

*SAE./No.235/May 2023*

---

*Studies in Applied Economics*

---

**Plan de dolarización para Argentina**

---

*Steve H. Hanke y Kurt Schuler*

Johns Hopkins Institute for Applied Economics,  
Global Health, and the Study of Business Enterprise



## **Plan de dolarización para Argentina**

Por Steve H. Hanke y Kurt Schuler

### **Acerca de la Serie**

La serie Estudios de Economía Aplicada está bajo la dirección general del profesor Steve H. Hanke, fundador y codirector del Instituto Johns Hopkins de Economía Aplicada, Salud Global y Estudio de Empresas Comerciales (hanke@jhu.edu). Los autores son principalmente estudiantes de la Universidad Johns Hopkins en Baltimore.

### **Sobre los autores**

Steve H. Hanke is a Professor of Applied Economics, Founder & Co-Director of The Johns Hopkins Institute for Applied Economics, Global Health, and the Study of Business Enterprise, and editor of the *Studies in Applied Economics* series. He is a Senior Fellow and Director of the Troubled Currencies Project at the Cato Institute, a contributor at National Review, a well-known currency reformer, and a currency and commodity trader. Prof. Hanke served on President Reagan's Council of Economic Advisers, has been an adviser to five foreign heads of state and five foreign cabinet ministers, and held a cabinet-level rank in both Lithuania and Montenegro. He has been awarded seven honorary doctorate degrees and is an Honorary Professor at four foreign institutions. He was President of Toronto Trust Argentina in Buenos Aires in 1995, when it was the world's best-performing mutual fund. Currently, he serves as Chairman of the Supervisory Board of Advanced Metallurgical Group N.V. in Amsterdam. In 1998, he was named one of the twenty-five most influential people in the world by World Trade Magazine. In 2020, Prof. Hanke was named a Knight of the Order of the Flag

Kurt Schuler, long ago a postdoctoral fellow at Johns Hopkins University, is Senior Fellow in Financial History at the Center for Financial Stability in New York City and has been an adviser on many of the papers in the series.

## Prefacio

Cuando la Sra. Hanke y yo conocimos a Carlos Menem, poco después de que se convirtiera en presidente, él nos expresó una clara visión de lo que quería lograr en materia económica. Pero se sentía frustrado. Sus reformas no iban a ninguna parte.

Le indiqué que, si bien sus campañas en favor de desregular, privatizar y reducir drásticamente los impuestos a la exportación estuvieron bien, no irían a ninguna parte hasta que acabara con la inflación. Terminar con la inflación era necesario para Menem, de modo tal que pudiese establecer credibilidad y ganarse la confianza del público. Menem inquirió entonces, ¿cómo podría detener la inflación? Le respondí que una caja de conversión era justo lo que el médico recetaba. El presidente dijo que le interesaba y me sugirió que redactase una propuesta.

De inmediato comencé a trabajar en un proyecto de caja de conversión con Kurt Schuler. Durante la redacción del anteproyecto, trabajé estrechamente con el diputado José María Ibarbia y sus colegas (la llamada bancada de Alsogaray) en el Congreso argentino. A principios de 1991, la Fundación República de Buenos Aires publicó en forma de libro el anteproyecto de caja de conversión de Hanke y Schuler: *Banco Central o Caja de Conversión*. Schuler y yo tuvimos el placer de que José María Ibarbia escribiera el prólogo para nuestro libro y de recibir el apoyo de la facción de Alsogaray. Con eso, Menem sabía que contaría con el apoyo para una "caja de conversión" en el Congreso.

Cuando la Convertibilidad empezó a evidenciar señales de problemas en 1998, Menem volvió a pedirme consejo. Le aconsejé que la única forma de garantizar que no hubiera interferencias monetarias en Argentina era hacer a un lado al BCRA y al peso, guardarlos en un museo y adoptar el dólar estadounidense. Una vez más, Menem me solicitó que le presentara un proyecto de ley de dolarización. Lo hice en colaboración con Kurt Schuler. Publicamos "A Dollarization Blueprint for Argentina" en el Friedberg's Commodity and Currency Comments Experts' Report el 1 de febrero de 1999. Poco tiempo después, expuse nuestro plan de dolarización en una reunión de la

Asociación de Bancos Argentinos en Buenos Aires. A los banqueros allí reunidos les agradó la idea, pero desgraciadamente el gobierno no dolarizó. Como suele decirse, el resto es historia.

Prof. Dr. Steve H. Hanke

Baltimore

8 de mayo de 2023

### **Expresiones de gratitud**

Me gustaría agradecer a mi colega del Instituto Independiente, Gabriel Gasave, por la traducción.

**Palabras clave:** Argentina, Dolarización

**(Este trabajo fue originalmente publicado en el “Friedberg’s Commodity and Currency Comments Experts’ Report,” el 1 de febrero de 1999)**

En los meses previos a la decisión del gobierno brasileño de devaluar y luego dejar flotar el *real* en enero de 1999, el peso argentino también sufrió ataques especulativos, aunque mucho más leves que los experimentados por el *real*. Tras la devaluación del *real*, crecieron las especulaciones de que Argentina devaluaría el peso. De hecho, a pesar de los buenos resultados del sistema argentino de caja de conversión desde su creación en abril de 1991 (BCRA 1998 y Kiguel 1998), a menudo se ha especulado con que la moneda se devaluaría (Hanke 1999). Por consiguiente, las tasas de interés en pesos han sido persistentemente más altas que las tasas de interés en dólares estadounidenses dentro del país.

En el pasado año, el diferencial entre las tasas de interés de los préstamos argentinos a 30 días en pesos y en dólares ha oscilado entre 50 y 440 puntos básicos. Y a finales de enero de 1999, la tasa promedio de los préstamos interbancarios a un día de plazo se situaba en torno al 7,5% anual para los pesos, frente al 6,5% en dólares. Para los préstamos interbancarios a un año, las tasas de interés a finales de enero de 1999 eran del 19,75% para los pesos y del 14,75% para los dólares.

Para reducir y, en última instancia, eliminar la especulación sobre la devaluación, el gobierno de Menem anunció el 21 de enero de 1999 que se proponía dolarizar. El gobierno está actualmente estudiando la forma exacta de la dolarización y el cronograma de la misma.

Argentina ya se encuentra dolarizada en un sentido no oficial o incluso semioficial. Los depósitos en dólares en los bancos argentinos superan a los depósitos en pesos, los préstamos pueden efectuarse en dólares y es legal utilizar el dólar junto con el peso. Cuando hablamos aquí de dolarización, nos referimos a una dolarización oficial plena. Con la dolarización oficial, todos los billetes (papel moneda) y monedas (metálico) en pesos serían sustituidos por dólares, y todos los activos, pasivos y precios en pesos se convertirían a dólares al tipo de cambio actual de 1 dólar = 1 peso. El sistema monetario argentino sería similar al de Panamá (Moreno 1998), el sistema dolarizado más conocido en la actualidad, y el de los otros 27 países y territorios dependientes que sólo utilizan divisas extranjeras.

Sería factible que el presidente Menem promulgase la dolarización por decreto, algo que amenazó con hacer en 1995. Sin embargo, su sucesor, que será elegido a finales de este año, podría igualmente acabar con la dolarización por decreto. La dolarización sería más duradera si fuese sancionada como ley por el Congreso argentino y contase con una amplia aprobación popular. Para contribuir al debate sobre la dolarización, ofrecemos un análisis de cómo ha funcionado el sistema argentino de caja de conversión, argumentos acerca de por qué la dolarización es deseable, y un plan para implementar la forma de dolarización que creemos sería la mejor.

### **El sistema monetario argentino es similar a una caja de conversión, pero no una caja de conversión ortodoxa**

Argentina no posee un sistema de caja de conversión ortodoxo puro, sino un sistema no ortodoxo similar a una caja de conversión (Walters y Hanke 1992, y Hanke 1997). Los argentinos denominan a este sistema y a las reformas económicas más amplias que ha impulsado "convertibilidad", un término poco común para un sistema inusual. El sistema cuenta con algunas características peculiares que muchos observadores soslayan.

