

Salvemos al peso: notas económicas para la batalla cultural contra el dólar

Eduardo Levy Yeyati | Luciana Díaz Frers | Sandra Elena | Federico Bragagnolo

En el marco de una latente demanda de dólares, de estrictos controles cambiarios, de mercados paralelos y de la presentación en el Congreso de diversos proyectos para pesificar la economía argentina, es innegable que el debate sobre la (des)dolarización ha vuelto.

¿A qué nos referimos cuando hablamos de dolarización (o de pesificación)? El dólar, al igual que el peso, puede adoptarse como unidad de cuenta (para precisar el precio de una cosa), como medio de pago (para efectuar transacciones) o como reserva de valor (para ahorrar). En países con monedas débiles como Ecuador el dólar fue adoptado para los tres usos. Pero cuando hablamos de dolarización en la Argentina nos referimos sobre todo a la preferencia por el dólar como reserva de valor (su uso como unidad de cuenta o como medio de pago se asocia principalmente a las propiedades y, en menor medida, a los rodados).

Esta dolarización de los ahorros (dolarización financiera) —visible en la proporción de depósitos en dólares y en la tenencia de bonos y títulos denominados en esa moneda— fluctuó en forma considerable a lo largo de la historia económica de América Latina. Tanto en la Argentina como en otros países de la región, **la inflación aumenta las expectativas de devaluación y, en consecuencia, la tendencia a refugiarse en el dólar.**

Pero la inflación no es el único factor cau-

sal: a ella se le suma **una política de tasas bajas que apunta a estimular el consumo y reduce la rentabilidad de los ahorros.** Además, al subestimar la inflación se deprime al coeficiente de estabilización de referencia, herramienta que se utiliza para indexar el rendimiento de instrumentos de ahorro en pesos.

Diferentes países como Bolivia y Perú optaron por el camino corto de la pesificación forzosa, y tuvieron que desandarlos. Otros, como la Argentina en el período 2003-2006, lograron algunas mejoras “por las buenas”. **La clave está en tener monedas locales con gran credibilidad.** Cuando este es el caso, las expectativas de inflación y devaluación se reducen y los instrumentos financieros en moneda local resultan más atractivos, gracias a mecanismos indexatorios que protegen el valor de los activos ante posibles fluctuaciones en los precios.

En este documento se analizan las motivaciones económicas que sostienen la preferencia por el dólar. Para ello, se presenta una clasificación de los distintos tipos de dolarización posibles; se ofrece una síntesis de la evolución de la pesificación y de la dolarización en la Argentina en el que se demuestra que incluso después de la crisis de 2001 fue posible disminuir la dolarización en forma voluntaria; y se recuperan algunas experiencias fallidas de desdolarización en la región. Finalmente, se exponen algunas propuestas económicas para retornar al sendero de la desdolarización.

RESUMEN EJECUTIVO

“Esto es una batalla cultural, no vayan a creer que hay cuestiones económicas”¹ dijo la presidenta Cristina Fernández de Kirchner el pasado 6 de junio en referencia al tema cambiario. Por su parte, la presidenta del Banco Central, Mercedes Marcó del Pont, hizo referencia a una “pulsión” de los argentinos por el dólar².

En este documento se analizan **las motivaciones económicas que sostienen la preferencia por el dólar**. Para ello, se presenta una clasificación de los distintos tipos de dolarización posibles; se ofrece una síntesis de la evolución de la pesificación y de la dolarización en la Argentina en el que se demuestra que incluso después de la crisis de 2001 fue posible disminuir la dolarización en forma voluntaria, y se relatan algunas experiencias fallidas de desdolarización en la región. Finalmente, se exponen algunas propuestas económicas para retornar al sendero de la desdolarización no forzada.

¿De qué hablamos cuando hablamos de dolarización en la Argentina? Algunas definiciones

El término *dolarización* (y su contraparte, *pesificación*) se suele utilizar de manera imprecisa. La sustitución del peso por el dólar —o “dolarización”— se puede dar en los tres usos tradicionales que tiene una moneda: como *unidad de cuenta* (para consignar el precio de bienes, servicios y salarios), como *medio de pago* (para efectuar transacciones) y como *reserva de valor* (ahorro). La variedad semántica del término no es inocua: la dolarización puede darse en uno de estos usos y no en los otros, y cada una de estas sustituciones tiene causas, consecuencias y medios marcadamente distintos.

Siguiendo a la literatura académica en la materia, al uso del dólar para denominar precios no financieros (como salarios, contratos de alquiler, precio de venta de viviendas y bienes y servicios en general) podemos llamarlo *dolarización real* (o indexación al dólar); *dolarización de pagos*, al uso del dólar para hacer efectivas las transacciones (por ejemplo, comprar una propiedad con billetes de dólar) y *dolarización financiera*, al uso del dólar para la denominación de los

contratos financieros de ahorro e inversión (por ejemplo depósitos y préstamos bancarios, y bonos de deuda)³.

La dolarización real surge en el marco de procesos extendidos de alta inflación porque evita fijar precios que queden rápidamente desactualizados.

La dolarización de pagos es la forma más extrema y refleja la huida de la moneda en contextos hiperinflacionarios que licuan incluso el valor del efectivo (circulante o de depósitos a la vista) que los individuos guardan para sus gastos cotidianos.

La dolarización financiera es la opción más habitual en economías como la argentina que muestran episodios recurrentes de alta inflación y devaluaciones bruscas. Generalmente, **refleja la ausencia de instrumentos de ahorro en moneda local que resulten atractivos** (Levy Yeyati, 2005).

