

Desnacionalización de la Moneda en Argentina

Enrique A. Bour, octubre de 2019



Herbert James Draper, Ulises y las Sirenas, 1909

Porque en todos los países del mundo, creo que la avaricia y la injusticia de los príncipes y de los estados soberanos que abusan de la confianza de sus súbditos, han disminuido gradualmente la calidad real del metal, que originalmente estaba contenido en sus monedas.

(Adam Smith, The Wealth of Nations (1776), I. iv)

*Las dolencias han crecido en forma desesperada,
Con artefactos desesperados serán aliviadas,
O no, en absoluto.*

(W. Shakespeare, Hamlet, Acto IV, Escena 3)

1 Una teoría basada en la relevancia de las restricciones

En este documento postulo que la plena dolarización o, en términos más generales, la desnacionalización de la moneda, a diferencia de la dolarización parcial que existe en Argentina como resultado de décadas de fracaso de las políticas antiinflacionarias, representa una ventaja real. Con plena dolarización, toda la deuda pública y privada se expresará en dólares, y tanto las cuentas públicas como las privadas serán convertidas a dólares de EE.UU. Me baso estrictamente en la conveniencia de desarticular de la forma más completa posible el funcionamiento de una política autónoma de estabilización nominal en nuestro país. Mi razonamiento parte de la comprobación siguiente: No es posible hacer política económica *as usual* en Argentina; no existe la posibilidad de hacer *'fine-tuning'* de los instrumentos de política económica en una sociedad conflictiva y con incentivos desalineados como en Argentina. Los incentivos políticos son demasiado burdos para lo que se requiere en nuestro país. Ergo, debemos ir hacia una política que descansa en un mecanismo mucho menos costoso que el usual, de tener una moneda propia. Ese mecanismo, sostendré, es una dolarización plena o la desnacionalización de la moneda. Téngase en cuenta que dolarizar implica una diferencia importante con el establecimiento de una caja de conversión al estilo de la convertibilidad: una vez puesta en marcha, no hay posibilidad de arrepentirse. O, en todo caso, el costo de arrepentimiento es demasiado elevado para ser implementado. Para fijar ideas, véase a la dolarización como equivalente a la famosa “pérdida de la soberanía monetaria” que tanto han criticado economistas intervencionistas (como la ex presidenta del BCRA, Marcó del Pont).

Esta idea no presenta una novedad importante sobre el rol que las reglas pueden tener en una sociedad. Ya escribió sobre ello el filósofo Jon Elster,¹ las emociones desmedidas llevan a que el agente requiera mecanismos de control, que la mayoría de las veces deben surgir de manera interna, es decir, a partir de métodos auto-restrictivos, en los que la limitación de posibilidades de actuación lleva a su vez al condicionamiento y control de las pasiones. Elster considera que los mecanismos de control externo son el único medio válido para limitar estos efectos en el sujeto y en la comunidad. Por mecanismos de control externo se entiende la

¹ Jon Elster, *Ulises desatado. Estudios sobre racionalidad, precompromiso y restricciones*, 2002. Previamente, Elster había escrito *Ulises y las Sirenas*, 1979. Estoy en deuda con gran parte de este material escrito por Elster, al que recomiendo acudir al lector.

serie de conductas que todos conocemos y realizamos cuando queremos contrarrestar la influencia de las emociones. Estas estrategias –por ejemplo, no beber alcohol en las fiestas si sabemos con certeza que tenemos cierta propensión a las relaciones extramaritales– se encuentran explicativamente más allá de cualquier estado psicológico interno a la hora de ser explicados. La sociedad argentina está en una situación de descontrol análoga a la que presenta un individuo que no puede reprimir sus pasiones – de cuyas consecuencias se lamentará posteriormente, por lo cual es útil analizar si la auto-restricción que implica la imposibilidad de emitir moneda constituirá un mecanismo eficiente para doblegar el comportamiento “apasionado” o “enfermizo”. Así como Ulises se ató al mástil de su barco (y puso tapones de cera en las orejas de sus compañeros) para resistir la seducción del canto de las sirenas, también el pueblo, a pesar de su poder soberano, debería estar protegido contra el riesgo de sucumbir ante propuestas subyugantes, toda vez que éstas puedan conducir por un camino sin retorno. Como Elster, podemos citar a Friedrich Hayek: “*La Constitución es una atadura que Peter el sobrio le impone a Peter el ebrio*”.² Y a Cass Sunstein: “*Las estrategias de precompromiso constitucional* podrían servir para salvar la miopía y la debilidad de la voluntad de parte de la colectividad”.³ A tal efecto se establecen tribunales constitucionales.

