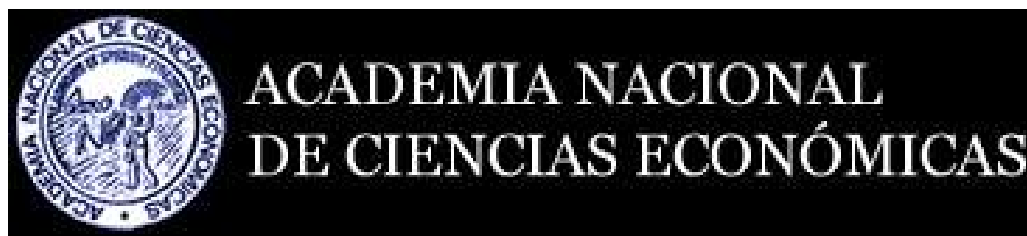


El bimonetarismo de la Argentina

Descripción e hipótesis sobre sus causas y consecuencias

Juan J. Llach (ANCE y IAE-Universidad Austral)



CICLO ACADEMIA Y SOCIEDAD

29 de octubre de 2019

Temario

1. Descripción del fenómeno en la Argentina (y otros países)
2. Hipótesis sobre las causas
3. Hipótesis sobre las consecuencias
4. Conclusiones preliminares
5. Bibliografía

1. Descripción del fenómeno en la Argentina I

- 1. Usos del dinero
 - El US\$ es unidad de cuenta patrimonial, reserva de valor (ahorro y grandes transacciones). El Ar\$ se usa en transacciones de menor porte, salarios, impuestos y gastos públicos
 - Ar\$ (casi) no es más reserva de valor ni unidad de cuenta o medio de pago para grandes transacciones
- 2. Mercados financieros en pesos: muy pequeños
 - Se obstaculizan las funciones de unidad de cuenta y medio de pago **diferido** (recordar hipotecas en US\$); limita el crecimiento e induce endeudamiento en US\$, público y privado
- 3. Curvas de oferta y demanda de divisas, a veces invertidas
 - Realza el rol de las expectativas.

1. Descripción del fenómeno II

- 4. Rápido traslado a precios (pass-through) de las variaciones del tipo de cambio, dependiendo mucho del nivel de inflación
 - Dificulta la estabilización de precios (¿en círculo vicioso?). Limita el uso del Ar\$ como unidad de cuenta
- 5. Exportables con alta incidencia de bienes-salario
 - Mejoró con la soja, pero ahora vuelven (¿para quedarse?) las carnes y otros bienes salario. Dada la fortaleza de los sindicatos, esto induce a cierta dolarización de facto de los salarios. La inexistencia de un sistema alternativo eficiente induce a impuestos distorsivos –como los derechos de exportación– y a subsidios universales –como las rebajas al IVA alimentos (*).

(*) J. J. Llach y J. E. Fernández Pol (1985)

1. Descripción del fenómeno III

Tenencias de billetes de US\$ por países, circa 2006

Table 3.3
Foreign Holdings of U.S. Currency from U.S. Treasury and Federal Reserve
Surveys,
Estimates as of Most Recent ICAP visit

Economy	Amount of currency (billions of dollars)	Population (millions)	Average recent inflation (percent)	Per capita currency holdings (dollars)	GDP held in the form of U.S. currency (percent)*
Argentina	50	37.4	3.3	1,300	17.5
Belarus	3	10.4	62.6	288	5.8
Brazil	1	164.5	205.5	6	0.1
Bulgaria	1	8.3	100.0	120	2.8
Cambodia	2	11.2	5.6	179	25.2
Chile	0.25	15.0	10.7	16	0.4
China	50	1284.3	7.2	39	0.9
Colombia	2	38.6	23.7	52	2.4
Dominican Republic	1.5	8.0	21.3	188	3.9
Ecuador	1	13.2	34.3	77	7.3
Egypt	1	64.8	12.8	15	0.4
El Salvador	1	6.6	5.3	152	7.5
Hong Kong	2	6.5	3.7	308	1.2
Indonesia	2	209.8	9.2	10	0.3
Korea	15	45.9	6.1	327	2.3
Latvia	.5	2.4	243.6	208	5.5
Lithuania	.5	3.6	136.5	139	3.6
Mexico	5	97.6	21.2	51	0.6
Panama	2.0	2.7	1.0	648	11.1
Peru	5	25.2	29.9	182	3.8*
Paraguay	.1	5.6	16.9	18	0.6
Philippines	2	76.1	9.6	26	1.0
Poland	1	38.6	39.9	26	0.4
Romania	2	38.6	134.8	52	0.8
Russia	80	147.2	183.1	550	10.0*
Singapore	1	3.4	2.3	294	1.4
South Africa	2	43.6	8.0	46	3.1
Taiwan	1	21.7	3.2	46	0.3
Thailand	.25	59.5	5.0	4	0.1
Turkey	10	63.5	58.2	157	2.6
Vietnam	3	75.1	66.9	40	2.7
Total	248.1	2628.9	...	...	...
Average	...	...	44.59	94	1.28

