

**UNIVERSIDAD DEL CEMA
Buenos Aires
Argentina**

Serie
DOCUMENTOS DE TRABAJO

Área: Economía y Relaciones Internacionales

PLAN DE DOLARIZACIÓN SOSTENIBLE

Jorge C. Ávila

**Diciembre 2018
Nro. 677**

**www.cema.edu.ar/publicaciones/doc_trabajo.html
UCEMA: Av. Córdoba 374, C1054AAP Buenos Aires, Argentina
ISSN 1668-4575 (impreso), ISSN 1668-4583 (en línea)
Editor: Jorge M. Streb; asistente editorial: Valeria Dowding <jae@cema.edu.ar>**

Plan de Dolarización Sostenible

26 de diciembre de 2018

Jorge C. Ávila
Universidad del CEMA

Resumen: Se ha escrito mucho sobre dolarización. Pero escasa atención, si alguna, se ha prestado a la sostenibilidad de la economía dolarizada. Desde el punto de vista argentino, la sostenibilidad del régimen es esencial. Por muchas razones, la dolarización es una opción eficiente y realista para este país. A fin de que resulte durable, debe ser capaz de resistir: a) pánicos bancarios sin la asistencia de un prestamista de última instancia convencional, y b) el lobby de la industria protegida para revocar la dolarización y devaluar la moneda. Con este objeto, presentamos un modelo de banca comercial similar al de Panamá aunque bajo ley extranjera, 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 dollarization. Not much, if any, on sustainable dollarization. From an Argentine perspective the regime durability is essential. For many reasons, dollarization is an efficient and realistic option for this country. But, in order to last, it must be able to withstand: a) banking panics without the assistance of a conventional last resort lender, and b) the lobby of vested interests to revoke dollarization and devalue the currency. To this end we advance a model of commercial banking like that of Panama though under foreign law, and argue in favor of free trade agreements with superpowers to smooth out real exchange rate fluctuations.

| INDICE | |
|--|----|
| Introducción | 2 |
| I. El Plan | 4 |
| II. El ABC de la Dolarización Sostenible | 12 |
| III. La Reorganización de la Banca Comercial | 20 |
| IV. Principales Conclusiones | 26 |
| Referencias Bibliográficas | 27 |

JEL: E02, E42.

Agradezco los comentarios de Mario Teijeiro y Martín Lagos, y el estímulo de Steve Hanke. Javier Motta, Director de Estudios Financieros de la Superintendencia de Bancos de Panamá, se prestó a un intenso intercambio de mails; gracias a su generosa colaboración pude escribir la Sección III de este documento. Los posibles errores y las opiniones del ensayo corren por cuenta exclusiva del autor.

Introducción

La historia de inestabilidad monetaria y macroeconómica de Argentina es muy larga y por todos conocida. Su costo económico es tan grande que desafía la imaginación (Ávila 2015a V). La inestabilidad adquirió especial virulencia a partir del Rodrigazo, ocurrido en 1975. La intensa corrida desde las letras en pesos del BCRA hacia el dólar que ocurrió en 2018 es evidencia de que el país continúa siendo 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 presidente de la Nación. En la década de 1990, la Convertibilidad exigió una ley aprobada por el Congreso de la Nación, que diez años después sería revocada, entre gallos y medianoche, por otra ley del Congreso de la Nación. Una fijación creíble del tipo de cambio exigiría en la actualidad una dolarización, la cual consiste en la sustitución unilateral de la moneda nacional por una moneda de reserva (dólar americano o euro).

Este es un país raro. Por un lado, es cabalmente bimonetario y, por el otro, está, quizá como ningún otro, gobernado por el riesgo país. El banco central no emite una moneda de reserva ni el gobierno puede emitir bonos triple A. O sea que no tiene las herramientas básicas para ejecutar las clásicas políticas fiscales y monetarias contracíclicas. Carece de crédito en el sentido más amplio del término. Es un país de confianza cero.

Lo dicho ha convertido a la dolarización en 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.

Ahora bien, para que la dolarización resulte duradera es necesario que venga acompañada por dos reformas: la reorganización de la banca comercial y el libre comercio irrevocable. Pues una Argentina dolarizada no aguantaría seis meses un pánico bancario, ni diez años el efecto corrosivo de los reclamos por ‘pérdida de competitividad’ de la industria protegida.