Y, sin embargo, “los argentinos piensan en dólares”

¿Qué quiere decir que “los argentinos piensan en dólares”? En la práctica, se refiere a la tendencia de los argentinos a calcular los rendimientos financieros en la moneda estadounidense, a pesar de que tanto el poder adquisitivo como el ahorro se miden en función de la capacidad de compra de unidades de la canasta de consumo local. Así, un ahorrista puede conformarse con un rendimiento positivo en dólares a pesar de que el poder adquisitivo (en términos de bienes y servicios) de su ahorro caiga.

La Argentina —al igual que todas las economías del Cono Sur— padeció en las décadas del 70 y del 80 la dolarización real, es decir, la utilización del dólar como moneda de referencia para denominar precios no financieros. Es por esto que los sucesivos planes de estabilización adquirieron la forma de “tablitas” que intentaban anclar las expectativas de precios con devaluaciones preanunciadas. La convertibilidad de 1991 es un ejemplo extremo de ancla cambiaria que buscó explotar la indexación implícita de precios al dólar para contener la inflación.

La Argentina de la convertibilidad fue, sobre todo, un caso de dolarización financiera —es decir, de utilización del dólar para la denominación de contratos financieros de ahorro e inversión— que involucró, crucialmente, al sistema bancario. Fue promovida por el uno a uno que, por definición, se negaba a reconocer el riesgo cambiario y generó los descalces de moneda (individuos y empresas con ingresos en pesos cuyas deudas en dólares se vuelven impaga-

dolarización
real

dolarización
de pagos

dolarización
financiera

1 <http://www.caserosada.gov.ar/discursos/25899-anuncio-de-la-creacion-del-ministerio-del-interior-y-transporte-palabras-de-la-presidenta-de-la-nacion>

2 <http://tiempo.infonews.com/2012/07/07/argentina-80345-tenemos-los-dolares-para-asegurar-el-funcionamiento-de-la-economia.php>

3 En ámbitos académicos se suele distinguir entre *sustitución de activos* y *sustitución de moneda* para diferenciar a la dolarización (financiera) de las otras dos.

bles ante una devaluación real) que motivaron el default, la pesificación compulsiva y el rescate bancario de 2002.

En cambio, la dolarización real declinó en los noventa hasta ser apenas marginal al momento de la crisis de 2001; de ahí que el traslado a los precios de la devaluación de 2002 fuera tan bajo. Por su parte, la dolarización de pagos nunca alcanzó niveles masivos: la demanda de pesos para transacciones (circulante y depósitos a la vista) fue estable, e incluso creciente, en momentos en que el tipo de cambio se devaluaba cerca de 300 %. Ello permitió la política monetaria y evitó una hiperinflación.

En la década del noventa, la persistencia de la preferencia por el dólar (tanto en el sistema bancario como en las colocaciones de deuda pública y privada) —que no era exclusiva en la Argentina, sino más bien generalizada en América Latina— generó el mito de que la dolarización era un legado irreversible del “pecado original” del desmanejo monetario (Eichengreen, Hausmann y Panizza, 2002). Esta suerte de fatalismo cambiario llevó a abogar por la dolarización oficial o *de jure* (similar a las implementadas en Ecuador y El Salvador), como única salida al karma del riesgo cambiario. En la práctica, por el contrario, la estabilización de los precios, la flotación del tipo de cambio y una estrategia deliberada de las instituciones de crédito público de los países de la región demostraron que la dolarización era perfectamente reversible. Lo mismo, en menor medida, ocurrió en la Argentina.

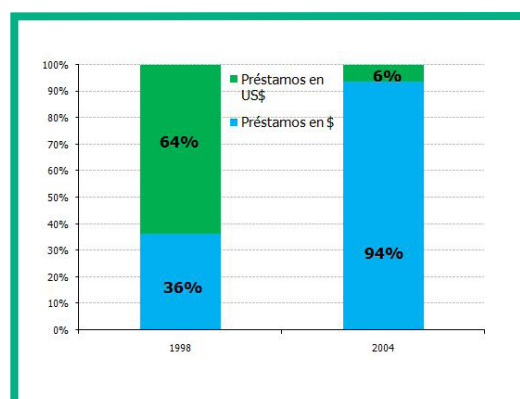
Desde la salida de la convertibilidad y la pesificación forzosa, el país mostró niveles declinantes de dolarización financiera. Entre los factores que contribuyeron a la desdolarización se encuentran los límites impuestos al sistema financiero en su capacidad de prestar en moneda extranjera y el incipiente desarrollo de un mercado de instrumentos indexados al coeficiente de estabilización de referencia (CER, índice elaborado a partir de la evolución del índice de precios al consumidor del INDEC), junto con una inflación que se mostraba en declinación y con expectativas de apreciación de la moneda. Esto se reflejó en la proporción de préstamos en moneda extranjera, que pasó del 64 % en 1998 al 6 % en 2004 (y del 52 % al 9 % en el caso de los depósitos) y en una paulatina desdolarización de las carteras de ahorristas individuales e institucionales (**gráficos 1 y 2**).

Y, sin embargo, “los argentinos piensan en dólares”. El hábito de pensar en dólares —que, en su versión más extrema y generalizada, lleva al uso del dólar como unidad de cuenta— tiene una consecuencia concreta: favorece los activos de inversión denominados en dólares. ¿Por qué? Porque para quien piensa en dólares un activo de renta fija en dólares (como un bono o un plazo fijo) no tiene riesgo de moneda, mientras que un activo de renta fija en pesos sí lo tiene.