La Ley de Convertibilidad (Ley 23.928), que estableció el sistema, se presentó como proyecto de ley en el Congreso argentino el 20 de marzo de 1991. El Congreso sancionó la ley y el presidente Menem la promulgó el 27 de marzo; sus disposiciones entraron en vigor el 1 de abril. La ley estableció un tipo de cambio vendedor de 10.000 australes por dólar estadounidense. A partir del 1 de enero de 1992, Argentina introdujo el peso a un tipo de cambio de 1 peso = 10.000 australes = 1 dólar (Decreto 2.128 de 1991). El Banco Central debe mantener reservas de libre disponibilidad de al menos el 100% de la base monetaria (dinero en circulación más los depósitos a la vista de las instituciones financieras en el banco central). Las reservas pueden tener la forma de depósitos, otros instrumentos que devenguen intereses y bonos gubernamentales argentinos o extranjeros; la propia Ley de Convertibilidad no especifica ningún límite a la tenencia de bonos argentinos. Las reservas deben ser pagaderas en oro, metales preciosos, dólares estadounidenses u otras divisas de calidad similar. La ley exige que las reservas estén valuadas a su precio de mercado. Las reservas que respaldan la base monetaria no pueden ser utilizadas ni empeñadas para ningún otro fin. La

ley define la base monetaria como el dinero local en circulación (billetes y monedas) más los depósitos a la vista en moneda local de las instituciones financieras en el banco central.

Una versión modificada de la Carta Orgánica del Banco Central de la República Argentina fue aprobada el 23 de septiembre de 1992 (Ley 24.144). Esta ley armoniza el estatuto del Banco Central con el espíritu de la Ley de Convertibilidad. La Carta revisada establece que la misión principal del Banco Central es la de preservar el valor de la moneda, encontrándose la supervisión de los mercados financieros incluida como una de las misiones secundarias. La ley establece también la independencia del Banco Central respecto al poder ejecutivo en la formulación de la política monetaria. Sin embargo, los directores del Banco Central son designados por el presidente en consulta con el Congreso. (Cuatro de los ocho directores tienen mandatos de seis años que expiran el 23 de septiembre de 2001, y los otros cuatro tienen mandatos de seis años que expiran el 23 de septiembre de 2004).

La Carta Orgánica del Banco Central prohíbe a éste prestar o garantizar préstamos de cualquier nivel al gobierno argentino o a las empresas gubernamentales no financieras. No obstante, el Banco Central puede mantener parte de sus reservas que respaldan la base monetaria en bonos del Estado argentino. Hasta el 23 de septiembre de 1995, el límite era del 20% de las reservas; desde entonces, el límite ha sido del 33 1/3%. (El incremento del límite no estuvo relacionado con la crisis del Tequila de 1995. Se había incluido en la Carta Orgánica del Banco Central en 1992). Una limitación aparte es que el Banco Central no puede aumentar sus tenencias de bonos públicos argentinos más de un 10% con respecto al promedio del año anterior. Por ejemplo, si el promedio de las tenencias de este año es de 1.000 millones de pesos, el promedio de las tenencias del año siguiente no puede exceder los 1.100 millones de pesos. Sin embargo, previa notificación al Congreso, los directores del Banco Central pueden, como una medida extraordinaria, declarar un período temporal de no más de 90 días durante el cual no se aplicaría el incremento interanual del 10%. En ese caso, el Banco Central podría mantener bonos del gobierno argentino hasta un máximo del 33 1/3% durante un período de 90 días.

Las reservas del Banco Central que no consisten en títulos públicos del gobierno argentino se denominan liquidas o de libre disponibilidad. Nunca han caído por debajo del 80% de la base

monetaria, y el Banco Central no ha hecho uso de la disposición que suspende el incremento del 10% interanual en bonos del gobierno argentino. A finales de enero de 1999, la base monetaria era de casi 15.000 millones de pesos, y las reservas líquidas superaban los 24.000 millones. (Obsérvese que, del total de las reservas líquidas, casi 8.000 millones de dólares representan los requerimientos de encajes de los bancos comerciales, o lo que los argentinos llaman "requisitos de liquidez". Se encuentran depositadas en bancos extranjeros).

En principio, cualquiera puede intercambiar pesos por dólares en el Banco Central, pero en la práctica sólo lo han hecho los bancos. La Ley de Convertibilidad estableció un tipo de cambio vendedor de 10.000 australes (= 1 peso) por dólar, pero no un tipo de cambio comprador. Inicialmente, el Banco Central fijaba diariamente su tipo de compra de acuerdo con los tipos del mercado, a un tipo no inferior a 9.970 australes (= 0,9970 pesos) por dólar. Con el tiempo, el Banco Central gradualmente incrementó el tipo comprador, hasta que el 12 de enero de 1995 desapareció el diferencial entre los tipos comprador y vendedor (Comunicación "A" 2298 del BCRA).

Cuando la Ley de Convertibilidad entro en vigor, el Banco Central contaba con una importante cartera heredada de activos nacionales. Estos activos y los pasivos correspondientes fueron separados de las reservas establecidas por la Ley de Convertibilidad para respaldar la base monetaria, y han disminuido con el tiempo a medida que los préstamos han sido reembolsados.

Como complemento de la Ley de Convertibilidad, el gobierno ha desregulado y abierto el sistema financiero de manera significativa. Desde 1994, las instituciones financieras extranjeras han podido competir en igualdad de condiciones con las argentinas (Decreto 146, del 31 de enero de 1994). En consecuencia, el sistema bancario se ha tornado mucho más internacionalizado. En diciembre de 1994, los bancos extranjeros que operaban en Argentina representaban el 16,5% de los depósitos totales del sistema y el 25,6% de los depósitos en bancos privados. En junio de 1998, los bancos extranjeros representaban el 40,9% de los depósitos del sistema y el 63,5% de los depósitos en bancos privados (BCRA 1998). Esto ha facilitado enormemente el acceso a la liquidez proporcionada por los mercados internacionales de capitales.



Tras sufrir durante la crisis del Tequila de 1995, los bancos mal gestionados que antes pertenecían a los gobiernos provinciales empezaron a privatizarse, y el sistema bancario se consolidó. En diciembre de 1994, había 235 bancos; en junio de 1998, ese número se había reducido a 174.

La Ley de Convertibilidad, en efecto, impide que el Banco Central imprima dinero para rescatar a los bancos propiedad del gobierno, como había hecho con anterioridad en varias ocasiones. La Carta Orgánica del Banco Central le prohíbe prestar a instituciones financieras en apuros, salvo en casos de iliquidez temporal. Originalmente, el Banco Central no podía prestar más que el valor del capital de una institución ni otorgar préstamos durante más de 30 días consecutivos, aunque estas disposiciones se morigeraron a principios de 1995 para permitir más préstamos de emergencia. Dado que el Banco Central posee facultades limitadas como prestamista de última instancia, las instituciones financieras han tenido que confiar principalmente en su propia administración atinada y en los mercados financieros para obtener liquidez, en lugar de eludir la disciplina del mercado pidiendo prestado al Banco Central.

A pesar de que el prestamista de última instancia se encuentra limitado, ha motivado la especulación contra el peso. En 1995, por ejemplo, los especuladores aumentaron sus posiciones cortas en pesos cuando el Banco Central extendió más liquidez a los bancos ilíquidos, pero solventes. Esto pone en duda los supuestos beneficios y la justificación de la función del prestamista de última instancia del sistema de convertibilidad (Hanke 1999).