Fuente: Departamento del Tesoro, Reserva Federal y Servicio Secreto de los EEUU (2006), *The use and counterfeiting of U.S. currency abroad.*

1. Descripción del fenómeno IV

Crecimiento de los activos externos de los argentinos: dinero y depósitos

Evolución de los activos externos de argentinos en moneda y depósitos (M US\$)

SERIE NUEVA

2006.....74282
2015.....153309
2017 I.....157206

SERIE VIEJA

1991.....29782
2006.....43221
2015.....195468

Evolución de los activos externos de argentinos en moneda y depósitos (M US\$ en % PIB PPA)

SERIE NUEVA

2006..... $74282/602507=12,3\%$
2015..... $153309/886442=17,3\%$
2017 I..... $157206/887489=17,7\%$

SERIE VIEJA

1991..... $29782/270693=11,0\%$
2006..... $43221/602507=7,2\%$
2015..... $195468/886442=22,1\%$

El aumento (US\$ constantes) de los activos externos 2006-17 es 36% mayor que el del PIB

(2017 vs 2006. PIB: 27,6%. Inflación EEUU: 21,6%. Activos externos nominales: 2,12 veces)

Fuentes: INDEC. PIB en PPA, FMI

1. Descripción del fenómeno V

Monetización y crédito 1

Dinero amplio (M3) en % del PIB			Porcentaje de los depósitos en moneda extranjera			
				2011	2015	2018
	2011	2017	Argentina	16.1	13.1	34.4
Argentina	24.3	28.5	Arg. en % PIB	...	...	7.5
Colombia	39.7	49.0	Perú	...	50	37
Perú	38.2	47.6	Uruguay	71.9	80.0	74.5
Uruguay	43.4	48.3	*No residente	14.6	15.8	9.7
			Residentes	57.3	64.2	64.8
			Uru. en % PIB	...	52.4	35.5

Fuente: FMI

1. Descripción del fenómeno VI

Monetización y crédito 2

Argentina:
Rango 143
sobre 160

Depósitos bancos / PIB %	
	2016
Argentina	23.6
" \$ argentinos	18.1
Perú	36.8
Uruguay	46.7
" \$ uruguayos	26.7
Bolivia	64.9
Brasil	57.1
Chile	54.1
Colombia	18.8
EEUU	81.3

Crédito interno al sector privado / PIB		
	2011	2016
Argentina	14.0	13.7
" \$ argentinos	...	11.8
Perú	27.1	44.0
Uruguay	23.1	27.4
" \$ uruguayos	12.2	14.2
Bolivia	40.8	65.9
Brasil	58.1	61.8
Chile	101.3	116.6
Colombia	44.8	50.2
EEUU	179.8	186.0