La Sección I presenta el plan de dolarización sostenible. Este se divide en cuatro etapas: la conversión, la dolarización, la reorganización de la banca comercial y una apertura anclada en acuerdos de libre comercio firmados con superpotencias. La sección subraya a cada paso la conveniencia de que los arreglos monetarios, bancarios y comerciales sean irrevocables. La Sección II responde diversas preguntas y críticas a la sección anterior. En tanto que la Sección III se concentra en el diseño de un modelo bancario comercial que mantenga intacto el valor de los depósitos. La Sección IV ofrece algunas conclusiones.

I El Plan

En 1960, el exministro Federico Pinedo publicó un pequeño libro sobre el desempeño de la economía argentina en el siglo y medio anterior. Entre otras conclusiones, destacó que el país tenía una fuerte propensión al déficit fiscal y la inflación. Pues bien, lo que Pinedo vio hasta entonces es nada en comparación con el caos fiscal y monetario de las siguientes seis décadas.

La historia argentina me ha convencido de que mientras nuestro país tenga un banco central habrá devaluación y por consiguiente inflación. En vez de nuevos intentos de repesificación como los que llevaron a cabo, cada uno en su momento, Prat-Gay, Kicillof y Sturzenegger,¹ 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.

La dolarización así definida tiene beneficios y problemas. Los primeros son enormes y los segundos, serios. Estoy acostumbrado a escuchar que también tiene costos políticos, los cuales serían tan grandes que la propuesta devendría inviable a todo efecto práctico. Quién sabe. En Ecuador, El Salvador y Panamá no piensan así. Tampoco en Escocia, país donde se discute la posibilidad de permanecer en la Unión Europea cuando Inglaterra se retire y, a la vez, conservar la libra esterlina sin la necesaria aprobación del Banco de Inglaterra. Este sería otro ejemplo de dolarización.

¹ Alfonso Prat-Gay, como presidente del BCRA durante los gobiernos de E. Duhalde y N. Kirchner. Axel Kicillof, como ministro de Economía del gobierno de C. Fernández de Kirchner. Federico Sturzenegger, como presidente del BCRA durante el gobierno de M. Macri.

Si Argentina adoptara una moneda de primera clase, gozaría de estos beneficios: no habría bicicletas financieras, corridas cambiarias ni inflación; no tendríamos paritarias ni huelgas, tarifazos ni cortes de luz, congelamientos de precios ni amenazas de expropiación; no habría incluso bloqueos de exportaciones e importaciones. Aunque no lo parezca a primera vista, todos y cada uno de estos costosos traumas tiene en mayor o menor medida una causa monetaria. Así de tremendo e ignorado es el daño que genera una moneda de mala calidad como el peso.

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

Primera etapa: Conversión de los pasivos monetarios y no monetarios del BCRA. Los primeros son la base monetaria y los segundos son la suma de 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 esta 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. A su vez, la tasa de inflación iniciaría un camino descendente hasta desaparecer en unos tres años.

Segunda etapa: Sin embargo, para levantar el edificio de la economía argentina nos hace falta 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 histórica no le permite proveer la perspectiva de futuro indefinido. La respuesta es la dolarización por su carácter irreversible. Hablamos de irreversibilidad en un sentido probabilístico dado que las chances de desdolarización son muy bajas. Desaparecería la expectativa de devaluación y bajaría, por tanto, la tasa de interés de corto plazo al nivel de la tasa del bono americano a tres meses.

El pasaje de la Conversión a la Dolarización no debería llevar más de seis meses puesto que lo segundo le 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.

Tercera etapa: La simple dolarización es una invitación a la corrida bancaria. Se verifica 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 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 es el primer problema que hay que resolver para lograr

una dolarización sostenible. Si no fuera resuelto, no bajaría en forma significativa la tasa de interés del bono argentino a diez años, que es la tasa que regula la inversión y el consumo en la jurisdicción nacional.