La cuestión luce bastante apropiada dadas las condiciones políticas actuales: entre *soberanía popular* y *constitución*: ¿cuál de las dos debe tener prevalencia? Debe prevalecer la integridad de la Constitución, es decir, el modelo constitucional de Estado de Derecho, el cual debe ser defendido aun contra el supremo poder de decisión del pueblo. La razón es sencilla: sólo si se mantiene inalterada la estructura constitucional, el pueblo podrá seguir siendo soberano, ya que –aparte ejercicios de mitología política– el *pueblo como sujeto institucional no existe sino gracias a la Constitución*, sólo expresa una voluntad libre dentro de las reglas fundamentales que lo configuran.

Con lo dicho queda claro que el problema de dolarización excede al problema estrictamente económico de establecer una unidad de medida para las transacciones mercantiles. Se trata de una estrategia típica por la que una sociedad decide *atarse de manos*. Esto revela que el problema profundo de la sociedad es uno de

² Friedrich A. Hayek, *The Constitution of Liberty*, 1960.

³ Cass R. Sunstein, *Designing Democracy: What Constitutions Do*, 2001.

precompromiso. Tal vez la mejor manera de captar la situación es mediante un ejemplo de teoría de los juegos. Una táctica en el juego es que una de las partes señalice sus intenciones de manera convincente antes de que comience el juego. Por ejemplo, si uno de los jugadores del juego del Gallina inhabilita ostentosa-mente su volante justo antes de la partida, el otro se verá obligado a desviarse.⁴ Esto muestra que, en algunas circunstancias, *reducir las propias opciones puede ser una buena estrategia*. En su obra, Elster ha profundizado en el concepto de precompromiso (*precommitment*) y en la extensión de los mecanismos de control externo hacia la esfera pública, resaltando el hecho de que tener menos opciones posibilita, a veces, mayores beneficios globales a largo plazo y más bienestar personal, así como el hecho de que algunas de nuestras contorsiones mentales deben entenderse considerando la presión que la esfera pública ejerce sobre el individuo y las ganancias que éste obtiene de esta formación desviada de creencias.

Pondré énfasis, por tanto, en cuestiones que escapan al razonamiento usual que visualiza a la sociedad como un individuo: en esencia, el problema de coordinación social requiere una *instancia restrictiva*. Podemos pensar también en términos de la subversión del clásico concepto de racionalidad, siguiendo así la obra reciente de Elster en la pretensión de delimitar un nuevo ámbito, la teoría de las restricciones, que sea una posible intersección de todos los intereses individuales y sociales y del floreciente campo que las emociones suministran a la psicología.

2 Teoría económica y dolarización

Este énfasis trasciende la importancia que ha sido asignada recientemente por la economía a los procesos de dolarización. Como un excelente ejemplo del tratamiento que ha sido realizado en las ciencias económicas podemos citar un reciente estudio del Fondo Monetario Internacional, escrito por Andrew Berg y Eduardo Borensztein.⁵

Estos autores puntualizan que muchos economistas han comenzado a defender que casi todos los países en desarrollo deberían dolarizar sus economías, y hasta

⁴ El Juego del Gallina es una competición de dos participantes en automovilismo o motociclismo uno hacia el otro donde los dos conducen un vehículo en dirección al del contrario; el primero que se desvía de la trayectoria de choque pierde y es humillado por comportarse como un gallina. El juego se basa en la idea de crear presión psicológica hasta que uno de los participantes se echa atrás.

⁵ Andrew Berg y Eduardo Borensztein, *Plena dolarización. Ventajas e inconvenientes*, IMF, Dic. 2000. Adviértase que el documento razona en muchos casos suponiendo la vigencia de la Ley de Convertibilidad.

se ha instado a algunos países industriales a que lo consideren para sus propias economías.⁶ Animados en parte por el ejemplo de los países europeos que abandonan sus monedas en favor del euro, algunos han sugerido que Canadá debería adoptar el dólar de EE.UU. a medida que evoluciona el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLC/NAFTA). Subrayan que las diferencias entre una *caja de conversión* y la *dolarización* son pocas pero importantes. La característica principal de la dolarización es que es de tipo permanente, o casi. Dar marcha atrás a la dolarización es mucho más difícil que modificar o abandonar un sistema de caja de conversión. De hecho, una de las mayores ventajas que tiene la dolarización es su credibilidad, y ésta se deriva precisamente de que se toma una decisión casi irreversible. Para algunos países en circunstancias particulares, la irreversibilidad podría entrañar un elevadísimo costo.⁷

El antiguo concepto de *señoreaje* como la utilidad que percibe la autoridad en las casas de moneda por razón de acuñar una pieza cuyo valor intrínseco es inferior al nominal es esencialmente el mismo cuando se aplica al papel moneda: dejando de lado el reducido costo de imprimir el papel moneda, por señoreaje se entiende sencillamente el incremento en la masa de dinero en efectivo.

