

El problema de la dolarización financiera

Mario Damill y Roberto Frenkel

Una de las características que distinguen a las naciones desarrolladas de las que no han alcanzado ese estado es la moneda en la que están pactadas las deudas, pública y privada. En los países de capitalismo avanzado esas deudas están pactadas, en alta proporción, en la moneda nacional, y comparativamente muy pocas en moneda extranjera.

Ese rasgo distintivo se vincula estrechamente con otro: contando con sistemas financieros maduros, en esas economías el grueso de la deuda de particulares y del sector público puede colocarse en los mercados internos de fondos, es decir, es sustancialmente deuda interna, contraída con otros residentes, y no externa. Esos mercados operan, además, en la moneda local.

Ese es un rasgo general, y si bien en los últimos años la deuda externa de los Estados Unidos ha venido aumentando considerablemente, esto no llega a establecer una excepción, ya que se trata de papeles de deuda denominados en la moneda de ese país: actualmente menos de 8% de las obligaciones financieras que los residentes en EE.UU. (incluyendo al gobierno de ese país) mantienen con el resto del mundo está pactado en divisas diferentes del dólar.

Algunas naciones entre las consideradas mercados emergentes han reducido en los últimos años la participación de la deuda en moneda internacional en sus deudas públicas, e incrementado la fracción denominada en su propia moneda, como es el caso de la Argentina, pero este movimiento es todavía, en general, apenas incipiente, y no redime de lo que algunos autores han denominado el "pecado original" de economías como la nuestra: la dificultad que enfrentan los agentes residentes, cuando presentan un déficit, para financiarse, precisamente, en su propia moneda.

¿Por qué esa dificultad constituiría un "pecado"? En particular porque condena a estas economías a que las variaciones que pueda tener el tipo de cambio tengan efectos financieros que no tendrían en ausencia de dolarización financiera, y en el pasado esos efectos han sido predominantemente negativos.



¿Cuáles son esos efectos financieros? Consideremos por ejemplo el caso del sector público. Normalmente obtiene la mayor parte de sus recursos a través de impuestos sobre ingresos de residentes, y se trata de ingresos en moneda local. Si su deuda está pactada en dólares, el valor de esos compromisos aumentará (medido en pesos) con una devaluación, pero los ingresos no lo harán de un modo comparable. Es decir que el impacto financiero de la devaluación sobre las cuentas públicas (más precisamente, sobre el patrimonio neto del sector estatal) será desfavorable. Algo semejante sucederá con los deudores privados cuyos compromisos están en dólares, mientras generan ingresos en pesos.

En definitiva, en una economía con muchas deudas denominadas en moneda extranjera, una depreciación cambiaria puede generar una situación difícil para un gran número de deudores. La magnitud del impacto dependerá, entre otras cosas, del tamaño de la devaluación y del grado de endeudamiento en cada caso individual.

Si toda la deuda estuviese denominada en moneda local, en cambio, ese impacto de la devaluación sobre los patrimonios estará ausente y, por consiguiente, los efectos traumáticos que la suba del tipo de cambio puede tener estarían considerablemente atenuados.

Hasta aquí no hemos hablado, en realidad, de las transacciones *internas* en las que intermedia el sistema bancario local. Los residentes de un país podrían tener una fracción importante de su deuda pactada en moneda extranjera, tomada directamente en el exterior, mientras que el sistema bancario interno opera sustancialmente en moneda local, es decir, capta depósitos y otorga créditos, en pesos, por ejemplo.

Pero la dolarización puede extenderse también al sistema bancario interno, como en la Argentina de los años noventa. En un caso, los bancos locales podrían, por ejemplo, endeudarse en dólares en el exterior y prestar internamente, otorgando préstamos en pesos. Si fuese así, los bancos estarían asumiendo, en principio, el riesgo cambiario. Es decir, toman un riesgo de pérdida de capital que se materializaría si sobreviniera una devaluación. En esta eventualidad, el valor en pesos de las deudas de los bancos se incrementaría, mientras que los créditos otorgados internamente a partir de esos recursos no variarían. Los bancos tendrían entonces pérdidas patrimoniales que podrían desencadenar una crisis financiera. Este caso se asemeja a la experiencia chilena de fines de los setenta y comienzos de los ochenta, que motivó una masiva operación de rescate del sistema bancario



por parte del banco central de ese país.

