

COMO DOLARIZAR EN ARGENTINA

Por Kurt Schuler y Steve H. Hanke

Diciembre 20, 2001

Proveniente del Cato Institute, Washington, <http://www.cato.org> y <http://www.elcato.org> (castellano). También disponible en <http://users.com/kurrency/argdec01.pdf>. Traducido por el Instituto del Planeamiento Estratégica, Buenos Aires, <http://www.agendaestrategica.com.ar>.

SÍNTESIS

Las políticas que la Argentina ha seguido han llevado a su economía a un punto muerto. La incertidumbre sobre el futuro del peso se ha transformado en el obstáculo inmediato más grande para el crecimiento económico. La desconfianza en el peso es muy amplia y, especialmente en las presentes circunstancias, no hay perspectivas de tornarse creíble a corto o mediano plazo. La dolarización oficial puede ayudar a la Argentina a retomar el crecimiento económico. Este estudio explica como la Argentina debería dolarizar. La propuesta tiene los siguientes principales componentes:

- Reemplazar oficialmente el peso por el dólar estadounidense a una tasa de cambio de 1 peso = 1 dólar.
- Eliminar al Banco Central como entidad emisora de moneda. Transferir sus activos financieros a otras entidades.
- Permitir a los bancos emitir billetes.

Los billetes bancarios no deberían ser de aceptación obligatoria; como los cheques de viaje emitidos por los bancos, la gente tiene la opción de adoptar o no.

- Eliminar los controles de cambio rápidamente después de la dolarización lo que debería ser factible ya que la dolarización aumentaría la confianza en el sistema bancario.

A pesar de que este estudio está enfocado en la reforma monetaria, también discute cambios complementarios en las finanzas gubernamentales. Una síntesis de las recomendaciones puede ser encontrada en la página 46.

Kurt Schuler es economista senior en el Comité Económico Conjunto del Congreso de los Estados Unidos en Washington. Los puntos de vista expresados aquí son personales y no son necesariamente de dicho Comité. Steve H. Hanke es profesor de Economía aplicada en la Johns Hopkins University en Baltimore, Director del Friedberg Mercantile Group, Inc. en Nueva York, y Miembro senior en el Cato Institute en Washington, D.C. Para más información, contactar a Steve Hanke por e-mail a hanke@jhu.edu o por teléfono al 001-410-516-7183.

ÍNDICE

| | |
|---|-----------|
| 1. Un diagnóstico de los problemas actuales de la Argentina..... | 4 |
| La presente crisis es en primer lugar un problema de finanzas gubernamentales... 4 | |
| Los problemas financieros del gobierno se han trasladado a la economía en su conjunto..... | 6 |
| Se debe responsabilizar principalmente más a los factores internos que a los externos | 6 |
| Alentar el crecimiento poniendo “en cuarentena” los problemas financieros gubernamentales..... | 8 |
| La dolarización es la mejor opción en la esfera monetaria | 9 |
| 2. Bases para la dolarización: Cambio 1 Peso = 1 Dólar..... | 12 |
| El peso no está sobrevaluado..... | 12 |
| El camino hacia la competitividad es por la implementación de medidas pero no por una devaluación | 13 |
| La devaluación del peso causaría la evaporación de la confianza que aún queda..... | 14 |
| El Banco Central tiene suficientes reservas para dolarizar a 1 peso = 1 dólar..... | 14 |
| 3. Bases para la dolarización: Reforma del Banco Central..... | 17 |
| Liquidación de los activos financieros y obligaciones del Banco Central | 17 |
| Qué hacer con las monedas | 17 |
| Remover el límite máximo de los intereses y los requisitos de liquidez..... | 18 |
| 4. Bases para la dolarización: Permitir a los bancos emitir billetes | 20 |
| Argentina posee gran potencial de reservas bancarias, pero ellas están fuera de los bancos..... | 20 |
| Permitir a los bancos la emisión de dólares billetes mejorará su liquidez | 21 |
| La emisión de billetes bancarios no es nada nuevo..... | 23 |
| Los bancos serán capaces de inducir al público a aceptar billetes bancarios..... | 24 |
| Preguntas comunes acerca de como funciona un sistema de billetes emitidos por bancos..... | 25 |
| 5. Bases para la dolarización: Eliminación rápido del control de cambios..... | 28 |
| Los controles de cambios reflejan problemas con el peso | 28 |
| Los controles de cambios no son necesarios cuando hay confianza | 28 |
| 6. Bases para la dolarización: Otros aspectos | 31 |
| Cesar con la emisión de bonos del gobierno que circulan como billetes | 31 |
| Vender el Banco de la Nación Argentina | 31 |
| No existen obstáculos constitucionales | 31 |

| | |
|---|-----------|
| 7. Algunas objeciones a la dolarización | 33 |
| La Argentina no reúne ciertas precondiciones para dolarizar | 33 |
| La Argentina está fuera del área monetaria óptima del dólar..... | 33 |
| La Argentina es demasiado grande para dolarizarse | 34 |
| La economía argentina es demasiado inflexible para dolarizar..... | 34 |
| La dolarización no reduciría el riesgo país..... | 34 |
| El dólar puede transformarse en una moneda inestable | 35 |
| La dolarización debilita la soberanía nacional | 35 |
| | |
| 8. Finanzas gubernamentales..... | 36 |
| Es probable un default de la deuda..... | 36 |
| Los impuestos deberían ser recortadas drásticamente..... | 38 |
| Gasto del gobierno..... | 41 |
| Establecer un marco fiscal más transparente..... | 42 |
| | |
| Conclusiones..... | 43 |
| Nota final, Enero 15, 2002..... | 44 |
| | |
| Apéndice: Una ley de dolarización..... | 46 |
| | |
| Notas | 47 |

CUADROS

| | |
|--|----|
| Cuadro 1. Principales indicadores económicos para la Argentina (1996-2001) | 5 |
| Cuadro 2. Cronología de los acontecimientos económicos más importantes en la Argentina desde 1999 | 7 |
| Cuadro 3. Estadísticas clave del mercado financiero argentino, Diciembre 17, 2001 ... | 16 |
| Cuadro 4. Principales indicadores económicos del Ecuador, 1998-2001 | 30 |
| Cuadro 5. Principales impuestos en la Argentina..... | 39 |
| Cuadro 6. Resumen de recomendaciones | 45 |

1. UN DIAGNÓSTICO DE LOS ACTUALES PROBLEMAS DE LA ARGENTINA

La Argentina está en una espiral económico descendente que tiene el potencial de terminar en caos político y mayor miseria económica. La actual situación es el resultado principal de las políticas cambiantes del gobierno argentino que han reducido los incentivos para producir nueva riqueza y han preocupado a la gente con la idea que el gobierno pueda confiscar gran parte de la riqueza existente. Mejores políticas pueden ayudar a que la Argentina termine su larga recesión y restaure el crecimiento de la economía. Este estudio analiza alguna de las políticas necesarias para restaurar el crecimiento y enfatiza sobre los problemas de la moneda y los bancos, ya que éstos se han transformado en el mayor obstáculo para el crecimiento económico. También contiene algunas discusiones sobre los problemas de finanzas del gobierno, los que conforman el escenario de los problemas monetarios y bancarios.

Antes de proceder a la descripción de las políticas para ayudar a la Argentina a resolver sus problemas monetarios es esencial entender cómo ellos han surgido.¹

La presente crisis es en primer lugar un problema de finanzas gubernamentales. El Cuadro 1 muestra las estadísticas del deterioro de la economía argentina en los últimos años. A fines de 1994, la deuda del gobierno federal de la Argentina era de alrededor de 70 miles de millones de dólares y el producto bruto interno (PBI) era de 257 mil millones de dólares. Hoy la deuda es casi el 90% mayor, con 132 mil millones de dólares (de acuerdo a los últimos informes presentados, que corresponden al mes de Junio) mientras el PBI es de 289 mil millones—sólo 12% mayor que en 1994 en términos nominales, y no mayor en términos reales por persona. Una característica importante de la deuda es que aproximadamente dos tercios de la misma es deuda externa; casi el 37% tiene una tasa de interés flotante y el 70% es en dólares, el 20% en euros, el 5% en yenes, y sólo un 4% en pesos.² Los gobiernos provinciales también emiten deuda, y unos pocos, llamativamente la Provincia de Buenos Aires, han emitido una parte de deuda internacionalmente. El total de la deuda pública de la Argentina es de 155 mil millones de dólares.

La Argentina está experimentando una crisis de la deuda debido a que los potenciales acreedores temen que las tendencias de los últimos años continuarán, haciendo al gobierno incapaz de pagar su deuda. Si el gobierno fuera incapaz de pagar entonces, los acreedores piensan, por qué prestarle ahora? Más aún, hay temor que el actual gobierno repita los errores que los gobiernos argentinos, en dificultades similares, han cometido desde los años 1800.

El gobierno ha impedido el crecimiento a lo largo de los últimos años por el incremento de las alícuotas de los impuestos. En los últimos dos años, la Argentina ha tenido tres grandes aumentos de paquetes impositivos que entraron en vigencia en enero de 2000, abril de 2001 y en agosto de 2001. A lo largo del tiempo, la Argentina ha reemplazado muchos impuestos inconvenientes que producían pequeñas cantidades de ingresos por menores cantidades de impuestos más abarcativos. Sin embargo, en el presente sistema las tasas de interés son demasiado altas para permitir un crecimiento económico rápido. En la Sección 8 se analiza más profundamente la situación impositiva argentina.

Cuadro 1. Principales indicadores económicos para la Argentina (1996-2001)

| | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001* |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| PBI (en miles de millones de pesos) | 272 | 292 | 298 | 283 | 284 | 289 |
| Crecimiento real del PBI per capita (%) | 4,2 | 6,3 | 0,8 | -6,5 | -0,6 | -2,8 |
| Inflación (precios al consumidor, %) | 0,2 | 0,5 | 0,9 | -1,2 | -1,0 | -1,6 |
| Inflación (precios mayoristas, %) | 3,7 | -1,1 | -3,3 | -4,1 | -3,7 | -6,9 |
| Tasa de desempleo, octubre (%) | 17,3 | 13,7 | 12,4 | 13,8 | 14,7 | 18,3 |
| Exportaciones (en miles de millones de dólares) | 23,8 | 26,37 | 26,44 | 23,3 | 26,3 | 22,6a |
| Importaciones (c.i.f., en miles de millones de dólares) | 23,8 | 30,5 | 31,4 | 25,5 | 25,4 | 18,0a |
| Base monetaria, f.p. (en miles de millones de pesos) | 14,1 | 15,0 | 16,4 | 16,5 | 15,1 | 16,9 |
| Reservas extranjeras netas, f.p. (en miles de millones de dólares) | 13,5 | 16,9 | 20,8 | 22,8 | 21,9 | 15,1 |
| Depósitos bancarios en pesos, f.p. (en miles de millones) | 25,9 | 32,4 | 34,4 | 33,7 | 31,9 | 18,2 |
| Depósitos en dólares, f.p. (en miles de millones) | 28,3 | 36,9 | 42,5 | 47,2 | 51,9 | 47,8 |
| Tasa bancaria en pesos (%) | 6,23 | 6,63 | 6,81 | 6,99 | 8,15 | NA |
| Tasa bancaria en dólares (%) | 5,91 | 6,39 | 6,55 | 6,07 | 7,53 | 12,0 |
| Tasa para prestamos en pesos (%) | 10,51 | 9,24 | 10,64 | 11,04 | 11,09 | NA |
| Tasa para prestamos en dólares (%) | 9,12 | 7,84 | 8,95 | 9,07 | 9,67 | 23,3 |
| Recaudación del gobierno (en miles de millones de pesos) | 35,5 | 41,9 | 42,9 | 41,1 | 43,3 | 44,3p |
| Gasto del gobierno (en miles de millones de pesos) | 41,1 | 46,2 | 47,1 | 49,2 | 49,2e | 48,8p |
| Deuda del gobierno, f.p. (en miles de millones de dólares) | 97 | 101 | 109 | 118 | 128 | 132b |
| Tasa de riesgo país, f.p. (%) | 4,94 | 4,61 | 7,07 | 5,33 | 7,73 | 41,59 |

Notas: *Última información o estimación propia, de una variedad de fechas: a = Enero-Octubre; b = Junio; c.i.f. = costo, seguro y flete; f.p. = fin del período; p = pronóstico; NA = no disponible o no aplicable. Las cantidades en dólares o pesos están en unidades de moneda (cantidad nominales para el año en cuestión, no ajustadas por inflación). Las reservas extranjeras netas son del Banco Central. Por gobierno nos referimos al Gobierno Federal solamente.

Fuentes: Fondo Monetario Internacional, *Estadísticas Financieras Internacionales* CD-ROM, Noviembre 2001; Instituto Nacional de Estadística y Censo, <<http://indec.mecon.gov.ar>>; Ministerio de Economía, <<http://www.mecon.gov.ar>>; Banco Central de la República Argentina, *Información Monetaria y Financiera Mensual*, en <<http://www.bcra.gov.ar>>; J. P. Morgan Emerging Markets Bond Index Plus (riesgo país).

Los problemas financieros del gobierno se han trasladado a la economía en su conjunto. La preocupación por la deuda gubernamental se ha trasladado a la economía en su conjunto, particularmente al sistema financiero, debido a la falta de compartimentos. La totalidad del sistema financiero está contagiado por los problemas financieros del gobierno. El Cuadro 2 enumera los acontecimientos económicos más importantes que han llevado a la Argentina a sus dificultades actuales.

La moneda ha sido el medio principal de contagio de los problemas financieros del gobierno al sistema financiero y de allí al resto de la economía. El peso se está negociando a 1,3 o más por dólar fuera de la Argentina.³ La preocupación de que el gobierno pueda devaluar el peso ha preocupado a los argentinos sobre la seguridad de sus depósitos. La gente teme que las medidas anunciadas el 1° de diciembre sean extendidas a una conversión forzada de depósitos en dólares a pesos y a una inmovilización de depósitos tal como ocurrió en 1989 (el plan Bonex) y en 1982 (el primer plan Cavallo). Durante ambos episodios la rápida depreciación de la moneda redujo enormemente el valor real de los depósitos antes de que éstos fueran congelados.

Otro factor que ha hecho que los argentinos estén preocupados por la seguridad de sus depósitos bancarios es el hecho de que los bancos están muy expuestos al gobierno. Desde septiembre, los bancos privados, quienes tienen aproximadamente 75% de los activos del sistema financiero, tienen activos totales por 97 mil millones de pesos, de los cuales 10 mil millones eran bonos del gobierno y 7 mil millones eran préstamos al sector público.⁴ El capital de los bancos privados era de 12 mil millones de pesos y la proporción de reservas para el sistema bancario en su conjunto era 20,3%. Los dos intercambios de la deuda, el 1° de junio y el 30 de noviembre, han aumentado el promedio del vencimiento de la deuda gubernamental. El banco de inversiones J. P. Morgan ha estimado la exposición total del sector bancario al gobierno federal y a los gobiernos provinciales en 30,7 mil millones de pesos, 180% del total de las acciones del sector bancario (aunque para los tres bancos más grandes la proporción aumenta a 340%).⁵

Se debe responsabilizar principalmente a factores internos más que a factores externos. La Argentina ha sufrido por dos factores externos desfavorables en los últimos años. Sus efectos han sido significativos sobre la economía argentina pero menos importantes que los factores internos—en particular las políticas que el gobierno argentino ha elegido.

El primer factor externo desfavorable ha sido que desde la crisis monetaria de Brasil en enero de 1999 el *real* se ha depreciado de 1,21 por dólar y el peso hasta un 2,87 antes de volver a su nivel actual de alrededor de 2,40. Los precios en Brasil no han aumentado tan rápido como lo que se ha depreciado la tasa de intercambio, dejando a Brasil con una ventaja de costos sobre la Argentina.

Cuadro 2. Cronología de los acontecimientos económicos más importantes en la Argentina desde 1999

| | |
|--------------------|--|
| Diciembre 10, 1999 | Fernando De la Rúa (coalición de la Alianza) sucede a Carlos Menem (Peronista) como Presidente. Economía en recesión desde septiembre 1998. La tasa de riesgo país de la Argentina es de 6,10 puntos porcentuales en el rendimiento de los Bonos del Tesoro Estadounidenses. |
| Enero 1, 2000 | Paquete de incrementos en la alícuota de los impuestos se pone en vigencia. La recaudación impositiva estará por debajo de lo previsto. |
| Diciembre 18, 2000 | El Fondo Monetario Internacional envía un paquete de ayuda financiera de U\$S 40 mil millones. |
| Marzo 2001 | El Ministro de Economía José Luis Machinea renuncia el 2 de marzo. Ricardo López Murphy asume el 4 de marzo y renuncia el 19 de marzo luego que los funcionarios del Frepaso renuncian para protestar por el recorte presupuestario propuesto. Se nombra a Domingo Cavallo el 20 de marzo, revela un plan el 21 de marzo implementando un impuesto a las transacciones financieras y aumento de las tarifas. |
| Abril 17 | Cavallo envía una proyecto de ley al Congreso para eventualmente atar al peso a un promedio de 50-50 con el dólar y el euro (aprobada como ley el 25 de junio). |
| Abril 25 | El presidente De la Rúa reemplaza al Presidente del Banco Central, Pedro Pou por Roque Maccarone por acusaciones de lavado de dinero. |
| Junio 3 | El gobierno dice que canjeó U\$S 29,477 mil millones de la deuda. |
| Junio 15 | Cavallo anuncia una tasa de cambio preferencial para exportaciones (comienza en Junio 19). |
| Julio 11-26 | Tres agencias calificadoras reducen drásticamente los niveles de crédito. La tasa de riesgo país aumenta por arriba de 13 puntos porcentuales. |
| Julio 30 | El Congreso pasa la ley de “déficit cero” en respuesta a la menor recaudación de impuestos. Ésta incluye el aumento del impuesto a las transacciones financieras. |
| Agosto 21 | El Fondo Monetario Internacional recomienda un aumento de U\$S 8 mil millones al acuerdo de préstamo stand-by de U\$S 14 mil millones (aprobado el 7 de Septiembre). |
| Octubre 14 | La oposición peronista gana la mayoría en la Cámara de Diputados y retiene el control del Senado en elecciones de medio término. |
| Noviembre 1° | De la Rúa y Cavallo brindan detalles de nuevas medidas, incluyendo un canje de la deuda de casi los U\$S 132 mil millones de la deuda pública. |
| Noviembre 30 | Ofrece tomar parte en el canje de la deuda local que excede U\$S 50 mil millones. Tasas de interés call promedian 689% por miedo a una devaluación. |
| Diciembre 1° | Cavallo anuncia restricciones en el retiro de depósitos y en las transferencias de fondos al exterior. Las medidas son puestas en vigor el 3 de diciembre. |
| Diciembre 5 | El Fondo Monetario Internacional anuncia que no va a desembolsar U\$S 1.3 mil millones de ayuda a la Argentina este mes. La tasa de riesgo país supera los 40 puntos porcentuales. |
| Diciembre 7 | El Banco Central impone altos requerimientos de reservas a los nuevos depósitos para desalentar cambios de depósitos dentro del sistema bancario. |
| Diciembre 13 | Huelga general en protesta por las medidas económicas recientes. |
| Diciembre 19-20 | Motines y levantamiento; se declara el estado de sitio; Cavallo renuncia, luego renuncia De la Rúa. |

A pesar de que Brasil es el mayor socio comercial de la Argentina, es importante ubicar el comercio con Brasil y el resto del mundo en perspectiva. El sector comercial en la Argentina (importaciones más exportaciones de productos, dividido por dos) era el 9% del PBI el año pasado. Esto es menor que el sector comercial en los Estados Unidos (10% del PBI). El intercambio de la Argentina con Brasil es menor a la cuarta parte de todo su comercio internacional. La Argentina ha sufrido en parte por la depreciación del real, pero si la economía estuviera creciendo, los efectos causarían una pequeña insatisfacción generalizada. La devaluación del peso mexicano en diciembre de 1994 le dio a México una ventaja de costos sobre los Estados Unidos, pero debido a que la economía estadounidense estaba creciendo, los norteamericanos no pidieron que el dólar fuera depreciado.

El segundo factor externo desfavorable ha sido que, por muchos indicadores, la política monetaria en los Estados Unidos ha sido de algún modo deflacionaria desde 1999, cuando el sistema de la Reserva Federal aumentó las tasas de interés antes de comenzar el actual ciclo de reducciones. La tasa fijada como objetivo para fondos federales llegó a su pico con 6,5% desde mayo a diciembre de 2000. Desde enero 2001, la Reserva Federal ha reducido constantemente la tasa fijada como objetivo para fondos federales a su nivel actual de 1,75%, la más baja de los últimos 40 años. La tasa actual parece ser lo suficientemente baja para permitir una expansión de la base monetaria del dólar como para finalizar la deflación. Más aún, las características particulares de la propuesta de dolarización expuesta aquí, explicada en la Sección 4, tendrá un efecto anti-deflacionario.