Por eso, recién a fines de 2006 —y tras cua-

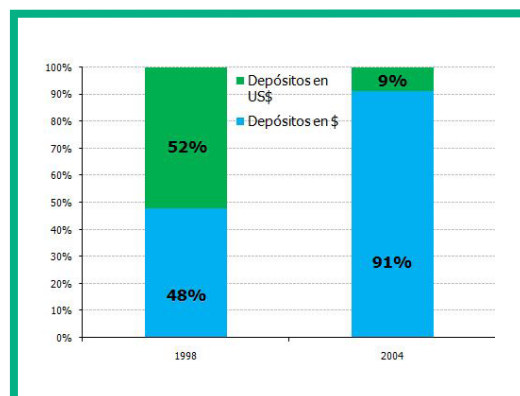
tro años de apreciación ininterrumpida durante los cuales el tipo de cambio nominal pasó de un pico de 4 pesos por dólar a mediados de 2002 a 3 en 2006—, se evidenció un cambio en la composición de la cartera del inversor hacia activos denominados en moneda nacional. Ello puede verse en el aumento de los depósitos en pesos y en la profundización y valorización del mercado de títulos indexados al CER (la desdolarización de ahorros en economías dolarizadas como Perú o Uruguay, por ejemplo, fue parcial y llevó años de apreciación cambiaria).

Gráfico 1.
Préstamos por tipo de moneda, como porcentaje del total. Promedio anual 1998 y 2004



Fuente: CIPPEC, sobre la base de datos del BCRA.

Gráfico 2.
Depósitos por tipo de moneda, como porcentaje del total. Promedio anual 1998 y 2004



Fuente: CIPPEC, sobre la base de datos del BCRA.

¿Qué he hecho yo para merecer esto? De la pesificación forzosa a la redolarización

La pesificación de enero de 2002 —es decir, la conversión compulsiva a pesos de contratos en moneda extranjera bajo ley local, que incluyó la

inflación

depósitos

préstamos

pesificación asimétrica de depósitos y préstamos bancarios— redujo drásticamente la dolarización financiera doméstica a expensas, en un primer momento, de un incremento de la salida de capitales hacia activos externos (*offshore*).

El término *pesificación* también denota varios conceptos disímiles. Por ejemplo, a la luz de la experiencia de los noventa, con el objetivo de promover al peso como moneda de intermediación financiera, en 2002 se impusieron límites muy restrictivos a la capacidad del sistema financiero para prestar en dólares⁴. **Gracias a esta pesificación prudencial, los bancos tuvieron (y tienen) pocos incentivos para captar depósitos en dólares, ya que solo pueden prestarlos a deudores con ingresos registrados en dicha moneda (esencialmente, exportadores).**

Adicionalmente, la reestructuración de deuda de 2005 redujo fuertemente el nivel de dolarización de la deuda pública externa (que no había podido ser pesificada *de jure*), en la medida en que los inversores institucionales locales (como las AFJP) optaron por títulos en pesos indexados a la inflación, en línea con sus pasivos que también estaban en moneda local. De este modo, **la aparición de instrumentos en pesos (como los bonos soberanos Par y los Cuasi Par indexados al CER) mejoró la oferta en moneda local y generó una suerte de pesificación voluntaria o de mercado.**

Por último, la implementación de políticas macroeconómicas prudentes en un contexto de crecimiento económico e inflación baja fue el factor principal para explicar el retorno de la confianza en la moneda, que se reflejó en la *remonetización* (recuperación de la demanda de pesos) de la economía entre 2003 y 2006.

¿Qué factores explican la redolarización de la economía argentina en un contexto de bonanza?

En primer lugar, *la intervención del INDEC*: el primer trimestre de 2007 fue el punto de inflexión de los flujos de capitales al país y se asocia con la inesperada manipulación del índice de precios al consumidor (IPC), en el que se basa la indexación de la mayoría de los títulos en pesos. **La intervención fue vista por los inversores como un incumplimiento encubierto de las obligaciones soberanas y marcó el principio de la redolarización.**

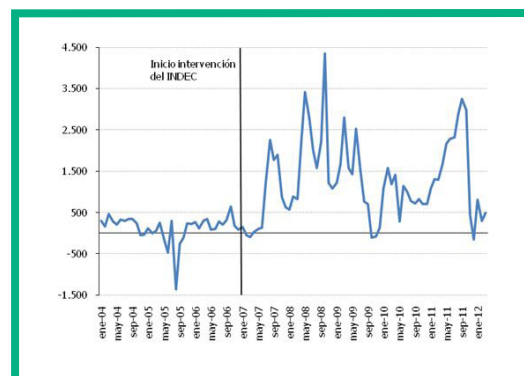
En el período 2003-2006, la formación neta de activos externos (la compra de dólares por parte del sector privado) se mantuvo en nive-

les bajos, promediando US\$2000 millones por año (o US\$8300 millones en todo el período), mientras que en los cuatro años siguientes el promedio anual se disparó a US\$16000 millones (o US\$79000 millones acumulados entre 2007 y 2011).

A partir de 2007, los dólares de exportación liquidados en el mercado de cambios fueron recomprados principalmente con fines de atesoramiento⁵: los ahorristas aumentaron la proporción de inversiones en dólares sobre el total de sus ahorros.