Una segunda alternativa es que los bancos tomen deuda en el exterior en dólares pero financien con esos recursos créditos locales otorgados también en esa moneda. En ese caso no tomarían riesgo cambiario de manera directa, porque cada dólar de deuda de los bancos con el exterior tendría contrapartida en un activo bancario contra algún tomador de crédito, pero de todos modos podrían sufrir un impacto desfavorable si, ante una devaluación, sus deudores se viesen afectados negativamente (porque, por ejemplo, generan ingresos predominantemente en pesos, los que se comprimirán medidos en la misma moneda que sus compromisos financieros).

Una alternativa aún más compleja es la que se presentaba en la Argentina de los años noventa, cuando la normativa vigente había dado lugar a una fuerte dolarización tanto de los créditos bancarios locales cuanto de los depósitos de los particulares. Es decir que la intermediación bancaria entre los agentes residentes estaba dolarizada en alto grado. A continuación abordamos en mayor detalle este caso.

En un sistema bancario parcialmente dolarizado, como era el caso de la Argentina de la década pasada, una parte de los depósitos y créditos está denominada en moneda internacional, en lugar de moneda local. Ahora bien, una unidad de moneda internacional (digamos un dólar) depositada en un banco sirve de base para la generación de un monto mucho mayor de depósitos y créditos denominados en dólares. Esto es así porque el banco que recibe el depósito mantiene en caja cierta proporción de aquél con el propósito de disponer de liquidez inmediata (el llamado encaje bancario), pero presta el resto. En el balance de la entidad, el pasivo es el depósito (deuda en dólares del banco con los depositantes) mientras que el activo es la suma del encaje (liquidez en dólares que el banco posee) más el crédito otorgado (fondos prestados por el banco a los prestatarios).

Lo que vale para una entidad bancaria vale también para el agregado del sistema bancario: los depósitos denominados en moneda extranjera en el sistema bancario local (deuda en dólares de los bancos con el público) son iguales a la suma de las disponibilidades líquidas en dólares de los bancos (las reservas en moneda internacional que poseen) más los créditos otorgados denominados en esa moneda (obligaciones en moneda internacional del sector no financiero, esto es, gobierno, firmas y consumidores, con los bancos). En consecuencia, el total de depósitos en dólares es mucho mayor que el monto de dólares que el sistema conserva en la



forma de caja (al que podría denominarse la “base monetaria” del segmento dolarizado del sistema).

Consideremos ahora qué sucede si el público retira depósitos, denominados en dólares, de los bancos. En principio, éstos deben obtener los dólares líquidos para realizar los pagos. Una fracción provendría de sus disponibilidades de caja; el resto deben obtenerlo de tres fuentes posibles: nuevos créditos del exterior, compras de moneda internacional en el mercado cambiario o recupero de parte de los créditos en dólares otorgados previamente.

A su vez, si los deudores bancarios en dólares, que deben cancelar deudas a causa de la necesidad de los bancos, tuviesen ingresos en moneda local, deberían obtener los dólares líquidos de una de dos fuentes posibles: nuevos créditos del exterior o compras de moneda extranjera en el mercado cambiario.

Supóngase que el acceso a nuevos créditos del exterior está bloqueado (en un contexto de fuerte incertidumbre, por ejemplo). Entonces el retiro de cierto monto de depósitos dolarizados implicaría una demanda de moneda internacional en el mercado cambiario igual a esos retiros, menos la fracción que se mantenía en caja de los bancos.

Cabe preguntarse si, en una corrida cambiaria, cuando el público procura cambiar sus pesos por dólares ante el temor de una devaluación, los tenedores de depósitos dolarizados en los bancos procurarán retirarlos o no. En principio, estando esos depósitos denominados en dólares, estarían protegidos del riesgo de devaluación. Pero es también relevante tomar en cuenta si el público confía en que los bancos podrán honrar esos contratos en cualquier circunstancia. Si la perspectiva de crisis cambiaria y sus mencionados efectos financieros generan incertidumbre sobre esa capacidad de pago, habrá incentivos para el retiro de los depósitos dolarizados, y no sólo de aquellos denominados en pesos, de modo que la corrida también los involucrará. La incertidumbre deviene del hecho de que los deudores de los bancos pueden estar en problemas ante una devaluación, de manera que las instituciones bancarias encontrarían seguramente dificultades para recuperar los fondos dados en préstamo y, con ello, tendrán también problemas, eventualmente, para reintegrar normalmente los depósitos a sus tenedores. La voluntad del público de transformar sus depósitos dolarizados en moneda internacional tendría, en el desarrollo de una crisis cambiaria y financiera, los mismos efectos que el retiro de los depósitos bancarios en moneda local.