Ecuador, El Salvador y Panamá no tienen acceso a la Reserva Federal como prestamista de última instancia. Los dos primeros resolvieron el problema, con éxito hasta aquí, por medio de altos encajes sobre los depósitos bancarios y de fondos de liquidez nutridos por 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 un acuerdo con el Banco de Inglaterra, procedería de igual forma. A su vez, Panamá puso en práctica en 1970 un modelo de organización bancaria bajo ley nacional muy integrado al mercado financiero internacional, que funciona sin encajes, sin fondos de liquidez y con bastante éxito. Pero, atento a la prolongada historia argentina de violaciones contractuales y reversión institucional, estas salidas no parecen aconsejables. En el fragor de una urgencia financiera, la probabilidad de que el gobierno coloque un bono en los encajes o el fondo de liquidez, o repudie una legislación nacional bancaria liberal, es muy alta.

Hay otras formas de suplir al prestamista de última instancia tradicional. Consideraré dos. La propuesta de Simons: divide a la banca comercial en un almacén monetario que recibe depósitos en cuenta corriente con encaje de 100% y presta servicios de liquidez (pagos), y una banca de inversión que, en lugar de aceptar depósitos a plazo, emite cuota-partes e invierte en activos cuyas cotizaciones fluctúan con la Bolsa. La propuesta elimina la perversa asimetría que afecta a los valores nominales de los pasivos y activos de la banca tradicional y arroja un sistema estable sin la ayuda de un prestamista de última instancia.

Pero como el almacén monetario operaría bajo jurisdicción argentina, la probabilidad de que el gobierno le coloque un bono es muy alta (Ávila 2004 y 2015b III).

La segunda propuesta está libre del riesgo de una colocación compulsiva de bonos y, por tanto, del riesgo de una corrida bancaria. Pienso en una banca comercial internacionalizada. Los bancos residentes seguirían prestando los servicios típicos del mercado de capitales pero no captarían depósitos ni harían préstamos tradicionales por cuenta propia, sino por cuenta y orden de bancos extranjeros AAA. Estos depósitos y préstamos quedarían bajo las respectivas jurisdicciones de los bancos centrales de los países de origen de los bancos AAA. En consecuencia, estos bancos centrales se convertirían en los prestamistas de última instancia de la banca comercial residente en Argentina bajo ley extranjera. Como el costo de repudio de un arreglo bajo ley extranjera es mayor que el costo de repudio de uno bajo ley nacional como el panameño, la organización bancaria que propongo tendría mayores chances de perdurar y de contribuir a la baja del riesgo argentino (ibíd).

Este problema demanda una solución a la brevedad en vista del riesgo que se corre. En rigor, las etapas segunda y tercera podrían ser consideradas una unidad.

Cuarta etapa: Dos problemas adicionales exigen solución para alcanzar una dolarización sostenible. El primero se refiere a dificultades para colocar deuda soberana y el segundo, a cuestionamientos por 'pérdidas de competitividad'.

A un gobierno que no tiene 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 sé, no hay una buena solución para este problema. Por una buena solución entiendo un arreglo con baja probabilidad de reversión.

Si la falta de un prestamista de última instancia es letal en el corto plazo, los reclamos por pérdida de competitividad de la industria protegida pueden ser corrosivos en el largo plazo. Una dolarización que pruebe ser sostenible reduciría sensiblemente la tasa de interés de largo plazo, produciría abundante crédito y un inevitable encarecimiento del país debido a la suba del precio de los servicios. (En una economía dolarizada no tiene sentido hablar de atraso cambiario pues no hay moneda nacional que devaluar.) Pero contamos con un par de potentes reformas contra el encarecimiento: a) subir el coeficiente de apertura, definido como el cociente entre exportaciones más importaciones y PBI, y b) reducir el tamaño del Estado, definido como el cociente entre gasto público y PBI.