En un esfuerzo por evitar que se repita la crisis de liquidez de 1995, el Banco Central adoptó una “política de liquidez” formal en diciembre de 1996. La disposición clave de la norma fue el establecimiento de un Programa Contingente de Pases (BCRA 1998). Bajo este programa, el banco central argentino tiene la opción de vender ciertos activos domésticos a cambio de dólares a un grupo de bancos sujeto a una cláusula de recompra. En octubre de 1998, 14 bancos internacionales participaban de estos acuerdos. Los activos sujetos a la recompra incluían 6.200 millones en bonos argentinos denominados en dólares y hasta 500 millones en hipotecas argentinas denominadas en dólares. El vencimiento medio de los acuerdos es de tres años, con una cláusula que amplía la vida del programa en tres meses y es renovado trimestralmente. La opción de recompra contingente puede ser ejercida en cualquier momento durante la vida del programa, y el vencimiento del

recompra puede comenzar en esa fecha y extenderse hasta el final del programa. El único hecho que invalida el acuerdo es el incumplimiento por parte de Argentina de cualquier compromiso de deuda internacional.

El Programa Contingente de Pases contiene varias disposiciones a fin de proteger a los bancos prestamistas. En primer lugar, el programa está sobre garantizado. Deben depositarse bonos argentinos con un valor de mercado al menos un 25% superior al de los fondos reales entregados. En segundo lugar, si los precios de esos bonos bajan más de un 5%, deben depositarse bonos adicionales como "margen" para mantener el sobre aval mínimo del 25%.

Los costos de la protección de liquidez que ofrece el programa son modestos. La prima de opción, o comisión de compromiso, es de 32 puntos básicos, y el costo de los fondos implícitos en el acuerdo de recompra es aproximadamente la tasa interbancaria de Londres (LIBOR es su sigla en inglés) más 205 puntos básicos.

Cabe destacar que el Programa Contingente de Pases no es similar al acuerdo de un prestamista de última instancia basado en el poder de inflar. Por el contrario, se trata de una línea de crédito comercial entre el Banco Central y el sector bancario comercial. Aunque el final de la crisis argentina de 1995 se debió en gran medida al rescate multilateral de 7.000 millones de dólares, el Programa Contingente de Pases de 6.700 millones de dólares ilustra que el mismo tipo de financiación también puede garantizarse sin un prestamista de última instancia que posea la capacidad de imprimir.

En 1995, el gobierno ayudó a establecer el Fondo de Garantía de los Depósitos, de financiación privada y voluntaria. (Desde 1992 no existía seguro gubernamental de depósitos alguno). El fondo asegura los depósitos en pesos y en divisas con vencimientos inferiores a 90 días hasta 10.000 pesos y los depósitos con vencimientos superiores a 90 días hasta 20.000 pesos. No se encuentran garantizados los depósitos que paguen intereses superiores a más de dos puntos porcentuales por encima de la tasa abonada por el mismo plazo por el Banco de la Nación, una institución estatal (Decreto 540, 12 de abril de 1995). Los bancos miembros están obligados a efectuar pagos

mensuales básicos del 0,03% de sus depósitos diarios promedios y hasta un 0,03% más, dependiendo del riesgo de sus activos. El Banco Central puede autorizar a los bancos a reducir o suspender los pagos cuando el fondo alcance los 2.000 millones de pesos o el 5% del total de los depósitos bancarios. El fondo está administrado por Seguros de Depósitos S.A., una organización propiedad principalmente de las instituciones afiliadas, con una pequeña participación del gobierno.

Antes de la Ley de Convertibilidad, el propósito de los requisitos de encaje (que no pagaban intereses) era cobrar un impuesto inflacionario a los bancos y los depositantes bancarios. En la actualidad, su objetivo es proteger a los depositantes. Desde finales de 1995, los requisitos de encaje, que son denominados requisitos de liquidez, son más uniformes que antes, y no discriminan entre pesos y dólares ni entre cuentas corrientes. Los requisitos de liquidez actualmente son algo superiores al 20% de la base de depósitos. La ley prohíbe al Banco Central pagar intereses sobre los encajes. Pero dado que estos encajes deben mantenerse en bancos extranjeros, reciben una tasa de interés de mercado. En consecuencia, los encajes obligatorios en Argentina no constituyen un impuesto implícito sobre los bancos o los depositantes bancarios.

Dado que el Banco Central tiene facultades limitadas para prestar a los bancos comerciales, el gobierno ha hecho hincapié en que esos bancos comerciales necesitan una sólida base de capital. Los requisitos mínimos de capital, que rondaban el 3% a mediados de 1991, se incrementaron por etapas y ahora son del 11,5%. Esto se compara con la norma internacional del "Acuerdo de Basilea" del 8%. El capital es ponderado en función del riesgo de los activos del banco, y las normas argentinas para calcular el capital mínimo son más estrictas que las del Acuerdo de Basilea.

Para generar confianza en el peso, el gobierno ha dado al dólar estadounidense, que con anterioridad era una moneda no oficial de uso generalizado, el mismo estatus de moneda de curso legal que el peso. En diciembre de 1989, se permitió a los bancos en Argentina aceptar depósitos en divisas (Ley 23.578). Desde entonces, el gobierno ha eliminado las restricciones a la moneda extranjera hasta el punto de que Argentina tiene ahora uno de los sistemas más liberales del mundo. Los dólares tienen curso legal junto con los pesos, y los contratos pueden celebrarse con igual libertad en cualquiera de las dos monedas. De hecho, Argentina tiene un sistema "bimonetario". Los préstamos y empréstitos son igualmente fáciles en ambas monedas, y los bancos mantienen

los encajes obligatorios exclusivamente en dólares (Comunicación "A" 2298 del BCRA, del 12 de enero de 1995).

El sistema de caja de conversión de Argentina difiere de una caja de conversión ortodoxa en varios aspectos, al igual que los sistemas de caja de conversión de Estonia (establecido en 1992), Lituania (1994), Bulgaria (1997) y Bosnia (1998) (Hanke 1997). Un sistema de caja de conversión ortodoxa carece de banco central ni margen para una política monetaria discrecional. El sistema monetario argentino, en cambio, cuenta con un banco central que posee cierto margen para una política monetaria discrecional, aunque mucho menor al de la mayoría de los bancos centrales.

El Banco Central tiene permitido mantener reservas en divisas extranjeras equivalentes a un mínimo del 66 2/3% de la base monetaria, en lugar del 100%, como en un sistema de caja de conversión ortodoxa.

Aunque la Ley de Convertibilidad define a la base monetaria, ni ella ni la Carta Orgánica del Banco Central definen las categorías "pasivos monetarios" o "pasivos financieros", los que pueden incluir activos nacionales. Una caja de conversión ortodoxa no tendría más pasivos financieros que la base monetaria.

El Banco Central carece de un coeficiente máximo de reservas, por lo que puede acumular un exceso de reservas y utilizarlas de manera discrecional. Aunque muchas cajas de conversión ortodoxas han acumulado reservas adicionales del 5% al 15% por encima de la norma del 100%, estas reservas "excedentes" han sido destinadas a proteger a las cajas de conversión en caso de que los valores que poseían perdiesen valor. Además, este exceso de reservas ha estado sujeto a normas que impedían su empleo de un modo discrecional.

El tipo de cambio del peso tiene un piso, pero no un techo. Por ende, en principio, el gobierno podría apreciar el peso frente al dólar, aunque en la práctica sea algo improbable. En una caja de conversión ortodoxa, en cambio, el piso y el techo son iguales, o prácticamente iguales, lo que permite un margen de comisiones que no suele superar el 1%.

El Banco Central cuenta con tres instrumentos principales de política monetaria discrecional: los encajes obligatorios, las recompras y las operaciones con divisas. Las exigencias de encajes son

totalmente discrecionales del Banco Central, en virtud de que la ley no establece ni un mínimo ni un máximo. Las operaciones de recompra (repos) permiten al Banco Central conceder préstamos a los bancos comerciales e influir en las tasas de interés a corto plazo. Puede realizar operaciones de recompra, y comprar o vender divisas por iniciativa propia, si sus reservas superan el mínimo establecido por la Ley de Convertibilidad, como ha sido el caso desde el principio. El Banco Central ha utilizado las operaciones de recompra y el exceso de reservas de divisas para suavizar las fluctuaciones a corto plazo de las tasas de interés y a efectos de intervenir en el mercado de divisas, pero hasta la crisis del Tequila, intentó que las operaciones de recompra tuviesen mensualmente un resultado neto de cero (Bennett 1994: 200). Una caja de conversión ortodoxa, en cambio, carece de instrumentos de política discrecional.