Como contrapartida de la emisión de efectivo, el banco central adquiere activos que sí devengan intereses, como reservas en divisas, títulos públicos y préstamos a los bancos privados. En un sistema de *convertibilidad* o caja de conversión, por ejemplo, el banco central tiene que adquirir reservas sobre el exterior en cantidad igual a la emisión de moneda nacional. Como resultado de la emisión de deuda

⁶ Gabriela Calderón de Burgos, *Argentina debe dolarizar*, agosto de 2019.

⁷ Hay dos experiencias de *desdolarización*. El primer caso es *Liberia*, un país de la costa atlántica del África que luego de varios años de una sangrienta guerra civil abandonó el dólar norteamericano y creó su moneda propia. Por obvias razones, no parecería que la historia de Liberia sea un ejemplo a seguir para nadie. El otro es la *República Dominicana*. Con la II Guerra Mundial, la economía dominicana floreció, sobre todo por los altos precios de los principales productos de exportación (azúcar, café y cacao) y eso le dio al gobierno una cierta holgura fiscal. Los abundantes ingresos fiscales le habían permitido al gobierno acumular importantes ahorros, gracias a los cuales, a mediados de 1947 y de un sólo plumazo, canceló la totalidad de la deuda externa (algo más de nueve millones de dólares). En enero de ese año la constitución fue reformada para autorizar la emisión de billetes propios. Evidentemente, la política económica gozaba de tanta credibilidad que esa reforma no generó ningún tipo de alarma. Luego, durante 1948, el público fue cambiando voluntariamente sus dólares por pesos dominicanos y el país se desdolarizó. Parecería que la evidente solvencia del gobierno creó un ambiente de tanta confianza que el proceso se desarrolló con absoluta tranquilidad. Además, con esa dictadura, nadie se hubiera atrevido a oponerse. (Fuente: El Comercio)

que no devenga intereses (efectivo) y el mantenimiento de activos que sí los devengan (reservas sobre el exterior, etc.), el banco central obtiene utilidades brutas que los bancos centrales a menudo llaman también señoreaje.

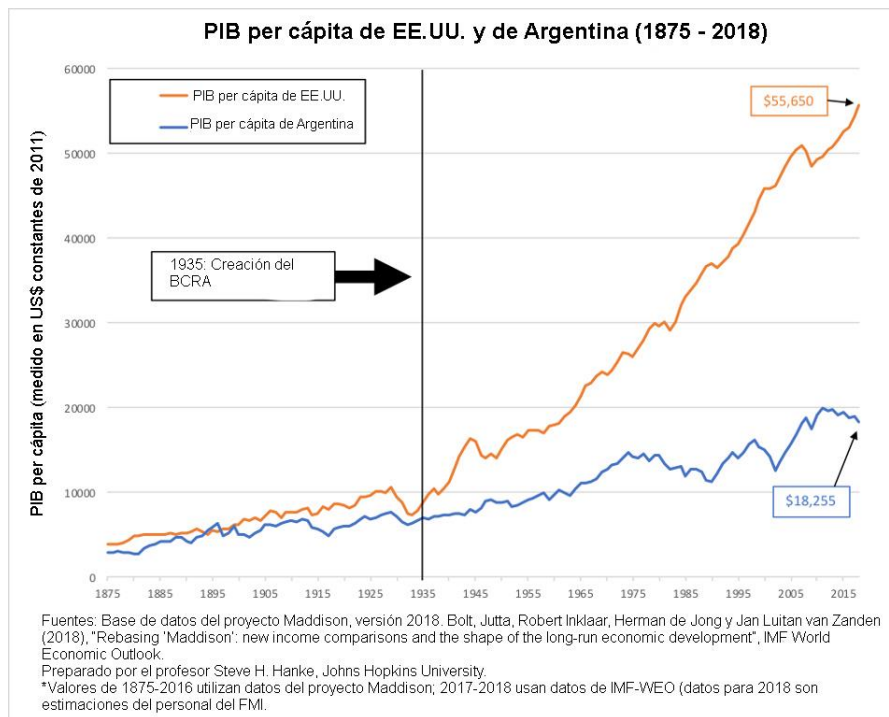
Berg y Borensztein analizan un primer concepto de desnacionalización de la moneda (dolarización), y afirman que, en el caso de Argentina, el costo primario de la dolarización, o retirada de efectivo en circulación, sería redimir unos US\$15.000 millones de moneda nacional fuera del BCRA, o aproximadamente 4,0% del producto interno bruto (PIB). Además, la pérdida de señoreaje que representa el incremento de la demanda de efectivo ascendería aproximadamente a otros US\$1.000 millones al año, o alrededor del 0,3% del PIB. Estados Unidos tendría un mayor señoreaje con la dolarización de otros países. Luego, se plantearía la cuestión de que las autoridades estadounidenses *compartieran* todo o parte de ese ingreso adicional por señoreaje con los países que adoptasen la moneda estadounidense.⁸ No quiero entrar en una cuestión práctica importante, que es la relativa a la conversión de los saldos monetarios en pesos en dólares, o a qué tipo de cambio se efectuaría esa conversión. Esto pertenece más a la *táctica* que a la estrategia de dolarización.

