

ESTUDIO 1.

Dolarización: un camino de ida...

Dolarización: un camino de ida...

Perspectivas reales de la subordinación monetaria, económica y política de Argentina

Dolarización en Argentina. Un camino de ida...

En los meses recientes se ha reinstalado la propuesta de dolarización en el marco de la inestabilidad financiera y cambiaria del país. Este discurso ha cobrado fuerza de la mano de economistas como Roberto Cachanosky y Jorge Ávila (CEMA).

La idea no es absolutamente nueva, ya que fue puesta en debate en la campaña presidencial de 2003 (cuando Carlos Melconíán oficiaba de futuro ministro de economía del candidato C. Menem). A su vez, han surgido experiencias de implementación de este tipo de esquemas en países como Ecuador, El Salvador y Panamá.

En lo que sigue, se presentan brevemente: 1) argumentos a favor y en contra de la dolarización; 2) experiencias de dolarización en otros países; 3) modalidad de implementación en Argentina y 4) su rol en el marco de la conexión de la economía nacional con el sistema financiero mundial.

1) Argumentos a favor y en contra de la dolarización

Uno de los trabajos principales ortodoxos para el análisis de la dolarización es el que desarrollaron Berg y Borenztein (2000) para un trabajo del FMI. En el mismo destacan las siguientes ventajas y desventajas:

VENTAJAS

- La dolarización evita las crisis monetarias y de balanza de pagos. Sin moneda nacional no hay posibilidad de una depreciación fuerte, ni de salidas súbitas de capital motivadas por el temor a una devaluación.

- Se obtiene una integración más estrecha con las economías mundial y estadounidense gracias a que los costos de transacción son más bajos y a que se asegura la estabilidad de los precios en dólares de EE.UU.
- Con la dolarización, y al rechazar claramente la posibilidad de un financiamiento inflacionario, los países tienen la oportunidad también de reforzar sus instituciones financieras y de crear condiciones favorables a la inversión, nacional y extranjera.

DESVENTAJAS

- Es probable que los países se muestren reacios a retirar su propia moneda, un símbolo de identidad nacional, para escoger la de otro país. Desde el punto de vista práctico, es casi seguro que habrá resistencia política y que probablemente sea fuerte.
- Desde el punto de vista económico, el derecho a emitir la moneda del país otorga al gobierno unos ingresos de señoreaje, que aparecen como utilidades del banco central y que se transfieren al gobierno. Ese ingreso lo perderían los países que dolaricen y lo recibiría Estados Unidos a menos que consintiera en compartirlo.
- El país que dolarice su economía cederá toda posibilidad de tener una política monetaria y cambiaria autónoma, comprendido el recurso al crédito del banco central para facilitar liquidez al sistema bancario en situaciones de dificultad.

Los autores, si bien destacan pros y contras, concluyen que la dolarización tiene más beneficios que costos y resulta una opción atractiva para economías emergentes.

Siguiendo a Jancome y Lonnberg (2010), se pueden agregar algunos argumentos adicionales. En lo que atañe a los costos, se pierde la figura del prestamista de última instancia, que es el BC. Esta figura es la que determina un monto de encaje en relación a los depósitos que cuentan las entidades financieras y sirve para regular parcialmente el crédito y la oferta de dinero, además de afrontar contingencias como corridas cambiarias. En efecto, ante los shocks externos, la economía queda absolutamente atada a los avatares de los movimientos de capitales a nivel global, lo que la hace vulnerable, aspecto que remarcan incluso autores ortodoxos como Levy Yeyati y Sturzenegger (2005). También resulta un problema, especialmente para economías como la argentina, el incremento del peso del endeudamiento porque no puede ser licuado a través de devaluaciones.

El agravante de todo este esquema no son solamente los efectos nocivos de su implementación, sino que la renuncia a la moneda nacional es prácticamente irreversible. No hay marcha atrás porque implicaría reconstituir una moneda propia después de un abandono, lo que ocurre con el caso de Ecuador.