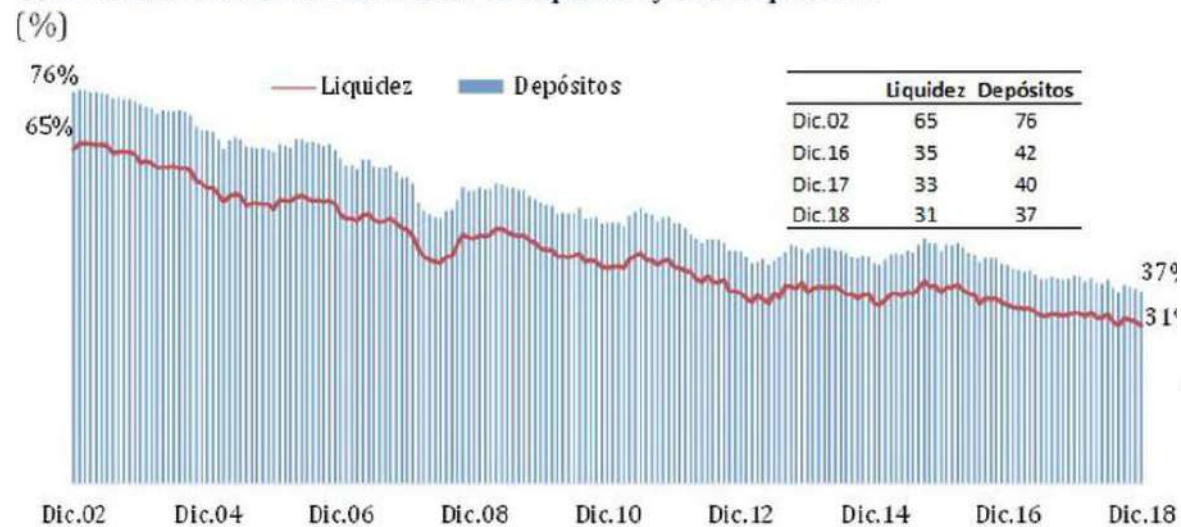
Fuente: FMI

1. Descripción del fenómeno VII

¿Es reversible la dolarización? El caso de Perú

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Coefficiente de dolarización de la liquidez y los depósitos



Dolarización de los depósitos por tipo de depositante (%)

	Dic.16	Dic.17	Nov.18	Dic.18
1. Depósitos de personas	36	35	33	32
Vista	52	48	44	44
Ahorro	40	40	37	36
Plazo	31	31	30	29
CTS	30	27	25	25
2. Depósitos de empresas	54	51	47	47
Vista	52	48	44	44
Ahorro	58	54	56	46
Plazo	63	60	61	62
3. Total de depósitos	43	40	38	37

Fuente: FMI

1. Descripción del fenómeno VIII

¿Es reversible la dolarización? El caso de Uruguay

...but financial dollarization remains high, despite improvements since 2015.

