

**UNIVERSIDAD DEL CEMA
Buenos Aires
Argentina**

Serie
DOCUMENTOS DE TRABAJO

Área: Economía

**EL COSTO DE OPORTUNIDAD
DEL SEÑOREAJE EN ARGENTINA**

Jorge C. Ávila

**Febrero 2022
Nro. 825**

**www.cema.edu.ar/publicaciones/doc_trabajo.html
UCEMA: Av. Córdoba 374, C1054AAP Buenos Aires, Argentina
ISSN 1668-4575 (impreso), ISSN 1668-4583 (en línea)
Editor: Jorge M. Streb; asistente editorial: Valeria Dowding jae@cema.edu.ar**

El Costo de Oportunidad del Señoreaje en Argentina

Febrero de 2022

Jorge C. Ávila
Universidad del CEMA

En los últimos veinte años, cada vez que se propone la dolarización oficial de la economía argentina la invariable respuesta enfatiza la pérdida del señoreaje, y la propuesta se descarta. Pero todo bien supone un costo. ¿Cuál es el costo de oportunidad del señoreaje? Aquí estimamos tanto el costo que implica conservar el señoreaje como su beneficio. Nuestra conclusión es que el costo superaría ampliamente al beneficio.

In the last twenty years, every time someone puts forward the official dollarization of the Argentine economy, the usual answer emphasizes the loss of seigniorage, and the proposal is discarded. Yet every good has a cost. Which is the opportunity cost of seigniorage? We estimate here both the cost involved in keeping the seigniorage and its benefit. We conclude that the cost would be much higher than the benefit.

JEL: E49

Las opiniones y los posibles errores de esta nota son de mi exclusiva responsabilidad.

Con la dolarización se pierde el señoreaje. Esta frase repiten los economistas que se oponen a la dolarización oficial de la economía argentina. Pero, si el señoreaje fuera un beneficio, cuál sería entonces su costo. ¿Cuál es el costo de oportunidad de conservar el señoreaje?

Para conservarlo, Argentina tendría que seguir usando una mala moneda como el peso. El costo de oportunidad del peso son los beneficios que se sacrifican por no dolarizar. Si el país adoptase una moneda de primera clase no tendría más inflación, controles de cambio ni corridas cambiarias, más capitales golondrina ni bicicletas financieras, más paritarias ni huelgas, más tarifazos ni cortes de luz, más congelamientos de precios ni amenazas de expropiación por incumplimiento, más bloqueos de exportaciones y de importaciones. En mayor o menor medida, estos traumas se deben al uso de una moneda de mala calidad. Tenemos entonces buenas razones para pronosticar que una dolarización oficial sostenibleⁱ permitiría una significativa reducción de la prima de riesgo argentino, y el consecuente proceso de acumulación de capital y crecimiento económico.

El propósito de esta nota es cuantificar dos variables: el ingreso por señoreaje que genera la moneda nacional y el costo de oportunidad del mantenimiento de la moneda nacional, y compararlas. Haremos la comparación para un período de 20 años.

En sentido estricto, el señoreaje es igual a la emisión monetaria que abastece exactamente el crecimiento de la demanda de base monetaria, o la emisión monetaria consistente con la estabilidad del nivel de precios. Hay otra definición que se usa mucho en los últimos años: el flujo de intereses de los depósitos y letras en moneda extranjera de corto plazo en los que el gobierno invierte las reservas internacionales que respaldan la base monetaria. Para