Los inversores extranjeros pueden repatriar sus inversiones en Argentina en cualquier momento (Decreto 1853, 2 de septiembre de 1993). Una ley de 1993 suprimió la facultad del presidente de imponer controles de capital al decretar una emergencia de pagos (Ley 21.382, artículo 14). Cuando la Ley de Convertibilidad entró en vigencia, existían nominalmente controles de capital, pero el Banco Central concedía todas las solicitudes de movimientos de capital y dejaba que caducase el registro de movimientos de capital, incluso antes de 1993.

Una modificación de la Ley de Convertibilidad requeriría de una ley del Congreso argentino. Se necesitaría sólo una mayoría simple si el presidente estuviera de acuerdo con los cambios, pero para anular un veto del presidente se precisaría una mayoría de dos tercios de ambas cámaras del Congreso. La Ley de Convertibilidad es popular en todo el espectro político. A su favor, tanto el presidente Menem como los funcionarios del Banco Central han seguido el espíritu de la Ley de convertibilidad y han dejado sin explotar la mayoría de los vacíos legales del sistema actual. Sin embargo, es posible que futuros presidentes de la nación y funcionarios del Banco Central no se atengan tanto al espíritu de la ley.

Dado que el sistema argentino no es una caja de conversión ortodoxa, Argentina ha experimentado algunos problemas que generalmente no han acontecido con los sistemas de caja de conversión ortodoxas. Los problemas más graves se produjeron en la crisis del Tequila de 1995, que no trataremos en profundidad debido a que ya han sido analizados en detalle en otro trabajo (Hanke 1999). Por otra parte, los sistemas de caja de conversión ortodoxas y los sistemas dolarizados han

tenido el mismo tipo de éxito que el sistema similar al de una caja de conversión en lo que atañe a evitar devaluaciones, mantener la plena convertibilidad en la moneda ancla, restringir la inflación, limitar los déficits fiscales y fomentar el crecimiento económico. Los sistemas de bancos centrales de Argentina y otros países en desarrollo no han tenido el mismo éxito (Hanke 1999 y Schuler 1996). Por lo tanto, el éxito del sistema de convertibilidad de Argentina es principalmente atribuible a sus características de caja de conversión, mientras que sus problemas se deben a las características de banco central que permanecen impregnadas dentro del sistema.

### **La dolarización es deseable**

Dado que Argentina carece de una caja de conversión ortodoxa y ha estado poco dispuesta a convertir al sistema en ortodoxo, tal como lo hemos propugnado (Hanke y Schuler 1991a, b; Hanke, Jonung y Schuler 1993: 72-4, 77), la dolarización es deseable. Un sistema monetario dolarizado funciona casi igual que un sistema ortodoxo de caja de conversión. La principal diferencia es que, con la dolarización, un país pierde el señoreaje (el beneficio de emitir la base monetaria) a favor de los Estados Unidos; mientras que, con una caja de conversión ortodoxa, conserva ese beneficio. Consideremos ahora los costos y beneficios de la dolarización en comparación con el sistema argentino de caja de conversión.

El principal costo de la dolarización sería la pérdida del señoreaje. En la actualidad, Argentina percibe unos 750 millones de pesos al año en concepto de señoreaje. Dado que el tamaño de la economía argentina, medido por el producto bruto interno (PBI), es de unos 340.000 millones de pesos, el señoreaje sólo representa el 0,22% del PBI anual. En otros países con baja inflación, el señoreaje puede llegar al 1%. La larga historia de inflación de Argentina antes de la Ley de Convertibilidad ha hecho que los argentinos estén menos dispuestos a conservar billetes y monedas locales que los habitantes de otros países con baja inflación, por lo que el señoreaje en Argentina es inferior a la media. Dado que el tipo de cambio peso-dólar es de 1 a 1, casi no habría costos extraordinarios asociados a la conversión de los programas informáticos y las cajas registradoras de pesos a dólares. En consecuencia, los costos administrativos de dolarizar Argentina serían muy pequeños.

El mayor beneficio de la dolarización sería la reducción de las tasas de interés en Argentina. Al no existir un tipo de cambio peso-dólar, el riesgo cambiario quedaría eliminado y se cerraría la brecha entre las tasas de interés entre pesos y dólares para los préstamos dentro de Argentina. Como hemos mencionado, a finales de enero de 1999, la tasa de interés de los préstamos interbancarios a un día en pesos era aproximadamente un punto porcentual más alto que la tasa en dólares, y la brecha se ampliaba a unos 5 puntos porcentuales para los préstamos interbancarios a un año. Para aquellos deudores no bancarizados, los diferenciales son mayores. Es cierto que quienes deseen pagar tasas de interés más bajas pueden endeudarse en dólares, pero eso los expone a un riesgo cambiario que muchos no desean asumir, dada la larga historia de devaluaciones de Argentina antes de la Ley de Convertibilidad.

Al eliminar el riesgo cambiario, la dolarización reduciría las tasas de interés. En consecuencia, la tasa de crecimiento de Argentina tendería a ser más alta y la variabilidad del crecimiento anual sería menor con la dolarización que con su sistema similar al de una caja de conversión. De hecho, un memorándum del gobierno estima que las tasas de interés más bajas resultantes de la dolarización añadirían 2 puntos

Incluso la utilización del concepto convencional de costo-beneficio, como acabamos de hacer, nos lleva a concluir que los beneficios de dolarizar Argentina superan claramente a los costos. No obstante, al evaluar regímenes monetarios alternativos, el análisis convencional costo-beneficio no logra captar importantes beneficios y costos, a saber, los deseos de los consumidores. Los "consumidores" de dinero son quienes lo utilizan: casi todo el mundo excepto los niños pequeños. En lugar de utilizar como punto de partida una determinación de las características que los consumidores encuentran deseables en el dinero, los economistas simplemente asumen que un banco central bien intencionado, competente y políticamente independiente produciría el mejor resultado, y ahí es donde empiezan sus cálculos. En el caso de Argentina, esto es tan poco realista como suponer que un monopolio telefónico estatal produciría un servicio eficiente y de bajo costo.

Los argentinos han demostrado que las características que desean en una moneda son aquellas que posee el dólar: baja inflación, plena convertibilidad, perspectiva de un buen desempeño en el futuro y aceptabilidad internacional. La Ley de Convertibilidad tuvo éxito, donde las reformas monetarias

anteriores habían fracasado, porque convirtió al peso en un sustituto cercano del dólar. Sin embargo, el dólar sigue siendo percibido por los consumidores como superior al peso. La dolarización permitiría a los consumidores aprovechar plenamente la superioridad percibida del dólar. Funcionarios gubernamentales han afirmado en varias ocasiones que las reservas que respaldan al peso deberían ser consideradas propiedad de los tenedores de la base monetaria en pesos, mantenidas en fideicomiso por el Banco Central. Esa es una actitud encomiable, pero los consumidores no se la creen del todo. La dolarización privatizaría las reservas distribuyéndolas entre los argentinos que poseen billetes y monedas en pesos. Toda duda que los consumidores pudiesen tener sobre sus derechos de propiedad del peso y la durabilidad del tipo de cambio peso-dólar de 1 a 1 quedaría eliminada.