El defensor más consecuente de una dolarización, Steve Hanke, ha puntualizado en distintos documentos cómo el establecimiento de un Banco Central de la República Argentina involucró notorias desventajas a largo plazo:

Es notable la mayor frecuencia de las crisis del peso luego del establecimiento del Banco Central de la República Argentina (BCRA) en 1935. De esto resultó un mal manejo monetario. El gráfico abajo cuenta la historia del BCRA. Antes del BCRA, el peso argentino se defendía en relación al dólar de EE.UU., siendo sus PIB's per cápita casi iguales en 1935. Pero, luego de que el BCRA entró en la película, una gran divergencia empezó a darse. Ahora, el PIB per cápita de EE.UU. es aproximadamente tres veces aquel de Argentina.⁹

⁸ Dicen los autores: *Aunque Estados Unidos no ha suscrito ningún acuerdo con Panamá ni con ninguna otra economía legalmente dolarizada, en el Senado de Estados Unidos se han presentado algunas propuestas que prevén legislar el reembolso del señoreaje.*

⁹ Steve H. Hanke, *El beso de la muerte de Macri: el peso argentino y el FMI*, agosto de 2019.



Las ventajas puntualizadas por Berg y Borensztein incluyen:

1. Eliminar el riesgo de devaluación fuerte o repentina, aunque estará asociada a la flotación del dólar en el mundo;
2. Llevar a que el país pague una prima de riesgo menor en sus bonos de deuda; y quizá gocen de un nivel de confianza más elevado entre los inversores internacionales;
3. Registrar tasas de interés más bajas para el crédito internacional;
4. Incurrir en menores costos fiscales;
5. Niveles más elevados de inversión, clave del crecimiento de la economía.
6. Integración más estrecha con los mercados financieros del mundo.

A contrapelo de la imagen popular, el perfeccionamiento de los mercados financieros constituye un hito fundamental e impostergable del florecimiento de la "economía real".

Los costos eventuales de una dolarización serían:

1. La dolarización no elimina el riesgo de una crisis externa, pues los inversores podrían huir debido a deficiencias en la posición fiscal del país o a la debilidad

del sistema financiero. Este tipo de crisis de la deuda puede ser tan perjudicial como cualquier otro. *Ahora bien, estos son peligros que pueden también ser considerados ventajas ya que en todos los casos se requiere una administración fiscal y financiera prudencial, que, por otro lado, también es requerida en un sistema no dolarizado. La dolarización es una restricción, no un pasaporte directo al bienestar.*

2. Las grandes oscilaciones de las corrientes internacionales de capital causan fuertes fluctuaciones del ciclo económico en las economías con mercado emergente incluso en ausencia de una crisis de la balanza de pagos. *Nuevamente, la actitud de la política económica de la dolarización requerirá un enfoque extremadamente market-friendly.* Aquí vale tener en cuenta que en Argentina, de hecho, no existe prestamista de última instancia: Siendo así, ¿cómo se comparan los sistemas dolarizados y no dolarizados en términos del prestamista de última instancia? En el caso de los países dolarizados, el prestamista de última instancia es el FMI. Pero, como el caso de la Argentina de ahora, de hace un año, de hace dieciocho años, y de tantos otros países en tantas otras crisis, el verdadero prestamista de última instancia es el FMI también.¹⁰

3. *El país cederá completamente el control sobre la política monetaria y cambiaria.* Esta situación podría parecer idéntica a la modalidad de caja de conversión, pues un país que adopte esa modalidad no puede devaluar. Sin embargo, y aunque solo sea en circunstancias excepcionales, el sistema de caja de conversión ofrece un resquicio para abandonar el tipo de cambio vinculado. Ya no existe esta alternativa. *A mi juicio, éste es el argumento central de political economy que justifica la dolarización.*

4. Un escenario de caída de los precios internacionales que redujera el valor de las exportaciones respecto a las importaciones, sin poder ajustar el tipo de cambio, implicaría un ajuste contractivo por cantidades, es decir recesivo, como pasó durante el final de la Convertibilidad. *Este riesgo existe, pero con una economía más integrada al resto del mundo el costo podría reducirse sustancialmente.*

¹⁰ Manuel Hinds, *Argentina: el Banco Central es prestamista de última instancia; pero el público va al dólar*, septiembre de 2019; James M. Roberts, *¿Cómo puede la Argentina evitar una nueva crisis económica? Con una dolarización*, septiembre de 2019.