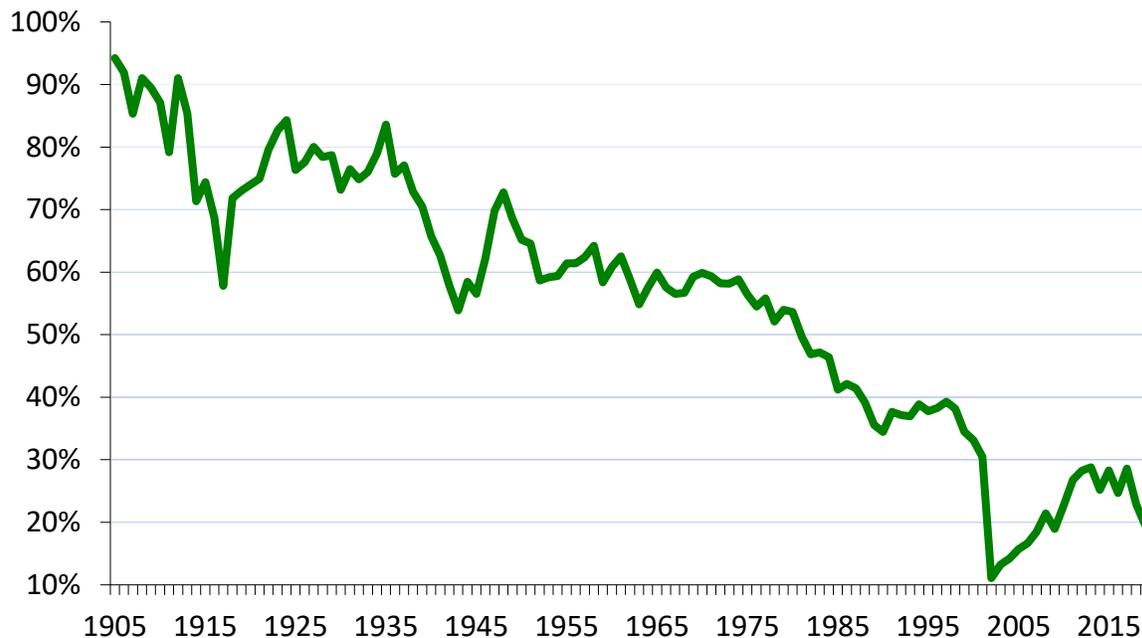
los países de Europa Central, Schobert (2003) discute ambas definiciones y compara el costo de la pérdida del señoreaje con el beneficio por reducción de tasas de interés de largo plazo. Por simplicidad, usaremos aquí la primera definición del señoreaje.

Definimos el costo de oportunidad del señoreaje como la diferencia entre el PBI que cabe esperar de la reducción del riesgo argentino inducida por la dolarización oficial sostenible, y el PBI que cabe esperar del mantenimiento del sistema monetario fundado en el peso. Entre otros, Guidotti y Powell (2001) señalan que el principal beneficio de la dolarización sería la rebaja del riesgo país y “el ambiente económico más estable” que así resultaría. Aquí damos un paso más en la definición de este beneficio.

Supuestos

1. El PBI argentino del año cero es igual al PBI promedio del período 2013-2017. El PBI per cápita argentino de ese período representó 27% del PBI per cápita promedio del Grupo Anglosajón (Estados Unidos, Gran Bretaña, Canadá y Australia).
2. El PBI per cápita del Grupo Anglosajón para el período 2013-2017 fue u\$s 51.100 p.a. (IMF 2019). Suponemos que crece a una tasa constante de 1,5% p.a. durante el período de comparación. En el período 1981-2000 la tasa fue apenas superior a 2% p.a. y en el período 2001-2019, apenas superior a 1%.
3. El PBI per cápita argentino converge en 40% del PBI per cápita anglosajón en dicho plazo. El Gráfico N°1 muestra la evolución del ingreso per cápita relativo de Argentina entre los años 1905 y 2019.ⁱⁱ Advierta los escalones que describió la trayectoria de esta variable en el último medio siglo.

Gráfico N°1: PBI per cápita argentino/PBI per cápita del Grupo Anglosajón



En el período 2013-2017 promedió 27%, a mediados de la década de 1990 se acercó a 40% y a principios de la de 1970 rondaba 60%. Atento a la cantidad y la gravedad de los traumas económicos que una dolarización oficial sostenible permitiría eliminar, la convergencia en 40% del PBI per cápita anglosajón parece una hipótesis de trabajo conservadora.

4. La población argentina crece a una tasa de 1% p.a. en el plazo de comparación. La tasa declinó más o menos linealmente desde 1,6% p.a. en 1973 hasta estabilizarse en aquel nivel en años recientes.ⁱⁱⁱ

5. De manera que el PBI argentino crece a una tasa anual acumulativa de 4,6% en el plazo de comparación, por el efecto combinado del crecimiento poblacional y la convergencia.

6. La tasa de descuento que se aplica tanto al flujo de señoreaje como al incremento del PBI es 5% p.a. Si la comparamos con la tasa de descuento para la economía argentina desde 1981, es baja. Pero parece razonable para una economía con dolarización oficial sostenible.

7. La demanda de base monetaria se mantiene constante en 8,5% del PBI y la de circulante en poder del público, en 5,8%, según los niveles observados en el período 2013-2017.

