sin déficit fiscal, la dolarización es innecesaria.

Esta afirmación se repite una y otra vez. En la primera sección hemos tratado de refutarla.

¹³ Estimaciones propias sobre la base de International Financial Statistics 2016.

4. La dolarización dificultaría la colocación de deuda.

A un gobierno que no tiene un banco emisor le podría resultar más difícil colocar deuda. El bonista se sentiría más expuesto al default en una crisis de financiamiento cuando sabe que el gobierno no tiene la posibilidad de echar mano a la maquina, razón por la cual pediría mayor rendimiento. Podemos pensar en dos soluciones para hacer frente a esta desventaja: a) líneas externas de crédito contingente; b) una política de superávit fiscal. Hasta donde sabemos, no existe una buena solución para este problema. Por una buena solución entendemos un arreglo con baja probabilidad de reversión.

5. Con la dolarización se pierde el señoreaje.

No es un buen argumento. ¿Cuál es el costo de oportunidad de conservar el señoreaje? Para conservarlo deberíamos seguir usando una moneda de mala calidad como el peso. El costo de oportunidad del peso son los beneficios sacrificados por no dolarizar. Me cuesta creer que los beneficios sean menores que el señoreaje de una economía con fuerte tendencia al estancamiento y la desmonetización desde la década de 1970.

6. ¿Cómo reemplazaron otros países dolarizados el prestamista de última instancia?

Ecuador y El Salvador no tienen acceso a la Reserva Federal como prestamista de última instancia. Resolvieron el problema, con éxito hasta aquí, por medio de altos encajes sobre los depósitos bancarios y fondos de liquidez integrados con aportes de los mismos bancos comerciales. Los bancos centrales de estos países se limitan a tareas de coordinación y supervisión bancaria. Si Escocia decidiera conservar la libra esterlina sin acuerdo con el Banco de Inglaterra, procedería de igual forma.

Panamá encontró una solución interesante. Aplicó en 1970 un modelo de organización de la banca comercial que ha resultado exitoso. Funciona bajo ley nacional, sin banco central, sin acceso a la Reserva Federal pero con una banca comercial muy integrada al mercado financiero internacional.

Pero nuestra prolongada historia de violaciones contractuales y reversión institucional no hacen aconsejables tales salidas para Argentina. En el fragor de una urgencia financiera, es decididamente alta la probabilidad de que el gobierno coloque un bono en los encajes o el fondo de liquidez, o bien repudie su propia legislación bancaria liberal.

7. La dolarización es un sistema rígido y, por tanto, malo.

No es fácil entender el significado preciso de este mantra que repite el 99% de los colegas. Quizá estén pensando en alguna de estas restricciones: a) se acaba la posibilidad de licuar los aumentos salariales en exceso de la productividad laboral; b) se acaba la posibilidad de licuar los desbordes del gasto público; c) se pierde la posibilidad de practicar “fine tuning” con el tipo cambio.

Sobre la primera restricción, es verdad, se pierde ese grado de libertad, por llamarle de algún modo. En una economía dolarizada, empresarios y sindicalistas tendrán que negociar ajustes salariales consistentes con una moneda que no se puede devaluar. Si se equivocaran, pagarían el error con recesión y desempleo. Pero sólo la primera vez, porque en la segunda habrían entendido cómo funciona el sistema. Por cierto, la dolarización exige algún grado de descentralización de las negociaciones laborales.

Sobre la segunda restricción, la experiencia internacional enseña que la dolarización genera un sesgo a favor de la disciplina fiscal (Jácome y Lönnberg 2009). Este resultado podría no ser válido para nuestro país. En materia fiscal no existe la posibilidad de un arreglo con alto costo de repudio. Por esta razón opino modestamente que mientras los bancos no se caigan ni la moneda se devalúe, deberíamos aceptar sin dramatismo la posibilidad de que la deuda pública se reestructure cada tanto.

Sobre la tercera restricción, es necesario precisar el concepto. El fine tuning consiste en devaluar un poquito cuando la economía se enfría para combatir la recesión y la deflación, y en revaluar un poquito cuando la economía se recalienta para combatir una reactivación demasiado rápida e

inflacionaria. Hemos leído sobre experiencias de fine tuning en otros países pero no recordamos una sola experiencia argentina. No se puede perder lo que nunca se tuvo. Pero el argumento fundamental en contra del fine tuning no es histórico sino conceptual. Desde el punto de vista macroeconómico, Argentina es especial. Por un lado, tiene una economía bimonetaria; por el otro, su nivel de actividad está influenciado por las fluctuaciones del riesgo país. Estas fluctuaciones determinan el sentido y la magnitud del flujo de capitales; las fluctuaciones del flujo de capitales determinan las fluctuaciones de la demanda agregada, y éstas, a su vez, determinan la fase del ciclo económico que atraviesa el país (Ávila 2015a, cap. IV). Luego, aun cuando tenga alguna eficacia, el fine tuning está demás.