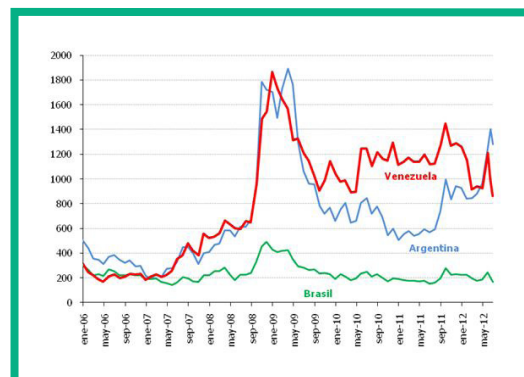
Este incremento coincidió con el paulatino aumento del costo financiero argentino, a pesar del desendeudamiento a marcha forzada autoimpuesto por el gobierno. Es decir que **ni el elevado riesgo país ni la redolarización de los ahorros son herencia de la crisis**. Mientras que el riesgo país argentino —que llegó a ser similar al brasileño a fines de 2006— se elevó tras la intervención del INDEC, la dolarización de depósitos comenzó con la presión cambiaria asociada a la crisis mundial de 2008-2009. Los **gráficos 3, 4 y 5** dan cuenta de este fenómeno.

Gráfico 3. Compras netas de activos externos o “dolarización”. En millones de dólares



Fuente: CIPPEC, sobre la base de datos del BCRA.

Gráfico 4. Riesgo país: EMBI global, promedio mensual en puntos básicos



Fuente: JP Morgan.

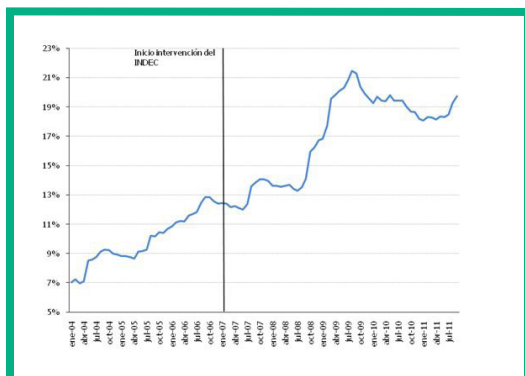
⁵ Es importante señalar que la salida de capitales no indica *per se* un incremento de la dolarización de carteras, entendida como el cociente de activos en dólares sobre total de activos. De hecho, los datos disponibles sugieren que este cociente cayó en el período 2003-2006 y creció tras la intervención del INDEC.

pesificación prudencial

deuda pública

⁴ Esta política de priorización de la moneda local en la intermediación financiera *onshore* no es inusual: caracteriza desde siempre a la mayoría de los países desarrollados y, tras las crisis de moneda de los noventa, a un creciente grupo de economías emergentes.

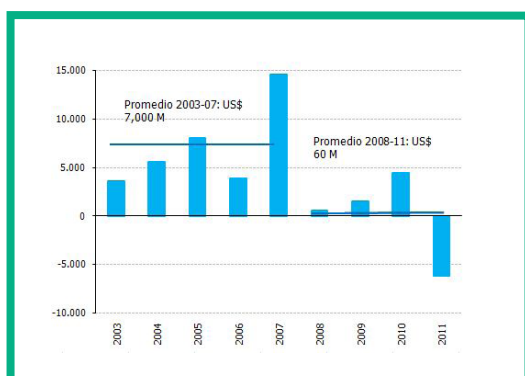
Gráfico 5.
Dolarización de depósitos como porcentaje del total



Fuente: CIPPEC, sobre la base de datos del BCRA.

Un segundo factor detrás de la redolarización es *la apreciación real acumulada del peso* (pérdida del “colchón cambiario”) como resultado de una inflación en aumento, de un dólar que—con la crisis financiera global—recuperó valor a nivel internacional, y de un tipo de cambio nominal reprimido por el BCRA para que funcione como ancla nominal de precios⁶. En el período 2003-2006, los amplios superávits de cuenta corriente y los bajos niveles de dolarización de portafolios permitieron mantener las tasas de interés en pesos en niveles muy bajos, en un contexto de depreciaciones nominales del tipo de cambio muy pequeñas y de una fuerte acumulación de reservas internacionales.

Gráfico 6.
Variación de las reservas internacionales. Acumulado anual



Fuente: CIPPEC, sobre la base de datos del BCRA.

Con el peso muy subvaluado (la Argentina muy “barata” en dólares), los ahorristas espe-

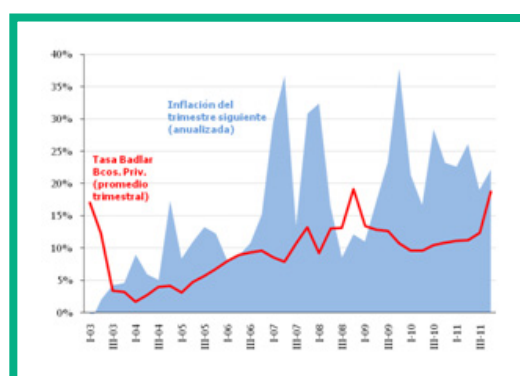
ran que la moneda se apreciara en términos reales (es decir, que el tipo de cambio subiera menos que la inflación) y aceptaban bajas tasas de interés en pesos por falta de mejores opciones. La política de tasas de interés bajas (por debajo de la tasa de inflación) incentivó la propensión al consumo de los hogares y el achicamiento del sistema financiero.

A partir de 2007 se empezó a advertir cómo, ante el agotamiento de la capacidad ociosa generada por la crisis de 2001, **las políticas expansivas recalentaron la economía y la apreciación real, asociada a la inflación y al exceso de demanda, deterioró el superávit externo y generó expectativas de una devaluación mayor (gráfico 6).**

El tercer factor es precisamente esta *política de tasas bajas* para sostener la demanda doméstica a través del subsidio al crédito (fundamentalmente, al consumo), a expensas del ahorro. En un primer momento fue posible mantener a la vez tasas de interés en pesos muy bajas y muy negativas en términos reales (tasa de depósitos a plazo fijo en torno a 10 % e inflación por encima de 20 %) y bajos niveles de dolarización, porque con una depreciación nominal esperada de 7 u 8 % incluso esa tasa modesta ofrecía rendimientos positivos en dólares.

