

INFORME Nº 18

“Mitos, utopías y realidades para dolarizar la economía argentina”.

Por Dr. Flavio Buchieri y CP. Ivana Finucci Curi

Centro Escuela de Gestión y Negocios y Centro Inter-Disciplinario de Estudios (CIEFCE)

Facultad de Ciencias Económicas, UNER

Aceptado el: 30/08/2018

1. Introducción.

Un viejo refrán expresa que “el ser humano es el único animal sobre la tierra que se topa dos veces con la misma piedra”. Argentina parece exponer el mismo comportamiento cuando en menos de treinta años hoy vuelve a resultar atractivo para ciertos analistas y exponentes del poder mundial que el país debería abandonar la moneda local y dolarizar sus medios de pagos, de transacción y de reserva de valor mediante el reemplazo de la misma por el dólar. Esto es lo que ha surgido recientemente de las exposiciones públicas que ha realizado el Sr. Larry Kudlow, Director del Consejo Económico de los Estados Unidos desde que Donald Trump es el Presidente de los Estados Unidos. Kudlow propone volver a instaurar una Caja de Conversión en Argentina aunque no duda en profundizar la misma vía una dolarización de hecho de la economía doméstica, en un intento por controlar la tasa de inflación, fenómeno que fue palpable su éxito cuando se instauró en Argentina en Abril de 1991 con el Plan de Convertibilidad.

Convertibilidad y dolarización son malas palabras en Argentina desde que la primera, por diversas razones y que escapan a su análisis en el presente informe, estalló en diciembre del 2001, con alteración institucional, crisis política, recambios presidenciales múltiples y caos social, que costaron la vida a casi veinte personas en los fatídicos días finales del mes de Diciembre de dicho año. Es por ello que el Gobierno argentino salió rápidamente a desmentir los dichos de Kudlow en el sentido que el país estaba trabajando con el Tesoro y el Departamento de Estado de los Estados Unidos en la propuesta en cuestión. Sin embargo, su anuncio no deja de ser llamativo ya que se enmarca en medio de una crisis económica casi terminal y que tiene, si nos remontamos a los prolegómenos de la propia Convertibilidad argentina, los mismos desequilibrios macroeconómicos en términos de alta inflación, déficit fiscal y cuasi-fiscal crecientes y persistentes, déficit externo con fugas de capitales, y bajo o nulo crecimiento, entre muchos de los pesares que se asisten.

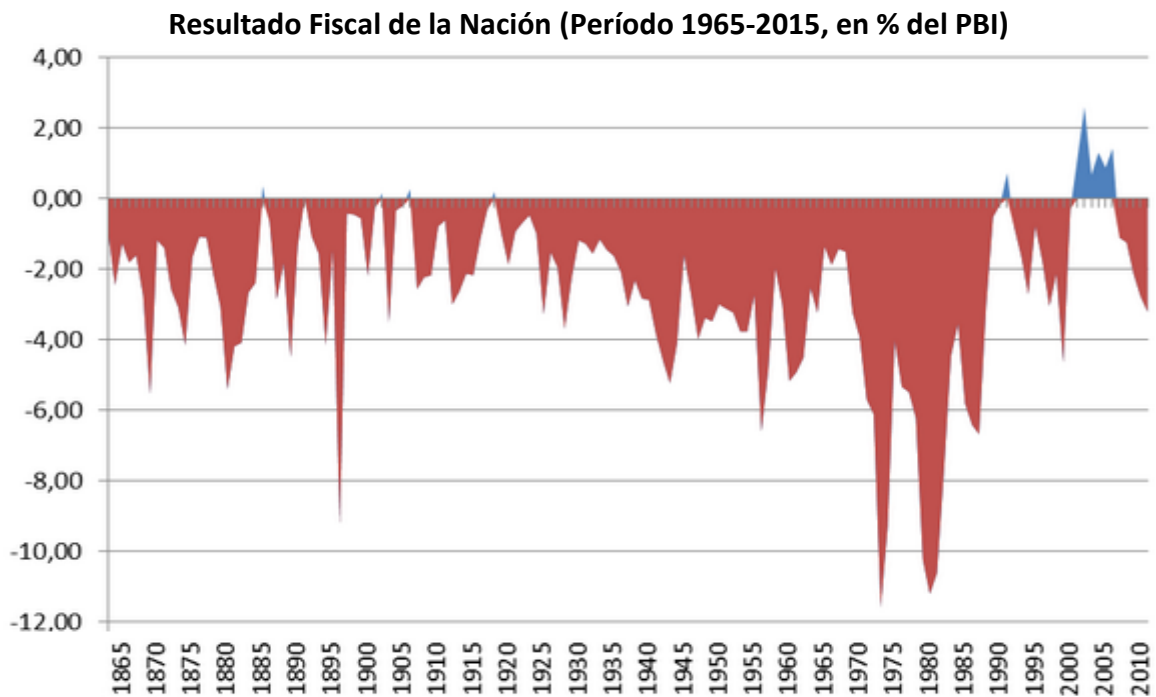
Por tal motivo, y como el Gobierno persiste en dejar casi librado al Fondo Monetario Internacional y al acuerdo con los gobernadores el único plan que cree posible para transitar económica y políticamente el resto del 2018 y el 2019, un año electoral, es crucial así analizar la factibilidad de dicha propuesta si el camino actual elegido por Macri no consigue las metas pautadas: un nivel de déficit primario igual a cero en las cuentas públicas totales del país para el año que viene y el planteamiento de la necesidad de que el déficit fiscal total sea igual a cero a partir del 2020, que permita el repago de los intereses si es que en el medio no aparece una re-estructuración voluntaria de parte o toda la deuda pública a proponer por el Gobierno Nacional cuando el mismo atisbe que el corte de financiamiento externo a los servicios de la deuda son totales. Todo esto bajo la