Que nadie se llame a engaño, no hay forma de subir el coeficiente de apertura sin recurrir a acuerdos de libre comercio con superpotencias. La apertura genera 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 genera un ambiente 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 en el peor de los mundos: parálisis de la industria protegida a la espera de una reversión, aumento del desempleo, postergación de

inversiones y estancamiento exportador. El remedio para esta situación son los acuerdos de libre comercio firmados con superpotencias pues tienen baja probabilidad de revocación. Si la apertura no pudiera anclarse en este tipo de acuerdos, es mejor no hacerla. En vista de la alta probabilidad de que el gobierno argentino sea el primero en pedir excepciones, la economía se empantanaría y los acuerdos se hundirían en el desprestigio público (Ávila 2015b 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 opuesto. Supongamos que no hay entrada neta de capitales y que el saldo de cuenta corriente es, por tanto, nulo. Se produce la apertura. Baja el precio de la mercadería importada y aumentan las importaciones. Ahora bien, como la cuenta corriente debe arrojar un saldo nulo, las exportaciones aumentan en igual medida. Aumentan porque al bajar el precio de los servicios el país se abarata. Esta baja del precio de los servicios refuerza la suba del precio relativo de la producción exportable que señalé en el párrafo anterior.

La disminución del tamaño del Estado 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. La flexibilización laboral, la inversión en infraestructura y la eliminación de tributos distorsivos son importantes reformas. Pero cuando el gasto público vuela y la economía se cierra sus efectos son testimoniales.

A medida que el mercado de capitales compruebe avances concretos en las etapas tercera y cuarta de la dolarización sostenible, la prima de riesgo argentino pondrá proa hacia la prima de riesgo chileno. Un sostenido proceso de inversión extranjera, expansión exportadora y crecimiento económico acompañará la reducción del riesgo argentino. Estos resultados serán tangibles en el término de tres o cuatro presidencias.

La primera etapa de la propuesta 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 integrar el país al circuito mundial del comercio y la inversión.

Este es el argumento económico puro. Que ponderen ahora los políticos.

II El ABC de la Dolarización Sostenible

Los interrogantes y críticas al plan de dolarización sostenible se pueden agrupar en nueve preguntas y afirmaciones. En esta sección, trataré de responder o comentar según el caso. En algunos pasajes repetiré argumentos que desarrollé en la Sección I con el objeto de dejar mejor sentada mi visión del tema.

1. ¿En qué consiste una dolarización?

En la adopción de manera unilateral de una moneda de reserva o primera clase mundial. En la práctica, sólo hay dos monedas que entran en esta categoría: dólar (de EEUU) y euro.

2. ¿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. Argentina ocupaba en 2000 el cuarto lugar en el respectivo ranking, precedida por Bolivia, Nicaragua y Rusia, a pesar de una década de estabilidad monetaria (Ávila 2004 y 2015b III). Ahora bien, cuando hablamos de dolarización estamos pensando 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%.² Kosovo y Montenegro tienen PBI más pequeños y

² Estimaciones propias sobre la base de International Financial Statistics 2016.

adoptaron el euro. Los restantes países son micro-estados (Hanke 2002, Jácome y Lönnberg 2009).

3. ¿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, dentro de su proceso de liberalización económica, era el siguiente paso lógico. 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. Note que ninguno de estos países necesitó para dolarizarse una megacrisis como las que sufre Argentina desde el Rodrigazo.

4. ¿Por qué debería dolarizarse un país como Argentina?

Porque la economía argentina es bimonetaria. En una economía bimonetaria, dolarizada de facto o con sustitución de monedas, la velocidad de circulación del dinero es inestable. Esto significa que los cambios de cartera desde la moneda nacional a la de reserva, motivados por causas reales o imaginarias, pueden ser frecuentes, súbitos y masivos, con la consabida secuela de maxidevaluación, fogonazo inflacionario, salida de capitales y recesión (Ávila 2004 y 2015b III). Por esto afirmamos que la flotación del tipo de cambio es una política peligrosa en nuestro país.

La forma de lidiar con una economía bimonetaria consiste en fijar el tipo de cambio. Esto hizo la Convertibilidad. Pero este régimen cambiario tiene un serio inconveniente: puede ser revocado sin pagar un costo demasiado alto. La dolarización, en cambio, tiene un alto costo de reversión, motivo por el cual la desdolarización es improbable. No hay ejemplos de reversión de una dolarización oficial, de jure o plena. Liberia al final de la segunda guerra mundial podría ser la excepción, pero nos falta información para asegurarlo.

5. ¿Cuáles son los beneficios de la dolarización?

Los beneficios son los males que el país dejaría de sufrir: biciletas financieras, corridas cambiarias e inflación; 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 estos traumas son producto del uso de una mala moneda.