### **La mayoría de las objeciones a la dolarización son incorrectas**

Argentina no es el único lugar donde se ha producido recientemente un debate público sobre la dolarización. También ha sido debatida en Hong Kong (Schuler 1998). La gente ya ha efectuado varias objeciones a la dolarización en Argentina; otras objeciones que se han hecho en Hong Kong pueden repetirse pronto en Argentina. La mayoría de las objeciones son erróneas. Examinaremos aquí las más importantes.

La objeción más apasionada a la dolarización no es económica, sino política. Esto no debería sorprender. La elección de regímenes monetarios alternativos siempre contiene elementos políticos. Estos aspectos políticos pueden ser internacionales y generalizados, como lo fueron el año pasado en Indonesia, cuando el presidente Suharto abrazó la idea de una caja de conversión. De hecho, el debate sobre la caja de conversión en Indonesia estuvo, en gran medida, motivado políticamente. En consecuencia, las críticas a una caja de conversión indonesia no estaban basadas ni en los hechos ni tampoco en un análisis económico sensato (Culp, Hanke y Miller 1999, y Hanke 1998).

Algunos argentinos consideran que el peso es un símbolo esencial de Argentina, y piensan que la dolarización vulneraría la soberanía del país. Sin embargo, los diversos países dolarizados que son independientes no consideran que la dolarización limite su independencia, o que una moneda emitida localmente sea esencial para la soberanía o para el orgullo nacional; tampoco le ocurriría



a Argentina. La dolarización no debería ser considerada como un golpe al orgullo nacional. Por el contrario, es una extensión lógica de los principios subyacentes a la Ley de Convertibilidad.

Con una caja de conversión (o una unión monetaria), una nación renuncia a la soberanía de la política monetaria. Lo mismo ocurre con la dolarización. Sin embargo, en comparación con una unión monetaria, la gran ventaja de una caja de conversión o de la dolarización es que no se pierde la soberanía *política*, porque una nación puede entrar o salir unilateralmente de una caja de conversión o de un sistema dolarizado. En la práctica, éste no es el caso de una unión monetaria. Una vez que una nación ingresa en una unión monetaria, renuncia a la soberanía política porque es extremadamente difícil abandonar de manera unilateral una unión monetaria.

Sostener que una moneda nacional es símbolo de soberanía también mezcla inapropiadamente conceptos políticos con conceptos económicos. La soberanía nacional es la capacidad de un gobierno nacional de tener cierta libertad de acción en política exterior y otros asuntos políticos internacionales sin estar sujeto a la coerción de otras naciones; no es la capacidad de un gobierno de restringir las libertades políticas o económicas de sus ciudadanos. En una economía de mercado, el concepto fundamental no es la soberanía nacional, sino la libertad de elección individual. El economista W. H. Hutt acuñó el término "soberanía del consumidor" en 1934 a fin de expresar esta idea.

Al introducir un sistema similar al de una caja de conversión, Argentina robusteció la soberanía del consumidor y transformó el país en una de las economías económicamente más libres y de mayor crecimiento del mundo en la década de 1990. De hecho, como resultado de la convertibilidad, la ubicación en el índice de libertad económica de Argentina ha mejorado más que la de cualquier otro país del mundo en la década de 1990, pasando del puesto 59 en 1990 al 7 en 1997 (Gwartney y Lawson 1998). Actualmente sólo Hong Kong, Singapur, Nueva Zelanda, los Estados Unidos, el Reino Unido y Canadá se ubican por encima de Argentina. La dolarización consolidaría y reforzaría aún más la soberanía del consumidor en Argentina.

La objeción económica más frecuente a la dolarización es que ella privaría a Argentina de flexibilidad en su política monetaria, incluso de la limitada flexibilidad de su sistema de caja de conversión. Los críticos aseveran que la dolarización arrebataría a Argentina de los medios para

hacer frente a los choques externos, en virtud de que la autoridad monetaria carecería de flexibilidad y de margen para una política discrecional. Esta objeción luce bien en teoría, pero la evidencia empírica la contradice. Las tasas de crecimiento anual en los países en desarrollo sin flexibilidad monetaria - aquellos con cajas de conversión o sistemas dolarizados - fueron más de un 50% superiores a las de aquellos con bancos centrales y flexibilidad monetaria durante el periodo 1950-93. Además, la variabilidad de esas tasas de crecimiento, medida por sus desviaciones estándar, fue virtualmente idéntica, lo que indica que la falta de flexibilidad monetaria no se tradujo en una mayor incidencia o vulnerabilidad a los choques externos (Hanke 1999 y Schuler 1996).

Una objeción conexa es que Argentina saldría perjudicada si el dólar se convirtiera algún día en una moneda inestable con una inflación elevada. La solución a este potencial problema es ampliar la considerable libertad de la que ya gozan los argentinos para utilizar cualquier moneda. Aunque inicialmente el dólar sería la moneda más ampliamente utilizada, la gente sería libre de utilizar la moneda que desee. Si la gente desea celebrar contratos especificando el pago de salarios, gastos de negocios o préstamos en euros, yenes o incluso *reales* brasileños, que lo haga. De ese modo, la gente podría utilizar las monedas más estables del mundo si lo desea.

Algunos economistas han afirmado que Argentina no forma parte de un "área monetaria óptima" con los Estados Unidos, porque las fuerzas económicas que afectan a los dos países son diferentes. Según ellos, dolarizar Argentina la perjudicaría al impedir que el gobierno utilice en alguna ocasión al tipo de cambio como instrumento de política monetaria. Respondemos que la teoría de las áreas monetarias óptimas, tal como la conciben generalmente los economistas, es incorrecta. Un gobierno, un banco central o un economista sentado en su sillón no pueden determinar cuál es un área monetaria óptima, como tampoco pueden determinar el tipo de servicio telefónico óptimo para un país. La única forma de determinar un área monetaria óptima es dar libertad de elección a los ciudadanos y ver qué ocurre (White 1989). Los argentinos han demostrado, por su preferencia por el dólar y por un peso con un tipo de cambio fijo respecto al dólar, que para ellos Argentina forma parte de un área monetaria óptima con los Estados Unidos.

Otra objeción es que la dolarización es una base inapropiada para una moneda única en el Mercosur, porque otros países, especialmente Brasil, no dolarizarán. Una vez más, el objetivo de Argentina debería ser la preservación de la soberanía política y el fortalecimiento de la soberanía del consumidor. Una unión monetaria del Mercosur no lograría esto, en principio, mientras que la dolarización sí lo haría, en principio y en la práctica.

La dolarización no es "demasiado simple" para Argentina. Al contrario, cuanto más financieramente sofisticada se vuelva Argentina, mayor será el valor de un sistema monetario simple y transparente. La banca central implica una planificación central del dinero, y la planificación central funciona tan mal respecto del dinero como lo hace con relación a la agricultura o la industria. Por eso el desempeño histórico de la banca central ha sido mucho peor que el de los sistemas monetarios de mercado, como la caja de conversión o los sistemas dolarizados. Las inflaciones, devaluaciones, controles de cambio, grandes déficits fiscales y confiscaciones de moneda han estado ausentes en estos sistemas.

Como el sistema de caja de conversión conserva algunas características de un banco central, el peso ha experimentado periódicos ataques especulativos. Especialmente durante los ataques especulativos, las tasas de interés en pesos han sido mucho más altas que las tasas comparables en dólares. Creemos que la dolarización eliminaría la justificación de los ataques especulativos. Sin embargo, en un discurso pronunciado en noviembre pasado, Alan Greenspan, presidente del Sistema de la Reserva Federal, dijo: "Es cuestionable que una nación soberana, por lo demás inclinada a políticas económicas que vuelven a caer en la bebida, pueda forzarse a sí misma a la 'sobriedad' mediante la dolarización..." (Greenspan 1998: 6).

La crítica de Greenspan ha sido reproducida por la prensa argentina, y Lawrence Summers, Subsecretario del Tesoro estadounidense, ha realizado recientemente una afirmación similar. Se trata de una versión de la idea de que unas políticas fiscales sanas deben preceder a una moneda sana, como si el sistema monetario no ejerciera influencia alguna sobre las finanzas públicas.