suposición que la corrección forzosa de los desequilibrios macro conducirá a una recuperación de la actividad económica a posteriori.

En el presente informe analizaremos, brevemente y en una manera preliminar, la factibilidad de una dolarización en Argentina, contemplando cómo los que son lógicas deducciones de un contexto de actuación pueden transmutar en fracasos rotulantes en un país donde el apego a las leyes y los compromisos asumidos es inestimable.

2. Dinámica macroeconómica inestable.

La propuesta de dolarización apunta a eliminar o acotar severamente el problema de la inflación en Argentina, que deviene de la existencia de déficits fiscales grandes en términos del PBI y persistentes, más allá de la etapa del ciclo económico en que se encuentre el país. Esta es la historia de los últimos ciento cincuenta años en Argentina, como queda expuesto en el siguiente Gráfico



Fuente: Elaboración propia en base a datos de "Dos Siglos de Economía Argentina", Norte y Sur, 2010 y cálculos de OJF & Asoc.

El Gráfico expone -más allá de la crudeza de los datos y las situaciones de vulnerabilidad y/o crisis políticas y económica que se atravesaron y que la memoria de los hechos históricos así acreditan- que, salvo excepciones puntuales y perecederas, la tendencia fiscal expuesta sólo puede ser matizada claramente por dos sub-períodos: a) los primeros años de la Convertibilidad (1991-1994), cuando el país privatizó numerosos activos y empresas públicas reduciendo, de esa forma, la contribución de los respectivos déficits de estas organizaciones al déficit público nacional así como obteniendo recursos públicos adicionales que engrosaron los recursos generales del Estado Nacional; y b) los primeros años de la post-Convertibilidad (2002-2008), cuando el default de la deuda anunciado en

Enero del 2002 y la importante mejora en los precios de los productos que Argentina exporta (entre el 2004 y el 2008, particularmente) y, sumado al bajo traslado a precios internos de la enorme devaluación acontecida tras el abandono del "1 a 1", produjo una mejora enorme en la performance fiscal merced al aumento de las exportaciones y el cobro de retenciones a las ventas externas de commodities agrícolas. Salvo estos subperíodos, los correlatos de esta situación se tradujeron en crisis recurrentes de Balanzas de Pagos con fugas de capitales, abruptas devaluación de la moneda local, alta inflación e hiperinflación (como en los años 1989 y 1990) y default, concertados o forzosos, de los compromisos de deuda del país (9 eventos a lo largo de dicho período). Pero, lo más grave aún es que la mejora fiscal, cuando aconteció, no pudo ser sostenida en el tiempo, dando lugar así a un cambio de paradigma permanente en la administración del Estado y, por ende, del esquema de construcción del poder de turno como de la redistribución del ingreso nacional.