En cambio, con un superávit comercial en baja, un Banco Central indiferente a la inflación y sin el CER como unidad de indexación, era previsible que, a medida que se extinguieran las expectativas de apreciación, las tasas subieran (como sucedió en la segunda mitad de 2011) y que la estrategia del BCRA de sostener tasas reales negativas abriera la puerta al rebalanco de carteras hacia el dólar (gráfico 7).

Gráfico 7.
inflación y tasas de interés en pesos



Fuente: BCRA, INDEC e institutos de estadísticas provinciales.

Una carrera en etapas

En un primer momento, **la salida de capitales y la redolarización estuvieron más relacionadas con la incertidumbre por la inflación y con la fal-**

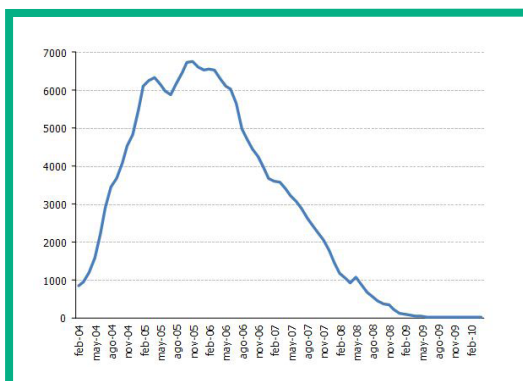
6 Desde 2003 a la fecha, la política cambiaria se caracterizó por una gran estabilidad del tipo de cambio nominal. El tipo de cambio se pudo mantener “competitivo” gracias a que el período comenzó con un peso (y un dólar) muy subvaluados. Desde 2003 hasta 2011 el tipo de cambio nominal se depreció de \$2,90 a \$4,30 y acumuló una devaluación de 48 %, mientras que los precios, medidos por los indicadores provinciales, aumentaron en igual período 242 %. Sin embargo, gracias a la marcada desvalorización global del dólar en el período previo a la crisis, la apreciación real en relación con el conjunto de socios comerciales de la Argentina fue de solo 1,4 % hasta agosto de 2008 (y de 22 % a marzo de 2012).

INDEC

apreciación cambiaria

ta de instrumentos de ahorro en pesos, que con expectativas de depreciación —lo que se puede advertir en la fuerte caída de los depósitos en pesos ajustables por CER y en la disminución del plazo promedio de los depósitos (**gráficos 8 y 9**). Sin embargo, a partir de 2011, con un tipo de cambio que comenzaba a percibirse como atrasado —no por el balance comercial (positivo), sino por la salida de capitales— se aceleraron las expectativas de ajuste cambiario.

Gráfico 8.
Depósitos a plazo fijo ajustables por CER.
En millones de pesos



Fuente: CIPPEC, sobre la base de datos del BCRA.

Gráfico 9.
Plazo promedio de los depósitos a plazo fijo en pesos. Valor promedio en días ponderado por participación de los depósitos



Fuente: CIPPEC, sobre la base de datos del BCRA.

Así, ante la resistencia del gobierno a dejar flotar la moneda, la salida de capitales que en 2011 se tradujo en una pérdida de reservas internacionales de US\$6200 millones (sin restar el aumento de US\$5000 millones de los pasivos externos del BCRA), generó sus propias expectativas de devaluación y realimentó la demanda neta de dólares, al estilo de las corridas cambiarias tradicionales. En esta ocasión, sin embargo, un ajuste menor del tipo de cambio habría puesto fin al episodio, con un costo bajo en términos de su traslado a la inflación, dada la desaceleración de la demanda ya visible a fines de 2011.

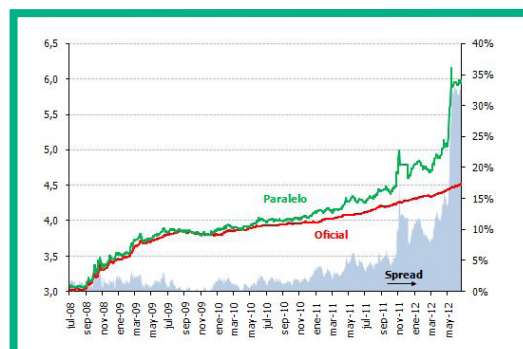
dólar paralelo
tasas de interés
activos financieros

Luego de las elecciones, en lugar de dejar deslizar el tipo de cambio, el Gobierno optó por aplicar controles que incluyeron fuertes restricciones informales a la compra de dólares para pagos de importaciones y giros de dividendos, controles de la AFIP a la demanda minorista para dosificar la venta de dólares a particulares, y control directo de las importaciones.

Previsiblemente, el cerrojo cambiario tuvo consecuencias negativas:

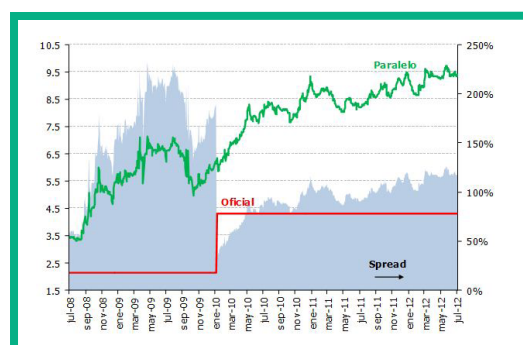
- **Problemas en las cadenas de producción:** 80 % de las importaciones son insumos productivos, en su mayoría, bienes intermedios y de capital.
- **Dificultades para exportar,** tanto por la exigencia de liquidación anticipada de las divisas como a raíz de la caída de los depósitos en dólares, el correlato de la prefinanciación de exportaciones.
- **Paralización parcial del mercado inmobiliario** por la resistencia de los dueños a pesificarse, con efecto negativo en la industria de la construcción.
- **Aparición del dólar informal o paralelo** como referencia habitual del tipo de cambio libre (**gráfico 10**)⁷.