La Argentina parece haber sufrido más por las políticas monetarias de la Reserva Federal que lo que lo han hecho los Estados Unidos. Nuevamente, es importante poner los temas en perspectiva. Estados Unidos y otros países que utilizan el dólar o están ligados al dólar, tales como Hong Kong y Panamá, crecieron en el año 2000 con la misma política monetaria con la que la Argentina se achicó. (Este año, con los Estados Unidos en una recesión, la situación mundial es diferente.) La Reserva Federal ha cometido errores, pero en el largo plazo su desempeño ha sido mucho mejor que el de la gran mayoría de los bancos centrales, incluyendo al Banco Central de la República Argentina.

Alentar el crecimiento poniendo “en cuarentena” los problemas financieros gubernamentales. La resolución de los problemas financieros gubernamentales será problemático. Parece ser un poco tarde para evitar un verdadero default, sin embargo, en un contexto de crecimiento económico, se pueden minimizar los efectos de un default. Las políticas del gobierno de De la Rúa, hasta el momento, han desalentado el crecimiento. El gobierno ha desalentado tanto a argentinos como a los extranjeros de creer e invertir en el futuro en la Argentina con el incremento de la alícuota de los impuestos e intensificando las dudas sobre la estabilidad del peso.

Alentar el crecimiento requiere “poner en cuarentena” los problemas financieros del gobierno, esto es, evitar que éstos se extiendan al resto de la economía. En la esfera monetaria “poner en cuarentena” los problemas financieros del gobierno requiere la dolarización oficial para terminar con los miedos de que el gobierno devaluará el peso como una forma de transferir los recursos del público hacia él. En el ámbito bancario, esto requiere actuar rápidamente para finalizar con la restricción de los retiros de fondos, que el gobierno impuso el 1° de diciembre, para restaurar la confianza en que el gobierno no inmovilizará los ahorros de la gente. En la esfera impositiva, requiere recortar la alícuota de

los impuestos y el compromiso de realizar futuros recortes en los próximos años para alentar el esfuerzo y el cumplimiento impositivo.

La conversión de facto de los depósitos en pesos a depósitos en dólares anunciado el 1° de diciembre ha tenido cierto efecto de “cuarentena”. En el mercado interbancario de préstamos, un barómetro sensitivo de los cambios de confianza ha sido la caída de la tasa de interés call de un pico de 689% (en pesos), el 30 de noviembre de 2001, a un 9% (en dólares) el 19 de diciembre. La tasa call en dólares alcanzó un pico de 137,4% el 30 de noviembre. La conversión de pesos a dólares no es una evidencia “pura” de los beneficios de una dolarización parcial ya que fue acompañada por la restricción en los depósitos, pero es difícil imaginar que sucediera una caída abrupta similar en las tasas de interés si la restricción de los depósitos hubiera sido la única medida puesta en efecto.

La dolarización es la mejor opción en la esfera monetaria. En la esfera monetaria, “poner en cuarentena” los problemas financieros del gobierno requiere la dolarización oficial, la cual hemos venido recomendando por casi tres años.⁶ Las otras opciones de políticas monetarias todas tienen importantes defectos. Aquellas que proponen la permanencia del peso son especialmente defectuosas por la desconfianza que el peso tiene y, bajo las presentes circunstancias, tampoco tiene perspectivas de transformarse en creíble en el cercano o mediano plazo.

Retención del sistema de convertibilidad—A pesar de ser los más conocidos defensores de la caja de conversión ortodoxa, hemos sido críticos del sistema de convertibilidad desde su comienzo. Como hemos resaltado repetidamente, el sistema de convertibilidad nunca ha sido una caja de conversión ortodoxa. Más precisamente, fue un tipo de sistema de conversión que dejó al Banco Central de la Argentina intacto y con importantes poderes discrecionales. Por ejemplo, al Banco Central le fue inicialmente permitido mantener reservas extranjeras de, tan poco, como 66-2/3% de sus pasivos monetarios, en vez del 100% como en la caja de conversión ortodoxa. (Actualmente, la proporción mínima se supone ser del 90%,⁷ pero el Banco Central recientemente no lo ha cumplido). El Banco Central tuvo una substancial capacidad independiente para influenciar la provisión de dinero a través de operaciones de mercado abierto, más que teniendo que hacer de la base monetaria movimientos en espejo en reservas como sucede con la caja de conversión ortodoxa.⁸ Inicialmente nosotros propusimos hacer del sistema de convertibilidad un sistema de caja de conversión ortodoxa. Cuando resultó que aparentemente el gobierno argentino no quería hacerlo, nosotros apoyamos la dolarización y explicamos cómo podía lograrse.⁹

La gran mayoría de los comentaristas de cajas de conversión no han distinguido entre cajas ortodoxas o no ortodoxas.¹⁰ Como resultado, la mayoría han interpretado ataques especulativos al sistema de convertibilidad surgiendo del tipo de características de la nueva caja de conversión más que de las continuadas características del Banco Central. Pero ha sido, precisamente, cuando el Banco Central o el gobierno argentino tomó medidas que crearon dudas acerca de su compromiso a la ortodoxia de la caja de conversión que los ataques especulativos se intensificaron. Como ejemplo se puede incluir como a comienzos de 1995, cuando el Banco central permitió que la proporción de reservas extranjeras cayeran a menos de 90% de pasivos monetarios, y en junio de 2000, cuando fue establecida una tasa de cambio especial para las exportaciones. En contraste, cuando el gobierno y el Banco Central tomaron medidas hacia un sistema más ortodoxo, los ataques especulativos

disminuyeron. Los ejemplos incluyen el rescate de los bancos, en marzo de 1995, con la flotación de un bono del gobierno más que con préstamos a través del Banco Central, y con la amenaza de dolarizar en vez de devaluar en enero de 1999.¹¹

La interferencia frecuente del gobierno con el sistema de convertibilidad este año ha logrado que la credibilidad no pueda ser reestablecida rápidamente con el cambio del sistema de convertibilidad a una caja de conversión ortodoxa. La situación requiere un cambio drástico para enviar señales a los argentinos y a los mercados financieros internacionales.

Adopción de una moneda que no sea el dólar—En vez de reemplazar el peso por el dólar, la Argentina podría reemplazarla por otra moneda. Brasil es el mayor socio comercial de la Argentina pero el *real* brasilero tiene poca credibilidad. Unas pocas personas han sugerido que la Argentina se base en el patrón oro.¹² El caso del oro es, en general, mucho más aceptable que lo que la mayoría de los economistas piensan. Sin embargo, actualmente no hay ningún país con el patrón oro y la red financiera del oro es pequeña comparada con la del dólar, por lo tanto, el oro no ofrecería efectos en red beneficiosos en cuanto a la relación de la Argentina con los mercados financieros mundiales. Más aun, la experiencia histórica indica que el patrón oro no es durable a menos que sea llevado a cabo por una caja de conversión ortodoxa o por un sistema donde la moneda sea emitida puramente en forma privada, sin la participación del gobierno. La Argentina no ha querido hacer del sistema de convertibilidad una caja de conversión ortodoxa, por lo tanto no hay razón para creer que quiera cambiar por un patrón oro.

La única alternativa razonable para el dólar es el euro. La Argentina podría convertir pesos en euros al tipo de cambio actual, o podría elegir un tipo de cambio que representara una devaluación tal como un peso por euro (comparado con la actual tasa de 1,1 pesos por euro). La continuidad de los préstamos denominados en dólares podrían causar problemas, especialmente en el caso de una devaluación. Una cantidad de empresas e individuos quienes tienen préstamos en dólares pero ingresos principalmente en pesos irían a la quiebra. Sería posible encarar el problema llevando a cabo una conversión forzosa de los préstamos en dólares y depósitos a préstamos y depósitos en euros. Una conversión forzosa, sin embargo, enviaría el mensaje que los depósitos bancarios en la Argentina están sujetos a una congelación arbitraria. Las únicas personas que no serían afectadas por una conversión forzada serían aquellos que tuvieran dólares billetes o depósitos bancarios en el exterior. Sería difícil restaurar la confianza y persuadir a los depositantes para que mantuvieran sus depósitos en el sistema bancario argentino.

Flotación del peso—La flotación del peso significa en efecto su devaluación. La idea de la flotación ha atraído más y más adherentes a medida que la situación en la Argentina ha empeorado. La gran pregunta sobre la flotación es: ¿Puede alguien confiar en un peso flotante? La historia de políticas monetarias independientes en Argentina no es sólo mala; es una de las peores del mundo, especialmente en los años recientes. La inflación nunca estuvo por debajo de 90% por año desde 1975 hasta que fue establecido el sistema de convertibilidad. (Oficialmente, tipo de cambio estuvo fijado hasta 1979, a pesar de que la tasa estuvo ajustada frecuentemente; el tipo de cambio estuvo flotando oficialmente desde 1979 hasta que comenzó el sistema de convertibilidad en abril de 1991). Por un período aun mayor, desde el momento en que el Banco Central fuera fundado en

1935 hasta que el sistema de convertibilidad comenzara en 1991, el peso se depreció contra el dólar en un valor de 3.000.000.000.000.

Lo mejor que la Argentina podría esperar, con una tasa flotante, sería imitar el desempeño de Brasil desde su crisis monetaria de enero de 1999. El valor del *real* hoy es aproximadamente la mitad de la cantidad de dólares de la que había tres años atrás. No tiene verdadera credibilidad y no la tendrá por años, por lo tanto, los intereses reales son altos: la tasa de descuento del Banco Central es 19.05%, comparada con una inflación de alrededor de 8%.¹³ El *real* no es una moneda totalmente convertible; los controles de cambio limitan gravemente la posibilidad de los brasileros de tener activos en moneda extranjera.

Indonesia, en 1998, muestra lo que puede sucederle a la Argentina en el peor de los casos. Después del comienzo de la crisis monetaria asiática en Tailandia en julio de 1997, Indonesia modificó, el 14 de agosto, su tasa de cambio atada al dólar estadounidense por una tasa flotante. Indonesia utilizó la flotación para prevenir un ataque especulativo más que por necesidad de hacerlo. Su economía parecía estar bien y el Fondo Monetario Internacional apoyó la elección de la tasa de flotación.¹⁴ La rupia indonesia, sin embargo, se depreció de un alrededor de 2.600 por dólar en agosto de 1997 a aproximadamente 15.000 en enero y junio-julio 1998, antes de recuperarse un poco. La depreciación causó una pérdida de confianza generalizada en la economía, la que disminuyó el 14% en 1998; causando una serie de quiebras entre corporaciones y bancos con deudas en dólares; llevó a una duplicación de la deuda del gobierno al incurrir en gastos al rescatar las entidades en quiebra; causó inquietud política lo que llevó al Presidente a renunciar. Actualmente Indonesia aún no se ha recuperado de la recesión de 1998 y la tasa de cambio de la rupia es de alrededor de 10.000 por dólar.

La flotación crearía los mismos problemas que han sido recién descritos en relación con la devaluación del peso a un euro y luego “euroizar”. De hecho, los problemas serían aún peores. Como sucedió en Indonesia en 1998, la flotación podría llevar a una catástrofe monetaria (en vez de sólo los graves problemas que existen ahora), quiebras generalizadas, el colapso y la renacionalización del sistema bancario, una depresión (en vez de la recesión que ahora existe), un incremento enorme en la deuda del gobierno y aún más confusión y violencia que la que la Argentina ha experimentado en los últimos días. Pareciera que bajo la tasa de cambio flotante, la experiencia argentina podría estar en un punto medio entre la experiencia de Brasil y la de Indonesia. Pero, ¿porqué arriesgarse a sufrir como Indonesia lo hizo cuando la opción de la dolarización podría prevenir una desintegración monetaria y la cadena de eventos un disparador de la desintegración?

Ha sido sugerido que la Argentina podría devaluar primero para luego dolarizar. La sección siguiente explica porque dolarizar, a la tasa de cambio oficial de 1 peso = 1 dólar, es factible y aconsejable.

2. BASES PARA LA DOLARIZACIÓN: CAMBIO 1 PESO = 1 DÓLAR

Los problemas con la credibilidad del peso se comenzaron a acelerar el 19 de junio, cuando la Argentina introdujo una tasa de cambio comercial para importadores y exportadores.¹⁵ Unos pocos días después, fue aprobada una ley que vincularía el peso a una canasta de 50-50 dólar y euro, en vez de una de dólares solamente, si, y cuando, el valor del euro se valorizara a un dólar o más.¹⁶

El efecto de estos cambios fue intensificar la duda sobre si el peso era tan bueno como el dólar. Ellos lograron que el sistema de convertibilidad se pareciera menos a una caja de conversión ortodoxa de lo que había sido anteriormente. La única manera rápida para terminar con las dudas sobre el valor del peso es cesar de emitir pesos y convertir a los pesos en dólares a una nivel de 1 peso = 1 dólar. Finalizar con la existencia del peso implica terminar con la tasa comercial.

El peso no está sobrevaluado. Muchas personas consideran que el peso está sobrevaluado¹⁷ y, por lo tanto, debería ser flotado. El peso puede ser sobrevaluado en dos sentidos. En el sentido más preciso, estaría sobrevaluado si a la tasa de cambio existente, la demanda en la venta de pesos excediera el deseo de compra de los mismos por parte del Banco Central. A tal punto que el Banco Central actúa como una caja de conversión ortodoxa y posee divisas extranjeras equivalentes a sus pasivos monetarios, la sobrevaluación en este sentido no puede ocurrir porque el peso es simplemente un tipo de ticket para llegar al dólar. Hasta tal punto es un ticket, y el Banco Central no ha “sobrevendido” reduciendo sus reservas de divisas por debajo del 100% de sus pasivos monetarios, el peso no puede ser sobrevaluado más en relación al dólar estadounidense, como un dólar en California no puede ser sobrevaluado en relación a un dólar estadounidense en Nueva York. Actualmente el Banco Central de la República Argentina posee divisas extranjeras (esto es, sin contar los bonos del gobierno argentino) las que son un poco menos que el mínimo legal de 90%. La proporción ha caído debajo del 100% recientemente desde el 30 de noviembre.

El otro sentido en el que el peso puede ser sobrevaluado es que su moneda ancla, el dólar, podría estar experimentando una deflación porque la base monetaria del dólar no está creciendo tan rápido como la demanda no inflacionaria para la base monetaria. Como hemos señalado, la Reserva Federal parece haber sido demasiado estricta con la política monetaria desde 1999 hasta hace poco tiempo. Sin embargo, la pregunta importante no se refiere al comportamiento de la Reserva Federal en este momento, sino que se refiere al Banco Central de la República Argentina y la pregunta es: si éste, con una tasa de cambio flotante, cometería a largo plazo menos equivocaciones que las que la Reserva Federal ha cometido o podría cometer. La Argentina estableció el sistema de convertibilidad precisamente porque sus errores con un tasa flotante y otras formas de políticas monetarias independientes han sido desastrosas.

Una forma clásica de sobrevaluación es que las exportaciones declinan. Las exportaciones de la Argentina han aumentado todos los años en la última década, excepto en 1999, cuando Brasil, su mayor socio comercial sufrió una crisis monetaria. Las exportaciones durante los primeros 10 meses del 2001 son mejores que las exportaciones durante el mismo período en el 2000.¹⁸ El sector exportador ha sido uno de los pocos que se han destacado en la economía argentina; si el resto de la economía hubiera estado creciendo

tanto como el sector exportador, durante los últimos dos años, la Argentina no estaría en una recesión y el gobierno no estaría enfrentando los graves problemas financieros.

Otra clásica señal de la sobrevaluación es la deflación persistente. Los precios del consumidor en la Argentina caerán este año por tercera vez consecutiva, mientras los precios de la producción caerán por cinco años consecutivos. Aunque nuevamente, al grado que el Banco Central actúa como una caja de conversión ortodoxa y mantiene reservas extranjeras equivalentes a sus obligaciones monetarias, el peso no puede estar sobrevaluado contra el dólar en un sentido estricto. Si el Banco Central es persistentemente no ortodoxo, puede ocurrir la sobrevaluación, pero en nuestra opinión, los efectos de las desviaciones del Banco Central de la caja de conversión ortodoxa han afectado a los mercados financieros más como resultado de una advertencia, creando incertidumbre sobre el futuro del peso, que como resultado de las actuales operaciones involucradas. En un sentido más flexible la sobrevaluación que hemos discutido, el peso podría estar sobrevaluado contra otras monedas pero no contra el dólar. Las medidas que la Reserva Federal ha tomado para hacer más flexibles las políticas monetarias deberían ayudar a acercar al dólar a lo que muchos observadores considerarían ser un valor equilibrado.

Es frecuentemente mencionado, basándose en las tarifas de los taxis al aeropuerto u otras impresiones casuales, que los precios en Buenos Aires son altos y esos precios altos son la evidencia que el peso está significativamente sobrevaluado contra el dólar.¹⁹ Un informe de precios de las 58 ciudades más grandes encuentra que en una canasta de 111 productos y servicios, valuada por hábitos típicos de consumo—incluyendo tres categorías de alquiler de viviendas—Buenos Aires está en el puesto 22 del ranking, entre la ciudad más cara, Tokio, y la menos cara, Bombay. El informe también encontró que esos viajes en taxi, que son tan caros, cuestan alrededor del 8% menos que en Río de Janeiro.²⁰

Las estimaciones de equilibrio en las tasas de cambio calculadas por los economistas a través de modelos estadísticos deberían ser del mismo modo tratadas con gran escepticismo. Como otras formas de pronósticos económicos, su informe es desparejo. Aunque para lo que sí sirve, un reciente y cuidadoso estudio ha estimado que desde 1993 hasta 1999 (el período comprendido en el estudio) el peso siempre estuvo dentro del 6% de su tal llamado equilibrio fundamental de la tasa de cambio.²¹

El camino a la competitividad es por la implementación de medidas pero no por una devaluación. Una parte de verdad en la preocupación de que el peso está sobrevaluado es que la Argentina es un país de altos costos para la producción de muchos productos. Sin embargo, si la devaluación sola pudiera hacer a un país competitivo, la Argentina debería haber sido uno de los países más competitivos del mundo en los 80 cuando la moneda se depreciaba rápidamente. La devaluación le puede brindar a los exportadores una ventaja temporaria en los costos, pero para hacer un país competitivo a largo plazo requiere un sistema legal eficiente y honesto, un código impositivo que aliente a las empresas y su cumplimiento, leyes laborales flexibles, y otras instituciones que están fuera de la política monetaria. La Argentina hizo grandes progresos en estas áreas a principios de los 90 pero ha hecho poco desde ese entonces. En algunas áreas, particularmente en política impositiva, aun ha retrocedido y algunas regulaciones problemáticas continúan atando a la economía con regulaciones innecesarias que retrasan la acción, haciéndola relativamente inflexible y demorando su competitividad.²²

Es didáctico comparar la Argentina con Hong Kong. El dólar de Hong Kong ha estado unido al dólar estadounidense por una caja de conversión o un casi caja de conversión desde 1983, y aun así Hong Kong ha permanecido como una de las economías más competitivas del mundo.²³ Hong Kong tiene instituciones que apoyan los precios flexibles sin el alto grado de sufrimiento que ha resultado de la caída de precios en la Argentina. A grado tal que la Argentina es un productor con altos costos y falta de competitividad, esto es porque la Argentina ha fallado en adoptar las instituciones amistosas de mercado que sí hay en Hong Kong.

Durante los primeros años del sistema de convertibilidad, los observadores a veces sostenían que el peso estaba sobrevaluado porque la inflación en la Argentina, medida por el índice de precios al consumidor, excedía la inflación en los Estados Unidos. En los tres años, de 1992-1994, los precios al consumidor aumentaron un total de sólo 9% en los Estados Unidos, versus 44% en la Argentina. A pesar de las predicciones que el peso debería ser devaluado, esto no sucedió. Las reformas económicas mantuvieron competitiva a la Argentina permitiendo el aumento de la productividad laboral. En vez de repetir su desastrosa búsqueda de competitividad de los 80 a través de la inflación, la Argentina debería hacer lo que hizo a principios de los 90, y buscar la competitividad a través de reformas que reducen el rol del gobierno en áreas donde se ha obstruido el crecimiento económico.