Otro importante beneficio es la reducción instantánea de la tasa de interés de corto plazo (3 a 6 meses). Otra cosa es la reducción de la tasa larga. Esta depende de la prima de riesgo país, y la prima depende a su vez del déficit fiscal, la relación entre la deuda pública y las exportaciones, la estabilidad del sistema bancario y la apertura comercial. Dicho en otras palabras, la reducción de la tasa de interés de largo plazo depende de reformas en materia fiscal, bancaria y comercial que funcionarían como complemento de la dolarización oficial.

6. Dos beneficios adicionales.

La dolarización atenuaría los sofocones financieros. Note que por la reciente devaluación del peso el servicio de intereses de la deuda pasó de 2.3% del PBI a principios de año a 4% en el presente. La dolarización ayudaría a la estabilidad financiera.

Como por definición el dólar que circule en Rosario y Mar del Plata será el mismo que circula en Nueva York y San Francisco, la nueva moneda de curso legal no será devaluable. Por tanto, no habría subas abruptas del precio de los alimentos ni consecuentes saltos de la pobreza. La dolarización ayudaría a la estabilidad política.

7. 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 manejándonos con 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.

8. La dolarización carece de un prestamista de última instancia.

En la Sección I repasamos la solución que encontraron Ecuador y El Salvador a la falta de un prestamista de última instancia. Destacamos que esa solución no es aconsejable en vista de la larga historia argentina de violaciones contractuales y reversibilidad institucional. En síntesis, la probabilidad de que el gobierno, apremiado por una urgencia financiera, coloque

un bono en los encajes o el fondo de liquidez, y así desate una corrida bancaria, es muy alta.

Panamá encontró una solución interesante. Aplicó en 1970 un modelo de organización de la banca comercial que ha resultado bastante exitoso. Funciona bajo ley nacional, sin encajes, sin fondos de liquidez y con bancos integrados al mercado financiero internacional. Pero esta solución tampoco es aconsejable para nuestro país. La probabilidad de repudio de una legislación bancaria de este tipo es tan alta como la de una nueva ley de Convertibilidad.

Una banca comercial bajo ley extranjera es una posible alternativa. Los bancos extranjeros establecerían en el país sucursales en vez de sociedades anónimas. Las sucursales prestarían a clientes residentes y extranjeros sin distinción, con el fin de diversificar riesgos y asegurar el valor de los depósitos. Y sus balances se consolidarían con los de las casas matrices, con el fin de que las eventuales pérdidas de las sucursales sean cubiertas por las casas matrices como pasa en Panamá. Por su parte, los bancos nacionales, asociados a bancos extranjeros AAA, estarían habilitados para captar depósitos y otorgar préstamos por cuenta y orden de sus socios extranjeros. 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 que obtengan de sus respectivos bancos centrales; c) que el costo de repudio de la legislación bancaria sea alto. Esta organización tendría mayor probabilidad de perdurar y de contribuir a la baja del riesgo argentino (Ávila 2004 y 2015b III).

9. 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 mis 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; d) la economía pierde capacidad de ajuste frente a los movimientos de capitales.

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 reevaluar un poquito cuando la economía se recalienta para combatir una reactivación demasiado rápida e inflacionaria. He leído sobre experiencias de fine tuning en otros países pero no recuerdo una sola experiencia argentina. No se puede perder lo que nunca se tuvo. Pero el argumento fundamental contra el fine tuning no es histórico sino conceptual. Desde el punto de vista macroeconómico, Argentina es rara. Aparte de una economía bimonetaria, tiene una economía gobernada por el riesgo país. Las fluctuaciones de la prima de riesgo argentino 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 IV). Aun si el fine tuning tuviera alguna eficacia, estaría demás.

Sobre la cuarta restricción, debemos reconocer la gran variabilidad del tipo real de cambio que han exigido las fluctuaciones del flujo de capitales. Pero también hay que reconocer que dicha variabilidad se debe, en buena medida, a que la economía argentina es bastante cerrada. La apertura comercial tiene una dimensión macroeconómica adicional a la que señalamos en la Sección I. Suponga dos países con un idéntico 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. O sea 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.