Ya se ha señalado que si los bancos tienen en sus balances depósitos del público en dólares (u obligaciones en moneda internacional, para plantearlo con mayor generalidad) iguales a sus activos en la misma moneda (créditos otorgados más caja), las entidades no incurren aparentemente en riesgo cambiario. Cualquier variación del tipo de cambio afectaría del mismo modo los dos lados de la hoja de balance, dejando el patrimonio de los bancos intacto. Pero esta es una apreciación superficial, pues no toma en cuenta los cambios en la calidad de los activos bancarios en moneda internacional que podrían derivar de una modificación de la paridad cambiaria. Si los activos son créditos al exterior o créditos a agentes locales que obtienen ingresos en moneda internacional (por ejemplo, firmas exportadoras) la calidad de los mismos es, en principio, independiente de la paridad cambiaria. En cambio, si los activos fuesen predominantemente créditos a agentes con ingresos en moneda local, una devaluación tendría un impacto patrimonial negativo sobre los deudores (que enfrentarían situaciones de iliquidez o insolvencia) y la calidad de la cartera bancaria se vería afectada. En esta situación, aunque los balances bancarios no mostrasen individualmente riesgo cambiario, el sistema bancario confrontaría de todos modos lo que se conoce como riesgo cambiario sistémico. La percepción de este riesgo por parte del público es uno de los factores que explica el retiro de los depósitos bancarios dolarizados en una crisis cambiaria.

La Ley de Convertibilidad permitió expresamente celebrar contratos monetarios denominados en moneda internacional. La medida estuvo originariamente dirigida a alentar la repatriación de capital argentino, permitiendo que se hicieran depósitos en dólares en los bancos locales. A pesar de la alta credibilidad que gozó por largo tiempo el compromiso del tipo de cambio fijo (medida, por ejemplo, por la diferencia entre las tasas de interés en pesos y dólares), los ahorristas del sector privado demostraron preferencia por los depósitos en dólares, mientras los bancos ofrecían créditos denominados en esa moneda suponiendo (erróneamente) que con esto protegían sus balances del riesgo cambiario. Además, con el mismo propósito de evitar el riesgo cambiario en los balances de los bancos, la regulación del Banco Central no permitía el “descalce de monedas” entre activos y pasivos. En consecuencia, desde los primeros momentos del régimen de convertibilidad, se presentó una tendencia creciente en la proporción de activos y pasivos denominados en dólares en el sistema bancario local, que superó el 60% a finales de la década de los noventa.

En economías en las cuales el sistema financiero no está dolarizado – por ejemplo, la de Brasil en la crisis cambiaria de 1999 – el riesgo cambiario patrimonial es incurrido exclusivamente por quienes tienen acceso al crédito externo: normalmente el gobierno que ha financiado su déficit en el exterior y firmas



grandes. En tal caso, la devaluación tiene un impacto patrimonial negativo sobre estos agentes, cuya magnitud se correlaciona con la relación deuda externa/PIB, y puede tener impacto recesivo y efectos perturbadores sobre el sistema financiero en la medida en que las empresas endeudadas con el exterior sean también deudoras de los bancos locales. En cambio, en un sistema bancario dolarizado, el riesgo cambiario patrimonial se extiende a numerosos agentes – gobiernos central, provincial y municipal y firmas y consumidores con ingresos en moneda local – que adeudan créditos denominados en dólares. En este caso, la devaluación tiene un impacto patrimonial mucho mayor y extendido que en el caso precedente. Puede llevar a situaciones generalizadas de incumplimiento de los contratos de crédito y al consiguiente colapso de los bancos, por su incapacidad para hacer frente al pago de los depósitos bancarios.