Por último, la implementación de una dolarización requiere fijar un tipo de cambio de referencia para convertir la moneda nacional en dólares. Normalmente esto implica una sustancial devaluación de la moneda nacional, con su consecuente transferencia de ingresos como resultado del salto inflacionario y el congelamiento salarial. En síntesis, pierden los trabajadores, gana el sector financiero y quedan en situación más frágil los sectores productores de bienes.

2) Experiencias de dolarización

Desde hace algunos años, se han implementado varios regímenes de tipo de cambio fijo de facto, muchos de los cuales implicaron la dolarización de sus economías. Los casos más cercanos para el análisis latinoamericano son Ecuador, Panamá y El Salvador.

Países con regímenes de tipo de cambio fijo de facto: Sin moneda de curso legal y caja de conversión 2016

Regimen de tipo de cambio	Marco de Política Monetaria						
	Ancla cambiaria				Objetivos de agregados (24)	Esquema de metas de (38)	Otros ¹ (48)
	U.S. dólar (39)	Euro (25)	Mixto (9)	Otros (9)			
Sin una moneda de curso legal (14)	Ecuador	Palau	Kosovo	San Marino	Kiribati		
	El Salvador	Panamá	Montenegro		Tuvalu		
	Marshall Islands	Timor-Leste			Nauru		
	Micronesia	Zimbabwe					
Caja de conversión (11)	Djibouti	St. Kitts and Nevis	Bosnia and Herzegovina		Brunei		
	Hong Kong SAR	St. Lucia	Bulgaria		Darussalam		
		St. Vicent and the Grenadines					
	ECCU						
	Antigua and Barbuda						
	Dominica						
Grenada							

Fuente: FMI, Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, 2016

La experiencia de Panamá resulta muy particular, porque ese país depende centralmente del Canal Interoceánico, lo que ha derivado en el desarrollo de zonas de libre comercio y servicios financieros diversos. Por lo tanto, su dolarización opera como apéndice de la economía de EEUU y el funcionamiento de su economía desde 1904.

El caso de El Salvador muestra algunos de los problemas de la dolarización. Su economía, desde que se implementó este sistema, pagó con bajas tasas de crecimiento, y al contrario de lo esperado, la reducción del costo de financiamiento (tasas de interés) no generó aumentos en la inversión. De este modo, con una baja demanda agregada (insuficiencia de consumo e inversión), los ingresos públicos también se vieron resentidos y por ende, la dolarización no permitió que mejoraran las cuentas fiscales (Alirio Martínez, 2017). En este país aumentó el endeudamiento de los hogares (por la baja salarial) y empeoró la balanza comercial (por encarecimiento de exportaciones y abaratamiento de importaciones). El Salvador creció menos en el siglo XXI que sus

vecinos de América Central (2,5% versus 4/5% en promedio anual) y no revirtió su desigualdad distributiva.

El modelo de Ecuador también da lecciones importantes sobre su funcionamiento. En primer lugar, para implementarse la dolarización se hizo un devaluación de un 200%, lo que redujo a menos del 50% tanto los salarios como los depósitos del público denominados en divisas. Se trató de una redistribución sumamente regresiva del ingreso que afectó a los sectores populares y ahorristas. A su vez, su "éxito" en materia de política monetaria fue muy relativo: la tasa real de interés no disminuyó significativamente y la inflación fue de 91,7% en su primer año de implementación y de 33% en el segundo, con los consecuentes efectos perversos sobre los asalariados (De la Torre Muñoz, 2011).

Ecuador creció menos que países como Argentina en el período 2002-2015 y, aún bajo la administración heterodoxa de R. Correa, no pudo abandonar la dolarización, demostrando que el camino es prácticamente de no retorno (Paredes, 2017).

3) Modalidad de implementación en Argentina

Argumentando a favor de la dolarización en Argentina, autores ortodoxos como Cachanosky (padre e hijo) y Ávila, sostienen que se lograría el final de muchos de los males de nuestra economía: resolver el problema de las LEBACS, eliminar la inflación, limitar la acción discrecional del BCRA, disminuir la tasa de interés, abrir las barreras a la entrada y salida de capitales y bienes y servicios, reducir la incertidumbre, etc.