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 contracíclicas, sería ocioso proponer una dolarización. Sin embargo, viendo y considerando que tenemos un país de confianza cero, encuentro en la irreversibilidad de la dolarización sostenible el pasaje más seguro posible a la estabilidad y las libertades económicas, que son las primeras víctimas de la inestabilidad.

III La Reorganización de la Banca Comercial

Argentina experimentó un pánico bancario suave en 1980, uno agudo en 1995 y uno fatal en 2001 (Ávila 2004 y 2015b III). No ocurrieron por casualidad. Tuvieron un factor común: un encaje fraccionario sobre depósitos bancarios no muy alto combinado con un régimen de tipo de cambio fijo. Pero el encaje fraccionario y el tipo de cambio fijo no son compatibles; 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. Entonces, para no cerrar sus puertas en el medio de una corrida, dependen de la asistencia de un prestamista que redescuenta sus activos ilíquidos. Pero los redescuentos implican emisión monetaria y, con tipo de cambio fijo, la emisión sin 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? En la Sección I señalamos que la Banca Simons es una alternativa extrema. Plantea una solución ideal que no ha sido llevada a la práctica pues modificaría la esencia del sistema bancario comercial tal como lo conocemos (ibíd).

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. Panamá, por su parte, 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.³

Repetimos, una dolarización sostenible nos exige reorganizar el sistema bancario comercial de forma que pueda funcionar establemente sin la asistencia de un prestamista de última instancia. La experiencia panameña es por demás sugestiva. Sobresale en ella 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.

³ Salvo indicación en contrario, la información sobre el sistema bancario panameño referida hasta aquí fue proporcionada por J. Motta.

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.

La ausencia de un prestamista de última instancia convencional es toda la justificación de la discriminación de los bancos nacionales. Su asociación con bancos extranjeros AAA los pondría, en cuanto a depósitos y préstamos, en el papel de sucursales, lo cual nos procuraría los beneficios referidos para la estabilidad sistémica. Y la sustitución de la ley nacional por la extranjera nos procuraría el beneficio de la irreversibilidad tantas veces enfatizado en las secciones anteriores.

Por último,⁴ no podemos dejar de destacar que 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 alrededor de 60% de los depósitos en los bancos argentinos. Es un logro importante. Consideremos que el PBI panameño es un décimo del argentino.⁴

⁴ Estimaciones propias sobre la base de International Financial Statistics 2016 (Panamá) y de Informe Monetario 2018 (Argentina).

IV Principales Conclusiones

Se ha escrito mucho sobre la dolarización de un país. Aunque escasa, si alguna, atención se ha prestado a la sostenibilidad de una economía dolarizada. En vista de la larga historia de inestabilidad monetaria y reversibilidad institucional de nuestro país, hemos presentado los principales pasos de un plan de dolarización sostenible para la economía argentina.

Con el fin de que el nuevo régimen sea sostenible es necesario que venga acompañado por dos reformas: la internacionalización del sistema bancario comercial y una apertura anclada en tratados de libre comercio con superpotencias. La idea es que el nuevo régimen resulte irrevocable en la percepción de los inversores y que apunte, en consecuencia, a la reducción de la prima de riesgo país al nivel de la prima de riesgo chileno.

Sobre lo anterior se ha escrito en otra parte (Ávila 2015b II y III). En esta ocasión, hemos aclarado, ilustrado y documentado el funcionamiento de las reformas bancaria y comercial. La parte más innovadora del artículo es la Sección III, que se concentra en el diseño de un modelo bancario inspirado en la experiencia panameña. El aspecto clave del modelo es el establecimiento en el país de sucursales de bancos internacionales de reconocido prestigio, bajo ley extranjera.

Una dolarización con integración financiera según nuestro modelo suministraría una cuota de estabilidad monetaria y financiera sin precedentes. De lo cual cabe esperar un potente estímulo a la acumulación de capital en la jurisdicción argentina.

Referencias Bibliográficas

Ávila, J. (2004): “Internacionalización Monetaria y Bancaria”. Documento de Trabajo N° 285, UCEMA, diciembre de 2004. Publicado en J. Ávila (2015b).

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

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

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

Hanke, S. (2002): “Panama’s Innovative Money and Banking System.” N. A. Barletta ed. Financiamiento 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.