Una estrategia conceptual es visualizar a nuestro país como el estado 51° de Estados Unidos desde el punto de vista de su integración monetaria. La cantidad de dinero de Argentina quedaría determinada por: 1) Las existencias iniciales al decretarse la dolarización; 2) Los saldos del balance de pagos a partir de la dolarización; y 3) Eventuales acuerdos a suscribir con Estados Unidos y el Fondo Monetario Internacional.

Agustín Etchebarne ha puntualizado algunas características que tendría este tratado de swap con Estados Unidos: El instrumento para dolarizar y al mismo tipo de cambio de mercado sería un tratado monetario con EE.UU. En este acuerdo se podría establecer el mecanismo para cambiar pesos por dólares, es decir, hacer un swap (crédito mediante un canje de monedas propias), como se hace con los chinos, pero con la obligación por parte de la Argentina de limitar la emisión de nuevos pesos a la proporción de la emisión de dólares que efectúe la Reserva Federal, de modo que Argentina compartiría el señoreaje (o bien un porcentaje establecido que podría ser el índice de inflación minorista de los EE.UU.). Es decir, el swap se iría incrementando al ritmo de la inflación americana. Se cancelaría el swap chino, que ya no sería necesario, y se reemplazarían todos los pesos por dólares. Podría aprovecharse para cancelar las LELIQs emitiendo pesos, que también serían convertidos a dólares aprovechando el fuerte crecimiento de la demanda de dinero que naturalmente ocurriría al restablecer una moneda sana.¹¹

¿Podría Argentina disfrutar de los beneficios de la dolarización sin estos costos? Sí. Otros economistas propugnan que la elección de moneda esté a cargo de los propios agentes. Tal es el caso de Roberto Cachanosky, Nicolás Cachanosky y Adrián Ravier. Roberto Cachanosky¹² se pregunta ¿Cuál es el respaldo que hoy día tienen las monedas que circulan por el mundo? La confianza que la gente tenga en la calidad de su dirigencia política y sus instituciones. La seriedad de las mismas es lo que genera confianza en que un pedazo de papel impreso que los gobiernos llaman moneda sea aceptado como tal por los agentes económicos. Si el respaldo de la moneda es la calidad y seriedad de la dirigencia política y de las

¹¹ Agustín Etchebarne, *La dolarización no es utopía, es sentido común*, febrero de 2019.

¹² Roberto Cachanosky, *La economía argentina está dolarizada de facto, falta hacerlo de jure*, mayo de 2019.

instituciones de un país, no hace falta entrar en demasiados detalles para darse cuenta que Argentina no puede tener moneda. Puede emitir unos papeles que denomina moneda, pero la gente no los acepta como tales. Dado que sin una moneda se dificultan las transacciones económicas y se hace imposible el cálculo económico, hace rato que los Argentinos elegimos el dólar como moneda. Pero esa elección es *de facto* y no *de jure*, con lo cual, cae de maduro que la dolarización de la economía debería ser aceptada en algún momento por la dirigencia política.

Cachanosky agrega un detalle no menor de su esquema de *competencia de monedas*: Desde que fue creado el BCRA en 1935 y hasta 2018 la inflación promedio anual fue del 62,08% anual, elevado a la 83 (que son los años de vida del BCRA) lo que da una inflación acumulada IPC del 25.671.070.716.075.600.000%, algo que se lee 25,7 trillones por ciento. *Con este antecedente es impensable creer que el Banco Central pueda producir una moneda de buena calidad para entrar en competencia con las restantes monedas (en particular el dólar).*

Nicolás Cachanosky y Adrián Ravier incluyen una propuesta de reforma monetaria dentro de líneas similares, formulada hace unos cinco años ya y que de hecho, con la de Jorge Ávila que se analiza más abajo, es la propuesta más completa entre las existentes a la fecha.¹³ La reforma monetaria propuesta consiste en una *dolarización flexible* junto a un régimen de *banca libre*. Dolarización flexible implica que el peso debe ser reemplazado por el dólar de EE.UU. como un primer paso, pero *el mercado debe tener la libertad de interactuar con cualquier moneda que seleccione*. Por lo tanto, el país no se apega al dólar, por el contrario, se convierte en un país con libre elección monetaria. Por el principio de banca libre se permitirá a las instituciones financieras emitir sus propios billetes convertibles en dólares estadounidenses o cualquier otra moneda o mercancía de su elección.

Jorge Ávila ha venido estudiando el problema macroeconómico del peso argentino desde hace varios años. Una de sus tesis¹⁴ es que con memoria hiperinflacionaria, cuando la velocidad de circulación deja de ser un parámetro para convertirse en una variable muy volátil, la política monetaria activa (tipo de cambio flotante) es una política de alto riesgo. La estabilidad monetaria sería entonces inalcanzable sin el soporte de una convertibilidad o una dolarización (eurización) o

¹³ Nicolás Cachanosky y Adrián O. Ravier, *Una Propuesta De Reforma Monetaria Para Argentina: Dolarización Flexible y Banca Libre*, febrero de 2014.