Gráfico 10.
Tipo de cambio en la Argentina: paralelo contra oficial. Pesos por dólar



Fuente: CIPPEC, sobre la base de Reuters y BCRA.

Gráfico 11.
Tipo de cambio paralelo en Venezuela: paralelo contra oficial. Bolívares por dólar



Fuente: <http://dolar-paralelo.info>

⁷ Venezuela es el único país de la región con un mercado de dólar paralelo importante, con spreads que superan el 100 %.

Si bien la política cambiaria estuvo, en parte, orientada a preservar el tipo de cambio oficial como ancla de precios (en rigor, a impedir que una corrección cambiaria se trasladara a la inflación), en la práctica, el incremento de costos por restricciones de oferta y el traslado parcial a precios del dólar paralelo mantuvieron alta la inflación en los primeros cinco meses del año, incluso en un contexto de desaceleración económica. **Otra motivación para implementar el cepo cambiario es la necesidad del gobierno de hacerse de dólares para pagar obligaciones externas.**

¿De qué hablamos cuando hablamos de pesificación?

La *pesificación* (en rigor, la desdolarización) en su versión prudencial y voluntaria fue más la regla que la excepción durante las últimas décadas en América Latina; y fue, por lo general, la respuesta a una mala experiencia de la dolarización financiera (México tras la crisis de 1995, Brasil tras el fin del plan Real en 1999 y la Argentina después de la convertibilidad). No hizo falta ninguna declaración de voluntarismo para poner el proceso en marcha, solo flotación cambiaria y estabilidad macrofinanciera, y la ayuda de términos de intercambio positivos que sesgaran la distribución cambiaria hacia la apreciación.

La Argentina tuvo su experiencia con la pesificación forzada de 2002, que generó un saldo de ahorros a la espera de su redolarización mediante el goteo de depósitos —la principal amenaza macrofinanciera del primer año de las posconvertibilidad—. De hecho, podría decirse que la pesificación de 2002, al potenciar el *overshooting* del tipo de cambio e inflar las expectativas de depreciación, contribuyó a la dolarización de ahorros, que solo se revertiría al llegar el tipo de cambio a su punto de inflexión.

Años más tarde, **la Argentina transitó el sendero desdolarizador al igual que sus vecinos, pero se desvió a mitad de camino.** Este derrotero tuvo, sin duda, componentes culturales, pero su evolución sugiere que se rigió sobre todo por factores económicos: riesgo y retorno basados en rendimientos diferenciales y expectativas de inflación y tipo de cambio que fueron reflejo de las políticas macroeconómicas. En otras palabras, de la cultura económica⁸.

La propuesta de reforma del Código Civil y la restricción del BCRA

Pese a que la pesificación voluntaria y gradual tuvo resultados más sostenibles que los intentos de desdolarización forzada, las noticias recientes sugieren que el Gobierno apunta hacia la segunda opción.

Si se aprueba el proyecto de reforma del Código Civil y Comercial unificado, enviado por el Poder Ejecutivo Nacional al Congreso de la Nación, las obligaciones pactadas en moneda extranjera (artículo 616), que antes debían ser pagadas en la moneda de referencia, ya no serán consideradas como obligaciones de dar sumas de dinero, sino como obligaciones de dar una cosa: el deudor podría liberarse de la obligación al entregar un equivalente en pesos. Esto, en una economía con tipo de cambio desdoblado, torna incierto **cuántos pesos debería entregar un deudor para liberarse de un contrato pactado en otra moneda.**

Más grave aún, ante el incumplimiento por parte del deudor, el acreedor podría reclamar daños y perjuicios, pero no tendría la posibilidad de solicitar que se calculen intereses sobre la suma adeudada. Este es un cambio importante en la legislación vigente que sí lo permite.

Aunque el artículo 1930 del código propuesto establece la obligación de restituir los depósitos bancarios en moneda de la misma especie, la reforma no introduce una regla frente al incumplimiento de los bancos por lo que crea cierta inseguridad jurídica.

La reforma propuesta no aborda una posible pesificación de los bonos soberanos. Más allá de que el cambio de la moneda de denominación del pago implicaría un *default*, algo muy improbable en las actuales circunstancias, los contratos de deuda pública se rigen por las normas de derecho administrativo y las modificaciones al Código Civil y Comercial no deberían afectarlos.

Por último, y en línea con las trabas impuestas por la AFIP, las recientes comunicaciones del BCRA descartan la posibilidad de comprar dólares para atesoramiento al tipo de cambio oficial. Y prohíben la venta de dólares a tipos de cambio no autorizados. En un contexto de tasas pasivas reales negativas y sin instrumentos financieros en pesos atractivos, **estas medidas probablemente contribuyan a sostener el modelo de consumo subsidiado, financiado por pesos acorralados, a expensas de la profundización del crédito y la inversión productiva,** y agranden la brecha entre el mercado formal e informal de dólares.

código civil

cepo
cambiario

⁸ En los ochenta, Bolivia y Perú intentaron la desdolarización por la vía compulsiva: prohibieron y pesificaron *de jure* los depósitos en moneda extranjera. Estas medidas en lugar de lograr una mayor utilización de las monedas locales, profundizaron la represión financiera y la fuga de capitales. Ambos intentos tuvieron que ser revertidos al poco tiempo.