La devaluación del peso causaría la evaporación de la confianza que aún queda. Cualquier tipo de cambio que no sea 1 peso = 1 dólar crearía amplios desórdenes. La devaluación del peso heriría a quienes tomaron prestado produciendo la bancarrota de muchas personas quienes tomaron préstamos en dólares. Al hacer una conversión forzosa de préstamos en dólares a pesos heriría a los depositantes de bancos y otros acreedores por la devaluación de sus préstamos. Una conversión forzosa sería el tercer evento de este tipo en 20 años. La lección que la gente aprendería de ésta es que nunca más deberán mantener sus ahorros dentro del alcance del gobierno argentino. Los que apoyan la tasa de cambio flotante no han considerado suficientemente los efectos perjudiciales que la pérdida de credibilidad en el sistema financiero tendría para el futuro crecimiento de la economía argentina. Una tasa de cambio flotante probablemente achicaría la real provisión de crédito en la Argentina, como lo hizo en Ecuador antes que ese país dolarizara en el año 2000.

El Banco Central tiene suficientes reservas para dolarizar a 1 peso = 1 dólar. Hay dos malas interpretaciones con respecto a las reservas necesarias para la dolarización. La primera es que la dolarización requiere reservas más allá de las necesarias para cubrir la base monetaria (los pasivos monetarios del Banco Central). Eso no es correcto. Como un sistema de caja de conversión, la dolarización requiere como máximo las reservas suficientes solamente para cubrir los pasivos monetarios del Banco Central. Los pasivos monetarios del Banco Central son la base monetaria, o MO. Para un sistema dolarizado no es necesario tener suficientes reservas extranjeras para cubrir medidas más amplias de provisión de dinero tales como M1 o M2. Desde el punto de vista del crédito bancario, el componente clave de la base monetaria son las reservas de los bancos para alcanzar los déficit en sistema de clearing (cuando ellos le deben a otros bancos más que los otros bancos le deben a ellos). Más que aumentar las reservas que los bancos necesitan mantener, la dolarización, especialmente en la forma propuesta en este estudio, probablemente las reducirían. La Sección 4 explica las razones.

La segunda mala interpretación es que la Argentina ahora adolece de suficientes reservas para cubrir la base monetaria. El Cuadro 3 da algunas estadísticas claves para el Banco Central y el resto del sistema financiero. Aunque es verdad que las reservas extranjeras “puras” del Banco Central eran sólo 15.3 mil millones de pesos el 17 de diciembre, versus una base monetaria de 17.5 mil millones de pesos, el Banco Central también tiene activos domésticos—bonos del gobierno argentino, préstamos al sistema financiero, y pases— porque no es una caja de conversión ortodoxa. Para eliminar la brecha en las reservas extranjeras, el Banco Central podría vender alguno de sus activos domésticos por dólares.

Algunos pesos se han perdido y destruido; otros son retenidos por coleccionistas de billetes y monedas, quienes nunca los venderán. Ha sido estimado en países europeos en los que se están reemplazando billetes y monedas de moneda local con billetes y monedas comenzando en enero 2002 que hasta el 5% de la moneda vieja no será cambiada.²⁴ La misma proporción en la Argentina alcanzaría la cantidad de 400 millones de pesos.

Más allá de vender los activos domésticos, hay otros pasos que podrían ser tomados si la venta de reservas domésticas se tornaran insuficientes para alcanzar las reservas extranjeras necesarias. Uno de ellos es permitir la reserva de moneda existentes emitidas por el Banco Central que continúen después de la dolarización sin el respaldo de reservas extranjeras, como es el caso con las monedas emitidas por el gobierno panameño. Este paso reduciría correspondientemente la cantidad de reservas extranjeras necesarias para la dolarización en alrededor de 575 millones de dólares. La próxima sección propone permitir la continuidad de circulación de la reserva de monedas existentes pero congelando y terminando la emisión de monedas por parte del Banco Central.

Aun si la combinación de activos domésticos y extranjeros del Banco Central cayeran por debajo del 100% de la base monetaria, todavía sería posible dolarizar a 1 peso = 1 dólar. La discusión de los pasos involucrados no sería productivo ahora pero si surgiera la situación, escribiríamos más para describirlos.

Cuadro 3. Estadísticas clave del mercado financiero argentino, Diciembre 17, 2001

| Banco Central (BCRA)—cantidad en miles de millones de pesos o dólares | | | |
|---|--------|---|--------|
| <i>Activos</i> | | <i>Pasivos</i> | |
| Oro, divisas y otros reservas internacionales “puras” | 15,305 | Circulación monetaria en poder del público* | 8,191 |
| Títulos públicos** | 4,493 | Circulación monetaria en poder de bancos * | 1,641 |
| Divisas contrapartida depósitos del gobierno | 0,098 | Cuenta corriente en pesos* | 1,253 |
| Creditos al sistema financiero** | 4,179 | Cuenta corriente en dólares* | 6,359 |
| Pases activos** | 4,880 | Otros* | 0,091 |
| | | Depósitos del gobierno | 0,098 |
| <p>*Pasivos monetarios (base monetaria) = 17,535 mil millones de pesos. **Activos domésticos que pueden ser vendidos para adquirir dólares = 13,552 mil millones de pesos. Cobertura de las reservas internacionales de la base monetaria = 87,3% (legalmente se requiere un mínimo del 90%).</p> | | | |
| Instituciones financieras—cantidad en miles de millones de pesos o dólares | | | |
| <i>Activos</i> | | <i>Pasivos</i> | |
| Prestamos al sector privado en pesos | 15,800 | Depósitos en pesos | 17,916 |
| Prestamos al sector privado en dólares | 35,226 | Depósitos en dólares | 47,998 |
| Prestamos al gobierno | 19,618 | | |
| Efectivo en bancos en pesos*** | 1,641 | | |
| Efectivo en bancos en dólares*** | 0,831 | | |
| Depósitos en pesos en el BCRA*** | 1,253 | | |
| Depósitos en dólares en el BCRA*** | 6,359 | | |
| Reservas en dólares en el exterior*** | 0,307 | | |
| Bono del gobierno nacional 2002*** | 2,000 | | |
| Otras reservas*** | 0,091 | | |
| <p>***Reservas bancarias = 12,841 mil millones de pesos. Relación de las reservas bancarias a los depósitos = 18,9%.</p> | | | |
| Tasas de interés para prestamos en dólares—porcentaje**** | | | |
| Tasa interbancaria diaria | 9,2 | | |
| Tasa prima | 23,3 | | |
| <p>****No existe un mercado separado para los prestamos en pesos desde el 1 de diciembre de 2001.</p> | | | |
| <p><i>Nota:</i> Algunos activos y pasivos no están enumeradas por lo tanto los activos pueden no ser iguales a los pasivos. <i>Fuente:</i> Banco Central de la República Argentina, <i>Informe Monetario Diario</i>, 18 y 19 de diciembre, 2001, en <http://www.bcra.gov.ar>. Para ver la hoja completa de balance del Banco Central ver su resumen semanal en <http://www.bcra.gov.ar/pdfs/contad/econ0200.pdf>.</p> | | | |

3. BASES PARA LA DOLARIZACIÓN: REFORMA DEL BANCO CENTRAL

Liquidación de los activos financieros y obligaciones del Banco Central. La dolarización oficial significa eliminar al peso como moneda en circulación y como unidad de cuenta. Sin una moneda nacional, no hay ninguna buena razón para mantener al Banco Central en su estado actual.

El Banco Central podría en cualquier momento haber cesado de emitir pesos con una decisión administrativa, pidiendo la devolución en todos sus pasivos monetarios y devolviendo a todos sus poseedores su valor equivalente en dólares. Eso no ha sido llevado a cabo por lo tanto indica la necesidad desde la dolarización de implementar reformas más profundas en la organización, reformas que pueden involucrar cambios en las responsabilidades del Banco Central aunque no en su personal.

El Banco Central tendría que liquidar todos sus activos financieros y obligaciones. Los depósitos de las instituciones financieras en el Banco Central pueden ser devueltas a sus propietarios o, por pedido de sus propietarios, transferidos a otro banco, ya que los bancos argentinos poseen parte de sus requerimientos de liquidez como depósitos en la sucursal de Nueva York del banco privado Deutsche Bank. Los otros activos financieros del Banco Central (propiedad del gobierno) pueden ser transferidos a cuentas de otras instituciones como bancos privados dentro de la Argentina o bancos en el exterior.

Para desalentar a los futuros gobiernos de reintroducir el peso, éste debería ser abolido como moneda de curso legal, todos los contratos en pesos deberían ser denominados en dólares (fácil dada la tasa de cambio de uno a uno) y el poder del Banco Central para emitir moneda deberá ser abolido.²⁵ El apéndice sugiere la formulación legal para esto y algunas otras propuestas relacionadas a la emisión de moneda.

En el sistema dolarizado de Ecuador, el Banco Central de ese país ha persistido debido a que la constitución obliga su existencia, y aprobar una reforma constitucional para abolir al Banco Central de Ecuador hubiera sido difícil. El Banco Central de la República Argentina existe solamente por una ley estatutaria, no por una ley constitucional, por lo tanto la reforma institucional debería ser más fácil que en Ecuador. La totalidad del Banco Central de la República Argentina debería recibir el nombre del sector de la organización que trata con la supervisión financiera, la Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias. La organización puede continuar recabando estadísticas y asegurando el cumplimiento con regulaciones prudenciales tales como los requerimientos mínimos de capital. Podrá seguir ocupando su elegante edificio en el City de Buenos Aires (su principal activo no financiero). Sin embargo, cesaría de hacer políticas monetarias. Sería como la Superintendencia de Bancos del sistema dolarizado de Panamá.

Qué hacer con las monedas. Los países oficialmente dolarizados tienen diferentes prácticas con respecto a las monedas. Algunos, como las Islas Vírgenes Británicas (que utilizan el dólar) no emiten sus propias monedas. Otros, como Panamá, emite sus propias monedas pero no mantiene ninguna reserva específica de activos extranjeros contra las monedas en circulación. Aun otros, incluyendo Ecuador, mantienen reservas en activos extranjeros en una cantidad equivalente a las monedas en circulación—en efecto, una caja de conversión ortodoxa que se aplica solamente a las monedas.

En la Argentina, las monedas en circulación era de 575 millones de pesos a fines del 2000, última fecha en la cual las estadísticas publicadas parecieran existir.²⁶ Para alejar lo más posible la tentación del gobierno de volver a emitir moneda, no debería emitir monedas, tanto sin respaldo como el caso de Panamá o con respaldo de reservas extranjeras como el caso de Ecuador. Sin embargo, la provisión de monedas existente debería mantenerse en circulación y el gobierno debería tener el poder de emitir una pequeña cantidad de monedas para reducir el stock que han sido acuñadas pero que no están en circulación. El límite de emisión de monedas del gobierno debería ser de 700 millones de pesos. Una vez llegado a ese tope, el gobierno no debería emitir más monedas para reemplazar a las viejas monedas. La gente puede utilizar monedas emitidas por el gobierno estadounidense o, tal vez, por bancos, para complementar los billetes emitidos por los bancos que en la Sección 4 se recomienda.

Remover el límite máximo de los intereses y los requisitos de liquidez. El 26 de noviembre de 2001, el Banco Central comenzó a fijar una tasa semanal de referencia para los depósitos en dólares y en pesos, basada en tasas de mercado promedio para depósitos de 30 a 59 días. Los bancos fueron golpeados con un requerimiento de reservas mínimo de 100% para las tasas de interés oferentes que excedieran 1% porcentual sobre la tasa de referencia para depósitos a plazo fijo, o más que la mitad de la tasa de referencia para cheques, ahorros y otras depósitos en cuenta corriente. El efecto es evitar que los bancos presten fondos que ganan ofreciendo tasas de interés más altas.²⁷ Las medidas adoptadas el 1° de diciembre de 2001 limitaron el interés que los bancos pueden pagar a los depósitos en pesos al nivel que éstos pagaban a los depósitos en dólares.²⁸ El efecto ha sido eliminar el mercado para préstamos en pesos, ya que la única razón para prestar pesos en vez de dólares era ganar una tasa de interés más alta como forma de compensación por la percepción del riesgo de una devaluación. Con la dolarización, no habría necesidad de límites en las tasas de interés. Ecuador las impuso cuando dolarizó como una medida política, pero como la economía elemental nos enseña, los límites en las tasas de interés impiden a algunos tomadores de crédito de obtener préstamos aun cuando ellos podrían colocar los préstamos en usos más valiosos que con los tomadores de crédito, quienes solamente están deseando pagar tasas menores. Además, las tasas de interés deberían bajar sustancialmente una vez que la dolarización resuelva el problema de incertidumbre sobre el peso y el miedo a que los depósitos en los bancos puedan ser redenominados en pesos como preludeo a la devaluación.

Los bancos en la Argentina deben mantener los requisitos mínimos de reserva en un rango de 15 a 21% contra la mayoría de los depósitos. (Técnicamente, lo que podría llamarse requisitos de reserva en los Estados Unidos son llamadas requisitos mínimos de liquidez, porque la Carta Orgánica del Banco Central prohíbe pagar intereses sobre el encaje.) El Banco Central ocasionalmente ha reducido las exigencias de liquidez temporalmente durante períodos convulsionados del sistema bancario, incluso recientemente. Actualmente, los requisitos mínimos de liquidez son del 15% al 16% para depósitos en cuenta corriente y el 21% para depósitos anteriores a las medidas tomadas por el Banco Central el 7 de diciembre, en la que impuso nuevos requerimientos para los depósitos, y el 75% para nuevos depósitos.

El requerimiento de que los bancos mantengan grandes reservas es parte de una estrategia regulatoria de mantener sus activos altamente disponibles (con una notable

excepción de crédito al gobierno). La alta liquidez es justificada por la experiencia argentina de gran volatilidad en el sistema bancario. La mayor parte de la volatilidad ha sido el resultado de las crisis monetarias potenciales o actuales y el daño que producen a la economía. El reemplazo del peso por el dólar eliminaría las crisis monetarias del peso. El gobierno no tendría la necesidad de preocuparse tanto sobre la volatilidad del sistema bancario. Podría inmediatamente reducir los requisitos de liquidez al nivel oficial de los requisitos mínimos de reserva en los Estados Unidos del 10% o aun al nivel de 0% del sistema dolarizado de Panamá.²⁹ La reducción de las exigencias permitiría a los bancos prestar más a los empresarios argentinos y particulares, ayudando a generar crecimiento económico.

La reducción o eliminación de las exigencias la eliminación del 75% de las reservas sobre los nuevos depósitos impuesto el 7 de diciembre de 2001 para desalentar a los clientes que cambien sus depósitos entre bancos. Ellos son, en efecto, un tipo de control de cambio interno, y son discutidos más adelante en la Sección 5.

4. BASES PARA LA DOLARIZACIÓN: PERMITIR A LOS BANCOS LA EMISIÓN DE BILLETES³⁰

La Argentina posee un gran potencial de reservas bancarias, pero ellas están fuera de los bancos. El sistema bancario de la Argentina ha probado ser fuerte en la presente recesión. La gran cantidad de bancos propiedad de bancos extranjeros y sucursales de bancos extranjeros, las regulaciones que requieren un alto nivel de capital y la rápida acción para clausurar a los bancos insolventes han hecho del sistema bancario argentino mucho más fuerte de lo que era cuando la crisis del “tequila” golpeó en el año 1995. Aún así, el sistema está en este momento sufriendo un stress considerable. El Cuadro 3 más arriba muestra las estadísticas claves del sistema financiero argentino al 17 de diciembre. Todas las cifras claves se han deteriorado a lo largo del 2001. Los depósitos bancarios llegaron al máximo pico de 84,9 mil millones de pesos en febrero; los pesos billete y monedas en circulación alcanzaron 14,4 mil millones en enero; las reservas bancarias (técnicamente conocidas como requerimientos de liquidez) han caído desde 18,7 mil millones de pesos (22,1% de depósitos) en febrero a 12,5 mil millones de pesos (18,9% de depósitos) al 17 de diciembre.³¹

La caída en los depósitos y en las reservas en los bancos han presionado a los bancos para aumentar las tasas de interés y reducir sus préstamos. Los préstamos ahora están alrededor de 7 mil millones por debajo de su pico de 77,8 mil millones de pesos en diciembre de 2000. La tasa de interés en dólares en la Argentina, actualmente alrededor del 23%, se puede comparar con una tasa de interés de 5% en los Estados Unidos y las tasas de préstamos comerciales de alrededor de 10% en el sistema monetario completamente dolarizado de Panamá, y 15% en el sistema monetario completamente dolarizado de Ecuador (el que tiene una menor protección sobre los derechos de los acreedores que en Panamá, más los problemas en el sistema bancario desde antes de la dolarización).

Los bancos se apoyan en las reservas (o en tasas de interés en el mercado interbancario, el que refleja la total falta de reservas) como una señal para juzgar si ellos deberían expandir o contraer el crédito. Cuando las reservas bancarias son escasas, contraen el crédito. Cuando piensan que sus reservas son más altas que lo necesario, expanden el crédito. Suponiendo que los bancos tienen algo de confianza en el futuro, y revirtiendo la reciente tendencia argentina a la declinación de las reservas bancarias llevaría, por lo tanto, a una expansión del crédito bancario y menores tasas de interés, permitiendo a los empresarios llevar a cabo proyectos que hoy en día no son redituables debido al ambiente de muy altas tasas de interés. La mayor actividad empresarial crearía fuentes de trabajo e impulsaría el crecimiento económico.

Como reservas, los bancos utilizan la base monetaria local. En el sistema monetario de la mayoría de los países, la base monetaria (también llamada como dinero de alta potencia o M0) consiste solamente de pasivos monetarios del banco central local. En la Argentina, la situación es un tanto diferente. El cambio de uno a uno entre el peso y el dólar, más la forma legal de pagar usando dólares en muchos tipos de pagos, le dan a la Argentina un sistema financiero bimonetario en el cual el dólar circula junto al peso. Por lo tanto, además de la base monetaria del peso, los dólar billete (papel moneda) en circulación son, en realidad, una potencial base monetaria suplementaria. En un sistema monetario totalmente dolarizado, la base monetaria consistiría solamente de billetes y otras pasivos monetarios emitidas por la Reserva Federal de los Estados Unidos.

Al 17 de diciembre, la base monetaria del peso era de 17.5 mil millones de pesos, de la que el público tenía 8.2 mil millones de pesos en billetes y monedas. Es imposible saber en forma precisa cuántos dólares billetes los argentinos tienen ya que los billetes dólar circulan mano en mano sin ser controlados. Sin embargo, la evidencia disponible sugiere que la tenencia de dólares billete es muy importante. El Tesoro de los Estados Unidos estimó en enero de 2000 que la tenencia de dólares billete en la Argentina tal vez sería de 25 mil millones o más.³² Eso parece razonable porque hace que la proporción entre dólares billete y la base monetaria del peso sea aproximadamente similar, en la actualidad, a la proporción de depósitos en dólares a depósitos en pesos.

Los pesos billete y las transferencias de depósitos predominan como medio de pequeños pagos, aunque los dólar billete y depósitos predominan como medio de resguardo contra una devaluación u otros riesgos.

Permitir a los bancos la emisión de dólares billetes mejorará su liquidez. Sumando la cantidad de pesos billete conocidos (los que serían reemplazados por dólares billete en un sistema dolarizado) más la probable cantidad de dólares billete que tiene el público argentino da la base monetaria total que está en poder de la gente fuera de los bancos. Esa cantidad es de alrededor de 33 mil millones de pesos (= 33 mil millones de dólares)—casi el triple del actual nivel de reservas de los bancos. Los bancos tienen un amplio espacio para ganar reservas incrementadas, si ellos pueden persuadir al público a que trasladen sus tenencias de base monetaria desde fuera de los bancos hacia adentro de los mismos. Esto lograría que parte de la base monetaria pasaría de ser potenciales reservas bancarias a ser reales reservas bancarias.

Una de las formas de trasladar la base monetaria desde fuera de los bancos a dentro de los mismos es alentando al público a que deposite sus dólares billete emitidos por la Reserva Federal. El público utilizaría menos billetes y más transferencia de depósitos, como cheques, como forma de pago. El gobierno está actualmente tratando esta política como una forma de reducir la evasión fiscal. Desafortunadamente, esta política parece estar hiriendo la economía porque las pequeñas transacciones a través de cuentas bancarias son frecuentemente menos convenientes que las transacciones en efectivo.

Otra forma de trasladar la base monetaria desde fuera de los bancos hacia adentro sería permitir a los bancos en la Argentina a emitir sus propios billetes (papel moneda), denominada en dólares. Los billetes bancarios deberían ser denominados en dólares y no en pesos. Esto eliminaría los temores a una devaluación. Ante la demanda por parte de los tenedores de billetes bancarios denominados en dólares, éstos serían pagados en billetes emitidos por la Reserva Federal de los Estados Unidos o en algún otro activo externo que sea aceptable para las personas que quieran rescatar dichos billetes. Los billetes emitidos por los bancos serían muy similares a los *traveler's checks*. La gente aceptaría los billetes si tuvieran confianza en el emisor y los rechazarían si no la tuvieran y siempre tendrían la opción de continuar utilizando billete dólar emitidos por la Reserva Federal de los Estados Unidos. La emisión competitiva de billetes emitidos por los bancos tiene una larga historia y es conocida por los economistas como *banca libre*.