Sin embargo, los argentinos saben por experiencia propia que el sistema monetario *ejerce* una influencia considerable. En general, se reconoce que, sin la Ley de Convertibilidad, las reformas económicas en Argentina no habrían progresado tanto ni tan rápido. Otros países han tenido

experiencias similares. En un estudio de 98 países en desarrollo durante el periodo 1950-93, Hanke (1999) descubrió que los déficits fiscales eran, en promedio, un 65% mayores y 1,4 veces más variables en los países con bancos centrales que en los que tenían cajas de conversión o sistemas dolarizados.

La dolarización no garantizaría en absoluto unas políticas económicas acertadas, pero ningún sistema podría hacerlo. Lo importante es que la dolarización mejoraría las probabilidades de que Argentina siguiera aplicando políticas sanas, del mismo modo que la Ley de Convertibilidad mejoró en gran medida las posibilidades de que Argentina aplicase políticas correctas en primer lugar.

En Hong Kong, algunos críticos de la dolarización han afirmado que requeriría enormes reservas de divisas, más allá de las necesarias, para convertir la base monetaria en activos en dólares estadounidenses. Esto es incorrecto. La dolarización sólo requiere reservas de divisas para cubrir la base monetaria (M0), no reservas para cubrir las medidas más amplias de la oferta monetaria que incluyen los depósitos en bancos comerciales, como M1, M2 o M3. Como en un sistema de caja de conversión ortodoxo, o en un sistema de banca central en tiempos normales, es responsabilidad de los bancos mantener reservas suficientes para satisfacer las demandas de sus clientes para convertir depósitos a billetes.

En un sistema de caja de conversión, de dolarización o de banca central, las reservas que los bancos mantienen por encima de los requisitos legales suelen ser sólo un ínfimo porcentaje de sus pasivos totales. Bajo la dolarización, los depósitos en pesos se convertirían en depósitos en dólares de valor equivalente a 1 dólar = 1 peso; pero no se convertirían en billetes reales de dólares estadounidenses. Aparentemente, ningún país que se haya dolarizado lo ha hecho convirtiendo todos los depósitos bancarios en moneda local en billetes de dólar, por lo que es extraño afirmar que la dolarización requeriría tal operación. Los depositantes no tendrían más razones para hacer conversiones masivas de depósitos en dólares a billetes en dólares de las que actualmente tienen para hacer conversiones masivas de depósitos en pesos a billetes en pesos. Los depositantes tampoco tendrían ningún motivo para cambiar los depósitos de unos bancos a otros bajo la dolarización. Los activos y pasivos de los bancos serían los mismos que ahora. Sólo cambiaría la unidad de cuenta. Expresado

en términos de valores en dólares estadounidenses, nada cambiaría. Las carteras de inversión de los bancos, y por tanto su solvencia financiera, seguirían siendo las mismas.

No cabe duda de que los críticos plantearán otras objeciones a la dolarización, pero eso no es motivo para desestimarla. Es posible hacer objeciones acerca de cualquier sistema monetario. Sin embargo, la prueba de fuego de un sistema monetario es la experiencia. Existe una amplia experiencia histórica y actual con la dolarización oficial y no oficial. No hacen falta conjeturas descabelladas. Si desean saber cómo funciona la dolarización, miren a Panamá o Puerto Rico. La dolarización funciona bien allí y en otras partes. No encuentra los problemas que los críticos afirman que surgirían. Las objeciones puramente hipotéticas no bastan para contrarrestar el éxito práctico de la dolarización.

### **La dolarización debe ser liberal**

El gobierno de Argentina se encuentra considerando al menos dos formas de dolarización: la dolarización unilateral, que puede producirse sin tratado, y un tratado limitado en virtud del cual Argentina podría recuperar parte del señoreaje que perdería con la dolarización y obtener acceso para los bancos argentinos a créditos a una tasa preferencial del Sistema de la Reserva Federal como una fuente de liquidez.

Nuestra preferencia es por la dolarización unilateral, con la mayor celeridad. Cuanto antes el gobierno elimine la persistente incertidumbre en el sistema de caja de conversión, más rápido podrán bajar las tasas de interés y antes se beneficiará la economía argentina. La dolarización unilateral no requiere la aprobación del gobierno de los EE.UU. ni la participación del Sistema de la Reserva Federal estadounidense.

Argentina necesitaría alrededor de unos 15.000 millones de dólares para sustituir la base monetaria en pesos por dólares. Este canje de divisas sería factible de implementar, ya que, como consecuencia de la Ley de Convertibilidad, las reservas líquidas del banco central rondan los 24.000 millones de dólares. El canje de divisas resultante generaría beneficios en concepto del señoreaje para el gobierno estadounidense, por lo que es difícil entender por qué los Estados

Unidos desaprobarían la dolarización en Argentina. Sin embargo, aunque lo hicieran, hay que tener en cuenta que de la oferta total de papel moneda en dólares, que asciende a unos 470.000 millones de dólares, entre el 50% y el 70% se encuentra fuera de los Estados Unidos. Casi ninguno de esos billetes ha emigrado al extranjero con la aprobación oficial del gobierno estadounidense o de los gobiernos cuyos ciudadanos poseen los dólares. Los rusos, por ejemplo, han adquirido más de 40.000 millones de dólares a través de los canales normales del comercio, a pesar de los esfuerzos por parte del gobierno ruso para desalentar la tenencia de dólares y prohibir su uso en el comercio minorista. Argentina podría adquirir dólares estadounidenses de manera similar. Sería conveniente contar con la aprobación del gobierno estadounidense, pero ella no resulta esencial. Incluso si el gobierno de los EE.UU. la desaprueba activamente, Argentina podría aún dolarizar. Podría tener que trasladar la liquidación de los pagos interbancarios de Nueva York a algún otro lugar fuera de los Estados Unidos, pero eso no generaría grandes problemas; en varias ocasiones, Panamá lo ha hecho.

La dolarización puede requerir cambios menores en la reglamentación financiera, las normas contables, etcétera. El gobierno, en consulta con la comunidad financiera, podría designar un comité de expertos para examinar la cuestión y efectuar recomendaciones. Con el tipo de cambio actual, la dolarización no debería plantear problemas legales, ya que los importes especificados en los contratos no variarían. La dolarización no crearía desfases en los mercados financieros ni en las tasas de referencia, como las tasas básicas de los préstamos. Al contrario, los mercados en dólares son mucho más grandes y extensos que los mercados en pesos, por lo que sería fácil encontrar un análogo del dólar para cualquier obligación contractual en pesos.

En el contexto de una dolarización unilateral, aún sería posible para Argentina negociar un tratado en virtud del cual recuperase parte del señoreaje que perdería con la dolarización. Incluso sin un tratado, la pérdida del señoreaje sería mucho menor que las potenciales ganancias derivadas de la eliminación del riesgo cambiario, la reducción de las tasas de interés y el estímulo de un mayor crecimiento económico.

En nuestra opinión, un tratado limitado entre Argentina y los Estados Unidos que permitiera a los bancos argentinos acceder a los créditos preferenciales de la Reserva Federal no sería deseable. Una de las razones es que, contrariamente a lo que consideran la mayoría de los economistas, no

es deseable tener un banco central como prestamista de última instancia (véase Selgin 1996: capítulos 9-12). Todos los salvatajes más costosos de los sistemas bancarios se han producido en el marco de una banca central.

En los países en desarrollo, los resultados de los salvatajes han sido poco impresionantes. Argentina, de hecho, ostenta el récord del rescate bancario más caro en proporción al tamaño de su economía: La crisis bancaria de 1980-82 costó el 55% del PBI. El sistema bancario experimentó otra crisis en 1989-90, y otra durante la crisis del Tequila de 1995 (Caprio y Klingebiel 1996: 15, 26-7). Sólo durante la última crisis el gobierno llevó a cabo reformas duraderas para mejorar el sistema bancario mediante la liquidación de los bancos estatales mal administrados. Sin la Ley de Convertibilidad, que limitó la capacidad del banco central para actuar como prestamista de última instancia, es dudoso que las reformas se hubiesen producido.