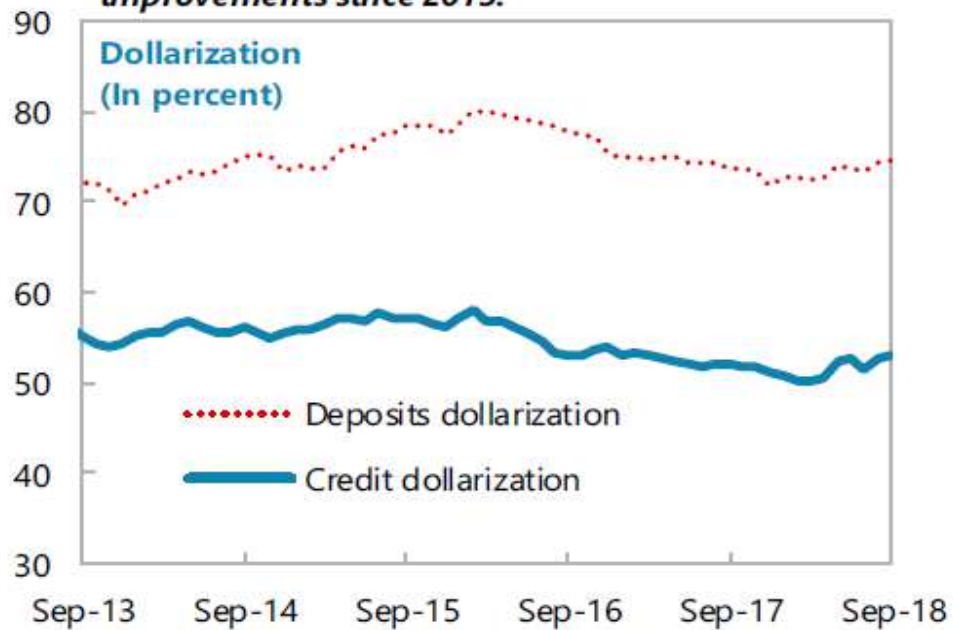


Table 1. Uruguay: Selected Financial Soundness Indicators

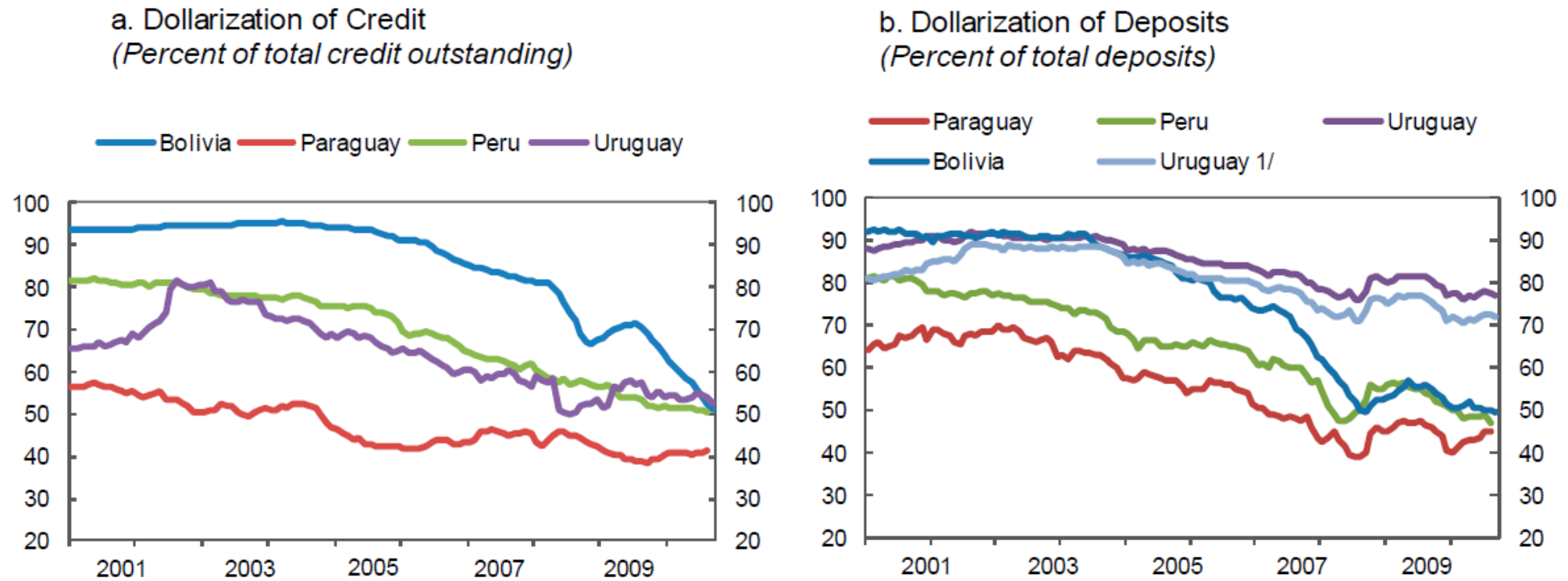
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 1/
Currency composition								
Dollar loans in percent of total loans	58.5	57.9	59.6	59.0	60.5	57.1	54.7	53.6
Loan dollarization (constant exchange rate, January 2013) 2/	52.9	52.3	51.4	49.6	44.9	43.3	40.9	40.6
Dollar deposits in percent of total deposits	71.9	71.9	73.5	76.8	80.0	76.4	72.6	74.5
Deposit dollarization (constant exchange rate, January 2013) 2/	67.2	67.4	67.2	68.4	68.6	66.7	62.9	53.2

Fuente: FMI

1. Descripción del fenómeno IX

La dolarización: ¿es reversible? Otros países de América Latina

Figure 1. Evolution of Dollarization in Selected Countries of Latin America



1. Descripción del fenómeno X

La dolarización: ¿es reversible? Otros países de América Latina II

Las claves: estabilización y apreciación

Figure 5. Evolution of Inflation
(Average annual inflation, in percent)