Si nuestro país tuviera la capacidad de emitir una moneda de reserva y deuda triple A, en otras palabras, si tuviera la capacidad de aplicar las clásicas políticas fiscales y monetarias anti-cíclicas, sería ocioso proponer una dolarización. Viendo y considerando que tenemos un país de confianza cero, encontramos en la irreversibilidad de la dolarización sostenible el pasaje más seguro posible a la estabilidad y las libertades económicas.

IV) Principales Conclusiones

Mucho se ha escrito sobre la dolarización oficial de una economía. Pero escasa, si alguna, atención se ha prestado a dos temas: el régimen cambiario apropiado para una economía bimonetaria y la sostenibilidad de la economía bajo dolarización oficial. A continuación, ordenamos nuestras conclusiones más importantes al respecto y el mensaje general.

En primer lugar, concluimos que la economía bimonetaria demanda una política cambiaria distinta a la política que se aplica en una economía monometaria. Atento a la volatilidad que adquiere la velocidad de circulación en la economía bimonetaria, la política cambiaria apropiada consistiría en fijar el tipo de cambio. Sin embargo, el bajo costo de repudio de este arreglo lo hace desaconsejable. Por eso proponemos una dolarización oficial.

En segundo lugar, exponemos el plan de dolarización sostenible, sus beneficios, sus etapas y sus desafíos. El primer desafío consiste en desarrollar un sistema bancario comercial que funcione sin la asistencia de un banco central ordinario. Con tal fin debería privilegiarse el establecimiento de sucursales de bancos internacionales de reconocido prestigio. De esta forma la banca comercial residente pasaría a operar bajo ley extranjera, en vista de que el costo de repudio de la legislación extranjera es relativamente alto. El segundo desafío consiste en firmar de tratados de libre comercio con superpotencias a fin de incrementar las exportaciones y las importaciones y, por esta vía, atenuar el efecto de shocks externos adversos sobre la volatilidad del tipo real de cambio y el ajuste macroeconómico. Como el costo de repudio de estos acuerdos es relativamente alto, la nueva estructura de precios relativos sería vista como permanente y tendría por consiguiente un más rápido impacto.

El objetivo general de nuestra propuesta es que los inversores perciban el nuevo régimen monetario, bancario y comercial como un arreglo institucional irrevocable, y que la prima de riesgo argentino se desvanezca. La dolarización oficial según este modelo aportaría una cuota de estabilidad sin precedentes. De ella habría que esperar un potente estímulo a la acumulación de capital y el crecimiento económico en la jurisdicción argentina.

Referencias Bibliográficas

Ávila J. (1997): “Condiciones para una Flotación Estable.” J. Ávila (comp.), A. Almansi y C. Rodríguez: Convertibilidad. Universidad del CEMA.

Ávila J. (2004): “Internacionalización Monetaria y Bancaria.” Documento de Trabajo N° 285, UCEMA, diciembre de 2004; <http://ideas.repec.org/p/cem/doctra/285.html>. Publicado en J. Ávila (2015b).

Ávila, J. (2015a): Macroeconomía del Riesgo Argentino, Grupo Unión.

Ávila, J. (2015b): Antídotos contra el Riesgo Argentino, Grupo Unión.

Berg, A. y E. Borensztein (2000): “The Choice of Exchange Rate Regime and Monetary Target in Highly Dollarized Economies.” Journal of Applied Economics, November.

Cagan P. (1956): “The Monetary Dynamics of Hyperinflation.” M. Friedman (comp.): Studies in the Quantity Theory of Money. The University of Chicago Press.

Girton L. y D. Roper (1981): “Theory and Implications of Currency Substitution.” Journal of Money, Credit and Banking, February.

Goldfajn, I. y G. Olivares (2000): “Full Dollarization: The Case of Panama.” Pontificia Universidade Católica, Río de Janeiro.

Guidotti P. y C. Rodríguez (1992): “Dollarization in Latin America. Gresham’s Law in Reverse?” Staff Papers, vol. 39, N° 3.

Hanke, S. (2002): “Panama’s Innovative Money and Banking System.” N. A. Barletta ed. Financial Panama, Bogotá, Colombia, Ediciones Gamma.

Informe Monetario (2018): Informe Monetario, BCRA.

International Financial Statistics (2016): International Financial Statistics, IMF.

Jácome, L. y A. Lönnberg (2009): “Implementing Official Dollarization.” IMF Working Paper, IMF.

Moreno Villalaz, J. L. (1999): “Lessons from the Monetary Experience of Panama: A Dollar Economy with Financial Integration.” Cato Journal 18 (3): 421-39.

Moreno Villalaz, J. L. (2005): “Financial Integration and Dollarization: The Case of Panama.” Cato Journal, vol. 25, No. 1, winter.

Superintendencia de Bancos de Panamá (2018): “Banking Regulations and Supervision in Panama: From the National Banking Commission to the Superintendency of Banks.” SBP.