Argentina ya cuenta con un fondo de garantía de los depósitos y un Programa Contingente de Pases de 6.700 millones de dólares, como hemos mencionado. En combinación con la amplia internacionalización del sistema bancario argentino, que convierte a sus casas matrices en prestamistas de última instancia para las sucursales locales en tiempos de necesidad, los mecanismos actuales de liquidez de emergencia son adecuados para las necesidades de un sistema dolarizado. La experiencia del sistema bancario altamente internacionalizado de Panamá ha sido que no se producen crisis bancarias sistémicas, porque el sistema tiene acceso a una enorme reserva mundial de liquidez en dólares. Además, la dolarización no impediría al gobierno ser un prestamista de última instancia: Las autoridades fiscales del gobierno podrían prestar directamente a los bancos en lugar de un banco central se encargue de ello. Los préstamos directos del gobierno serían probablemente más transparentes que los de un banco central.

Por último, no estamos a favor de un tratado formal porque, a pesar del buen historial a largo plazo del dólar, no hay razón para obligar a los argentinos a utilizar el dólar, como lo haría el gobierno suscribiendo tal acuerdo. El dólar puede ser una moneda de curso legal en Argentina sin ser una moneda de curso *forzoso*. La moneda de curso legal significa simplemente que el dólar es aceptable para los pagos en los que las partes de un contrato están de acuerdo, y quizás que es aceptable si no se especifica ninguna moneda en un contrato o un acuerdo. Es posible que varias monedas tengan curso legal simultáneamente. Todas las principales divisas internacionales deberían tener

curso legal en Argentina, y el gobierno debería considerar la posibilidad de aceptar el pago de los impuestos en euros y quizás en yenes, además de en dólares. (Los pagos se aceptarían a los tipos de cambio del mercado).

Los pagos electrónicos están cambiando rápidamente a medida que las computadoras y las comunicaciones se vuelven cada vez más baratas. Es posible que en el futuro los bancos desarrollen monedas basadas, por ejemplo, en canastas de 'commodities' que serán superiores a las monedas emitidas por los gobiernos nacionales. La legislación argentina no debería impedir que la gente utilice las nuevas monedas si así lo desea. Bajo la forma de dolarización que proponemos, el dólar sería la moneda predominante en Argentina durante muchos años, pero si los argentinos deciden que prefieren alguna otra moneda en su lugar, deberían tener total libertad para cambiar.

Para concluir esta sección, nos vemos obligados a comentar la propuesta de establecer una unión monetaria del Mercosur. Incluso si pudiera establecerse una unión monetaria en el Mercosur, somos escépticos en cuanto a que pudiera llegar a producir una moneda estable de una calidad equivalente a la del dólar. Hoy día, la dolarización es muy superior a una unión monetaria del Mercosur. De hecho, el dólar es el rey de las monedas y lo seguirá siendo en un futuro previsible. Alrededor del 90% de todas las transacciones interbancarias del mundo se realizan en dólares, y cerca del 90% de todo el comercio mundial de materias primas tiene lugar en dólares.

Los patrones de facturación de los productos manufacturados son más variados, pero virtualmente todas las exportaciones estadounidenses se efectúan en dólares, y un sorprendente 88% de las importaciones de los EE.UU. son en dólares. En Japón, la segunda economía mundial, el 36% de las exportaciones y el 70% de las importaciones se facturan en dólares. Por último, aparte del oro, alrededor del 70% de las reservas oficiales de divisas mantenidas por los gobiernos no europeos están denominadas en dólares (McKinnon 1998).

Cuando los países del Mercosur pueden unificar unilateralmente sus monedas con el dólar, ya sea mediante un sistema de caja de conversión o mediante la dolarización oficial, es difícil entender por qué se plantearían siquiera establecer una unión monetaria, un nuevo banco central y una nueva moneda, el "Latino".



## Una propuesta concreta para dolarizar Argentina

La dolarización oficial exigiría que la base monetaria (billetes y monedas en pesos, más los depósitos a la vista en pesos de las instituciones financieras en el banco central) se canjeara por activos en dólares: billetes, depósitos bancarios en los Estados Unidos, activos fácilmente negociables como bonos del Tesoro estadounidense, o alguna combinación. La dolarización, en la forma rápida que prevemos, puede iniciarse inmediatamente y completarse mayormente en 30 días, siguiendo los pasos que se señalan a continuación. Un calendario de 30 días es realista, porque otros países han realizado reformas monetarias más complejas en menos tiempo.

Para dolarizar Argentina, deben seguirse los siguientes pasos:

1 - *Garantizar que las reservas líquidas del Banco Central sean al menos iguales a la base monetaria.* Las reservas líquidas son, de nuevo, las divisas mantenidas como respaldo de la base monetaria; excluyendo los títulos públicos. Como hemos mencionado, a finales de enero de 1999 ellas superaban la base monetaria.

2 - *Anunciar que, con efecto inmediato, todos los salarios, precios, activos y pasivos en pesos se convierten en salarios, precios, activos y pasivos en dólares estadounidenses al tipo de cambio de 1 dólar = 1 peso.* No serán permitidas comisiones por la conversión de valores en pesos a sus equivalentes en dólares. Expresado en términos de dólares, nada cambiará durante la dolarización.

Los depósitos bancarios y los préstamos que devenguen tasas de interés fijas seguirán devengando las mismas tasas de interés hasta su vencimiento, excepto que ahora el capital y los intereses serán pagaderos en dólares. Las tasas de interés en dólares serán probablemente más bajas que las tasas en pesos antes de la dolarización. Los deudores podrán beneficiarse de tasas de interés más bajas si pueden refinanciar sus deudas; si no, no estarán peor de lo que hubiesen estado bajo el sistema de caja de conversión, porque, en términos de dólares, estarán pagando cantidades equivalentes a las mismas tasas de interés que se encontraban abonando en pesos.

La dolarización provocará cierta redistribución de los ingresos: En general, los nuevos deudores de dólares pagarán menos y los prestamistas de dólares percibirán menos que ahora, porque no podrán prestar en pesos. Pero los prestamistas también disfrutarán de algún beneficio, porque ya

no existirá la posibilidad de una devaluación del tipo que ha llevado a la quiebra a los bancos en Asia. En general, las tasas de interés más bajas beneficiarán a la economía argentina, al permitir a empresas y consumidores endeudarse para proyectos que de otro modo no podrían emprender.

*3 - Sustituir inmediatamente el peso por el dólar como unidad de cuenta. Como el tipo de cambio es de 1 a 1, no es necesario ningún periodo de transición.* No será necesario hacer cambios en la contabilidad, los sistemas informáticos o los precios en los anaqueles de las tiendas.

*4- Reemplazar inmediatamente los depósitos en pesos en el Banco Central por dólares.* En 1995 Argentina ya dio un paso en esta dirección al trasladar la liquidación de pagos de una cuenta en pesos en el Banco Central a una cuenta en dólares en un banco de Nueva York. Este paso simplemente terminaría el proceso.

*5 - Retirar de circulación los billetes y monedas en pesos, la mayor parte de ellos preferiblemente durante el periodo de transición.* La rapidez con que esto pueda llevarse a cabo dependerá de la rapidez con que el Banco Central pueda obtener los dólares. Es deseable sustituir la mayor parte de los billetes en pesos durante el periodo de transición. Una vez que comience el retiro de los pesos, los bancos no podrán cobrar comisiones por sustituir los pesos por dólares. Después de que el periodo de retiro a gran escala de los pesos de la circulación hay finalizado, los bancos y el gobierno seguirán aceptando pesos durante, digamos, cinco años, de modo tal que los tenedores de pesos tengan tiempo de canjearlos. Sin embargo, los antiguos billetes de peso ya no se utilizarán para pagos en efectivo. Transcurridos cinco años, el presidente de Argentina debería tener la facultad de desmonetizar todos los pesos por decreto.