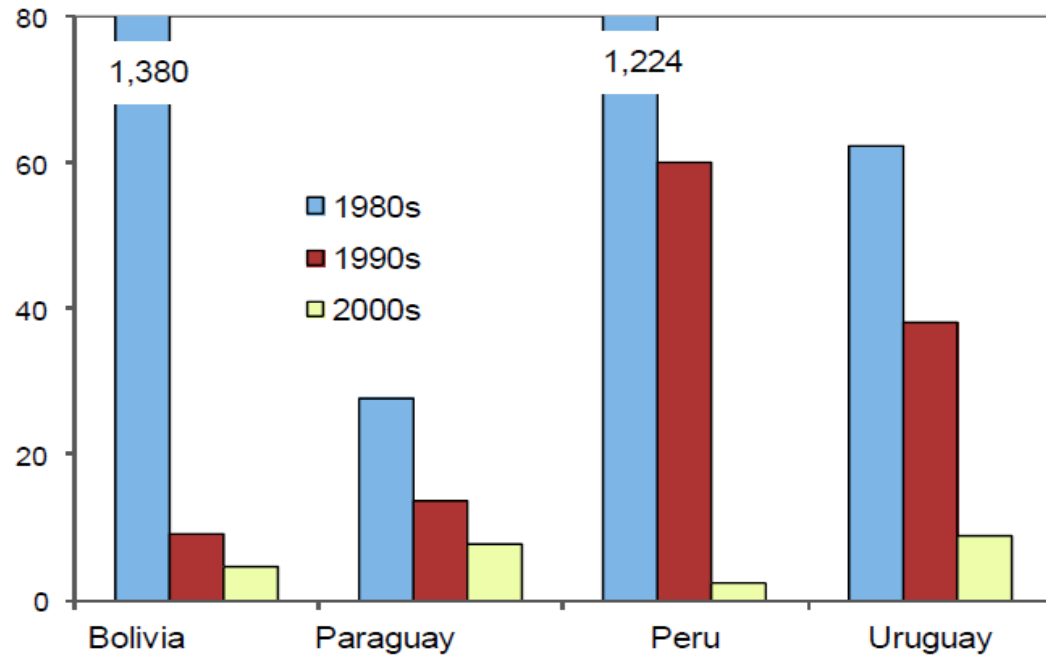
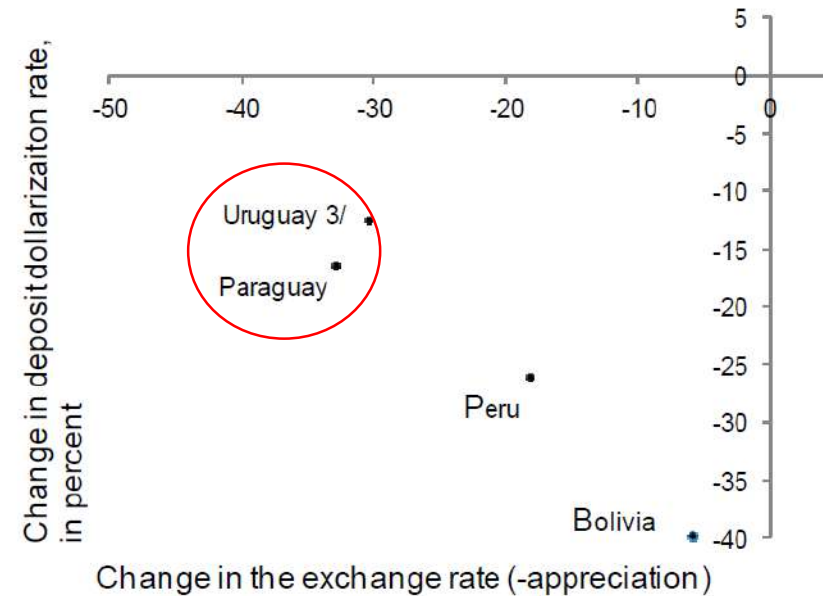