Hanke (2018), uno de los ideólogos de la convertibilidad, ha planteado que el problema de aquel modelo fue no avanzar un paso más: dolarizar la economía argentina. Como la economía está semi-dolarizada, además de que el BCRA se ha mostrado incapaz de generar una moneda estable, la única solución sería abandonar el peso y atarse a la credibilidad del Imperio. Pero aquí reside algo en lo que todos los mencionados coinciden: es necesario "terminar con el actual gradualismo" y emprender las reformas económicas estructurales para que la dolarización sea viable.

Se trata de lo que autores como Honda y Schumacher (2006) presentan como mecanismos de reducción de la volatilidad para emprender la dolarización: 1) reducción de salarios nominales, 2) reducción de impuestos al trabajo y 3) incrementos de la productividad. Cachanosky y Ávila saben que se trata de un tema sensible, porque en los hechos implica una devaluación de la moneda con su evidente impacto inflacionario y la caída del salario real. Para completar el ajuste estructural, se requeriría un mecanismo de supervisión financiera (al no haber prestamista de última instancia, se "compraría" la confianza de bancos internacionales AAA para que regulen encajes), una fuerte caída del gasto público para obtener superávit fiscal y una reforma laboral precarizadora, que destruya la tradición sindical argentina.

Con ese combo, la inflación sólo caerá después de destruir el poder de compra del salario. Las supuestas ventajas, como se vio, resultan como mínimo dudosas (en Ecuador y El Salvador no cayeron las tasas de interés ni aumentó la inversión), pero se estaría reordenando el cuadro social del país con salarios de la India y ganancias dolarizadas. El sistema sólo sería viable con bajos salarios y un Estado de dimensiones menores.

La solución técnica para llevar adelante la dolarización requiere, entonces, convertir la base monetaria al tipo de cambio que determinan las reservas del BCRA.

Cuadro 2. **Tipo de cambio de dolarización según distintos agregados monetarios**

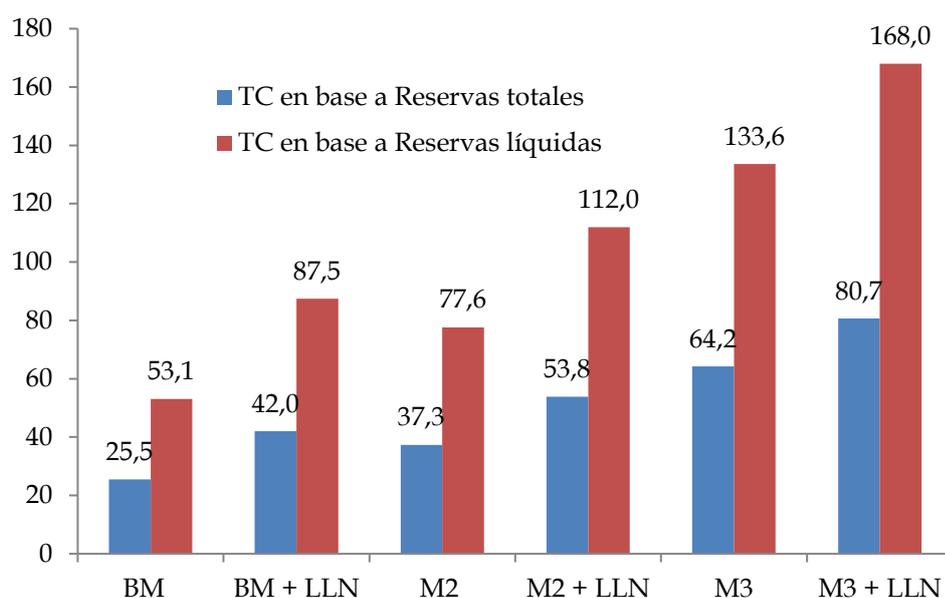
Instrumento	monto miles \$	tipo de cambio de dolarización	
		Reservas totales	Reservas líquidas
<i>BM</i>	1.249.657	25,5	53,1
<i>BM + LEBAC + LELIQ + NOBAC</i>	2.058.408	42,0	87,5
<i>M2</i>	1.827.117	37,3	77,6
<i>M2 + LEBAC + LELIQ + NOBAC</i>	2.635.868	53,8	112,0
<i>M3</i>	3.145.349	64,2	133,6
<i>M3 + LEBAC + LELIQ + NOBAC</i>	3.954.100	80,7	168,0
Reservas totales (miles USD)	49.003		
Reservas líquidas (miles USD)	23.538		

Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

Hay distintas opciones de cálculo del tipo de cambio de dolarización de la economía. Tomando Base Monetaria (billetes y monedas + depósitos en cuenta corriente en el BCRA), M2 (Billetes y monedas en poder del público+ Cheques Cancelatorios en pesos+ Cta. cte. del S. Priv. y Púb. en pesos + Caja de ahorro del S. Privado y del S. Público en pesos) o M3 (Billetes y monedas en poder del público+ Cheques Cancelatorios en pesos+ Depósitos del S. Priv. y Púb. en pesos). A su vez, se pueden incorporar otras colocaciones en pesos, como son las LEBAC, NOBAC y LELIQ (letras y notas del BCRA en poder del público y los bancos, colocadas también en pesos).

Por último, la estimación puede realizarse tomando en cuenta las reservas totales del BCRA (oro, divisas y colocaciones realizables en divisas), o bien las líquidas (sólo oro y divisas). Las primeras incluyen activos que no están en poder del BCRA pero se incorporan a su activo, mientras que las segundas sólo tienen en cuenta las divisas constantes y sonantes.

Gráfico 1. Bandas de tipo de cambio de dolarización según agregados monetarios y reservas internacionales (29/9/2018).



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

Siguiendo el gráfico 1, si se toma sólo la base monetaria, el tipo de cambio de conversión sería de 25,5 (tomando en consideración reservas totales) a 53,1 pesos por dólar (si se contabilizan las reservas líquidas). Una medida más apropiada incorporaría las LEBAC, NOBAC y LELIQ a la base monetaria, donde el tipo de cambio actual se acerca al de dolarización (en caso de contabilizar reservas totales) o se iría a 87,5 teniendo en cuenta las reservas líquidas. Si se considera M2 + LLN (tal vez la medida más razonable teniendo en cuenta todas las estimaciones), la banda oscilaría entre 53,8 y 112 pesos por dólar.

Para dolarizar la economía, el gobierno nacional se encaminaría entonces primero a devaluar la moneda nacional, para compatibilizar el dinero circulante con el nivel de reservas. Una vez hecho ello, los salarios, congelados, perderían sistemáticamente poder de compra mientras los bienes importados crecerían por efectos de la devaluación. Allí, es improbable una inflación como la que tuvo Ecuador el año que dolarizó (casi 100%), pero podría moverse significativamente más rápido que lo que lo ha hecho hasta ahora (alrededor de 20% entre enero y julio de 2018).

Después restaría convertir los depósitos a la denominación que tengan en dólares, asestando un golpe a los ahorristas. La ortodoxia supone que con esto regresarían fondos dolarizados no declarados o fugados, pero lo cierto es que la conducta de la burguesía argentina tiende a exteriorizar sus ganancias, no a reinvertirlas, especialmente en un cuadro de recesión como el vigente.

4) La dolarización como último paso para la conexión

En la nueva estructura del Estado argentino, Cambiemos colocó a numerosos funcionarios provenientes del capital extranjero no industrial y de los bancos transnacionales (González, Manzanelli y Basualdo, 2017), como en su momento Nicolás Caputo al frente del BCRA, lo que da cuenta de la orientación general que el gobierno expresa en relación con el sector financiero. Ello se verifica en una nueva regulación, de carácter laxo, como: la eximición de la obligatoriedad de liquidación de exportaciones, la quita del tope a la compra de moneda extranjera, el permiso para realizar operaciones de cambio de muy corto plazo (capitales "golondrina") y la liberación de las tasas de interés de referencia, la eliminación de los controles cambiarios (Resoluciones N° 3.819/15 y 3.821/15 de AFIP); el incremento de las tasas de interés y eliminación de los controles al mercado financiero (Comunicación del BCRA P50670, 50676, 50679, 50682, "A" 5854, 5855, 5874); la liberalización del movimiento de capitales (Resolución AFIP N° 3/15). Esto restableció el esquema de *carry trade* ("bicicleta financiera"): en el marco de un tipo de cambio estable luego de la devaluación del peso, el mecanismo implementado fue la emisión de Lebacks (Letras del Banco Central) a elevadas tasas que llegaron al 45% anual y hoy se efectiviza en una tasa de política monetaria superior al 70% desde la asunción de G. Sandleris en el BCRA.