¹⁴ Jorge Ávila, *Internacionalización Monetaria y Bancaria*, 2004.

alguna forma de fijación cambiaria. Este tema fue desarrollado por Ávila.¹⁵ En esta ocasión, se incorpora el fenómeno de sustitución de monedas, que fue tratado ampliamente en la literatura especializada (Girton y Roper, 1981; Kareken y Wallace, 1981; McKinnon, 1996), se suma evidencia empírica y se afina la tesis sobre la volatilidad de la velocidad de circulación, la consecuente indeterminación del nivel de precios y la necesidad de fijar el tipo de cambio para determinar el nivel de precios. *Pero la fijación no permite que el banco central actúe como prestamista de última instancia; es decir, lo inhabilita para cumplir su función básica.* Por esta razón Ávila examina diversas propuestas internacionales de reforma monetaria y bancaria (Simons, 1948; Hayek, 1978; Selgin, 1988, y Dowd, 1996, sobre *freebanking*, y Mundell, 2000) que prescinden de un banco central nacional.

En la evaluación de una economía dolarizada puede recurrirse al análisis de lo sucedido en países que recurrieron a tal sistema, por ejemplo, Panamá. En un estudio sobre el caso de *Panamá*, uno de los países más grandes que adoptó el dólar como moneda de curso legal, fueron evaluadas algunas de las predicciones de la teoría económica sobre los costos y beneficios de la dolarización plena.¹⁶ Las principales conclusiones del caso de Panamá son que, por un lado, la dolarización no garantiza la disciplina fiscal, la eliminación del riesgo cambiario no excluye el riesgo de incumplimiento o la alta volatilidad de la prima de riesgo-país, y que la dolarización puede aumentar ligeramente la volatilidad del crecimiento del PIB. Por otra parte, una economía dolarizada ofrece un impresionante desempeño inflacionario y puede incluso reducir el impacto de los shocks de confianza externa, aunque no de los shocks "reales" externos. Finalmente, no resultó claro si las bajas tasas de interés en Panamá son consecuencia del régimen de dolarización o del sistema bancario competitivo e internacionalizado.

Otra experiencia interesante es la de *El Salvador*.¹⁷ De 1993 a 2000, El Salvador operaba bajo un tipo de cambio fijo con la moneda nacional de la época, el colón, a un tipo de cambio de alrededor de 8,75 por dólar estadounidense. A partir del 1 de enero de 2001, el dólar estadounidense pasó a tener curso legal. Todos los salarios, precios, cuentas financieras y transacciones fueron convertidos a dólares

¹⁵ Jorge Ávila, *Convertibilidad*, 1997.

¹⁶ Ilan Goldfajn y Gino Olivares, *Full Dollarization: The Case of Panama*, 2000.

¹⁷ Andrew Swiston, *Official Dollarization as a Monetary Regime: Its Effects on El Salvador*, IMF, 2011.

estadounidenses, y todos los colones fueron retirados de la circulación en un período de pocos años. La dolarización redujo las tasas entre un 4 y un 5 por ciento al reducir el riesgo cambiario. Esto generó un ahorro neto anual que promedió 1/2 por ciento del PIB para el sector privado y 1/4 por ciento del PIB para el sector público (neto de las pérdidas por el señoreaje perdido). Las reglas de Taylor¹⁸ estimadas muestran una fuerte asociación positiva entre el producto salvadoreño y la política de la Reserva Federal de los EE.UU. desde su dolarización, con lo cual esta política sirvió para estabilizar la actividad económica más de lo que lo hizo bajo un tipo de cambio fijo y más que las tasas de política de los países centroamericanos con política monetaria independiente. La dolarización no parece haber afectado al mecanismo de transmisión, ya que el traspaso de la política monetaria a las tasas de interés comerciales ha sido similar al traspaso bajo un tipo de cambio fijo y en el resto de Centroamérica.

Finalmente, cabe mencionar la experiencia de Ecuador.¹⁹ Como menciona Fisher en su temprano documento, la decisión del Ecuador de dolarizar fue tomada en enero de 2000 por el entonces presidente Jamil Mahuad, quien pocos días antes había descrito la idea como "un salto al abismo". Eso parecía. *Pero aunque el presidente Mahuad perdió su trabajo a las dos semanas de dar el salto, la dolarización en sus primeras etapas resultó ser más exitosa de lo que casi nadie esperaba. Sin embargo, la historia aún no ha terminado, y en palabras del lema no oficial del FMI, "hay que evitar la complacencia".* Para evaluar el resultado del experimento ecuatoriano veinte años después de iniciado, tal vez sea conveniente citar lo que dice un organismo "heterodoxo" sobre dicho experimento: Hoy la dolarización de la economía es, tal vez, el único pacto entre clases. Por un lado, las oligarquías se sienten pletóricas al hablar de los logros de ésta, pues nunca supieron cómo manejar la economía, y tampoco la receta neoliberal fue capaz de contener la inflación. Por otro lado, la dolarización garantizó a las clases populares un poder adquisitivo mínimo y éstas tampoco están dispuestas a renunciar a ella: de hecho, desde el año 2000 las rentas del trabajo recuperaron su participación en el PIB gracias a la convergencia de los precios. A partir de