Figure 6. Changes in the Exchange Rate and Dollarization Ratios, 2003–2010 1/ 2/



1. Descripción del fenómeno XI

Síntesis

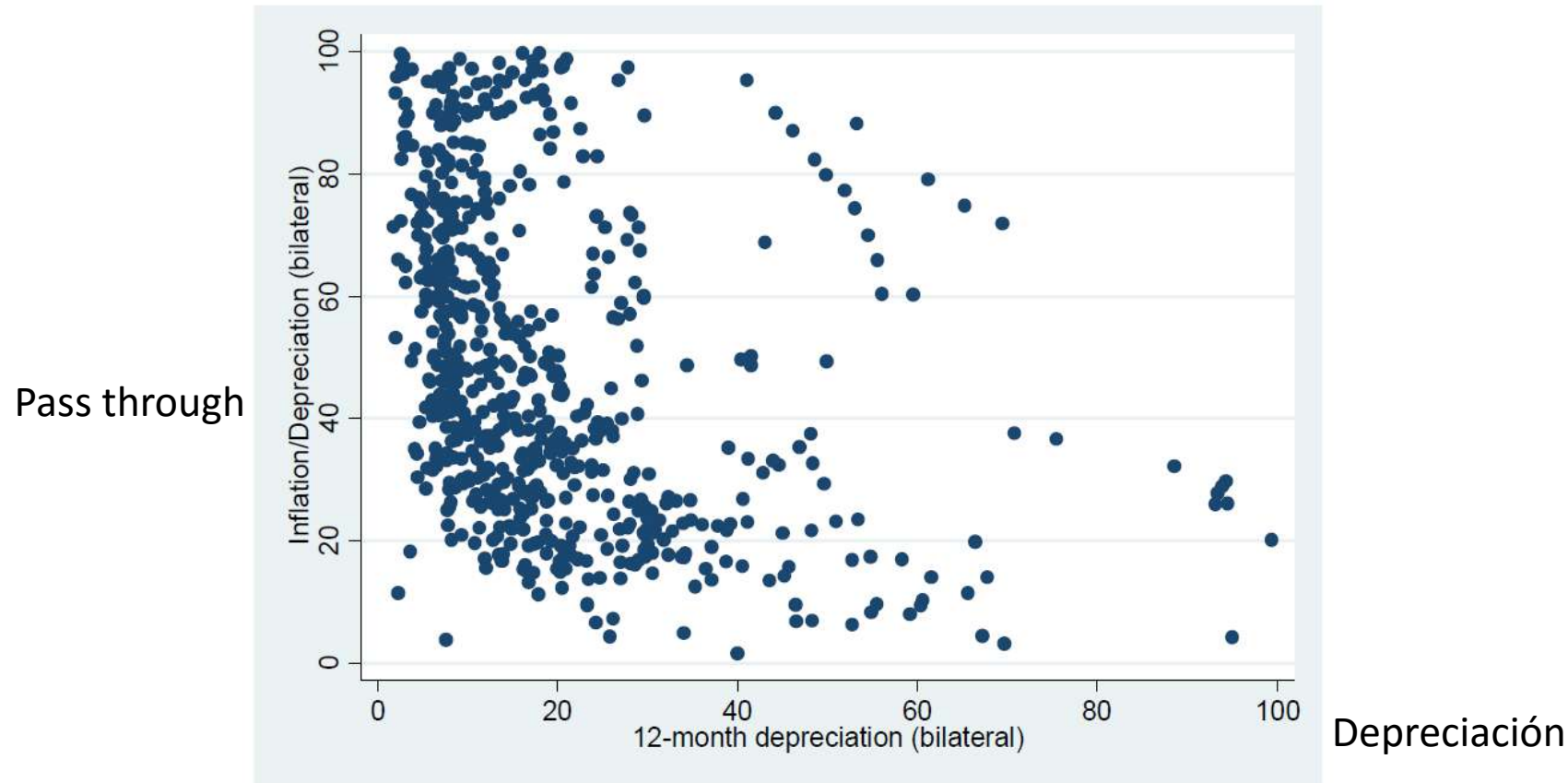
- **El podio: Argentina (BM creciendo), Perú, Uruguay (BM bajando) ***
- **Medio de pago (similar a Perú y Uruguay)**
 - La función más vigente del Ar\$: transacciones (salvo inmuebles), salarios, gasto público, impuestos
 - El US\$ sólo para inmuebles y algunos bienes de capital
- **Unidad de cuenta (Probablemente, “primeros”)**
 - El US\$ se usa para los activos o patrimonios (al menos de los sectores sociales más pudientes: ¿20% o 50% de la población total?) y para los pasivos grandes
- **Depósito o reserva de valor (Probablemente similar a Perú y Uruguay)**
 - Principal función del US\$, al menos para la población con capacidad de ahorro
 - **José López vs. Geddel Vieira Lima, Ministro de Lula y Temer. Wikipedia: “Especializado en robar, Geddel ha desangrado a las arcas del Estado Brasileño, teniendo, de manera contradictoria, participado en el proceso de impeachment da presidenta electa Dilma Roussef”.**

* Camboya –y quizás algún otro- puede ser comparable .

El pass through I

Gran diversidad de resultados

Figure 1. Pass-through at Different Levels of Exchange Rate Depreciation (Bilateral)



Note: Monthly data since January 1992 for Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Paraguay, Peru and Uruguay. Restricted to inflation < 50%, pass-through between 0% and 100%, and depreciation between 0% and 100%.

El pass through II

- Tiende a ser mayor cuanto mayor es la inflación (y cuanto mayores son las expectativas de inflación, aunque no hay tanta literatura al respecto)
- H. Aguirre et al. (2019)
 - Muestra de 11 países de LATAM (*)
 - **Tendencia decreciente**, atribuida a mejores regímenes monetarios y un “medio ambiente de menor inflación”. La elasticidad de “largo plazo” (12 meses) fue 93% (1970-2016) pero sólo 20% en el período más reciente (2010-16).

Correlation coefficients between changes in exchange rate and CPI inflation					
Latin America – selected countries					
1970-2016	1970-1979	1980-1989	1990-1999	2000-2009	2010-2016
0.8350	0.6798	0.8195	0.9185	0.0997	0.1792

(*) Argentina, Brasil, Bolivia, Chile, Colombia, Ecuador, México, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela.