Algunas propuestas para la desdolarización voluntaria

Cualquier intento por reducir la dolarización financiera en la Argentina debería enfocarse en contrarrestar dos de sus efectos:

- **La ausencia de instrumentos de ahorro en moneda local** que puedan competir con el dólar.
- **Las expectativas de depreciación** que surgen de usar al tipo de cambio como ancla nominal, rezagándolo sistemáticamente en relación con la inflación.

Es decir que **para inducir una sustitución voluntaria del dólar por el peso como moneda de ahorro es necesario potenciar a los instrumentos de ahorro en pesos para que puedan competir con un dólar cuyas tasas están hoy cercanas a cero.**

Además, la Argentina presenta un contexto inflacionario que vuelve necesaria la introducción de un índice creíble de inflación, que permita actualizar los ahorros en pesos y proteger los rendimientos reales de cambios bruscos en la variación de precios. En este sentido, es posible:

- **Crear un nuevo índice de precios nacional que refleje creíble y fehacientemente la inflación.** Esto requiere como condición previa la autonomía y calificación técnica del INDEC (Memo Política Monetaria, 2011).
- **Utilizar otro tipo de indexadores vinculados con el coeficiente de variación salarial (CVS) o con la evolución del precio de los alquileres.** Esta opción, de más corto plazo, permitiría mantener el poder de compra de los ahorros en moneda local al protegerlos de los avatares de la inflación y el tipo de cambio.
- **Un resultado similar se obtendría si el Banco Central de la República Argentina (BCRA) abandonara su política de tasas reales negativas.**

Un argumento frecuente en contra de la indexación o del incremento de la tasa de depósitos es que ambas opciones encarecerían el fondeo de los bancos y el costo del crédito. Esto es cierto solo en parte.

Por un lado, como señalamos, las tasas reprimidas son una de las causas principales de la dolarización de carteras y de su correlato, el escaso desarrollo financiero argentino: **un incremento en el rendimiento de los ahorros bancarios redundaría en un aumento de los fondos prestables en pesos, y esto permitiría a los bancos ganar en volumen de negocio y reducir sus altos márgenes de intermediación.**

Por el otro, un esquema basado en el subsidio del ahorrista al deudor (típicamente, el consumidor) propicia un exceso de consumo a expensas del ahorro en los hogares.

Además, para que estos instrumentos en pesos tengan chance de competir, es necesario reducir las expectativas de depreciación y dotar de mayor flexibilidad al tipo de cambio. Esto evitará el atraso del peso en términos reales —el mismo que induce apuestas especulativas a la devaluación que alimentan la presión cambiaria y la salida de capitales—. Como se señaló en el Memo Política Monetaria (2011), no parece haber margen para el uso del tipo de cambio como ancla nominal. Esta es una razón más por la que una estrategia contra la inflación es esencial a la hora de favorecer la demanda de pesos.

Si la *dolarización financiera* es un problema de larga data que se profundizó recientemente y exige medidas paliativas concretas —al menos hasta que el Gobierno se aboque a contener la inflación—, la *dolarización real* se limita a sectores en los que el bien transado tiene precio alto y permanencia “a la venta” o “publicado” prolongada. Como estos bienes están expuestos a un mayor riesgo inflacionario o devaluatorio, precisan de mecanismos de actualización constante que la dolarización sustituye en forma imperfecta.

Por su parte, la *dolarización de pagos* está limitada a las transacciones de propiedades inmobiliarias y, en menor medida, a la compraventa de rodados importados. Negar a los beneficiarios de créditos hipotecarios el acceso a dólares en el mercado de cambios para concretar una transacción inmobiliaria, altera solo marginalmente la dolarización del ahorrista: si la operación inmobiliaria se hace en pesos y el ahorrista (en este caso, el vendedor) no puede acceder con ellos a instrumentos que lo protejan de la inflación (incluyendo el dólar), es probable que opte por atesorar su propiedad —tal como sucede en los últimos meses tras la instalación del cepo. En este sentido, **la obligación de publicar precios y hacer transacciones únicamente en pesos es una solución inadecuada a un problema inexistente.**

En suma, de lo discutido anteriormente surge que una estrategia desdolarizadora debería:

- **Evitar la pesificación compulsiva**, que solo genera más demanda por el dólar.
- **Generar los incentivos económicos para que los individuos confíen y opten por la moneda local.**

Más allá de las propuestas de corto plazo detalladas anteriormente, el esfuerzo de mediano plazo debería enfocarse en estabilizar el poder de compra del peso, para lo que **se necesitan instituciones monetarias comprometidas con la defensa del valor de la moneda y con la contención de la inflación.** 🇵🇦

pesificación
voluntaria

IPC creíble

De la Torre, A.; Levy Yeyati, E. y Schmukler, S. L. (2003). Living and dying with hard pegs: the rise and fall of Argentina's currency board. *Economía, Journal of LACEA*. Latin American and Caribbean Economic Association. Disponible en <http://ideas.repec.org/p/wbk/wbrwps/2980.html>

Eichengreen, B.; Hausmann, R. y Panizza, H. (2002). Original Sin: The Pain, the Mystery, and the Road to Redemption. En *Paper prepared for the conference "Currency and Maturity Matchmaking: Redeeming Debt from Original Sin"*. Washington, D.C: Inter-American Development Bank. Disponible en <http://www.financialpolicy.org/financedev/hausmann2002.pdf>

Levy Yeyati, E. (2005). Financial dollarisation: Evaluating the consequences. *Economic Policy, CEPR & CES & MSH, vol. 21(45)*, pages 61-118, 01. Disponible en <http://ideas.repec.org/p/udt/wpbsdt/findollarisation.html>

Levy Yeyati, E. (abril de 2011). Memo Política Monetaria. En *Agenda presidencial*. Buenos Aires: CIPPEC. Disponible en <http://www.cippec.org/Main.php?do=documentsDoDownload&id=495>

La opinión de los autores no refleja necesariamente la posición de todos los miembros de CIPPEC en el tema analizado.