¹⁸ La regla de Taylor relaciona la tasa de interés nominal que debería adoptar un Banco Central con la inflación, el producto interno bruto y otras variables económicas. Ha sido formulada por el economista John B. Taylor, y es muy utilizada en el análisis de la política monetaria. La idea central es que la tasa de interés nominal debe responder a las divergencias de las tasas de inflación actuales del objetivo de inflación y del Producto Interior Bruto (PIB) del potencial del PIB.

¹⁹ Stanley Fischer, Ecuador and the IMF – Address, 2000.

2007, con la Revolución Ciudadana y el proceso de redistribución del ingreso, la clase media se expandió, a la par que crecía el tamaño de la economía: en 10 años la economía ecuatoriana en términos nominales se duplicó y todos los indicadores sociales tuvieron avances sin precedentes. En este sentido, la dolarización parte de un gran acuerdo nacional y le resguarda un mantra de perennidad. Así encontramos una sociedad amortiguada y anclada a un proceso que, si bien genera estabilidad, deja muchas dudas sobre su sostenibilidad a futuro. La dolarización se decretó en una economía de 37 mil millones de dólares; hoy la economía es 90% más grande y está mejor distribuida. Por ende, demandamos una cantidad cada vez mayor de divisas para ese tamaño y cada vez más ciudadanos se ven incluidos en un régimen de consumo más democratizado. ¿Es la dolarización un camino a perpetuidad? ¿Qué condiciones garantizan su permanencia? Después de dos décadas vale la pena reflexionar sobre uno de los experimentos monetarios más arriesgados del siglo XXI.²⁰

Un documento del Banco Mundial²¹ analiza algunas de las situaciones de *political economy* que planteó el experimento ecuatoriano. La dolarización no fue una decisión tomada bajo condiciones controladas para asegurar su éxito. Más bien, fue una medida audaz para revertir una situación de casi hiperinflación y de fuga masiva de la moneda nacional, degradada tras un período de inestabilidad monetaria. Después de la dolarización se aprobaron importantes leyes. La aprobación legal de la dolarización se produjo en marzo de 2000 y se aplicó plenamente en septiembre de 2000. El grado de apoyo público a la dolarización fue desigual... Al final, la dolarización fue lanzada, implementada y consolidada a principios de 2002. En un sentido metafórico, la dolarización fue un cambio revolucionario de régimen en el sistema monetario del país y, como muchas revoluciones, partiendo de condiciones dramáticamente deterioradas, logró mantenerse. Por supuesto, otros países que estén considerando la posibilidad de dolarizarse se beneficiarían sin duda de condiciones iniciales más estables y equilibradas (tales fueron los casos de El Salvador y Panamá ya citados).

Recientemente, Guillermo Calvo ha sostenido que dolarizar la economía es algo para tomar en serio. “Uno no puede pegar el salto y decir dolaricemos. No es una

²⁰ CELAG, *20 años de dolarización en Ecuador: ¿es sostenible?* Enero de 2019.

²¹ Beckerman, Paul; Solimano, Andrés. 2002. *Crisis and Dollarization in Ecuador: Stability, Growth, and Social Equity. Directions in development*; Washington, DC: World Bank, 2002.

mala idea para la Argentina, dado que los argentinos expresan que no confían en el peso.” De especial interés es su sugerencia del rol crítico y muy relevante que desempeña el sistema financiero en un país.²² Según los datos del Banco Mundial, en la Argentina el agregado más amplio M3 apenas si llega al 30 por ciento, mientras que el de Brasil está arriba del 90 por ciento; Chile está bordeando el 80 por ciento, y aún otros países que no son tan exitosos, como Colombia y Perú, están cerca del 50 por ciento. Si miramos Japón, ese porcentaje está arriba del 200 por ciento. Para peor, en Argentina ese porcentaje está estancado desde los noventa.