Conclusiones

Si el PBI argentino creciera al ritmo previsto, el señoreaje promedio sería u\$s 2.100 millones p.a. en valor presente,^{iv} según el crecimiento de la demanda de base monetaria. Si bien este cálculo es apropiado para los primeros años de la dolarización oficial, es una sobrestimación en el más largo plazo. En virtud de la internacionalización de la banca comercial, el encaje sobre los depósitos disminuiría significativamente y la demanda de dinero se acercaría a la demanda de circulante en poder del público más una modesta reserva de liquidez, tal como ilustra la experiencia panameña (Moreno Villalaz 2001). En este caso, el señoreaje promedio sería u\$s 1.400 millones p.a. en valor presente.

Pero la dolarización oficial tiene un costo adicional: el stock monetario inicial, que hemos supuesto igual a 8,5% del PBI o u\$s 50.600 millones. Luego, el costo total, que es la suma del stock inicial y el valor presente del flujo de señoreaje, ascendería a u\$s 92.600 millones.

Cabe un párrafo aclaratorio sobre el stock monetario inicial. Este concepto puede prestarse a confusión. Si la dolarización oficial se implementara como una continuación, sin crisis de por medio, de una convertibilidad monetaria, no habría motivo para incluir el stock inicial como un costo adicional. Pero la Convertibilidad fue abandonada hace más de 20 años y el

gobierno perdió la mayor parte de las reservas internacionales que respaldaban la base monetaria. De forma que tendría que recuperarlas. ¿En su totalidad o en parte? Creemos que en el momento del lanzamiento de la dolarización oficial tendría que recuperar sólo una parte. Como quizá la decisión de dolarizar no sea tomada por el método del debate y el consenso sino apurada por una crisis y la consiguiente huida del dinero nacional, la base monetaria sería inferior al referido 8,5% del PBI; quizá, la mitad. El gobierno obtendría esta mitad por medio de la suma del revalúo contable de las reservas internacionales existentes y el impuesto excepcional sobre las tenencias de dinero que genera toda devaluación de la moneda nacional. La otra mitad se obtendría con el paso del tiempo gracias a superávits de balanza de pagos, hasta que la demanda de dinero alcance el citado stock inicial: 8,5% del PBI del período 2013-2017.

A cambio de este costo, el PBI argentino crecería al ritmo señalado en el punto cinco. Esto significa que el valor presente del PBI sería u\$s 100.000 millones más grande cada año; en otras palabras, 1/6 más grande que el PBI promedio del período 2013-2017. Los beneficios de la dolarización oficial, o el costo de oportunidad del señoreaje, sumarían así dos billones de dólares en valor presente en el período de comparación.

El costo de oportunidad del señoreaje es realmente superior al ingreso por señoreaje. Esta conclusión resiste prácticamente cualquier retoque de los supuestos sobre los que se basa.

Referencias bibliográficas

Ávila J. (2015): Macroeconomía del Riesgo Argentino. Grupo Unión.

Ávila J. (2021): Economía Bimonetaria y Dolarización Sostenible. Revista de Instituciones, Ideas y Mercado, N°72 Economía y Política, octubre. <https://riim.eseade.edu.ar/wp-content/uploads/2021/09/RIIM-72-1.-Jorge-Avila-Economia-Bimonetaria-y-Dolarizacion-Sostenible.pdf>

Guidotti, P. y A. Powell (2001): The Dollarization Debate in Argentina and Latin America. Working paper, UTD. <https://www.utdt.edu/download.php?fname=12688305661775900.pdf>

IMF (2021): World Economic Outlook, April.

Moreno-Villalaz, J. (2001): El Costo Operacional del Dólar como Moneda: El Caso de Panamá. Nueva Sociedad N°172, marzo-abril. https://static.nuso.org/media/articles/downloads/2954_1.pdf

Schobert, F. (2003): Euroisation. Assessing the Loss of Seigniorage and the Impact on the Interest Premium in Central European Countries. Presses de Sc. Po. – Revue économique, vol. 54. <https://www.cairn.info/revue-economique-2003-5-page-913.htm>

ⁱ Por dolarización oficial sostenible entendemos una dolarización apoyada en un sistema bancario comercial bajo ley extranjera y acuerdos de libre comercio con superpotencias (Ávila 2021).

ⁱⁱ El Gráfico N°1 se basa en los siguientes datos: para el período 1905-1991, Ávila (2015), capítulo II, y para el período 1992-2019, IMF (2021).

ⁱⁱⁱ La población argentina promedió 43,1 millones en el período 2013-2017, según el Banco Mundial.

^{iv} Dólares corrientes del período 2013-2017.