El pass through III

ERPT – Short-run elasticities - selected Latin American countries

	1970-2016	1970-1979	1980-1989	1990-1999	2000-2009	2010-2016	2000-2016
Argentina	0,59	-0,10	0,81	0,34	0,11	0,26	0,15
Bolivia	0.25	n.a.	0.23	0.76	-0.77	0.07	0.16
Brazil	0.55	n.a.	0.52	0.64	0.00	0.00	0.01
Chile	0.08	n.a.	0.22	0.06	0.00	0.06	0.06
Colombia	0.04	n.a.	0.84	-0.10	0.05	0.03	0.03
Ecuador	0.00	n.a.	-0.18	-0.20	0.00	n.a.	0.00
Mexico	0.01	-0.00	0.20	-0.03	-0.02	-0.05	-0.01
Paraguay	-0.08	0.00	0.02	-0.16	-0.10	0.10	-0.05
Peru	0.03	0.16	0.49	0.03	-0.10	0.03	0.02
Uruguay	0.15	0.16	0.23	0.16	0.19	0.07	0.16
Venezuela	0.25	n.a.	0.23	0.16	0.19	0.07	0.16

Fuente: Horacio Aguirre et al. (2019)

El pass through IV

- H. Aguirre et al. (2019) sostienen que los métodos habituales de estimación del PT (**) omiten la endogeneidad del tipo de cambio. Por eso recurren a una metodología menos habitual en este tema: un modelo de dos etapas, estimando primero las medidas convencionales del PT
- Además de mostrar la baja del PT en LATAM, encuentran que **el aumento de la cantidad de dinero es el factor más determinante del PT**, a corto y a largo plazo (en este último caso también son significativos los TIE)
- El régimen cambiario *de facto* pesa. **Esto sugiere que la volatilidad del TC está asociada al PT**. No hay evidencias, en cambio, de una asociación con metas de inflación

(*) Argentina, Brasil, Bolivia, Chile, Colombia, Ecuador, México, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela. (**) El PT se mide habitualmente como (1) efecto acumulado de las variaciones del tipo de cambio, estimado en funciones de impulso-respuesta, mediante VAR o en regresiones dinámicas; (2) la relación entre inflación y devaluación durante un período de tiempo después de un evento; o (3) el efecto del tipo de cambio sobre el IPC a través del contenido importado del consumo.

2. Hipótesis sobre las causas: inflación crónica y violación de contratos

- Tema insuficientemente estudiado: ¿quién se anota?
- El **rol de la inflación** es indudable para el caso de la Argentina. Quizás record, aunque podría ser superado por Venezuela y Zimbabue
- ¿Más rupturas de contratos financieros y multiplicidad de regímenes monetarios y cambiarios en la Argentina que en otros países de LATAM? Parece que sí.
 - 1956. Club de París
 - **1964. Desdolarización de depósitos**
 - 1982. Default de la deuda pública
 - (1982. Las circulares: estatización de la deuda privada)
 - (1985. El desagio del plan Austral: no fue incumplimiento en términos reales, sí en nominales)
 - 1989-90. Primera hiperinflación de tiempos de paz. Plan Bonex
 - 2001. El “corralito”
 - 2001. Default de la deuda pública
 - 2019. ¿“Reperfilamiento” de la deuda pública?

3. Hipótesis sobre las consecuencias I

- Mayor dificultad de lograr los equilibrios macroeconómicos
 - Es bastante probable que sea así, por los tres factores que siguen

1. Dificultades para estabilizar

- Más inercia inflacionaria, en buena medida por expectativas de inflación más refractarias
- Más inestabilidad del tipo de cambio, por los dos factores siguientes

2. Es más difícil elegir el régimen cambiario conveniente

- Por (1) se dificulta la ortodoxia del siglo XXI: flotación con metas de inflación
- Resurge la ortodoxia de fines del siglo XX: tipo de cambio fijo, no “eterna” ni de duración fechada

3. Hipótesis sobre las consecuencias II

3. Problemas del crédito y la deuda

- La alta dolarización del crédito y de la deuda pública y privada puede acentuar las fluctuaciones del tipo de cambio, la estabilidad de precios y el nivel de actividad
- La alternativa de la indexación se dificulta según con inflación alta y volátil (caso UVA) porque, al menos, genera discrepancias entre precios y salarios
- ¿Mayor riesgo-país?

4. Conclusiones preliminares I

- **La Argentina: un caso claro de economía bimonetaria – quizás el más intenso del mundo en tiempos recientes**
- Hipótesis para estudios futuros. El **bimonetarismo, acentúa la dificultad de lograr los equilibrios macroeconómicos básicos**, tanto el fiscal (por mayor volatilidad del nivel de actividad) y el externo (por mayor volatilidad del TCR), como la estabilidad de precios (mayor propensión a la inflación) y, como consecuencia final, los niveles de actividad y empleo (son más volátiles y con tendencia al estancamiento) (*)
- **Sin embargo, no es objeto de estudio sistemático, y tampoco está claro si la política económica debe hacer algo al respecto. Promoverlo es el principal objetivo de esta contribución**