Los bancos incrementarían su *provisión* de reservas disponibles en la medida en que el público deseara aceptar billetes emitidos por bancos a cambio de billetes emitidos por la

Reserva Federal. Los billetes emitidos por bancos también reducirían la demanda de reservas por parte éstos. En un sistema monetario que utiliza el dólar, pero en el cual a los bancos no se les permite emitir billetes, cuando los depositantes desean cambiar sus depósitos por billetes, los bancos deben darles billetes de la Reserva Federal. Los bancos llaman a estas reservas “efectivo para uso corriente”. Cuando un depositante desea convertir un depósito de 100 dólares en billete dólar de 100 dólares, su banco pierde 100 dólares de reservas. Si los depositantes desearan aceptar billetes emitidos por bancos, la conversión de los depósitos a billetes no se perderían reservas, tanto como resulta en una pérdida de reservas al cambiar fondos desde una cuenta corriente a un certificado de depósito dentro del mismo banco.

Los bancos acumularían billetes emitidos por la Reserva Federal cuando el público viniera a depositarlos y pondrían sus propios billetes en circulación, al desembolsar sus propios billetes en vez de los billetes de la Reserva Federal cuando los depositantes desearan convertir los depósitos en billetes. Una vez más, los depositantes tendrían siempre la opción de solicitar billetes de la Reserva Federal en vez de billetes bancarios si lo desearan. Si hubiera suficiente confianza en los billetes emitidos por los bancos, la provisión de billetes de la Reserva Federal gradualmente serían reemplazados por los billetes en dólares emitidos por los bancos.

El señoreaje (ganancia) para el gobierno argentino por la emisión de billetes es del orden de 400 millones de pesos anuales, aunque ha estado disminuyendo por la disminución del peso billete.³³ Bajo un sistema de billetes emitidos por los bancos, esa ganancia devengaría a los bancos comerciales más que al gobierno. Finalmente, las ganancias por la emisión de billetes tendería a reducir las ganancias a cero, y volcadas a los clientes en forma de menores costos y mejores servicios. La gran ventaja de la dolarización bajo el sistema de banca libre, en contraste con la dolarización convencional, es que el señoreaje, o su equivalente en beneficios a los clientes, permanecería en la Argentina y no iría a la Reserva Federal.

El hecho de permitir a los bancos a emitir billetes denominados en dólares y la revocación del poder del Banco Central de emitir pesos tendría un efecto poderoso para hacer más flexible la política monetaria, reduciendo las tasas de interés. La política monetaria es más flexible en los Estados Unidos, Panamá y Ecuador que en la Argentina porque la percepción del riesgo de devaluación no existe. En la Argentina, las medidas propuestas aquí harían que la política monetaria fuera más flexible a través de las siguientes medidas:

- La eliminación del peso eliminaría el riesgo monetario.
- La eliminación de los requerimientos de reservas permitiría a los bancos dar más créditos sobre la base de una cantidad de reservas dada, si es considerada prudente.
- La autorización a los bancos para que emitan billetes denominados en dólares los ayudaría a aumentar sus reservas disponibles, “capturando” algunas de los billetes de la Reserva Federal, que en este momento están retenidos por los argentinos, y permitiría reemplazarlos por billetes bancarios.
- La autorización a los bancos para emitir billetes denominados en dólares reduciría la demanda de reservas de los bancos debido a la disminución de su necesidad por billetes de la Reserva Federal como efectivo para uso corriente.

- El aumento de confianza que resultaría de la eliminación del peso podría llevar a que los depositantes a que traigan los depósitos que salieron del sistema bancario argentino en los últimos meses. Algo similar sucedió en Ecuador luego de su dolarización en el 2000.

Con una magnitud tal que la caída generalizada de los precios en la Argentina es el resultado de la política monetaria de los Estados Unidos más que de las políticas domésticas que desalientan el crecimiento, las medidas propuestas aquí serían fuertemente anti-deflacionarias.

La emisión de billetes bancarios no es nada nuevo. La autorización para que los bancos emitan sus propios billetes parece increíble o por lo menos una novela, pero no es ni lo uno ni lo otro. Muchas firmas financieras ya emiten cheques de viaje, que parecen moneda aunque no pueden pasarse de mano en mano sin ser endosados. Antes del siglo XX, los bancos comerciales emitían sus propios billetes en la mayoría de los países financieramente avanzados de la época—casi 60 países en total. Las múltiples marcas de billetes no confundían a la gente como tampoco lo hacen las distintas marcas de cheques de viaje, tarjetas de crédito o depósitos bancarios de hoy en día. Los gobiernos no se hicieron cargo de la emisión de billetes porque los bancos comerciales no lo estuvieran haciendo bien, sino porque los gobiernos querían las ganancias para ellos. Los antecedentes de la emisión privada de billetes fue generalmente buena.³⁴ En algunos países los errores bancarios causaron pérdidas a los tenedores de billetes, pero las pérdidas fueron pequeñas comparadas con las pérdidas infligidas por los bancos centrales que se encargaron más tarde de la emisión de los mismos.

La Argentina fue uno de los países que tuvo emisión de billetes por parte de los bancos comerciales en los 1880. La Argentina tuvo una experiencia poco feliz porque cometió una serie de errores. Uno fue que los billetes bancarios eran redimibles por pesos emitidos por el gobierno, una moneda depreciada, con ninguna conexión con nada, en vez de en una unidad internacional tal como el oro o la libra esterlina. Otro error fue que se le requirió a los bancos mantener bonos del gobierno argentino como condición para emitir billetes. Para comprar bonos, los bancos los tuvieron que pagar en oro. El gobierno no utilizó el oro para reestablecer una tasa asociada al oro para sus propios billetes sino para pagar su deuda externa (la que estaba denominada en oro o en monedas asociadas al oro). La moneda no confiable emitida por el gobierno fue el tambaleante cimiento del sistema financiero de la era. El default de la deuda externa del gobierno en 1890 fue el disparador de una crisis monetaria y bancaria.³⁵ El gobierno reaccionó prohibiendo la emisión bancaria de billetes y estableciendo la Caja de Conversión en 1892. En 1902, la Caja comenzó a operar como una caja de convertibilidad brindándole a la Argentina uno de sus pocos períodos de estabilidad monetaria, y continuó haciéndolo hasta que estalló la Primera Guerra Mundial en 1914.

Estados Unidos fue otro de los países en los cuales las restricciones de los bancos en la emisión le significó una inmerecida crítica. Los bancos estadounidenses no estaban autorizados a establecer sucursales entre estados o en la mayoría de los casos aun dentro de los mismos estados. Como consecuencia, el sistema bancario consistía de miles de pequeños, y frecuentemente débiles, bancos en vez de un menor número de bancos grandes y fuertes como existían en Canadá y otros países que no restringían la banca de sucursales. Estos miles de bancos, al contrario de Canadá, significaban miles de variedades de billetes bancarios y mayores pérdidas proporcionales a los tenedores de billetes por fallas de los

bancos. Además, a los autorizados por los Estados les fue requerido que respaldaran los billetes en dólares que ellos emitían con bonos de baja calidad emitidos por los Estados. Esto fue una fórmula para provocar problemas en la calidad bancaria y monetaria. Los países que no cometieron los errores regulatorios que la Argentina y los Estados Unidos sí hicieron tuvieron experiencias mucho más felices.³⁶

Los bancos serán capaces de inducir al público a aceptar billetes bancarios. El incentivo para que los bancos emitan billetes es evidente; proveer de billetes al público cambia de ser un costo, como lo es en la actualidad, a ser una fuente de ganancias. ¿Pero qué incentivo tendría el público con el uso de billetes bancarios?

Una gran ventaja de los billetes bancarios, al contrario de los billetes en pesos emitidos por el Banco Central de la República Argentina, sería la menor percepción de riesgo. Los billetes bancarios denominados en dólares no serían tan temidos ante una devaluación, el motivo es que los bancos comerciales no están protegidos por la inmunidad soberana como lo es el Banco Central. Por lo tanto, si un banco comercial rompiera su promesa de rescatar uno de sus dólares por un dólar estadounidense, el tenedor del billete del banco comercial podría iniciar juicio al banco. Además, las fuerzas competitivas del mercado empujarían a los bancos a mantener sus compromisos. Finalmente, si la gente pensara que hubiera la posibilidad que un banco no cumpliera con sus compromisos, cambiaría a billetes bancarios denominados en dólares de otro banco. Por lo tanto, los incentivos en el mercado y el sistema legal garantizarían la calidad del compromiso de cumplimiento bajo un sistema de banca libre más aun que bajo un sistema de caja de convertibilidad.

Los bancos extranjeros que tienen no tanto sucursales sino subsidiarias en la Argentina podrían incrementar el valor de sus billetes respaldándolos con el banco en su totalidad y no solo con el respaldo de las subsidiarias argentinas.³⁷ El hecho de que los billetes sean respaldados por el banco en su totalidad podría ayudar a los bancos a utilizar sus billetes como moneda internacional en otros países dolarizados o en cualquier otra parte donde la gente quisiera tener billetes denominadas en dólares.³⁸

Los billetes denominados en dólares emitidos por los bancos podrían ofrecer tres características que los podrían hacer más atractivos para el público que los billetes de la Reserva Federal. Una de ellas es su más alta calidad. Los billetes de la Reserva Federal que se encuentran en circulación en la Argentina están más gastados que lo habitual y los billetes de baja denominación son escasos. La segunda característica de los billetes emitidos por los bancos es que podrían ofrecer características de diseño tales como letras en español y símbolos locales, que atraerían más a los argentinos que las características de diseño de los billetes de la Reserva Federal. La tercera característica de los billetes emitidos por los bancos podría ser la de ofrecer una rebaja o billetes de lotería. Los bancos podrían devolver efectivo a los comerciantes que acepten y paguen con sus billetes, así como las compañías de tarjetas de crédito ofrecen incentivos a los comerciantes para que acepten sus tarjetas de crédito. La competencia tiende a pasar las rebajas desde los comerciantes hacia los clientes en la forma de menores precios. La idea del pagos de lotería, que se ha sido sugerido pero nunca fue puesto en práctica, es que los billetes bancarios serían permanentemente como billetes de lotería. Cada tanto los bancos anunciarían que quien tuviera un billete con un número de serie ganador, a ser entregado al azar, recibiría un pago especial.³⁹ La característica de pagos por lotería sería un tipo de sustituto de pago de interés

sobre los billetes, ya que, al contrario del caso de los depósitos, el emisor de los billetes no sabe por cuánto tiempo una persona en particular ha tenido el mismo.

Los bancos pondrán sus billetes en circulación pagándolos a sus clientes por medio de cajeros automáticos y en mostrador. Históricamente, el público ha aceptado rápidamente los billetes de bancos privados de alta calidad en los sistemas de banca libre. En Escocia, en la actualidad, el Banco de Escocia, el Banco Real de Escocia y el Clydesdale Bank emiten billetes junto con el banco central, es decir, el Banco de Inglaterra. En Irlanda del Norte, el Allied Irish Banks, el Bank of Ireland, el Northern Bank y el Ulster Bank emiten billetes junto con las billetes del Banco de Inglaterra. Los clientes aceptan los billetes emitidos por los bancos y pocas veces piden que los bancos les paguen, en vez, con billetes del Banco de Inglaterra (el banco central británico). En Hong Kong, HSBC (Hong Kong y Shanghai Banking Corporation), el Standard Chartered Bank y el Banco de China emiten marcas separadas de billetes como agentes de la Autoridad Monetaria de Hong Kong.⁴⁰

Preguntas comunes acerca de cómo funciona un sistema de billetes emitidos por bancos. Una amplia experiencia histórica indica que el permitir a los bancos argentinos emitir billetes, bajo las mismas regulaciones que las referidas a los depósitos, no causaría ningún problema en particular. Nuevamente, el público actualmente acepta como forma de pago múltiples marcas de cheques de viaje, tarjetas de crédito y de débito. La autorización a los bancos para que emitan sus propios billetes sería simplemente un ampliación de la competencia que ya existe en otras esferas. Los argentinos ya aceptan tanto los pesos billete emitidos por el Banco Central de la República Argentina como dólares billetes emitidos por la Reserva Federal, por lo tanto ya existe un grado de competencia entre billetes.

Los trabajos realizados sobre un sistema de emisión de billetes por parte de los bancos ha sido tema de investigación teórica e histórica.⁴¹ No es necesario repetir acá lo logrado en esa investigación, excepto el responder brevemente a algunas pocas preguntas que comúnmente se formulan. Las respuestas también se aplican a las monedas, si los bancos decidieran emitirlas en competencia con las monedas estadounidenses.

Quién emitiría los billetes? Cualquier banco podría tratar de emitir billetes, pero su éxito dependería de el éxito que tuviera en ganar la aceptación pública. La emisión competitiva de billetes, así como la competencia por los depósitos bancarios, es un negocio costoso. Los bancos no pueden imprimir billetes y esperar que ellos circulen. Para conquistar la aceptación del público requeriría por parte de los bancos que se aseguren que el público los conozca, tenga confianza en ellos, y pueda usar los billetes convenientemente. Esto requeriría de campañas comerciales, asegurar una reputación por el rápido rescate en billetes de la Reserva Federal u otros activos acordes y, tal vez, abrir más sucursales para emitir billetes y rescate de los mismos. Una emisión de billetes correctamente realizada puede ser redituable para una banca comercial competitiva, pero no es la bonanza de la que un monopolio, tal como el banco central, pueda disfrutar.

La experiencia histórica de sistemas de banca libre ha sido que la emisión de billetes, como el negocio de los depósitos, ha sido dominada por los bancos más grandes. Los pequeños bancos no tienen necesidad de emitir billetes si ellos no pueden alcanzar la economía de escala necesaria, en vez, podrían hacer acuerdos para utilizar billetes de uno o más bancos emisores a cambio de una participación de las ganancias. Los bancos que no emiten billetes tendrían siempre la opción de pagar a sus clientes con billetes de la Reserva

Federal en lugar de billetes emitidos por bancos. Como alternativa, los bancos pequeños o que enfrentan otras desventajas para competir con los líderes del mercado pueden querer formar consorcios con el respaldo del apoyo financiero de todos sus miembros, como los consorcios que emiten tarjetas de crédito.

Que sucedería con los tenedores de billetes si los bancos quebraran? Los billetes emitidos por bancos, como los depósitos bancarios, reclamarían sobre los activos de los bancos que quebraran. En algunos países donde los bancos han emitido billetes, las leyes locales les han requerido que mantengan reservas especiales contra los billetes o le han dado a los billetes prioridad sobre los depósitos como reclamo a los activos de un banco quebrado. No existe una motivo en particular por el que los billetes debieran tener prioridad. Si el público no confiara en los billetes emitidos por los bancos, tendría la opción de utilizar los billetes emitidos por la Reserva Federal.

Históricamente la quiebra de los bancos que ocasionaron grandes pérdidas a los tenedores de billetes y depositantes no estaban frecuentemente en sistemas monetarios donde los bancos emitían sus propios billetes y no enfrentaban pesadas restricciones regulatorias.⁴² Una de las supuestas ventajas de la banca centralizada es que un banco central puede actuar como un “prestamista de última instancia” para rescatar a los bancos comerciales. Pero los rescates de los bancos centrales no son gratuitos, y en la práctica han alentado malas prácticas bancarias y que han sido enormemente costosas para los contribuyentes alrededor del mundo. La Argentina tiene el record más costoso de quiebras en el sistema bancario que se registra, como un porcentaje de PBI: las quiebras desde 1980-82 causaron pérdidas estimadas del 55% del PBI, muchas de las cuales fueron pagadas por los contribuyentes. Por el contrario, bajo el sistema de convertibilidad, el que redujo en gran parte la capacidad del Banco Central de rescatar a los bancos comerciales, los problemas bancarios de la Argentina de 1995 se estima⁴³ que han costado sólo 1,6% del PBI. La capacidad de los bancos centrales para actuar como prestamistas de última instancia ha llevado a una banca menos estable por la creación de pasivos abiertos para los contribuyentes.

¿Cuán estable sería el sistema? Los cambios a gran escala como consecuencia de la crisis del “tequila” en 1995, hizo que, con la clausura de bancos estatales débiles y de unos pocos bancos privados que no se adecuaban a los nuevos tiempos, fuera más estable el sistema bancario argentino. En el curso del año pasado, el sistema bancario ha soportado presiones que hubieran hecho quebrar muchos sistemas bancarios en otros lugares. Bancos como el Citibank, Deutsche Bank y el HSBC están en un situación financiera mejor que el gobierno argentino, por lo tanto el público confiarían más en ellos que en el gobierno como emisores de moneda. Si los bancos estuvieran autorizados a emitir su propios billetes, un cambio en la demanda del público para tener billetes (en oposición a depósitos) podría ser satisfecha con el incremento de la emisión de billetes bancarios. Las reservas de los bancos se mantendrían sin cambios. Por el contrario, bajo el sistema actual, un cambio en la demanda del público por tener billetes cambia las reservas bancarias porque los billetes son “dinero de alto potencia”. En ese sentido, el sistema actual es menos estable que lo que sería un sistema de billetes emitidos por los bancos.

Podrían el fraude y la falsificación ser grandes problemas? Por fraude nosotros significamos a los bancos establecidos con la intención de estafar al público con la emisión de billetes y luego huir con los activos. La falsificación no parece ser ahora un gran

problema en la Argentina. Si los bancos emitieran sus propios billetes, parecería ser menos problema porque la emisión de billetes competitiva tiende a volver al mostrador del emisor para su inspección más seguido que los billetes emitidos en forma monopólica (particularmente los billetes de la Reserva Federal, en el caso de la Argentina, ya que ésta lejos de los Estados Unidos). Las falsificaciones son más fáciles de rastrear con la fuente cuanto más corto es el tiempo que ellas circulan antes de pasar por las manos de un cajero de un banco o una máquina seleccionadora de billetes. La existencia de múltiples clases de billetes en Hong Kong, Escocia e Irlanda del Norte no parece haber incrementado los problemas de falsificación comparado con los países donde sólo circulan extensamente billetes del banco central.

¿Qué limitaría a la capacidad de inflación del sistema? Algunas personas piensan que los billetes emitidos por los bancos podrían crear inflación sin límite. El desentendimiento surge porque la gente desconoce la diferencia entre los billetes emitidos de manera monopólica por los bancos centrales y los billetes emitidos competitivamente por bancos comerciales. Los billetes emitidos por un banco central son de curso legal, es decir, la gente en el país que tiene un banco central les es requerido a que los acepten como forma de pago. Las leyes que rigen el curso forzoso privan a la gente de elegir el uso de mejores monedas, exigiendo el uso de la moneda local sin importar cuanta inflación ella sufra. Más aún, los bancos centrales no pueden ser juzgados por devaluar. La emisión de billetes por parte de los bancos comerciales no serían de uso obligatorio, por lo tanto, si los bancos no mantuvieran la promesa de rescatarlos en dólares, estarían sujetos tanto a una pérdida en el mercado como a juicios. El sistema por el cual los bancos tendrían que mantener su promesa es el sistema de clearing. Los bancos presentarían al pago los billetes de bancos rivales a través del sistema de clearing, como lo hacen ahora con los cheques y como lo han hecho históricamente en los sistemas de billetes emitidos por bancos.⁴⁴

¿Podría una inyección de las reservas bancarias causar una explosión de alta inflación? Si los billetes emitidos por los bancos incrementaran sustancialmente las reservas desplazando a los billetes de la Reserva Federal en circulación en la Argentina, el aumento de las reservas alentaría a los bancos a expandir el crédito. La caída general de precios de la Argentina probablemente llevaría al aumento de precios. La inflación quedaría en un solo dígito, porque el dólar es una moneda de baja inflación y la Argentina sustancialmente no está perfectamente integrada al mercado financiero mundial. Los bancos extranjeros que juegan un importante rol en el sistema bancario argentino buscan las oportunidades más redituables en todo el mundo. Éstos pueden fácilmente prestar en cualquier lugar, no sólo en la Argentina, por lo tanto una duplicación de sus reservas en la Argentina no significaría que los bancos duplicaran los préstamos allí. Aun para los bancos argentinos, las oportunidades de préstamos en el mercado doméstico compiten con las oportunidades de préstamos en el exterior, tales como la compra de bonos externos.

¿La actual pérdida de confianza en los bancos podría continuar con la dolarización? La experiencia de Ecuador, analizada en la próxima sección, ofrece una evidencia alentadora de que la dolarización oficial ayudaría rápidamente a restaurar la confianza en los bancos.