Ahora bien, lo central del déficit fiscal, en términos de su impacto inflacionario, reside en que la Tesorería del país financia el mismo con bonos comprados por el Banco Central, el cual emite pesos para tal efecto, aumentando la cantidad de dinero circulante en la economía. Si la demanda de dinero no crece al ritmo al cual aumenta la oferta monetaria, el impacto es un aumento de los precios locales, los cuales pueden ser suavizados vía un déficit en la cuenta corriente, situación que genera, al mismo tiempo, pérdida de reservas. Si el proceso se agrava, esto es, la oferta monetaria crece a un ritmo mayor al de la demanda de dinero porque el propio déficit fiscal ha aumentado a un ritmo mayor, la tasa de inflación se espiraliza, agravándose el problema de la disponibilidad de reservas para mantener este esquema, al mismo tiempo que se dificulta el pago de los servicios de la deuda. Cuando las divisas comienzan a escasear, el tipo de cambio nominal aumenta, retroalimentando la tasa de inflación y agravando el financiamiento del propio déficit fiscal, al mismo tiempo que la economía se estanca y comienza a ponerse en duda el cumplimiento de los servicios de amortización de capital de la deuda pública más sus intereses. Cuando esto es evidente, una corrida contra el peso acontece, ingresándose a una fase de crisis cambiaria (por escasez de dólares) y bancaria (se reducen los depósitos para comprar los pocos dólares disponibles en el Banco Central), cuya solución exige medidas drásticas y que, en varios episodios registrados, conducen al colapso financiero del Estado Nacional.

La situación descrita es la que Argentina parece arribar y que, a juicio de analistas y politólogos, justifica el cambio del paradigma económico vigente de forma tal que se generen los incentivos para que la dinámica expuesta no se repita. El antecedente del Plan de Convertibilidad fue precisamente fallido porque dichos incentivos tuvieron poca duración, volviéndose rápidamente a la tendencia de largo plazo.

3. ¿Qué implica la dolarización?

Muchos se ilusionan con que la eliminación del peso como moneda nacional va a ser el ancla que en materia de política económica se requiere para la reversión de la dinámica macroeconómica antes expuesta. Y esto es porque si se elimina el peso, el Banco Central deja automáticamente de poder financiar al Tesoro con lo cual la única vía para que éste financie sus necesidades es con bonos colocados en el mercado local o internacional. Como desaparece el financiamiento del Banco Central al Tesoro, la inflación por causas

monetarias desaparece y el único aumento de medios de pagos que se observa es por vía del ingreso de dólares por deuda, exportaciones, turismo o inversión financiera y/o real. Si el aumento de dólares en circulación supera al crecimiento de la demanda de dinero en la misma moneda, el correlato es un aumento incipiente de los precios locales que se corrigen vía un déficit de cuenta corriente por lo que la cantidad de dinero queda así estabilizada a lo que la demanda quiera.

¿Qué sucede con las reservas internacionales del país? Pues al desaparecer el Banco Central en el formato que hoy conocemos, las mismas no existen como tal, pudiendo cada agente convertir sus ahorros o excedentes en moneda dura. El país, por su lado, si desea estabilidad de recursos en un contexto que ahora no cuenta con la presencia del Banco Central como prestamista de última instancia, deberá contratar líneas de préstamos o seguros contingentes con otros bancos centrales u organismos internacionales para sortear situaciones temporales de iliquidez, en particular, las que pueden llegar a soportar el sistema bancario doméstico, ahora más expuesto a la volatilidad financiera internacional. También puede instrumentar mecanismos novedosos como los fondos de estabilización a la chilena, donde el país acumula excedentes económicos de la exportación en períodos de buenos términos de intercambio para esa economía, de modo de usarlos cuando los mismos se revierten, generando así estabilidad en la generación de recursos públicos, actuando los mismos en forma contra-cíclica.