Somos partidarios de sustituir los billetes y monedas por billetes y monedas de dólar, pero Argentina podría conservar las monedas metálicas acuñadas localmente, tal como hace Panamá.

*6 - Reorganizar el Banco Central a fin de reconocer que ya no emite dinero.* El Banco Central dejará de ser la institución encargada de la política monetaria. Sin embargo, puede seguir desempeñando un papel en el sistema financiero regulando a las instituciones financieras y recopilando estadísticas financieras.

Algunos pueden pensar que la dolarización, de ser adoptada, debería ser sólo temporal. La experiencia histórica, por el contrario, indica que la dolarización en la forma que hemos propuesto debería ser permanente. Proponemos seguir permitiendo a los argentinos utilizar cualquier moneda, pero impedir que el gobierno vuelva a emitir la suya. Para Argentina, una moneda emitida por el gobierno siempre ha sido una maldición. La Ley de Convertibilidad ha hecho que el peso sea casi tan bueno como el dólar, pero sigue sin serlo. La dolarización en la forma que hemos propuesto garantizaría a los argentinos la libertad de utilizar las mejores monedas del mundo, y haría más difícil volver a las viejas épocas de una moneda nacional mala.

### **Apéndice: Un modelo de Ley de Dolarización**

El modelo pretende sugerir las principales características deseables para una Ley de Dolarización. Los tecnicismos legales pueden requerir que una versión definitiva sea algo diferente.

1. El Banco Central de la República Argentina (BCRA) dejará de emitir pesos. Retirá de circulación la base monetaria en pesos argentinos y la sustituirá por dólares estadounidenses al tipo de cambio de 1 dólar = 1 peso. El BCRA deberá llevar a cabo preferentemente la mayor parte de esta tarea dentro de los 30 días posteriores a la entrada en vigor de esta ley. Los pesos actualmente aceptados para su canje por dólares seguirán siendo aceptados por el BCRA o el gobierno durante los cinco años posteriores a la entrada en vigor de esta ley. Transcurridos los cinco años, todos los pesos en circulación podrán ser desmonetizados por decreto del Poder Ejecutivo.
2. Los salarios, precios, activos y pasivos se convertirán de pesos a dólares estadounidenses al tipo de cambio de 1 dólar = 1 peso. Transcurridos 30 días desde la entrada en vigencia de esta ley, los salarios y precios dejarán de cotizarse en pesos.
3. Las tasas de interés y otros coeficientes financieros seguirán siendo los mismos en dólares que en pesos. Los vencimientos de los préstamos y otras obligaciones financieras permanecerán invariables.
4. El Poder Ejecutivo podrá designar un comité de expertos en cuestiones técnicas relacionadas con esta ley para que recomiende las modificaciones reglamentarias que resulten necesarias.

5. Nada de lo dispuesto en esta ley impedirá a las partes de una transacción utilizar cualquier moneda que sea mutuamente aceptable. No obstante, podrá establecerse el dólar estadounidense como moneda por defecto cuando no se especifique ninguna otra.
6. Quedan derogadas las leyes promulgadas con anterioridad que entren en conflicto con la presente.
7. La presente ley entrará en vigor de manera inmediata.

## Referencias

Argentina. Leyes y decretos.

BCRA. Banco Central de la República Argentina. Comunicaciones.

BCRA. Banco Central de la República Argentina. *Bulletin of Monetary and Financial Affairs*.

BCRA. Banco Central de la República Argentina. Web site <[http://www.Banco Centralra.gov.ar](http://www.BancoCentralra.gov.ar)>.

BCRA. Banco Central de la República Argentina. 1998. *Argentina and the Contingent Repo. Facility*, October.

Bennett, Adam G. G. 1994. "Currency Boards: Issues and Experiences." In Tomás J. T. Baliño and Carlo Cottarelli, eds., *Frameworks for Monetary Stability: Policy Issues and Country Experiences*. Washington: International Monetary Fund.

Caprio, Jr., Gerald, and Daniela Klingebiel. 1996. "Bank Insolvencies: Cross-Country Experience." World Banking Policy Research Working Paper 1620, July.

Culp, Christopher L., Steve H. Hanke and Merton Miller. 1999. "The Case For An Indonesian Currency Board." *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.11, No.4.

- Greenspan, Alan. 1998. "The Structure of the International Financial System." Remarks at the annual meeting of the Securities Industry Association, Boca Raton, Florida, 5 November. Online at <http://www.bog.frb.fed.us/boarddocs/speeches/1998/19981105.htm>.
- Gwartney, James, and Robert Lawson. 1998. *Economic Freedom of the World 1998/1999 Interim Report*. Vancouver, B.C.: The Fraser Institute.
- Hanke, Steve H. 1997. "A Field Report from Sarajevo and Pale." *Central Banking*, Vol.VII, No.3.
- Hanke, Steve H. 1998. "How I Spent My Spring Vacation." *The International Economy*, Vol.12, No.4, July/August.
- Hanke, Steve H. 1999. "Some Thought About Currency Boards." In Mario I. Blejer and Marko Skreb (eds.), *Balance of Payments, Exchange Rates and Competitiveness In Transition Economics*. Norwell, Massachusetts: Kluwer Academic Publishers.
- Hanke, Steve H., and Kurt Schuler. 1991a. *¿Banco central o caja de conversión?* Buenos Aires: Fundación República, 1991.
- Hanke, Steve H., and Kurt Schuler. 1991b. "Argentina Should Abolish Its Central Bank." *The Wall Street Journal*, October 25, 1991: A15.
- Hanke, Steve H., Lars Jonung, and Kurt Schuler. 1993. *Russian Currency and Finance: A Currency Board Approach to Reform*. London: Routledge.
- Kiguel, Miguel A. 1998. A presentation on behalf of the Ministry of Economy, Public Works and Services of the Republic of Argentina at the IMF annual meeting, Washington, D.C. October 1998.
- McKinnon, Ronald I. 1998. "International Money: Dollars, Euros, or Yen?" Unpublished paper, December 22.

- Moreno, Juan. 1998. "Lessons from the Monetary Experience of Panamá: A Dollar Economy with Financial Integration." Unpublished paper, available online at <<http://www.erols.com/kurrency/panama.html>>. A longer version was published in Spanish as *La experiencia monetaria de Panamá: lecciones de una economía dolarizada, con una banca internacional*. Panama: Banco Nacional de Panamá, 1997.
- Selgin, George. 1996. *Bank Deregulation and Monetary Order*. London: Routledge, 1996.
- Schuler, Kurt. 1996. *Should Developing Countries Have Central Banks? Monetary Systems and Currency Quality in 155 Countries*. Research Monograph No. 52. London: Institute of Economic Affairs. Spanish translation by Julio Cole *¿Deberían los países en desarrollo tener bancos centrales? Estudio comparativo de 155 países*. Monterrey, Mexico: Centro de Estudios en Economía y Educación, 1998.
- Schuler, Kurt. 1998. "A Contingency Plan for Dollarizing Hong Kong." *HKCER Letters* (Hong Kong Centre for Economic Research) no. 52, September 1998: 1-20. Available online at <<http://www.hku.hk/hkcer/articles/v52/kurt.htm>>.
- Walters, Alan, and Steve H. Hanke. 1992. "Currency Boards." In P. Newman, M. Milgate, and J. Eatwell (eds.), *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, Vol.1, London: The Macmillan Press Limited.
- Warn, Ken. 1999. "Menem Forces Dollar Plan to Top of Political Agenda." *Financial Times*, January 27, 1999:3.
- White, Lawrence H. 1989. "Fix or Float? The International Monetary Dilemma." In Lawrence H. White, *Competition and Currency: Essays on Free Banking*: 137-47. New York: New York University Press.