Eduardo Levy Yeyati: miembro del Consejo de Administración de CIPPEC. Doctor en Economía, Universidad de Pennsylvania. Profesor de Economía y Finanzas (Universidad Torcuato Di Tella y Barcelona Graduate School of Economics). Es Senior Fellow de Brookings Institution y asesor en temas financieros y globales del Banco Mundial y del BID. Fue director de Estrategia de Mercados Emergentes; asesor financiero para América Latina del Banco Mundial; economista jefe del Banco Central de la República Argentina; director del Centro de Investigación en Finanzas de la Universidad Torcuato Di Tella y economista del Fondo Monetario Internacional. En 2007 recibió la Robert Kennedy Visiting Professorship de la Universidad de Harvard.

Luciana Díaz Frers: directora del Programa de Política Fiscal de CIPPEC. Licenciada en Economía (Universidad de Buenos Aires). Posgrado en Economía Internacional (Instituto de Economía Internacional de Kiel, Alemania). Magíster en Historia Económica de Países en Desarrollo (London School of Economics, Reino Unido). Anteriormente se desempeñó como Economista Investigadora en el IERAL de Fundación Mediterránea y como asesora en el Ministerio de Economía de la Nación. Fue docente de grado en la carrera de economía en la Universidad del Salvador y de maestría en la Universidad Torcuato Di Tella y Universidad Nacional de Misiones.

Sandra Elena: directora del Programa de Justicia de CIPPEC. Magíster en Derecho Internacional (American University). Abogada (Universidad de Buenos Aires) y Licenciada en Ciencia Política (Universidad del Salvador). Se desempeñó como especialista en justicia, derechos humanos y anti-corrupción en el International Foundation for Electoral Systems. Coordinó programas de Estado de Derecho financiados por el Banco Interamericano de Desarrollo, el Banco Mundial y la USAID. Fue coordinadora de Programas Internacionales del Foro de Estudios sobre la Administración de Justicia. Coordinó la evaluación del Programa Juzgado Modelo del Banco Mundial y fue consultora en los programas de auditoría de gestión judicial en distintas provincias. Trabajó como directora de Desarrollo de Proyectos de la Asociación por los Derechos Civiles. Fue asesora de la Fiscalía General, el Consejo de la Magistratura y la Procuración de la ciudad de Buenos Aires.

Federico Bragagnolo: investigador asociado del Programa de Política Fiscal de CIPPEC. Licenciado en Economía (Universidad Torcuato Di Tella). Maestría en Finanzas (Universidad Torcuato Di Tella, en curso). Economista senior de la Consultora EconViews/ Miguel A. Kiguel y asociados. Anteriormente se desempeñó como asesor legislativo en la Honorable Cámara de Diputados de la Nación, y fue miembro del equipo de monitoreo macroeconómico de América Latina y el Caribe del Banco Mundial.

Las publicaciones de CIPPEC son gratuitas y se pueden descargar en www.cippec.org. CIPPEC alienta el uso y divulgación de sus producciones sin fines comerciales.

Para citar este documento: Levy Yeyati, E.; Díaz Frers, L.; Elena, S.; Bragagnolo, F. (julio de 2012). Salvemos al peso: notas económicas para la batalla cultural contra el dólar. **Documento de Políticas Públicas/Análisis N°107**. Buenos Aires: CIPPEC.

Para uso online CIPPEC agradece la utilización del hipervínculo al documento original disponible en www.cippec.org.

Con los **Documentos de Análisis de Políticas Públicas**, CIPPEC acerca a funcionarios, legisladores, periodistas, miembros de organizaciones de la sociedad civil y a la ciudadanía en general un análisis que sintetiza los principales diagnósticos y tomas de posición pública sobre un problema o una situación que afecta al país.

Estos documentos buscan mejorar el proceso de toma de decisiones en aquellos temas que ya forman parte de la agenda pública o bien lograr que problemas hasta el momento dejados de lado sean visibilizados y considerados por los tomadores de decisiones.

Por medio de sus publicaciones, **CIPPEC** aspira a enriquecer el debate público en la Argentina con el objetivo de mejorar el diseño, la implementación y el impacto de las políticas públicas, promover el diálogo democrático y fortalecer las instituciones.

CIPPEC (Centro de Implementación de Políticas Públicas para la Equidad y el Crecimiento) es una organización independiente, apartidaria y sin fines de lucro que trabaja por un Estado justo, democrático y eficiente que mejore la vida de las personas. Para ello concentra sus esfuerzos en analizar y promover políticas públicas que fomenten la equidad y el crecimiento en la Argentina. Su desafío es traducir en acciones concretas las mejores ideas que surjan en las áreas de **Desarrollo Social, Desarrollo Económico, e Instituciones y Gestión Pública** a través de los programas de Educación, Salud, Protección Social, Política Fiscal, Integración Global, Justicia, Transparencia, Política y Gestión de Gobierno, Incidencia, Monitoreo y Evaluación, y Desarrollo Local.