Es creencia que dolarizando la economía nacional se reduce o elimina la inflación por lo que las tasas de interés locales deberían caer porque no hay tanto un cargo adicional por inflación esperada ni tampoco por devaluación también esperada del tipo de cambio ya que la moneda local desaparece. Esto produciría tanto un efecto de reactivación sobre el sector privado al mismo tiempo que reduciría las tasas de interés que el propio Estado pagaría por la colocación de deuda nueva como por roll-over (renovación voluntaria con rescate de bonos vía la emisión de nuevos instrumentos) de la pre-existente. Sin embargo, la veda impuesta al Banco Central para financiar al Tesoro no implica necesariamente cuentas públicas en equilibrio, con lo cual la prima por riesgo país permanecerá en la determinación de las tasas locales de interés.

Ahora bien, existen aspectos no contemplados en la propuesta y que bien merece asignar tiempo a los mismos porque requieren considerar qué condiciones de soporte institucional y político se necesita para su instrumentación inicial como para la propia sustentabilidad del esquema. En este contexto, y en primer lugar, ¿cuál es el tipo de cambio que permite el canje de monedas? Pues si se toma el tipo de cambio actual, la necesidad de convertir todos los pesos en circulación más los activos financieros contemplados en los agregados monetarios M2 y/o M3 más LEBACs y LELIQs, entre otros, requeriría de dólares adicionales con lo cual se debería tramitar un préstamo con la Reserva Federal o el propio Tesoro de los Estados Unidos, situación que agravaría los niveles de endeudamiento del país, haciendo ya más insostenibles los niveles actuales (si se piensa que para el 2018 el ratio deuda/PBI alcanzaría un nivel del 85%, la compra de dólares subiría ese nivel a más del 110%). Si, por el otro lado, este nivel de endeudamiento no es factible, la paridad nominal estaría muy por encima del valor actual, en niveles que van de \$100 a \$ 110 por dólar, según diferentes estimaciones que se pueden hacer al respecto. Esto último agravaría las condiciones de entrada al nuevo contexto, con un PBI global menor y, en consecuencia, un PBI per cápita muy por debajo de los U\$S 7.000 en la actualidad al mismo tiempo que esto agravaría el ratio deuda/PBI antes expuesto. Por otro lado, expondría al país a una inflación inercial mayor que la

actual con lo cual el ajuste que provocaría en las variables reales sería mayor, volviendo más probable y casi seguro en impagable el stock de deuda del país junto con un agravamiento del cuadro de estanflación en marcha.

La licuación de variables reales a los que expondría la situación antes descrita implicaría recesión inicial sólo revertible vía la recuperación en los niveles de actividad que tendrían los sectores exportadores y/o sustitución de importaciones a los que, a mediano plazo y por efecto derrame, se le sumarían los sectores no transables. A su vez, la implementación de tal esquema requeriría de un fuerte consenso político que facilite su instrumentación al mismo tiempo que generen esquemas de contención ante el rechazo que el mismo recibiría. Sólo si tal apoyo es lo suficientemente fuerte y creíble y se manifiesta en la instrumentación de las sucesivas instancias institucionales que le brindarían soporte, legalidad y constitucionalidad al esquema, es posible pensar que el mismo genere estímulos a la inversión real que acelere los tiempos de la recuperación económica desde el bajo punto de partida y a pesar de los costos sociales que se desprenderían por su implementación a partir de lo antes expuesto

Por otro lado, debemos plantearnos cómo operaría el esquema cuando acontece un shock externo en un contexto que no tiene a la devaluación como mecanismo amortiguador. En este caso, una reducción de la demanda agregada implicaría precios a la baja vía renegociación voluntaria de las variables nominales como el salario, las tasas de rentabilidad, las tarifas de servicios públicos cuasi dolarizados, los precios de los bienes no transables, etc. y que antes -salvo las tarifas- se producían sin demora cuando se devaluaba la moneda local. Si esto no acontece, la economía acomoda por menor nivel de actividad y empleo, con lo cual sería necesario dotar de mecanismos de negociación salarial, entre otros, más flexibles para lograr ahora lo que antes con la corrección cambiaria al alza se producía, acotando el costo social del shock recibido. ¿Esto sería factible en un país como Argentina que tiene fuertes mecanismos de defensa multi-corporativos?