5. BASES PARA LA DOLARIZACIÓN: ELIMINACIÓN RÁPIDO DEL CONTROL DE CAMBIOS

Los controles de cambio reflejan problemas con el peso. La Argentina tiene control de cambios desde hace varios meses. Como hemos mencionado, el gobierno estableció, el 19 de junio de 2001, una tasa preferencial de cambio para el comercio exterior. Esta tasa favorece a los exportadores en detrimento de los importadores. Esta medida no ha fomentado las exportaciones ya que las mismas se han expandido al mismo ritmo que antes de que se tomara la medida.

El 1° de diciembre el gobierno impuso restricciones al retiro de moneda del sistema bancario y a la transferencia de fondos fuera de la Argentina. Las regulaciones limitan el retiro de depósitos a 1.000 dólares por mes o 250 semanales. El 17 de diciembre el gobierno anunció un incremento en el límite de extracción hasta los 1.500 dólares. La transferencia de fondos hacia el exterior esta sujeta a la aprobación del Banco Central. Para reducir la evasión de impuestos, la nueva regulación requiere que todo pago que exceda los 1.000 pesos sea realizado a través de medios electrónicos en lugar de hacerlo con dinero en efectivo.⁴⁵

El principal objetivo de las regulaciones de diciembre fue detener el retiro de efectivo que venía ocurriendo debido al temor de una devaluación y al posible congelamiento de los depósitos. Bajo esta regulación, las personas pueden trasladar sus fondos de un banco a otro dentro del sistema bancario argentino. Temiendo el debilitamiento de algunos bancos, el 7 de diciembre el Banco Central emitió una nueva directiva que desalentaba el traslado de fondo. Los nuevos depósitos están sujetos a un requisito de liquidez del 75%.⁴⁶ En combinación, las regulaciones del 1 y del 7 de diciembre representan una situación muy similar al congelamiento total de depósitos impuestos en 1982 y 1989. Un congelamiento es de lejos más perjudicial que una restricción de retirar depósitos, ya que un congelamiento inmoviliza completamente los fondos.

La experiencia argentina reciente con los controles de cambio es solo la última de muchos episodios históricos. Como en los anteriores, el mismo será negativo si el gobierno continúa con sus políticas actuales. Si las personas piensan que el gobierno congelará sus depósitos, transferirán su dinero bajo sus colchones, a bancos extranjeros, o en otros activos. El índice Merval rozó el 20% en la primera semana de diciembre cuando los ahorristas buscaron transferir su dinero desde las cuentas bancarias hacia el mercado de acciones y bonos.⁴⁷

Los controles de cambio no son necesarios cuando existe confianza. Hasta hace poco tiempo la Argentina no tuvo y no necesitaba control de cambio porque había suficiente confianza en la moneda. Se ha sostenido que Argentina necesitaría mantener por un largo periodo el control de cambio sin importar que tipo de control monetario se elija.⁴⁸ Las reformas propuestas en este trabajo harían posible remover los controles de cambio prontamente si el gobierno se mueve rápidamente para implementar reformas.

Eliminando el peso y reemplazándolo por el dólar a una tasa de 1 peso = 1 dólar aseguraría a los depositantes que el gobierno no devaluará sus depósitos. No hay forma de determinar con precisión que parte de la demanda de billetes puede ser satisfecha con

billetes emitidos por los bancos y que parte puede ser satisfecha con billetes de la Reserva Federal. Sin embargo, la experiencia histórica de sistemas bancarios sin controles indica que, generalmente, gran parte de la demanda de billetes puede ser satisfecha por billetes emitidos por los bancos.

La experiencia de dolarización de Ecuador ofrece evidencia en este sentido. Ecuador tenía una banda de flotación cambiaria de su moneda, el Sucre; en enero de 1999 la devaluación de Brasil provocó un ataque especulativo que generó una rápida depreciación del sucre y un retiro de dinero de los bancos comerciales.⁴⁹ El Banco Central podría haberlos rescatado imprimiendo sucres, pero esta medida hubiese aumentado la inflación. En su lugar, el gobierno congeló los depósitos bancarios y tomó control de los bancos insolventes. Debido a que los ecuatorianos no tenían confianza en el sucre, continuaron reduciendo sus depósitos bancarios. La inflación y los retiros redujeron depósitos del equivalente de 3,6 mil millones dólares a finales de 1998 a 2,5 mil millones dólares a finales de 1999. Los intereses bancarios de corto plazo se incrementaron del 60% el 17 de noviembre hasta un 150% el 23 de noviembre. El sucre se depreció de 7.000 a 20.000 por dólar en 1999, y durante la primera semana de enero 2001 se depreció desde los 21.000 por dólar llegando hasta los 28.000. Además de los problemas con el tipo de cambio, Ecuador se declaró el default de su deuda externa el 30 de septiembre de 2000.

El 9 de enero de 2000, el presidente de Ecuador anunció la intención de establecer la dolarización a una tasa de cambio de 25.000 sucres por dólar. La propuesta de dolarización se convirtió en ley el 13 de marzo. En abril, los depósitos comenzaron a volver al sistema bancario, incluso a los bancos insolventes cuyo control había sido tomado por el Estado. Los depósitos totales en las instituciones financieras pasaron de los 2,3 mil millones dólares en marzo de 2000; a los 3,3 mil millones dólares el 21 de noviembre (ver Cuadro 4). Los depósitos en cuenta corriente, que son los más sensibles a las expectativas, eran 700 millones de dólares en diciembre de 1999 y pasaron a los 650 millones de dólares en enero 2000; en noviembre de 2001 eran casi 1,7 mil millones dólares. El gobierno ha descongelado los depósitos por etapas; el principal propósito del congelamiento fue prevenir los retiros de los bancos propiedad del gobierno.⁵⁰ El gobierno también renegoció su deuda externa.

Si el gobierno argentino o los bancos temen un retiro masivo de depósitos, los bancos podrían tomar decisiones individuales sobre como reanudar la conversión de depósitos hacia la base monetaria en dólares (en la medida que el público debería aceptar billetes emitidos por los bancos, no debería haber problemas con continuar con la conversión de depósitos en billetes, y esta es una razón importante para permitir que los bancos emitan billetes). Después del período de los 90 días, se podría permitir a los bancos continuar con la suspensión de la conversión por 90 días mas asegurando que paguen un tasa de interés a los depositantes, por ejemplo, una tasa un 3% superior a la que recibían previamente. El pago de este premio cesaría cuando el banco reanude la conversión de depósitos a la base monetaria en dólares. En el futuro, los bancos podrían incluir una “cláusula opcional” en sus contratos con los depositantes permitiéndoles suspender la conversión a la base monetaria, en retorno ellos deberían pagar una tasa de interés como multa. Unos pocos sistemas bancarios libres tienen cláusulas opcionales, y aunque raramente usadas, ellas proveen a los bancos solventes pero sin liquidez de una forma de ganar tiempo para volver a tener mayor liquidez.⁵¹

Cuadro 4. Principales indicadores económicos del Ecuador, 1998-2001

| | 1998 | 1999 | 2000 | 2001* |
|--|-------|--------|--------|--------|
| Tasa de cambio, f.p. (sucres por dólar) | 6.825 | 20.242 | 25.000 | NA |
| PBI (en miles de millones de dólares) | 19,7 | 13,8 | 13,6 | 17,8e |
| Crecimiento real del PBI per capita (%) | -1,6 | -9,0 | 0,4 | 2,7e |
| Inflación (precios al consumidor, %) | 43,4 | 60,7 | 91,0 | 24,6 |
| Inflación (precios mayoristas, %) | 26,8 | 186,9 | 64,9 | -3,3 |
| Tasa de desempleo, f.p. (%) | 11,5 | 15,1a | 10,3a | 9,5-a |
| Exportaciones (en miles de millones de dólares) | 4,2 | 4,5 | 4,9 | 4,5b |
| Importaciones (c.i.f., en miles de millones de dólares) | 4,5 | 2,7 | 3,4 | 4,7b |
| Base monetaria, f (en miles de millones de dólares) | 0,834 | 0,770 | 0,261c | 0,174c |
| Reservas internacionales netas, f.p. (en miles de millones de dólares) | 1,965 | 0,809 | 0,990 | 1,038 |
| Depósitos bancarios en sucres, f.p. (en miles de millones de dólares) | 2,203 | 0,972 | NA | NA |
| Depósitos bancarios en dólares, f.p. (en miles de millones de dólares) | 1,42d | 1,527d | 2,894 | 3,308 |
| Tasa bancaria del mercado, f.p. (%) | 48,5 | 151 | 4,4 | 2,0 |
| Tasa prestamos, sucres, f.p. (%) | 60,53 | 72,63 | NA | NA |
| Tasa prestamos, dólares, f.p. (%) | 16,11 | 16,61 | 14,52 | 14,66 |
| Recaudación del gobierno (en miles de millones de dólares) | 3,28 | 2,71 | 3,06 | 3,93p |
| Gasto del gobierno (en miles de millones de dólares) | 3,22 | 2,80 | 2,97 | 3,93p |
| Deuda del gobierno (en miles de millones de dólares) | 13,1 | 13,8 | 13,1 | 11,2 |
| Tasa de riesgo país, f.p. (%) | 16,31 | 33,53 | 14,15 | 12,42 |

Notas: *Última información o pronóstico disponible, de una variedad de datos. a = Guayaquil y Quito; b = última información mensual sobre el año; c = porción de la base monetaria emitida por el Banco Central de Ecuador se ha achicado a monedas debido a la dolarización; c.i.f. = transporte, seguro y flete; d = nuestra elección de varios números del *Boletín de Coyuntura*, que por alguna razón muestra una variación grande de números aquí; f.p. = fin del período; p = pronóstico oficial; NA = no disponible o no aplicable. Cantidades en dolares o sucres son en unidades nominales (cantidades nominales para el año en cuestión, no ajustado por inflación). Las reservas internacionales netas son del Banco Central. El gobierno es el gobierno nacional solamente. Dolarización a una tasa de cambio de 25,000 sucres por dólar fue anunciada en 9 de enero de 2000 y se convirtió en Ley el 13 de marzo.

Fuentes: Banco Central del Ecuador, varios numeros del *Boletín de Coyuntura*, en <<http://www.bec.fin.ec>>; Ministerio de Economía y Finanzas, <<http://minfinanzas.ec-gov.net/>>; Fondo Monetario Internacional, *Estadísticas Financieras Internacionales*, Octubre 2001; J. P. Morgan Emerging Markets Bond Index Plus (riesgo país).

6. BASES PARA LA DOLARIZACIÓN: OTROS ASPECTOS

Cesar la emisión de bonos del gobierno que circulan como billetes. Cuando no hay fondos para pagar los sueldos de los trabajadores, los gobiernos provinciales de la Argentina han emitido bonos que circulan con normalidad, a veces con el valor nominal, a veces con descuento. Los bonos recientemente emitidos por la provincia de Buenos Aires, la provincia más populosa y económicamente más importante, se llaman Patacones (Bonos de Cancelación de Obligaciones de la Provincia de Buenos Aires).⁵² Para consolidar los bonos provinciales, el gobierno ha emitido las Letras de Cancelación de Obligaciones Provinciales (Lecops). Un acuerdo del 15 de noviembre entre el gobierno federal y las provincias permitió que el gobierno federal pagara el dinero que debe actualmente a las provincias y el 40% de la coparticipación federal futura en Lecops. Las provincias, que como el gobierno federal están en dificultades financieras, utilizan Lecops para pagar a sus empleados, que en muchos casos no han recibido sus salarios por varios meses. El total de Lecops y de bonos en circulación es cerca de 2,5 mil millones de pesos. En el pasado, los bonos han tendido a perder valor en relación a la moneda regular.

El peligro de los bonos es que amplían la oferta monetaria lo cual aplicará mayor presión para que el gobierno devalúe y poder recuperar los Lecops en pesos al valor nominal. Los Lecops deben ser retirados. El desarrollo económico que la dolarización y otras medidas pueden ayudar a generar reducirán la necesidad de emitir bonos que circulan como moneda por parte de los gobiernos federales y provinciales.

Vender el Banco de la Nación Argentina. Las medidas mencionadas previamente pueden tomarse en forma inmediata. Un paso que tomaría más tiempo sería vender el Banco de la Nación Argentina (Banco Nación), el banco mas grande del país. Tiene 14,5% de todos los depósitos del sistema bancario. Desde su fundación en 1891, el Banco Nación se ha involucrado estrechamente con las finanzas del gobierno por lo que ha menudo es difícil trazar una línea entre el banco y el gobierno. La venta de Banco Nación haría que el sistema financiero sea mas eficiente y permitiría mejorar el presupuesto del gobierno generando ganancias de su privatización. Una reciente investigación sobre los bancos provinciales que fueron privatizados en los años 90, indica que se han reducido sustancialmente sus préstamos incumplidos, han bajado sus costos administrativos y han reducido los préstamos políticos a las empresas públicas. Por lo tanto, son mucho más sólidos y menos capaces de imponer una carga a los contribuyentes de lo que lo eran antes de su privatización.⁵³ La evidencia de otros países también indica que, como un estudio reciente del Banco Mundial afirma, “las autoridades en los países en vías de desarrollo necesitan generalmente reducir su papel de propietarios” en los bancos.⁵⁴

Otra razón para vender el Banco Nación es que si los bancos son autorizados a emitir billetes, según se propone aquí, el status especial del Banco Nación como banco del Estado puede hacer de el un vehículo para reestablecer un sistema bancario centralizado. La Argentina ha tenido bastantes problemas con el sistema bancario centralizado y no hay necesidad de volver al mismo.

No existen obstáculos constitucionales. A diferencia de otros países, no hay nada escrito en la Constitución Argentina que estipule que debe haber un Banco Central o una moneda emitida nacionalmente. De hecho, debido a que la Constitución tiene sus orígenes

en el siglo XIX, cuando la emisión de moneda por múltiples bancos se extendía alrededor del mundo, la Constitución contempla la posibilidad de emisores múltiples.

El artículo 75 de la Constitución se ocupa de las prerrogativas del Congreso de la Argentina. El párrafo 6 otorga al Congreso la potestad de “*Establecer y reglamentar un banco federal con facultad de emitir moneda, así como otros bancos nacionales*”. Sin embargo, la Constitución contempla explícitamente la posibilidad de emisores múltiples de billetes en el artículo 126, que indica que “*Las provincias...[n]o pueden...acuñar moneda; ni establecer bancos con facultades de emitir billetes, sin autorización del Congreso Federal*”. Implícitamente, el gobierno federal puede autorizar a los bancos a emitir billetes, o puede autorizar a las provincias a alquilar a bancos privados o bancos propiedad del gobierno a emitir notas.

El párrafo 11 del artículo 75 otorga al Congreso la prerrogativa de “*Hacer sellar moneda, fijar su valor y el de las extranjeras*”. Se debe tener en cuenta que la Constitución deja abierta la posibilidad de que el Congreso pueda decidir no tener moneda emitida por el gobierno.

La Ley de Entidades Financieras no menciona la emisión de billetes como una prerrogativa de los bancos comerciales o de otras instituciones financieras. La Carta Orgánica del Banco Central da la prerrogativa al Banco Central para emitir billetes pero no indica que tal prerrogativa es un monopolio. Puede ser posible otorgar a los bancos comerciales la libertad para emitir billetes con decisiones administrativas, sin cambiar ninguna de las leyes existentes. Como fue mencionado previamente, sería deseable eliminar cualquier papel del Banco Central como emisor de moneda, lo cual requeriría enmendar la Carta Orgánica del Banco Central.⁵⁵

7. ALGUNAS OBJECIONES A LA DOLARIZACIÓN

Este estudio ya ha analizado algunas de las objeciones a la dolarización oficial, sin embargo existen otras pocas que se realizan a menudo que merecen ser contestadas.⁵⁶

La Argentina no reúne ciertas precondiciones para dolarizar. Al igual que en el caso de la discusión sobre las cajas de conversión a comienzos de los 90s, se ha sostenido que la dolarización implica un número de condiciones previas, tales como mayor confianza en el sistema financiero o mejores finanzas del gobierno. Al igual que el caso de la discusión anterior, la experiencia ha mostrado que este argumento puede ser incorrecto. Cuando se establecieron esquemas de tipo de cambio fijo en los años 90, la Argentina, Estonia, Lituania, y Bulgaria hicieron frente a muchos problemas: todos tenían alta inflación y sistemas bancarios débiles, además de un desarrollo económico negativo y problemas substanciales con las finanzas del gobierno. En todos los casos, la estabilización de la moneda ayudó a resolver esos problemas, aunque para la Argentina los problemas han reaparecido por las razones ya discutidas.⁵⁷ De la misma forma, como se ha mencionado, Ecuador era una ruina cuando se dolarizó en el 2000. La mayoría de sus depósitos bancarios fueron congelados, la economía estaba en recesión, y la situación política era caótica (Ecuador ha tenido nueve gobiernos en los siete últimos años). Bajo la dolarización, Ecuador ha resuelto o por lo menos ha progresado en todos esos problemas.

La Argentina está fuera del área óptima del dólar. Se ha sostenido que la dolarización es indeseable porque la Argentina no forma parte del área óptima del dólar con los Estados Unidos. Un área de moneda óptima es, en líneas generales, aquella en la cual las ventajas de usar una moneda común compensan los costos. Desafortunadamente, los economistas discrepan sobre cómo definir áreas de moneda óptimas, aunque concuerdan que existe un área de moneda óptima donde hay una potencia que tiene una moneda dominante y donde hay comercio, trabajo y flujo de inversiones en forma considerable entre esta y sus vecinos más pequeños. El defecto con esta teoría es que los economistas determinan los costos y las ventajas para los consumidores, antes que reconocer que son las evaluaciones de los consumidores las que determinan los costos y beneficios que los economistas consideran. Si los Argentinos prefieren tener dólares (y ellos lo prefieren) esto indica que para ellos la Argentina es parte de un área de moneda óptima con los Estados Unidos, no importa lo que los economistas puedan pensar.

La competencia entre monedas, como entre otras mercancías, es la manera apropiada de determinar áreas de moneda óptimas.⁵⁸ Nada en la forma de dolarización que este estudio propone evitaría que los argentinos usaran el dólar, o evite que los bancos emitan billetes con denominaciones en otras monedas. En contraste, las propuestas para establecer una flotación libre para el peso requerirían controles de cambio y otros privilegios legales cuyo propósito sería evitar que los argentinos usen el dólar y forzar sobre ellos el uso de una moneda inferior a ella que ellos no utilizarían bajo una libre competencia entre monedas.

La teoría del área de moneda óptima destaca los problemas que pueden presentarse cuando los países vecinos tienen políticas de cambio radicalmente distintas. La dolarización oficial trabajaría mejor en la Argentina si Brasil también dolarizará, porque entonces los industriales de Argentina no tendrían que preocuparse del riesgo cambiario al comerciar con el Brasil. Sin embargo, puesto que el Real no es una moneda estable y que

Brasil es poco probable que dolarize, la Argentina enfrenta opciones que presentan dificultades. Las opciones incluyen la flotación, la fijación a una canasta de monedas, el uso del euro o del Real en vez del dólar. Establecer la dolarización oficial parece ser la mejor de las opciones disponibles.

La Argentina es demasiado grande para dolarizarse. La Argentina, cuyo PBI es 289 mil millones dólares, es una economía mucho más grande que Ecuador (18 mil millones dólares) o El Salvador (14 mil millones dólares). La Argentina sería el más grande país que dolarize. Sin embargo, la economía de Argentina es menos del 3% del tamaño de la economía de los Estados Unidos. Nueve estados de ese país tienen economías más grandes que Argentina.⁵⁹ La economía argentina es similar a las de Georgia, Massachusetts, o Michigan, de la que nadie sugeriría deben alejarse del dólar. Comparando la economía a las de otros países, es como la de Bélgica, y considerablemente más pequeña que la de los Países Bajos, que han abandonado la opción de una política monetaria nacional independiente incorporándose al Banco Central Europeo.

La economía argentina es demasiado inflexible para dolarizar. También se ha sostenido que los salarios y otros costos de producción en la Argentina son altamente resistentes a las reducciones, y que por lo tanto la economía es demasiado inflexible para la dolarización. En los últimos años, el índice de precio al consumidor y especialmente el índice de precios del productor han caído persistente; los críticos de la dolarización interpretan la combinación de precios en baja y de la recesión como evidencia de sobrevaloración del Peso. Como hemos explicado, no pensamos que el Peso este sobrevaluado, por lo tanto, no pensamos que otras reducciones en salarios serían necesarias bajo la dolarización para hacer a la Argentina más competitiva. La deflación que la Argentina ha experimentado ha sido en parte el resultado de la política monetaria de la Reserva Federal, y principalmente de las políticas económicas del gobierno Argentino. Esperaríamos que los precios en baja que caracterizan la recesión se convertirán en estables o experimentarán un leve ascenso bajo la dolarización.