Las recientes corridas dieron lugar a más medidas en la línea dolarizadora. Primero se apunta a dolarizar la deuda en LEBACS, a través de emisiones en moneda extranjera (por recomendación del FMI) que serán impagables. Al mismo tiempo, EEUU eleva la tasa de interés, lo que corre contra esta estrategia. Se sabe que Caputo se ha dedicado al manejo de mesas de dinero, lo que debería indicar que conoce a quienes mueven los flujos que generan presión sobre el peso. Pero la constante turbulencia ha cebado medidas contradictorias y desesperadas, como la reforma en la quita de retenciones, la suba fenomenal de la tasa de interés (la más alta del mundo) y más endeudamiento. La nueva gestión del BCRA acaba de iniciar una política monetaria súper contractiva (cero emisión, mayores tasas y ajuste fiscal) que podría ser la última estrategia para evitar la dolarización o bien su antecedente.

De eliminarse el señoreaje, la reconexión con el sistema financiero internacional (interrumpida entre el default de 2001 y la negativa de acuerdo de los Fondos Buitre en 2015) sería completa. Una forma de recomponer los precios internacionales que fija el mercado mundial en la esfera nacional, donde la variable de ajuste sería el salario y el sistema de seguridad social argentino. Esto además echaría por tierra con los subsidios a tarifas y transporte, con el argumento de la reducción

del gasto se disminuiría el peso y funciones del Estado y como frutilla del postre, no habría más moneda, es decir, soberanía.

Los imperios primero conquistaban y luego imponían la moneda sobre los vencidos. De allí viene la esclavitud y los impuestos al soberano. De avanzar esta estrategia estaríamos tributando a Trump, reeditando la dependencia colonial contra la que luchó San Martín.

Referencias

Allirio Martínez, W. (2017). La dolarización y El Salvador. Una revisión de la literatura. Mimeo.

Disponible en

https://www.researchgate.net/profile/William_Allirio_Martinez/publication/325533812_La_Dolarizacion_y_El_Salvador_Una_revision_de_la_literatura/links/5b12fd25aca2723d997eb828/La-Dolarizacion-y-El-Salvador-Una-revision-de-la-literatura.pdf?origin=publication_detail

Berg, A. y Borensztein, E. (2000). The Pros and Cons of Full Dollarization. *International Monetary Fund Working Papers*, WP/00/50.

De la Torre Muñoz, C. (2011). Mitos y lecciones de la dolarización. El caso de Ecuador, once años después. *Revista Realidad* no. 128, 195-207. Jácome, L. y Lonnberg, A. (2010). Implementing Official Dollarization. *International Monetary Fund Working Papers*, WP/10/106.

Hanke, S. (2018). Steve Hanke: Argentina debería desechar el peso y dolarizar la economía. *Revista Forbes Argentina*, 1 de septiembre. Disponible en <http://www.forbesargentina.com/steve-hanke-argentina-deberia-desechar-el-peso-y-dolarizar/>

Honda, J. y Schumacher, L. (2006). Adopting Full Dollarization in Postconflict Economies: Would the Gains Compensate for the Losses in Liberia? *IMF Working Paper* WP/06/82.

Levy-Yeyati, E. y Sturzenegger, F. (2005). Classifying exchange rate regimes: Deeds vs. words. *European Economic Review*, no. 49. 1603-1635.

Paredes, P. (2017). Dolarización: Más allá de la estabilidad monetaria. *Polémika* vol. 5, no. 11, 81-103.