Un tema de importancia es cómo se instrumentaría la disponibilidad de un prestamista de última instancia para el sistema bancario ante una corrida. En este caso se debería acordar un esquema de rescate de la propia Reserva Federal de los Estados Unidos cuando los niveles relativos del sistema alcanzan situaciones de stress como también la contratación de seguros o programas de rescata con instituciones privadas, contexto que implicaría costos adicionales de intermediación bancaria y que podrían ser resistidos por los propios bancos locales.

5. A modo de una breve conclusión.

Está claro, más allá del análisis aquí efectuado, que no existe consenso económico y político para instrumentar una dolarización en Argentina. Ni siquiera para plantear un debate meramente especulativo sobre las ventajas o desventajas de la misma. Sin embargo, sí es necesario considerar los siguientes aspectos:

- a) La ausencia de la corrección cambiaria de las variables nominales obliga a generar instrumentos institucionales para la corrección consensuada de los contratos por los niveles pre-existentes en las variables de precios involucrados ante la ocurrencia de shocks externos no anticipados. Esto implicaría generar los incentivos para que cada agente económico como la sociedad en general contrataran coberturas para

amortiguar tales situaciones y que, inicialmente, podrían ser costosos. El rechazo a tales mecanismos podría generar problemas de riesgo moral, aspectos que acentuarían el impacto inicial de tales shocks en el nuevo contexto

- b) Cualquiera sea el ámbito político que se viva de ahora en adelante, una regla fiscal clara y creíble inter-generacionalmente debería basarse en un equilibrio fiscal permanente y con un techo al endeudamiento en términos del PBI ante el fracaso de su sustentabilidad inter-temporal para compensar el ciclo económico. Su tendencia a la pro-ciclicidad hace necesaria su eliminación por medio de vías legales y constitucionales.
- c) La dolarización no genera per se incentivos concretos a la reducción del déficit fiscal si hay financiamiento disponible. Sí es más clara ahora su contribución al desequilibrio macro porque la eliminación de la corrección cambiaria no produce inflación que licua gasto medido en dólares. Desaparece así la ilusión monetaria que se esconde en los niveles de las variables nominales medidas en moneda local. Por tal motivo, ¿qué incentivos tiene la clase política y dirigencial a comprar semejante propuesta que reduce o elimina fuertemente lo que ha sido su modo de generar poder y rentas en los últimos setenta años? ¿se auto-inmolaría por la tan aclamada solvencia fiscal?.
- d) Lo antes expuesto pone en la picota el problema central de la economía, basado en un gasto público no financiable a largo plazo lo cual exige determinar qué coberturas de servicios prioritarios tendrá el Estado, cómo se financiará genuinamente y qué límites tendrá la construcción del poder electoral del gobernante de turno. Dado este pre-requisito, ¿qué garantías existen de que algún estamento de la administración nacional, provincial o municipal no emitan pseudo monedas como se hizo al final de la Convertibilidad?
- e) Al desaparecer el Banco Central como Prestamista de última instancia, el camino que se le abre al país son los siguientes: i) una dolarización con el apoyo de la Reserva Federal para que cumpla tal rol, esto es, financie situaciones de stress bancario; o ii) una dolarización unilateral, que requeriría mayores coberturas y/o contratación de seguros o líneas de créditos contingentes con grandes Bancos Centrales, entre otros, con los costos que esto implica.
- f) Por último, la clase política no asegura que, cuando las necesidades fiscales apremien, no va a tener incentivos a desarmar el esquema, como está pasando con varias iniciativas en la Unión Europea. La experiencia de Argentina en la Convertibilidad lo dejó al descubierto cuando en el 2001 se planteó forzosamente la eliminación del déficit fiscal. Si esto es así, cualquier esquema de política económica es no instrumentable por más que aquí se pretende eliminar la moneda doméstica como medio de asegurar la solvencia fiscal. Por ende, todos los resultados positivos que se atribuían al nuevo esquema no conducirán a un círculo virtuoso de mayor crecimiento con equidad social ya que la válvula de escape ante un crisis, esto es, “patear el tablero”, está siempre presente.

En definitiva, creemos que, por ahora y de no mediar un agravamiento del cuadro actual macroeconómico, una dolarización en Argentina no evita la discusión central que se debe dar la sociedad como un todo: qué Estado necesitamos y cómo lo financiamos sustentablemente.