Se cree que Japón es un país muy diferente de la Argentina, por lo que no vale la pena compararlos. Pero no. Japón tiene ahora un déficit fiscal del 3 por ciento, que sería alto para la Argentina. Tiene una deuda pública neta del 150 por ciento, muy superior a la de Argentina, donde estamos hablando de un 90 por ciento. Y Japón tiene problemas de deflación más que de inflación; luego, déficit fiscal y deuda pública no bastan para explicar la persistencia de la inflación en Argentina. Pero donde Argentina es diferente es en la profundidad de su sistema financiero, que pasa a ser así el *quid* de la cuestión. Tener un sistema financiero poco profundo es equivalente a tener una moneda insignificante, cuyo valor puede variar considerablemente. Bajo tales circunstancias, no es de extrañar que la gente piense en términos de dólares. Pero Calvo subraya, una vez más, que *dolarizar no es una receta infalible*: se requiere *disciplina fiscal*, una materia donde Argentina no tiene buenas notas. Y vuelve a sostener la tesis contra-intuitiva de que *lo mejor que podría suceder es que el ajuste lo lleve a cabo un gobierno (presuntamente) populista* como será el del Frente de Todos. En tal sentido, su reputación le *jugará a favor*.

4 A guisa de conclusión

La dolarización flexible y la sustitución de monedas instrumentan algo previsto por el premio Nobel 1974 Friedrich A. Hayek en su obra *Denationalisation of Money -The Argument Refined* (1976). Desde hace mucho tiempo era creencia común entre los economistas desde los pensadores clásicos del siglo XVIII que una de las funciones más importantes del gobierno es crear un mecanismo monetario y emitir dinero. Los debates entre los economistas han sido sobre hasta

²² Guillermo Calvo, *El Problema Central es la Falta de Credibilidad del Gobierno*, Apertura, junio de 2019. Recomendando su lectura, ya que el documento incluye muchos aspectos de *political economy* que he buscado resaltar en el presente documento.

qué punto los gobiernos han desempeñado esta función de manera eficiente y sobre los medios para aumentar o disminuir el poder del gobierno sobre la oferta de dinero. En esta obra, *Hayek argumenta que el dinero no es diferente de otras materias primas y que sería mejor suministrado por la competencia entre los emisores privados que por un monopolio del gobierno*.²³ Argumenta, en la tradición clásica de Adam Smith, pero con referencia al siglo XX, que el dinero no es una excepción a la regla de que el interés propio sería un mejor motivo que la benevolencia para producir buenos resultados. Las ventajas que Hayek afirma para las monedas competitivas no son sólo que eliminarían el poder del gobierno para inflar la oferta monetaria, sino también que contribuirían en gran medida a evitar las fluctuaciones desestabilizadoras que el monopolio del dinero por parte del gobierno ha precipitado durante el último siglo de ciclos comerciales y, como una cuestión urgente en la década de 1970 [¡y más aún en 2019!], hace que sea más difícil para el gobierno inflacionar sus propios gastos.

Frente al esperado activismo político que significa la defensa de la soberanía monetaria, que previsiblemente varios partidos políticos tratarán de impulsar, la política de dolarización o la de sustitución de monedas involucraría una *renuncia* a instrumentos de política económica. Nuevamente la resolución de la cuestión depende del balance costo-beneficio, que la literatura citada responde en términos positivos.

Un tema al que se le ha ido dando cada vez mayor atención es el de la *comunicación* de las políticas. En el caso de Argentina, si la dolarización se comunica como una política de *desnacionalización*, las probabilidades de rechazo aumentarán. Si en cambio se la plantea como una *política de prevención de desastres* el mensaje puede tener mayor éxito.²⁴

Una conclusión que puede extraerse si se aplica este esquema es que *disminuirá considerablemente el riesgo de una política económica encaminada a incrementar el tamaño del sector público* en la economía, y seguramente lo reducirá: al no producir bienes transables, este sector sufrirá una considerable contracción.

²³ Friedrich A. Hayek, *Denationalisation of Money -The Argument Refined, An Analysis of the Theory and Practices of Concurrent Currencies* (1976).

²⁴ Agradezco esta sugerencia, y valiosa bibliografía, a Osvaldo Feinstein.

Más aún, la idea de dolarización tiene un parentesco conceptual inmediato con el objetivo económico de maximizar el valor del producto neto a precios internacionales: cualquier proyecto de inversión que no tenga la rentabilidad apropiada a los precios 'frontera' (CIF/FOB) no sería adoptado por ningún agente, haciendo así posible la extensión del análisis costo-beneficio a toda la economía.²⁵

Tales efectos redundarán finalmente en una sustancial reducción del peso muerto de los impuestos sobre la estructura económica.

En conclusión:

No quiero minimizar las dificultades de implementación que tendría semejante esquema de dolarización plena o de sustitución de monedas, mas dadas las circunstancias políticas y económicas vigentes entiendo con muchos otros economistas que su instrumentación tendría un beneficio social neto positivo.

²⁵ Véase Little, IMD and JA Mirrlees (1974), Project Appraisal and Planning for Developing Countries. Esta metodología subyace a las recomendaciones implementadas por la OECD, el BID y las Naciones Unidas en materia de selección de proyectos de inversión.