La dolarización fomentaría que la Argentina ampliara lo que comenzó a hacer en los años 90: liberalizar su economía y hacerla más flexible, como Hong Kong. Además, la dolarización empujaría al gobierno hacia una reforma fiscal completa, algo que se ha prometido en varias ocasiones pero que nunca se ha implementado.

La dolarización no reduciría el riesgo país. Los críticos de la polarización sostienen que no reduciría el riesgo país, porque este riesgo es independiente del sistema monetario. Ellos ignoran que el dinero es la forma más extendida de propiedad en una sociedad. La dolarización consolidaría los derechos de propiedad en la moneda eliminando la oportunidad para que el Banco Central cree inflación. En Ecuador, que dolarizó en el 2000, el riesgo país ha caído a partir de los 33,53 puntos básicos a finales de 1999 a los 12,42 puntos en la actualidad. La dolarización no merece todo el crédito, pero fue la reforma clave que ayudó a revertir la recesión y comenzar un proceso de crecimiento.⁶⁰ El giro hizo de la deuda externa de Ecuador, sobre la cual el gobierno había declarado un default, una inversión más atractiva. La dolarización combinada con otras reformas puede tener un efecto similar en la Argentina.

Es también importante no confundir el riesgo país, de acuerdo a la tasa de préstamo del gobierno, con las tasas con las que el sector privado presta. Los gobiernos son

típicamente los prestamistas de más bajo riesgo en sus propias monedas porque casi todos tienen la opción de ordenar la impresión de dinero. El rating del crédito del gobierno en su propia moneda impone un “límite soberano” en los ratings del crédito de otros prestadores en esa moneda. En las monedas extranjeras, sin embargo, no se aplica el mismo principio. Las agencias evaluadoras de crédito han reconocido este hecho permitiendo que las tasaciones para el sector privado en los países dolarizados sean superiores que las tasaciones para los gobiernos de los países dolarizados. Desde que Ecuador dolarizó en marzo de 2000, la tasa de interés para los préstamos a corto plazo entre bancos (actualmente cerca de 2%) ha sido de lejos más baja que la tasa en la que el gobierno puede obtener préstamos en los mercados internacionales, según su tasa de riesgo país. Aún en la Argentina las tasas de interés en dólares para los deudores con buena reputación y buen resguardo implica un riesgo mucho menor que el riesgo país del gobierno.

El dólar puede transformarse en una moneda inestable. Regularmente, la Reserva Federal ha manejado el dólar pobremente, no solo cometiendo errores en cuestiones de relativa poca importancia sino también en cuestiones más importantes que fueron muy costosas para la economía de los Estados Unidos. El último de esos periodos fue a mediados de los 70, cuando la Reserva Federal permitió que la inflación se incrementara un 10% al año. Como se ha mencionado, aunque, en el mismo período la Argentina sufría rutinariamente una inflación anual de más del 100%.

La Reserva Federal aprendió de sus errores de los años 70 y no los ha repetido desde entonces. Pero si lo hace, la dolarización en la forma propuesta aquí, permitiría que los argentinos substituyeran el dólar por cualquier otra moneda extranjera que sea mutuamente aceptable en transacciones. Pueden cambiar al euro, a los Yenes, incluso al oro o al trigo si así lo desean. La dolarización ofrece a los argentinos más libertad de opción con la moneda que la flotación. Incluso aquellos partidarios de la flotación piensan que tendrían que ser utilizados inicialmente controles de cambio como manera de evitar una depreciación inicial extrema (conocida por los economistas como reajuste excesivo [*overshooting*]).⁶¹ Un número de países del sudeste asiático, Rusia, Brasil, y Turquía intentaron apoyar sus nueva tasa de flotación con controles de cambio después de sus crisis de moneda de los último años. No hubo éxitos visibles; en todos los casos, la tasa de cambio se depreció considerablemente. Los controles de cambio han sido notablemente exitosos solamente en ayudar a preservar tasas fijas en Malasia y China.⁶²

La dolarización debilita la soberanía nacional. Mucha gente identifica una divisa nacional con la soberanía nacional. Piensan que la eliminación del Peso reduciría la soberanía nacional de Argentina. Sin embargo, a diferencia de la dolarización en Ecuador y El Salvador, que han substituido la moneda emitida por los bancos centrales nacionales por dólares emitidos por la Reserva Federal, la autorización para los que los bancos emitan billetes permitiría a ellos el reemplazo tanto de los pesos emitidos por el BCRA y los dólares emitidos por la Reserva Federal. La Argentina conservaría una moneda emitida localmente, pero serían los bancos antes que el gobierno los emisores de la misma. La Argentina también perdería el Peso como unidad de cuenta oficial, pero los argentinos serían libres de utilizar cualquier unidad de cuenta que sea mutuamente aceptable. Si el gobierno desea idear una moneda que se desempeñe tan mal como lo ha hecho el peso, pueden hacerlo, aunque no podrían obligar a los argentinos a utilizarla.

Las preguntas importantes sobre la soberanía son, ¿quién es soberano y para que propósito? No hay valor ninguno en la soberanía si es simplemente una cubierta que permite que una elite empobrezca a otros ciudadanos. La soberanía no pertenece solamente a los gobiernos; pertenece a los individuos, en virtud de su dignidad como seres humanos. Nuestra propuesta ampliaría la soberanía individual eliminando las características del monopolio del sistema monetario de Argentina que han impedido la prosperidad de sus habitantes.⁶³

8. FINANZAS GUBERNAMENTALES

Este estudio se ha centrado en la reforma monetaria. Sin embargo, los problemas financieros del gobierno de la Argentina están también relacionados con sus errores en la política fiscal, por lo tanto, es importante bosquejar algunas reformas que se deben hacer en ese plano. El sistema fiscal no ha recibido tanta atención nacional o internacional como el sistema monetario, y no parece haber ideas comprensivas para reformarlo y para reducir la fricción que impone al desarrollo económico.

Es probable un default de la deuda. La situación financiera del gobierno se ha deteriorado tan rápidamente que hay una fuerte posibilidad de estar frente a un default de la deuda, mas allá de lo que ha dado en llamarse un “default elegante” que sucedió recientemente con la refinanciación semi-obligatoria de la deuda local llevada a cabo por el gobierno (canje de la deuda).

Un verdadero default tiene la posibilidad de crear problemas para el sistema financiero de la Argentina y para otros mercados emergentes (aunque hay muestras que Brasil y otros países están intentando despegarse de la Argentina ante los inversionistas internacionales). Recuerden que el riesgo de los bancos argentinos frente al gobierno está estimada en un 180% del capital. Un default llevado a cabo sin tomar precauciones podría llevar a la quiebra a varios bancos, particularmente de los tres mas grandes. Lo que el gobierno salvaría gracias a un default, lo perdería al tener que rescatar a los bancos como resultado de las protestas publicas que se desarrollarían. La Argentina tiene un fondo de seguros de depósito privado funcionado, Seguros de Depósito S.A. (Sedesa), establecido en 1995 como resultado de los problemas económicos que Argentina atravesó ese año. El fondo tiene actualmente solamente 242 millones de pesos, que serían escasos para cubrir cualquier quiebra de algunos de los bancos mas importantes.⁶⁴ Desde 1992 a abril de 1995 la Argentina no tenía oficialmente ningún seguro de depósitos, pero el gobierno federal garantizó los depósitos en los bancos (propiedad en su mayor parte de gobiernos provinciales) que fallaron a principios de 1995.

La solución, o más exactamente el menor de los males, sería tratar a los bancos más favorablemente que a otros acreedores en caso de un default. No sería favoritismo de parte del gobierno: sería interés propio. Permitir que los bancos vayan a la bancarrota por haberle prestado al gobierno y luego afianzarlos requeriría convertir los depósitos en dólares a pesos, imprimir pesos en forma masiva (por lo tanto creando alta inflación) para proveer un garantía limitada; y congelar los depósitos remanentes de los bancos, cuyo valor real sería, entonces, devorado por la inflación. Políticas similares crearon problemas económicos severos en 1982 y 1989; no hay necesidad de relanzarlas.

Un peligro del default es que el mercado para la deuda del gobierno tendría poca liquidez, de modo que los propietarios de la deuda que quisieran venderla incurrirían en pérdidas mucho mayores que en un mercado líquido. Los vendedores tendrían que pagar una pena grande por la liquidez además de la pena del riesgo que pagarían de todos modos. Adán Lerrick y Allan Meltzer, de la Universidad Carnegie-Mellon (Pittsburgh, Estados Unidos), han ofrecido recientemente una propuesta para que el FMI asegure un mercado ordenado.⁶⁵ Sugieren que el FMI establezca un precio base para la deuda del gobierno. En el caso de la Argentina, el precio base, por ejemplo, 40% del valor original de la deuda. El mercado seguiría siendo líquido porque el precio de base permitiría a los vendedores

desesperados siempre encontrar un comprador: el FMI. El FMI se convertiría legalmente en lo que en la práctica es en muchos países: un colector de cuenta. Pero el FMI no espera recibir el valor original de la deuda; sino su valor de base más un interés. El gobierno en default tendría una carga más baja de la deuda y sería capaz de pagar al FMI y a otros acreedores.

Cuanto más alto sea el precio base establecido por el FMI, más será la probabilidad de que la deuda del gobierno sea comprada por el FMI y menor será la reducción en la carga de la deuda para el gobierno; cuanto más bajo sea el precio base de la deuda, mayor será la posibilidad de un mercado con iliquidez (no tendría sentido establecer un precio base del 10% del valor original porque en la gran mayoría de casos, los propietarios de la deuda preferirían fomentar la iliquidez antes que vender la deuda a tan bajo precio).

Aunque la propuesta de Lerrick y Meltzer podría ser muy beneficiosa para la Argentina, está más allá del control del gobierno de ese país, a diferencia de la dolarización y de otras medidas que este estudio recomienda. El gobierno puede emprender la dolarización; pero no puede emprender la hipotética propuesta del FMI para reducir la deuda.

Los impuestos deberían reducirse drásticamente. El Cuadro 5 muestra las tarifas para los impuestos federales y provinciales principales. La suma de los impuestos federales principales que se aplican a los individuos hace evidente la pesada carga a que los ciudadanos están sometidos y ayuda a explicar porqué la evasión fiscal es tan extensa. Una comparación con los Estados Unidos es instructiva. Los impuestos a las ventas de los Estados se extienden a partir de cero hasta un 9% (no hay impuesto federal a las ventas), la tarifa superior en impuestos sobre la renta federal es del 39,6% (el estado clasifica a partir del cero hasta el 11%), las tarifas para la Seguridad Social y los impuestos de Seguro de enfermedad suman 15,3% de salarios, y no hay impuesto a las transacciones financieras.

Con el estímulo evidente del FMI, el gobierno de Argentina ha implementado varias imposiciones fiscales en los últimos años en una tentativa de aumentar los ingresos del gobierno. El ministro de economía José Luis Machinea implementó un conjunto de medidas para aumentar tarifas a comienzos del 2001. El Ministro de Economía Domingo Cavallo puso en práctica otro conjunto de medidas poco después de que asumiera en marzo de 2001, y como parte de la política de “déficit-cero” aprobadas en julio. Los resultados han sido desafortunados. Las tarifas han aumentado más y más, mientras que la recaudación impositiva ha caído debido a la recesión que atraviesa la economía. El gobierno parece haber confundido la tasa fiscal con la recaudación fiscal.⁶⁶ Aunque la analogía no es exacta, se puede pensar al gobierno como un vendedor de servicios por un precio que son los impuestos. Al igual que el caso de los vendedores de cualquier bien, desde automóviles hasta cremalleras, un precio alto más elevado no significa siempre ganancias más altas. En cierto punto, el número de compradores cae más rápidamente que los incrementos de precios, lo cual genera una caída de la ganancia. La solución para un vendedor que desee aumentar su rédito es reducir sus precios.

| Cuadro 5. Principales impuestos en la Argentina | | | |
|--|-----------------|--|---|
| Impuesto | Tasa (%) | Ingresos (miles de millones de pesos) | Comentarios |
| Federales | | | |
| Contribuciones de la Seguridad Social | 32,9 | 6,4* | Empleados pagan el 11%, incluyendo (baja del 11% antes de noviembre 2001) al sistema de jubilación privado. |
| Impuesto al valor agregado (IVA) | 21 | 11,9 | Tasa principal del 21% (fue del 15% varios años atrás); tasas especiales del 10,5% y 27%. |
| Impuesto a las ganancias | 9 - 35 | 8,0 | Tasa para empresas es del 35%, tasa individual es del 9 al 35%, con una tasa tope que empieza con 120.00 pesos. |
| Impuestos a los combustibles | 50 - 60 | 2,5 | Las tasas varían, y fueron cambiadas en 2001. |
| Impuesto a los débitos y créditos bancarios | 0,6 | 1,9 | Impuesta en abril de 2001, recaudado en agosto. |
| Internos | Varios | 1,3 | Parte de lo recaudado se comparte con las provincias. |
| Aduanas | 0 - 35 | 1,3 | Recaudados sobre varios items marzo 2001. |
| Impuesto a los bienes personales | 0,5 y 0,75 | 0,5 | La tasa mas baja sobre activos de 102.300 pesos; la tasa mas alta empieza con los 300.000 pesos. |
| Ganancia mínima presunta | 1 | 0,4 | Comienza sobre activos de 300.000 pesos. |
| Otros ingresos | Varios | 5,9 | |
| <i>Total de ingresos (incluyendo no gravables)</i> | | 40,1 | <i>Ingresos nacionales del sector no financiero, en efectivo, enero-septiembre 2001. Ver notas.</i> |
| Provinciales y municipales | | | |
| Impuestos a los ingresos brutos | 1,0 - 4,9 | 3,0 | Promedio del 3%; hay varias excepciones. |
| Impuestos inmobiliario | Varios | 1,0 | |
| Impuesto automotor | Varios | 0,5 | Tasa común del 3%. |
| Impuesto a los sellos | 1 | 0,4 | La tasa más común es del 1%. |
| Todos los otros ingresos | Varios | 0,5 | |
| <i>Total de ingresos</i> | | 5,4 | <i>Ingresos, enero-junio 2001. Ver notas.</i> |
| <p><i>Notas:</i> *Mas 3.300 millones de pesos a los fondos de pensiones privados. Impuesto a las ganancias para individuos y el impuesto a los bienes son nulos, pero los impuestos inmobiliarios están sujetos a un impuesto de transferencia del 1,5%. Los gobiernos provinciales reciben una considerable suma de coparticipación federal (alrededor de 12.000 millones de pesos en nueve meses).</p> <p><i>Fuentes:</i> Fundación Invertir Argentina, <http://www.invertir.com/taxation.html>; Ministerio de Economía, Secretaría de Hacienda, <i>Boletín Fiscal</i> y otras fuentes, <http://www.mecon.gov.ar/hacienda/>; Administración Federal de Ingresos Públicos, <http://www.afip.gov.ar/sistema/sistema.asp>.</p> | | | |

La experiencia argentina de imposiciones fiscales más altas que rinden ingresos fiscales más bajos sugiere fuertemente que las imposiciones fiscales son demasiado altas, y que la manera de aumentar réditos es reducir tarifas. (Como los economistas dirían, la Argentina parece estar en la cara incorrecta de la curva de Laffer por lo menos en algunos impuestos.⁶⁷) La alta carga fiscal reducen las ganancias de dos maneras: disminuyendo la cantidad producida de un determinado bien que sufre el impuesto por aquellos que pagan el mismo, y aumentando el incentivo para evadir el impuesto para las personas que no lo pagan.

Las imposiciones fiscales más bajas mejorarían las perspectivas a largo plazo del crecimiento de la economía de Argentina y debería ayudar a las finanzas de gobierno con su deuda de más largo plazo una vez que los acreedores de la Argentina vean que la economía está comenzando a mejorar. Sí, bajar imposiciones fiscales es un riesgo calculado, dado especialmente el plan del gobierno para funcionar sobre la base del déficit-cero, pero aumentar las imposiciones fiscales no ha dado buenos resultados, así que persistir con el curso que el gobierno ha seguido hasta ahora es por lo menos aventurado.

El gobierno ha expresado el deseo de reducir imposiciones fiscales, pero hasta ahora no ha recortado realmente ningún impuesto. El gobierno puede ayudar a generar crecimiento sostenido expresando un compromiso de bajar constantemente las imposiciones fiscales por un número de años. Un buen modelo a imitar es Irlanda, que ha rebajado impuestos en uno o más de sus impuestos importantes casi cada año desde 1987.⁶⁸

El gobierno necesita comenzar con una reducción drástica de impuestos. Sugerimos los siguientes pasos:

- Recorte del impuesto al valor agregado (IVA) del índice actual del 21% al 15%.
- Recorte de los impuestos de la Seguridad Social del índice actual de 32,9% a 25%.
- Reemplazar los tramos del impuesto de los ingresos personales del 9% (que comienzan en 10.000 pesos de renta imponible) al 35% con un impuesto global de 20% sobre una exención básica de 20.000 dólares. (La Argentina tiene ya un impuesto global de los ingresos personales, pero se aplica solamente a los no residentes y la tarifa es 35%.)
- Eliminar el impuesto de transacción financiera, el impuesto al mínimo presunto y los gravámenes a los activos personales.

Otras reducciones más allá de éstas serían deseables más adelante. Actualmente, las imposiciones fiscales son tan altas que estimulan la evasión masiva. La reducción de las imposiciones fiscales ahora y la continuación en la idea de reducirlas en el futuro pueden ensanchar perceptiblemente la base de contribuyentes.

La experiencia de otros países ofrece esperanza a la Argentina. Rusia en agosto de 2000 aprobó una ley que sustituía los índices de los impuestos sobre la renta del 12 al 30% por un impuesto global del 13%, reduciendo impuestos de Seguridad Social del 39,5% al 35,6%, y reduciendo impuestos del volumen de ventas (ventas brutas) del 4% al 1%. (Algunos impuestos locales fueron aumentados para compensar la reducción en los impuestos ineficaces del volumen de ventas). Ahora se espera que las ganancias sean por lo menos 26% más altas en 2001 que en la proyección original del presupuesto.⁶⁹ El FMI deseaba pocas reducciones en los impuestos.⁷⁰

Ecuador ha hecho reformas fiscales más pequeñas, eliminando un número importante de impuestos fastidiosos. Allí, la dolarización más que la reforma fiscal parece haber impulsado el alza más grande de crecimiento. En los primeros diez meses de 2001, la recaudación de impuestos en Ecuador ha sido 47% más alta que para el mismo período en 2000, y cerca de más de un tercio de lo proyectado que originalmente. Las ganancias del impuesto al valor agregado están alcanzando un 64% más alto que el año pasado.⁷¹ Ecuador impuso un impuesto a las transacciones financieras como Argentina en el comienzo de 1999. El impuesto (inicialmente 1%, posteriormente del 0,8%) contribuyó a los retiros de depósitos del sistema de actividades bancarias ese año. El crecimiento rápido en los ingresos permitió que el gobierno eliminara el impuesto en 2001. El FMI aconsejó a Ecuador conservar el impuesto a las transacciones financieras y aumentar el IVA del 12% al 14%. El gobierno de Ecuador aumentó el impuesto al valor agregado a mediados de 2001, pero el aumento fue declarado inválido por la corte constitucional a los dos meses, así que ha seguido en el 12% desde entonces. El resultado de no escuchar al consejo sobre impuestos del FMI es que en 2001, Ecuador tiene el más alto índice de crecimiento económico entre los países latinoamericanos, para los que el FMI marca proyecciones.⁷²

Rusia y Ecuador son exportadores de petróleo, y se beneficiaron a comienzos de 2001 por el elevado precio del crudo, pero su crecimiento económico y los aumentos en los ingresos por recaudación tienen una base más amplia, y no se limita al sector petrolero. Rusia hizo una reforma fiscal importante sin dolarizar, mientras que Ecuador dolarizó pero hizo una reforma fiscal mucho más pequeña que Rusia. Combinar una reforma fiscal grande con la dolarización daría dinamismo de la economía de Argentina a partir de dos fuentes.

Gasto del gobierno. Después de resistir intentos de reducir el gasto del gobierno este año, el gobierno federal y los gobiernos provinciales están trabajando seriamente. El 17 de diciembre de 2001, el ministro de economía Cavallo anunció que el gobierno reduciría el gasto a 39,6 mil millones pesos en 2002 contra los 48,8 mil millones de pesos proyectados en 2001. Queda ver cómo los gobiernos provinciales honrarán fielmente su acuerdo de controlar el gasto con el gobierno federal. Hay una larga historia del gobierno federal que compra apoyo político de políticos provinciales importantes a cambio de rescatar o afianzar los gobiernos provinciales.