(*) Por eso creo que se equivoca Manuel Guitián al decir (según Juan C. de Pablo, 2019): “Les recomiendo que se concentren en los problemas que existen, más que dedicar recursos, que son siempre escasos, a tratar de solucionar problemas que no existen”

4. Conclusiones preliminares II

- No es casual que **el plan de estabilización más exitoso y duradero de la Argentina fue la convertibilidad**. Su “magia” era: $1\text{Ar}\$ = 1\text{US}\$$, algo así como la **institucionalización del bimonetarismo**. Pero quedó demostrado que no era “la” cura del mal, **básicamente porque se recayó en el déficit fiscal**, para el que siempre hay una excusa que, en este caso, fue la creación de un régimen previsional de capitalización y luego, quizás, la reelección presidencial.
- **Tengo “las manos y la mente vacías de soluciones”**
- Las recomendaciones de la literatura (*), más bien obvias, incluyen:
 1. Mantener fuertemente la estabilidad macro (se agrega, como ejemplo, mantener una inflación baja y estable, en clara petición de principios).

(*) Ver, por ejemplo, García Escribano et al. (2011)

4. Conclusiones preliminares III

2. Fortalecer la regulación prudencial del sistema financiero (incluyendo un manejo activo de los requisitos de reservas) para incentivar una internalización apropiada de los riesgos cambiarios por parte de los agentes

3. Desarrollar los mercados de capitales (públicos y privados) en moneda doméstica, normalmente muy estrechos. Su desarrollo sostenido fortalecerá la desdolarización. Por cierto, esto incluye moneda nacional indexada.

4.....

5.....

5. Bibliografía I

- Ablin, Eduardo R. (2019). *Una política económica para el siglo XXI en la Argentina: hacia una reforma monetaria y bancaria*, mimeo.
- Aguirre, Horacio y G. González Padilla (2019). *Exchange Rate Pass-Through, Monetary Policy and Real Shocks: An Empirical Evaluation*, Investigaciones Económicas, Banco Central de la República Argentina, Working Paper 85.
- Banco Central de la República Argentina, “Traspaso de tipo de cambio a precios: evidencia internacional”, Apartado 4, *Informe de Política Monetaria*, enero.
- Banco Mundial, banco de datos.
- Borensztein, Eduardo y Virginia Queijo von Heideken (2016). *Exchange Rate Pass-through in South America: An Overview*, IDB Working Paper Series IDB-WP-710
- Ca’Zorzi M., E. Hahn y M. Sánchez (2007). “Exchange rate pass-through in emerging markets”, *European Central Bank Working Paper*, 730.

5. Bibliografía II

- De Pablo, Juan Carlos (2019). ¿Cómo le cae a la Argentina tener un sistema bimonetario?, *La Nación*, 20 de octubre.
- Departamento del Tesoro, Reserva Federal y Servicio Secreto de los EEUU (2006), *The use and counterfeiting of U.S. currency abroad*, <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/rptcongress/counterfeit/default.htm>.
- Fondo Monetario Internacional, Revisiones del Artículo IV de la Argentina, Perú y Uruguay, varios años.
- Fondo Monetario Internacional, Banco de datos.
- Frankel, Jeffrey A., David C. Parsley y Shang-Jin Wei (2005). *Slow passthrough around the world: A new import for developing countries?*, NBER Working Paper 11199, <http://www.nber.org/papers/w11199>.
- García Escribano, Mercedes y Sebastián Sosa (2011). *What is Driving De-dollarization in Latin America?*, IMF Working Paper 11/10.

5. Bibliografía III

- García-Schmidt, Mariana y Javier García-Cicco (2018). *Revisiting the Exchange Rate Pass Through: A General Equilibrium Perspective*, Investigaciones Económicas, Banco Central de la República Argentina, Working Paper 82.
- Llach, Juan J. y Jorge E. Fernández Pol (1985). "Sustitución de las retenciones a las exportaciones por un impuesto a la tierra libre de mejoras y subsidios explícitos al consumo interno de alimentos", *Estudios*, VIII, 34, abril – junio.
- Palleja, Mariano J. (2017). "Conditional Exchange Rate Pass-Through: A DSGE Model Approach", <https://www.cemla.org/PDF/premiobc/art-ganador-premio2018.pdf>.
- Reinhart, Carmen (2019). "Cómo explicar la inercia inflacionaria", *El Financiero*, <https://www.elfinancierocr.com/opinion/como-explicar-la-inercia-inflacionaria/V7MSUTIGGVCFPM6WKG63EHEE5Q/story/>.
- Tunç, C. (2017). "A Survey on Exchange Rate Pass through in Emerging Markets", *Bulletin of Economic Theory and Analysis*, 2(3), 205-233.