Especialmente en las actuales circunstancias de Argentina, el gasto adicional del gobierno no impulsa el crecimiento económico porque cada peso adicional del gasto tiene que venir de imposiciones fiscales más altas o de más préstamos a altos tipos de interés. Cada peso (o dólar) que el gobierno gasta es uno que un ciudadano privado no puede gastar. En el sector privado, la gente tiene que proporcionar algo que otra gente está dispuesta a pagar. Los negocios no pueden forzar a los clientes a tratar con ellos; los clientes pueden ir a los competidores o, si desean, rechazar comprar lo que están vendiendo los negocios. Porque los clientes, los trabajadores, y los negocios en el sector privado pueden elegir si desean comprar o vender o no, la presunción es que solamente hacen acuerdos si consideran que los mismos serán mutuamente beneficiosos. Diferente de los negocios, el gobierno puede forzar a los ciudadanos a ocuparse de él, y puede hacerse con parte de sus ganancias a partir de los impuestos. La presunción que existe con la actividad del sector privado, de que es mutuamente beneficioso para las partes implicadas, no existe para el pago obligatorio de impuestos. La presunción es de hecho la contraria, a saber, que algunas personas no pagarían sus impuestos porque consideran que no obtienen suficientes

beneficios personales de las actividades del gobierno. Las ofertas para aumentar el gasto del gobierno deben ser por lo tanto examinadas escépticamente.⁷³ Las reducciones futuras en el gasto, no ayudarán a la economía a menos que se utilicen para reducir imposiciones fiscales.

Establecer un marco fiscal más transparente. Además de reducir imposiciones fiscales y de eliminar algunos impuestos, el gobierno debe introducir un nuevo marco fiscal basado en cuentas y estadísticas más transparentes. El gobierno debe producir un balance anual y la declaración de renta, usando una base acumulada completa (que sea más completa que la base de efectivo que el gobierno utiliza ahora) y aplicando principios de contabilidad validados generalmente. El balance y la declaración de renta se deberían revisar por firmas de estadística privadas. Este tipo de marco fiscal fue introducido en Nueva Zelanda en 1989 y, entre otras cosas, ha desalentado la corrupción y promovido la honradez en las finanzas del gobierno.⁷⁴

9. CONCLUSIÓN

La dolarización trabajaría mejor acompañada por otras reformas económicas. La Cuadro 6, que resume las recomendaciones de este estudio, menciona las reformas de las finanzas de gobierno que serían beneficiosas. Hay muchas otras medidas que la Argentina podría tomar para hacer su economía más eficiente y más flexible, así crece más rápido.⁷⁵ Las leyes de trabajo son notoriamente inflexibles. El sistema de seguridad médica, dominado por abastecedores monopolísticos, es un caos. La mayoría de los gobiernos provinciales tienen un mal desempeño. La entrega de servicios por parte del gobierno es generalmente escasa. La corrupción sigue siendo extensa. La recaudación de impuestos es débil. Todas estas cosas son bien conocidas y han sido tema de muchos estudios y recomendaciones. El problema es tener el poder político para hacer reformas y la determinación para seguir con ellas.

Aunque la dolarización no es una panacea (y nosotros nunca hemos visto a alguien clamar que lo sea⁷⁶), es un primer paso excelente. La experiencia de Argentina con el sistema de convertibilidad es que, a pesar de sus defectos, el sistema tuvo durante mucho tiempo un efecto altamente beneficioso en la economía y la política. Una moneda confiable dio a los argentinos la confianza de que podrían planear para el largo plazo y focalizarse en producir eficientemente más que en seguir el mercado de divisas. Otros países han tenido experiencias semejantes con buenas reformas monetarias creíbles y de gran envergadura. La dolarización corregiría las debilidades del sistema de convertibilidad y ayudaría a restablecer la salud del sistema financiero y de la economía. Ningún sistema monetario puede garantizar el crecimiento económico, pero la dolarización mejoraría las probabilidades para alcanzarlo.

La opción de Argentina no es a si dolarizar o no; sino la forma en la que la dolarización será ejecutada. Bajo la política monetaria actual o bajo flotación, la economía continuará con su creciente dolarización no oficial porque nadie confía en el peso. La dolarización oficial terminaría inmediatamente los problemas que han demonizado al peso. La dolarización oficial es la culminación lógica del sistema de la convertibilidad. Esperamos que la dolarización oficial, en la forma que este estudio ha propuesto, produzca los siguientes resultados:

- Los tipos de interés bajarían. Las tasas de corto plazo han caído recientemente, pero las tasas a largo plazo siguen siendo altas debido a la incertidumbre sobre la política del gobierno en materia cambiaria y sobre los depósitos bancarios.
- Los controles al intercambio y las restricciones de los depósitos bancarios podían ser quitados rápidamente.
- Los pasivos bancarios (depósitos, billetes emitidos por bancos, etc.) y los préstamos bancarios aumentarían, revirtiendo las tendencias actuales.
- El nivel actual del señoreaje (el rédito de emitir billetes y monedas) sería conservado y aumentado, probablemente, en el sistema financiero de la Argentina pues el público cambiaría algunas de sus tenencias de billetes emitidos por la Reserva Federal por billetes emitidos por los bancos. La dolarización y los billetes emitidos por los bancos terminarían las causas monetarias de la deflación; los recortes en las imposiciones fiscales terminarían su principal causa no monetaria.

- La dolarización sería un estímulo al crecimiento económico, aunque sin otras reformas, especialmente del sistema fiscal, el crecimiento rápido y sostenido es inverosímil.

Para seguir siendo sucinto y legible, el estudio ha cubierto solamente los principales puntos prácticos sobre la dolarización. No ha discutido muchas de las objeciones puramente académicas a la dolarización,⁷⁷ ni ha descrito en exhaustivo detalle cómo solucionar cada pequeño problema práctico que pueda presentarse. Los puntos importantes son que la dolarización oficial es factible, que sería beneficiosa, y que puede ser lograda rápidamente.

NOTA FINAL, ENERO 15, 2002

Desde que apareció la versión original de este estudio, el 20 de diciembre del 2001, la política en la Argentina ha sido muy turbulenta. La devaluación del peso y las restricciones asociadas a los depósitos bancarios ha perturbado profundamente a la economía.

Nuestras recomendaciones son específicas para la Argentina para este momento en particular. No haríamos necesariamente las mismas recomendaciones para otros países, y la situación en la Argentina está cambiando tan rápidamente que algunos detalles de nuestras recomendaciones pueden transformarse en desactualizadas. En particular, cuánto más tiempo se mantenga el actual sistema de cambio, es menos posible llevar a cabo la dolarización a una paridad cercana de 1 peso = 1 dólar. Sin embargo, el punto importante es que la dolarización es ahora y en el futuro previsible continuará siendo la mejor política monetaria que la Argentina pueda elegir. La Argentina ha tenido banca centralizada desde 1935 y la moneda emitida por el gobierno desde 1820. Ha habido errores. Los argentinos saben que la dolarización funciona, por ese motivo es que tienen la mayoría de sus depósitos bancarios en dólares y se estima que tienen más billetes en dólares que billetes en pesos. El nuevo gobierno puede romper con el pasado y realizar una reforma monetaria exitosa a través de la dolarización o puede repetir políticas que no han sido exitosas en el pasado ni resultarán exitosas ahora.

Cuadro 6. Resumen de recomendaciones

Moneda

- Dolarizar oficialmente en 1 peso = 1 dólar.
- Terminar la tasa comercial separada que se aplica a las importaciones y a las exportaciones.
- Retirar de circulación todas los billetes del Banco Central de la República Argentina (BCRA) y todos los depósitos en el BCRA; substituyéndolos por el dólar.
- Permitir el stock actual de monedas que continúen en circulación, más cualquier suplemento hasta un máximo de 700 millones de pesos, pero requerir monedas denominadas en dólares más allá de las denominadas por el sistema de la Reserva Federal de los Estados Unidos o por los bancos.
- Reformar el banco central para eliminar todas las funciones de política monetaria.
- Permitir a los bancos a emitir títulos bancarios.

Sistema financiero

- Remover los techos de los tipos de interés y los requisitos de liquidez financiera.
- Remover pronto los controles de intercambio.
- Remover los requisitos de liquidez.
- Vender el Banco de la Nación Argentina.

Finanzas del gobierno

- Reducir las imposiciones fiscales. Es posible que imposiciones fiscales más bajas den lugar rápidamente a ingresos fiscales más altos. Recortar el impuesto al valor agregado al 15%, introducir un impuesto global a los ingresos personales del 20%, recortar los impuestos de Seguridad Social al 25%, y suprimir el impuesto a las transacciones financieras, el impuesto al mínimo presunto y el impuesto a los activos personales.
- El FMI del podría adoptar la propuesta de Lerrick y Meltzer para asegurar un mercado líquido para la deuda del gobierno de Argentina si el gobierno entra en default. Introducir un marco fiscal transparente.

Resultados previstos

- Tasas de interés más bajas, especialmente las de más largo plazo.
- Los controles del intercambio y las restricciones en los depósitos bancarios podían ser quitados rápidamente.
- Aumentos en los pasivos bancarios (depósitos, billetes de banco, etc.) y préstamos.
- Más señoreaje (beneficio de emitir billetes) conservado por el sistema financiero.
- Un fin en la deflación, en sus aspectos tanto monetarios como impuesto-inducidos.
- Crecimiento económico más alto, aunque el crecimiento sostenido requerirá el trabajo continuado sobre impuestos y regulación.

APÉNDICE: ESTATUTO PARA UN MODELO DE DOLARIZACIÓN

Este modelo de ley pretende sugerir las características principales que son deseables para una ley sobre la dolarización. Un estatuto real puede necesitar ser algo diferente para conformarse de acuerdo a tecnicidades legales.)

De acuerdo con el artículo 75 de la constitución, se decreta esta Ley de Dolarización:

1. El peso argentino se elimina como una unidad de cuenta y es substituido por este medio por el dólar de Estados Unidos en un índice de 1 peso = 1 dólar. Los billetes, monedas, y otros efectos monetarios del sistema de la reserva federal de los Estados Unidos serán moneda de curso legal en la Argentina.
2. El Banco Central de la República la Argentina (BCRA) convertirá todos sus depósitos en pesos en depósitos de dólares en un índice de 1 peso = 1 dólar cuando esta ley entre en vigencia. El BCRA volverá todos los depósitos de los bancos o del público a sus tenedores dentro un mes después de que esta ley entre en vigencia.
3. El BCRA no puede reemitir billetes de peso. Retirárá notas existentes de la circulación lo más rápidamente posible y las intercambiará para los dólares en un índice de 1 peso = 1 dólar. Un año después de que esta ley entre en vigencia, los billetes en pesos dejarán de ser moneda de curso legal y el BCRA no será más requerido para cambiarlos a dólares.
4. El BCRA no emitirá ninguna moneda más allá de las que ya están en sus cámaras cuando esta ley entre en vigencia. El máximo para las monedas del gobierno de Argentina en circulación será de 700 millones de dólares. El gobierno no podrá acuñar nuevas monedas para sustituir viejas monedas.
5. Los bancos autorizados a operar en Argentina pueden emitir los billetes y monedas nominadas en dólares de los Estados Unidos u otras unidades de cuenta. Los billetes no estarán sujetos a impuestos de circulación o impuestos de valor agregado. Los billetes emitidos por los bancos no serán de curso forzoso. Ni el gobierno federal ni los gobiernos provinciales o locales emitirán billetes como circulante de moneda.
6. Todos los controles de divisas serán suprimidos dentro de los 60 días después de que esta ley entre en vigencia. Las partes pueden utilizar cualquier moneda que especifiquen, por cualquier cantidad que elijan.
7. El Poder Ejecutivo Nacional puede designar a un comité de expertos sobre las cuestiones técnicas vinculadas con esta ley.
8. Se deroga la legislación previamente decretada que esté en conflicto con esta ley.
9. Esta ley entra en vigencia inmediatamente.

NOTAS

La información de los sitios de la Web que no está temporariamente disponible o ha sido removida puede ser vista en el Archivo de Internet, <http://www.archive.org>

-
- ¹ Por un diagnóstico de la espiral descendente de la Argentina, ver los siguientes artículos de Steve H. Hanke: “The Confidence Question”, *Forbes*, Septiembre 18, 2000; “Argentina’s Boom and Bust”, *Forbes*, abril 16, 2001; “An Exit Strategy for Argentina”, *Forbes*, Agosto 20, 2001, “The Hoodwinkers”, *Forbes*, Noviembre 26, 2001 y “Who’s Killing the Peso in Buenos Aires?” *Wall Street Journal*, Noviembre 30, 2001, p. A15. Los artículos Forbes están disponibles en <<http://www.forbes.com/hanke>>.
- ² La información de la economía es del Ministerio de Economía, <<http://mecon.gov.ar/progeco/dsbb.htm>>. La información sobre la deuda del gobierno es del Ministerio de Economía, Subsecretaría de Finanzas, <<http://www.mecom.gov.ar/financing/indicein.htm>>.
- ³ Roth, Charles, “Market’s View of Argentina’s Peso Far from 1:1”, Dow Jones Newswires article, 11 de diciembre 2001.
- ⁴ Banco Central de la República Argentina, *Información Monetaria y Financiera Mensual*, Noviembre 2001, <<http://www.bcra.gov.ar/pdfs/estadistica/boll201.pdf>>.
- ⁵ “What happens to Argentine Banks in a Worst-Case Scenario?” *Emerging Markets Today* (J. P. Morgan), Noviembre 5, 2001, pp 6-8.
- ⁶ Hanke, Steve y Schuler, Kurt, “A Monetary Constitution for Argentina: Rules for Dollarization”, *Cato Journal*, vol. 28, n°3, Invierno 1999, pp. 405-19, <<http://www.cato.org/pubs/journal/cj18n3/cj18n3-11.pdf>>. Para información general sobre dolarización, incluyendo algunos trabajos previos sobre la Argentina, ver en el sitio web de Kurt Schuler, <<http://www.dollarization.org>> o <<http://users.erols.com/kurrency>>, que incluye bibliografía conteniendo algunos trabajos en inglés y español sobre la dolarización en la Argentina y otros lugares. Tal vez la contribución más notable en español es la de Gabriel Rubinstein, *Dolarización: Argentina en la Aldea Global*, Buenos Aires, Nuevohacer Grupo Editor Latinoamericano, 1999.
- ⁷ Ver la versión actualizada de la Ley de Convertibilidad (Ley 23.928) en <<http://www.bcra.gov.ar/pdfs/marco/Ley%20de%20convertibilidad.PDF>>.
- ⁸ Una comparación reciente de una intervención esterilizada en tipos de caja de conversión y otros sistemas monetarios muestra a la Argentina como teniendo un coeficiente de esterilización de 0.73 en el período estudiado. Un coeficiente de cero representa no esterilización; no hay límite superior para el coeficiente, aunque excede 1 solamente en 2 de los 19 países estudiados. En comparación, Estonia, el que tiene un sistema de caja de conversión, tuvo un coeficiente de esterilización de 0.09. Fane, George, *Capital Mobility, Exchange Rates and Economic Crises*, Cheltenham, Inglaterra: Elgar Edward, 2000, p.142.
- ⁹ Ver las siguientes publicaciones de Steve H. Hanke y Kurt Schuler: *¿Banco Central o caja de conversión?*, Buenos Aires: Fundación República, 1991; “Argentina Should Abolish Its Central Bank”, *Wall Street Journal*, Octubre 25, 1991, p. A15; *Russian Currency and Finance: A Currency Board Approach to Reform* (elaborado conjuntamente con Lars Jonung), Londres: Routledge, 1993, pp. 72-7; *Currency Boards for Developing Countries: A Handbook*, San Francisco: International Center for Economic Growth, 1994, pp. 47-51; “Currency Board-Like Systems Are Not Currency Boards”, *Transition* (Banco Mundial), julio-agosto 1994, p. 13; y “A Monetary Constitution for Argentina: Rules for Dollarization”, *Cato Journal*, vol. 18, n° 3, invierno 1999, pp. 405-19.
- ¹⁰ Los ejemplos incluyen trabajos de Paul Krugman, “A Cross of Dollars”, *New York Times*, Noviembre 7, 2001 y la mayoría de las publicaciones del equipo del FMI, tales como Baliño, J. T. y Enoch, Charles, *Currency Board Arrangements: Issues and Experiences*, FMI Occasional Paper N° 151, Washington D.C.: Fondo Monetario Internacional, 1997.
- ¹¹ Aquellos que interpreten que los problemas del sistema de convertibilidad como prueba de que las cajas de conversión no son viables están equivocados por tres razones: Primero, el sistema no ha sido nunca una caja de conversión ortodoxo. Segundo, las cajas de conversión ortodoxas tienen antecedentes históricos excelentes de preservar la estabilidad monetaria (ver Schuler, Kurt, “Currency Boards”, disertación Ph.D., George Mason University, 1992, <<http://users.erols.com/kurrency/webdiss1.htm>>). Tercero, habiendo un amplio rango de experiencias, las generalizaciones sobre sistemas monetarios no deben estar basados en uno o dos casos particulares. Las políticas del Banco Central de la Argentina tuvieron efectos desastrosos en la economía en los 1980, pero nadie ha discutido la consecuencia de que los bancos centrales en general

- no son factibles. Con todas sus fallas, el sistema de convertibilidad debe ser visto dentro del contexto de la historia monetaria de la Argentina, la que ha sido altamente problemática a lo largo de los últimos 150 años.
- ¹² Churchill, Mike, “The Fatal Flaw in Argentina’s Currency Board”, Polyconomics, Inc., Diciembre 4, 2001, <<http://polyconomics.com/showarticle.asp?articleid=1760>>.
- ¹³ Los datos de la tasa de redescuento del Banco Central de Brasil (Selic) puede ser encontrada en el sitio web del Banco Central do Brasil, <<http://www.bcb.gov.br/sddsi/sddsi.htm>>; los datos sobre precios al consumidor (IPCA) pueden ser encontrados en el sitio web del Instituto Brasileiro de Geografia y Estadística, <http://www.ibge.gov.br/english/estatistica/indicadores/precos/impca_ipca/inpc102001.shtm>.
- ¹⁴ Fondo Monetario Internacional, “IMF Welcomes Indonesia’s Exchange Rate Actino”, news brief 97/18, agosto 14, <<http://www.imf.org/external/np/sec/nb/1997/nb9718.htm>>.
- ¹⁵ La fórmula para la tasa comercial es: (1 + dólares por euro) / 2. Las importaciones de petróleo pueden ser hechas a 1 peso por dólar.
- ¹⁶ Ley 25.445, publicada en el *Boletín Oficial* el 25 de junio de 2001.
- ¹⁷ La opinión sobre la sobrevaluación del peso es tan generalizada que se refiere a ella como un hecho, en Lapper, Richard y Catán, Thomas, “Country’s Early Currency Success Has Turned to Dust”, *Financial Times*, 13 de diciembre de 2001, p. 4.
- ¹⁸ Darin Liskey, Tom, “Argentina Final Oct. Trade Surplus \$605M Vs. \$587M Prelim”, Dow Jones News Service newswire, 7 de diciembre de 2001.
- ¹⁹ Roubini, Nouriel, “Should Argentina Dollarize or Float? The Pros and Cons of Alternative Exchange Rate Regimes and Their Implications for Domestic and Foreign Debt Restructuring/Reduction”, manuscrito, 2 de diciembre 2001, p. 14, disponible en <<http://www.stern.nyu.edu/globalmacro/>>. Roubini sostiene que de acuerdo a varias medidas diferentes, el peso está sobrevaluado en alrededor del 20%, pero como es clásico en sus escritos sobre cajas de conversión, no brinda citas como para sustentar sus teorías.
- ²⁰ UBS, “Prices and Earnings Around the Globe: An International Comparison of Purchasing Power”, Zurci: UBS, Suiza, 2000, pp. 6, 19, <http://www.ubs.com/e/index/about/research/economicresearch.newdialog.0007.Upload5.pdf/p100e1_o.pdf>. El aeropuerto Ministro Pistarini está lejos del centro de la ciudad, esto explica el porque los viajes en taxi desde el aeropuerto son caros.
- ²¹ Hristov, Kalin, “FEER and Currency Boards: Evidence From the 90’s” manuscrito no publicado, Bulgarian National Bank, presentado en el Centre for Central Banking Studies (Bank of England), Conferencce on Exchange Rates, Noviembre 26, 2001, p.25.
- ²² Djankov, Simeon; La Porta, Rafael; López de Silanes, Florencio; y Shleifer Andrei, “The Regulation of Entry”, National Bureau of Economic Research, Working Paper 7892, Septiembre 2000, en <<http://www.nber.org>>.
- ²³ Hong Kong se ubica consistentemente en un alto nivel en los informes de libertad y competitividad. Es el primero de 123 países (la Argentina es el 11º) in James Gwartney y Robert Lawson junto con Charles Skipton y Walter Park, *Economic Freedom of the World Report 2001*, Vancouver: Fraser Institute, 2001, <http://www.fraserinstitute.ca/publications/books/efw_2001/>. Hong Kong es 13º de 75 países (la Argentina es 54º) en el World Economic Forum, *Global Competitiveness Report*, Nueva York: Oxford University Press, 2001 (el ranking de países está disponible en <http://www.weforum.org/pdf/gcr/Overall_Competitiveness_Rankings.pdf>).
- ²⁴ Crooks, Ed, “[Euro] 15bn Legacy Currency Windfall Expected”, *Financial Times* (U.S. edition), 20 de diciembre de 2001, p.9.
- ²⁵ Un paso alternativo sería permitir al Banco Central que continúe emitiendo billetes compitiendo con los bancos comerciales. Sin embargo, si la historia argentina es la guía, mientras el Banco Central exista, el gobierno estaría más inclinado a interferir con el sistema monetario en formas que son perjudiciales para la economía.
- ²⁶ Banco Central de la República Argentina, Estados Contables al 31/12/2000, Nota 3.10, <<http://www.bcra.gov.ar/pdfs/balance/notasIC01.PDF>>.
- ²⁷ Banco Central de la República Argentina, Comunicación “A” 3358, 11 de noviembre de 2001, <<http://www.bcra.gov.ar/folio/A3358.pdf>>.
- ²⁸ Decreto 1570/2001, <<http://infoleg.mecon.gov.ar/txnorma/texactdto1570-2001.htm>>.
- ²⁹ En los Estados Unidos, el encaje legal del 10% se aplica a cuentas a las cuales las regulaciones bancarias definen como cuentas de transacciones. Las cuentas de no transacciones no tienen requerimientos de reservas. En los últimos diez años, las “sweep accounts” (que no tienen requisitos mínimos de reservas) que minimizan los fondos en cuentas de no transacciones han permitido a los bancos a reducir su coeficiente de

encaja. A pesar de que Panamá no tiene requisitos mínimos de reservas, sí tiene requisitos de liquidez (más flexibles que los del Argentina). Normalmente, una cantidad equivalente al 30% de los depósitos debe ser mantenida en tipos específicos de activos. El Decreto-Ley 9 del 26 de febrero de 1998 en Panamá, artículo 46, <<http://www.superbancos.gob.pa/law9.htm>>.

- ³⁰ Esta Sección amplía el artículo de Steve H. Hanke, “A Dollarization/Free-Banking Blueprint for Argentina”, *Friedberg’s Commodity and Currency Comments*, 3 de diciembre de 2001, <<http://users.erols.com/kurrency/hanke.pdf>>, también disponible como “Argentine Endgame: Couple Dollarization with Free Banking”, *Cato Foreign Policy Briefing* N° 67, 4 de diciembre de 2001, <<http://www.cato.org/pubs/fpbriefs/fpb67.pdf>>. Ese ensayo fue elaborado en base al manuscrito de Kurt Schuler, “U-Turn Out of the Dead End: How to Solve Argentina’s Debt, Currency, and Banking Problems”, 16 y 27 de agosto de 2001, <<http://users.erols.com/kurrency/arguturn.htm>>. La emisión de billetes por parte de los bancos también ha sido propuesta por George Selgin, “Let Private Money Spark a Recovery in Argentina”, *Wall Street Journal*, 17 de agosto de 2001, p. A9.
- ³¹ Las cifras mensuales son brindadas por el Banco Central en *Información monetaria y financiera mensual y en el Informe monetario diario*, disponible en su sitio web, <<http://www.bcra.gov.ar>>, y son promedios de cifras diarias.
- ³² Departamento del Tesoro de los Estados Unidos, *The Use and Counterfeiting of United States Currency Abroad*, Enero de 2000, p. 19, <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/RptCongress/counterfeit.pdf>.
- ³³ Este cálculo aproximado del valor del uso de señoreaje como su tasa de interés es el de la tasa del mercado monetario de los Estados Unidos y no el de la Argentina donde en la mayor parte del 2001 ha sido mucho más alta.
- ³⁴ Dowd, Kevin, *The Experience of Free Banking*, Londres: Routledge, 1992.
- ³⁵ Existe una discusión sobre la experiencia de la Argentina en este período en John H. Williams, *Argentine Trade Under Inconvertible Paper Currency, 1880-1900*, Cambridge: Massachussets: Harvard University Press, 1920, Capítulos 7-8; y en Angel M. Quintero-Ramos, *A History of Money and Banking in Argentina*, Río Piedras, Puerto Rico: Universidad de Puerto Rico, 1965, Capítulos 3-4.
- ³⁶ Ver Dowd, Kevin, *The Experience of Free Banking*, Londres: Routledge, 1992 (especialmente el capítulo de Dowd “US Banking in the ‘Free Banking’ Period”); y White, Lawrence H., *Free Banking*, Aldershot, Inglaterra: Edward Elgar, 1993.
- ³⁷ Grandes bancos extranjeros que poseen subsidiarias en la Argentina incluyen el BBVA, Deutsche Bank y el HSBC. Grandes bancos extranjeros que tienen sucursales en Argentina incluyen al Banco do Brasil, Bank of America, Citibank, FleetBoston Financical, ING, J. P. Morgan Chase & Co., y Lloyds TSB.
- ³⁸ Hay bancos con sucursales en los Estados Unidos que pueden aun desear emitir billetes allí. Los bancos privados nacionales en los Estados Unidos han tenido la capacidad de emitir billetes desde 1994 (por primera vez desde 1935). Una razón por la que no han emitido billetes es que ellos no se habían percibido que la ley se los permitía. Ver Schuler, Kurt, “Note Issue by Banks: A Step toward Free Banking in the United States?” *Cato Journal*, Vol. 20, n°3 (invierno 2001), pp. 453-65, <<http://www.cato.org/pubs/journal/cj20n3-8.pdf>>. Los billetes emitidos por los bancos en los Estados Unidos están sujetos a un impuesto de 1% por año. Ver United States Code, Título 12, sección 541.
- ³⁹ McCulloch, J. Huston, “Beyond the Historical Gold Standard”, en Campbell, Colin D. y Dougan, William R., *Alternative Monetary Regimes*, Baltimore: Johns Hopkins University Press, 1986, pp. 74-5 y C. A. E. Goodhart, “How Can Non-Interest Bearing Assets Co-Exist with Safe Interest-Bearing Assets?” *British Review of Economic Issues*, Vol. 8, n° 19, otoño 1986, p. 5.
- ⁴⁰ Los sistemas monetarios escocés e irlandés tuvieron banca libre en los 1700 y 1800 y Hong Kong tuvo banca libre desde 1845 a 1935. Actualmente, los bancos que emiten billetes en Escocia, Irlanda del Norte y Hong Kong lo hacen bajo requerimientos de reservas similares a los que se aplican a una caja de conversión ortodoxa. Ver Bank of England, “Fact Sheet: Bank Notes”, <<http://www.bankofengland.co.uk/banknotes/factnote.pdf>>, y en Autoridad Monetaria de Hong Kong, “Bank Notes in Hong Kong” página web, <http://www.info.gov.hk/hkma/eng/currency/notes_co/index.htm>. En Escocia, el Bank of Scotland es parte del HBOS Group and the Royal Bank of Scotland es parte del grupo del Royal Bank of Scotland, que incluye al England’s National Westminster Bank; en Irlanda del Norte, el Northern Bank es parte del grupo del National Australia Bank y el Ulster Bank es parte del grupo del Royal Bank of Scotland.
- ⁴¹ Como guía para la investigación sobre banca libre, ver Selgin, George A. y White, Lawrence H., “How Would the Invisible Hand Handle Money?” *Journal of Economic Literature*, vol. 32, n°4, Diciembre de 1994, pp. 1718-49. Ver en la Web el sitio de Selgin, <<http://www.terry.uga.edu/~selgin/>> y el de White, <<http://www.umsl.edu/~whitelh/links.html>>. Selgin ha propuesto que a los bancos de Hong Kong, cuyo

-
- sistema monetario es algo parecido al de la Argentina, les sea permitido emitir billetes. Selgin, George A., "A Free Banking Approach to Reforming Hong Kong's Monetary System", *Asian Monetary Monitor*, vol. 12, n° 1, Enero-Febrero 1998, pp. 14-24.
- ⁴² Ver los ensayos en Dowd Kevin, *The Experience of Free Banking*, Londres: Routledge, 1992.
- ⁴³ Caprio, Gerard, Jr. y Klingebiel, Daniela, "Episodes of Systemic and Borderline Financial Crises", documento de trabajo, Banco Mundial, Octubre 1999, p. 8.
- ⁴⁴ Para una explicación de cómo funciona la provisión de dinero bajo un sistema de billetes emitidos por bancos ver Selgin, George A., *The Theory of Free Banking: Money Supply Under Competitive Note Issue*, Totowa, New Jersey: Rowman and Littlefield, 1988.
- ⁴⁵ Decreto 1570/2001 y Banco Central de la República Argentina, Comunicación "A" 3372, 1° de diciembre de 2001, <<http://www.bcra.gov.ar/folio/A3372.pdf>>.
- ⁴⁶ Banco Central de la República Argentina, Comunicación "A" 3387, 7 de diciembre de 2001, <<http://www.bcra.gov.ar/folio/A3387.pdf>>.
- ⁴⁷ Mercado de Valores de Buenos Aires, <<http://www.merval.sba.com.ar/>>.
- ⁴⁸ Roubini, Nouriel, "Should Argentina Dollarize or Float? The Pros and Cons of Alternative Exchange Rate Regimes and Their Implications for Domestic and Foreign Debt Restructuring/Reduction", p. 18
- ⁴⁹ La tasa de cambio oficialmente denominada como de flotación controlada funcionó en la práctica como una banda de fluctuación ajustable.
- ⁵⁰ Para cuentas de la experiencia de Ecuador bajo la dolarización, hasta el momento, ver Beckerman, Paul, "Dollarization and Semi Dollarization in Ecuador", World Bank Working Paper 2643, 17 de julio de 2000, <http://econ.worldbank.org/files/2322_wps2643.pdf>; López, Franklin A., "Dollarization in Vulnerable Economies: The Lessons from Ecuador", trabajo no publicado, University of New Orleans, Noviembre de 2000 e información sobre Ecuador del FMI, en <<http://www.imf.org/external/country/ECU/index.htm>>. Kurt Schuler está también escribiendo un trabajo sobre Ecuador.
- ⁵¹ Ver Dowd, Kevin, *Laissez Faire Banking*, Londres: Routledge, 1993, pp. 25-113; una visión más escéptica es Shah, Parth J. "The Option Clause in Free Banking Theory and History: A Reappraisal" *Review of Austrian Economics*, vol. 10, n°2, 1997, pp. 1-25, <http://www.mises.org/journals/rae/pdf/rae10_2_1.pdf>.
- ⁵² Ver el sitio web del Ministerio de Economía de la Provincia de Buenos Aires, <<http://www.ec.gba.gov.ar/Financiamiento/Patacones.htm>>.
- ⁵³ Clarke, George R. G. y Cull, Robert, "Why Privatize: The Case of Argentina's Public Provincial Banks", Trabajo de *Investigación del World Bank 1972*, <<http://econ.worldbank.org/docs/703.pdf>>.
- ⁵⁴ *World Bank, Finance for Growth: Policy Choices in a Volatile World*, Washington: World Bank, 2001, p. 124.
- ⁵⁵ En el sitio web del Banco Central se pueden encontrar leyes concernientes al sistema financiero argentino, <<http://www.bcra.gov.ar/publica/epub0001.asp>>.
- ⁵⁶ Para una reciente compilación de muchos de los argumentos en contra de la dolarización ver Roubini, Nouriel, "Should Argentina Dollarize or Float? The Pros and Cons of Alternative Exchange Rate Regimes and Their Implications for Domestic and Foreign Debt Restructuring/Reduction", manuscrito, 2 de diciembre de 2001. A diferencia de otros críticos de la dolarización, Roubini ve que la economía argentina ha mostrado una sorprendente flexibilidad de precios.
- ⁵⁷ Hanke, Steve H., "Currency Boards", *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, n° 579, Enero 2002, pp. 87-105.
- ⁵⁸ White, Lawrence H., "Fix or Float? The International Monetary Dilemma", en White, Lawrence H., *Competition and Currency: Essays on Free Banking and Money*, Nueva York: New York University Press, 1989, pp. 137-47.
- ⁵⁹ Los estados son: California, Florida, Illinois, Michigan, New Jersey, Nueva York, Ohio, Pennsylvania y Texas. Ver Departamento del Comercio de los Estados Unidos, Bureau of Economic Analysis, "Gross State Product Data", <<http://www.bea.doc.gov/bea/regional/gsp/>>
- ⁶⁰ La dolarización fue la reforma más destacada de la llamada Ley Trolebús, un gran paquete de reformas que se puso en vigor en Marzo de 2000. El nombre oficial de la ley fue Ley Para la Transformación Económica del Ecuador. Para acceder al texto, ver <<http://users.erols.com/kurrency/ectroley.htm>>.
- ⁶¹ Roubini, Nouriel, "Should Argentina Dollarize or Float? The Pros and Cons of Alternative Exchange Rate Regimes and Their Implications for Domestic and Foreign Debt Restructuring/Reduction", manuscrito, 2 de diciembre de 2001, pp. 10-11.
- ⁶² Los tres tipos básicos de tipo de cambio son: fijo, flotante y ajustable. Bajo un tipo de cambio fijo, la moneda es mantenida constante en términos de una moneda de anclaje. La autoridad monetaria, si existiera, no tiene poder discrecional para controlar la base monetaria, la que cambia sólo en respuesta a los cambios

-
- en la demanda del público. Los países dolarizados tienen tasas fijas. Bajo un tipo de cambio flotante, la autoridad monetaria controla la base monetaria, pero el tipo de cambio no es mantenido constante en términos de alguna moneda de anclaje. El dólar estadounidense es un ejemplo de una moneda que flota bastante “limpiamente”, sin una intervención frecuente de la Reserva Federal y del Tesoro para influenciar en su tipo de cambio por medio de la compra o venta de moneda extranjera. Bajo un tipo de cambio ajustable, el que está en el medio entre el tipo fijo y el flotante, la autoridad monetaria controla tanto el tipo de cambio como la base monetaria. Cuánto más duro sea el ajuste, menos seguido la autoridad monetaria varía el tipo de cambio. Muchos de los problemas del sistema de convertibilidad son consecuencia de ser percibido en su forma de operar como el de un sistema ajustable más que el de un sistema fijo. Ver Hanke, Steve H. “How to Establish Monetary Stability in Asia”, *Cato Journal*, vol. 17, n°3, invierno 1998, pp. 295-301, <<http://www.cato.org/pubs/journal/cj17n3-9.html>> y Schuler, Kurt, “The Problem with Pegged Exchange Rates”, *Kyklos*, vol. 52, n°1, 1999, pp. 83-102.
- ⁶³ Para más información sobre la relación entre la moneda y la soberanía, ver Schuler Kurt, “What Use Is Monetary Sovereignty?” próximamente en Dean, James W., Globerman, Steve y Willett, Thomas D., *Dollarization of the Americas*, Nueva York: Oxford University Press, <<http://users.erols.com/kurrency/monsov.htm>>.
- ⁶⁴ Seguro de Depósitos Sociedad Anónima, <<http://www.sedesa.com.ar>>.
- ⁶⁵ Lerrick, Adam y Meltzer, Allan, “Blueprint for an International Lender of Last Resort”, manuscrito, Carnegie Mellon University, 22 de octubre de 2001. Para una versión previa, ver <<http://www.house.gov/jec/imf/gailliot.pdf>>.
- ⁶⁶ Las firmas consultoras en economía, Polyconomics e InterMarket Forecasting, han sido las dos excepciones, que advirtieron de los peligros del aumento de las alícuotas de los impuestos en la Argentina. Ver <<http://www.polyconomics.com>> y <<http://www.intermarketforecasting.com>>. Para ver la sorpresa del FMI que a mayores alícuotas de impuestos no aumentaban proporcionalmente los ingresos, leer su informe sobre la Argentina en <<http://www.imf.org/external/country/ARG/index.htm>>.
- ⁶⁷ Es también importante recordar que las alícuotas de los impuestos que maximizan el crecimiento económico son más bajas que las tasas que maximizan los ingresos gubernamentales. Ver el informe de Lindsey, Lawrence B., “Revenue Maximizing taxation is Not Optimal”, Office of the Chairman, Joint Economic Committee, U.S. Congress, Julio 1997, <<http://www.house.gov/jec/fiscal/tx-grwth/lindsey/lindsey.pdf>>.
- ⁶⁸ La experiencia de Irlanda está resumida en McMahon, Fred, *Roads to Growth: How Lagging Economies Become Prosperous*, Halifax: Atlantic Institute for Market Studies, 2000, Capítulo 2, <<http://www.aims.ca/Publications/Growth/aimsch2.pdf>>.
- ⁶⁹ Cochrane, Ian, Tsbizova, Xenia y Pautola, Nina, “Tax Reform in Russia-Update”, *Russian Economic Trends*, 11 de agosto de 2000, pp. 3-6, <<http://www.hhs.se/site/ret/update/aug00/aug00.pdf>> y *Russian Economic Trends*, 15 de noviembre de 2001, p. 5, <http://www.blackwellpublishers.co.uk/ruet/pdfs/e2001_11.pdf>.
- ⁷⁰ “El equipo del FMI, sin embargo, está preocupado de que los compromisos para asegurar el pase de esta legislación impositiva en el Duma se están tornando demasiado costosos. La pérdida de ganancias debe ser estrictamente limitada para asegurar que la sustentabilidad fiscal no sea amenazada en caso de una caída, dados los costos inciertos de la reforma estructural”. Fondo Monetario Internacional, “Russian Federation: Report on Post-Program Monitoring Discussions”, 17 de mayo de 2001, pp. 18-19, <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2001/cr01102.pdf>>.
- ⁷¹ Ecuador, Servicio de Rentas Internas, <<http://www.sri.gov.ec>>.
- ⁷² Fondo Monetario Internacional, *World Economic Outlook*, Diciembre 2001, Washington: Fondo Monetario Internacional, 2001, p. 46, <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2001/03/pdf/chapter3.pdf>>.
- ⁷³ Para una simple explicación del costo del gasto gubernamental, ver a Schuler, Kurt, “The Hidden Costs of Government Spending” Staff Report, Joint Economic Committee, U.S. Congress, Diciembre 2001, <<http://www.house.gov/jec/hidden.pdf>>.
- ⁷⁴ O’Quinn, Robert y Ashford, Nigel, “The Kiwi Effect: What Britain Can Learn from New Zealand”, Londres: Adam Smith Institute, 1996, pp. 28-30, <<http://www.adamsmith.org.uk/policy/publications/pdf-files/kiwi-effect.pdf>>.
- ⁷⁵ En los informes del FMI sobre la Argentina se discuten algunas reformas que se pueden ver en <<http://www.imf.org/external/country/ARG/index.htm>>. Los documentos del Banco Mundial sobre la Argentina también están disponibles en su sitio web <<http://www.worldbank.org>>.
- ⁷⁶ Los que se oponen a la dolarización frecuentemente mencionan que ésta no es una panacea, como dando la impresión que los que la apoyan piensan que sí lo es. Dos especialistas en economía monetaria,

escribiendo sobre la dolarización y otros sistemas monetarios en Latinoamérica, han ido aun más allá que en discusión por comentarios desaprobatorios, escribiendo que “Los que apoyan distintas estrategias para la conducta de políticas monetarias frecuentemente tienden a argumentar que su estrategia preferida será una panacea que ayudará a resolver los difíciles problemas tales como el control fiscal”. Mishkin, Frederic S., y Savastano, Miguel A., “Monetary Policy Strategies for Latin America”, National Bureau of Economics Working Paper 7617, Marzo 2000, p. 58, disponible en <<http://www.nber.org>>. Ellos no dan ningún ejemplo de nadie que haya reclamado que alguna estrategia en particular fuera una panacea.

⁷⁷ Para ejemplos recientes sobre el tema, ver el *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 33, n°2, part 2, Mayo 2001 y el *Journal of Policy Modeling*, Vol. 23, n°3, Abril 2001. Nosotros sospechamos que, si se les diera la opción, todos los críticos de la dolarización preferirían que se les pague en dólares y no en pesos argentinos, o de algún otro país.