

## Informe CIEFCE N° 55: Política económica.

### La propuesta de dolarización en Argentina: significado y consecuencias previsibles. Un análisis en el espejo del caso ecuatoriano

Leandro Rodríguez<sup>1</sup>

En el presente informe sintetizamos el significado, posibles modos de ejecución y consecuencias de la estrategia de dolarización para la Argentina. Pretendemos mostrar, lo más claramente posible, las ventajas y desventajas de esta propuesta de política económica, así como ofrecer una conclusión general. Al efecto, examinamos el caso argentino en el espejo ecuatoriano, el cual ha sido un país referente en materia de dolarización.

Como veremos, en nuestra línea argumental, la dolarización no es una política viable en las condiciones actuales de la Argentina, tampoco es conveniente en el largo plazo y mucho menos necesaria para resolver los problemas que aquejan a nuestro país. Además, la dolarización asociada a un proceso de endeudamiento externo sería en extremo perjudicial para el crecimiento económico y el bienestar social.

Ofrecemos entonces una mirada crítica de la propuesta de dolarización, recogiendo y complementando argumentaciones que no son nuevas. De hecho, han sido expresadas, en parte, en la línea editorial del programa *Economía de Bolsillo* de esta casa, entre otros espacios académicos y mediáticos.

#### ¿Qué es la dolarización?

En su sentido más estricto, la dolarización plena significa sencillamente adoptar la unidad monetaria estadounidense (el dólar) como moneda de curso legal. Esto es, renunciar a la moneda propia. En Argentina ello implicaría utilizar al dólar como medio de cambio (cobros y pagos), unidad de cuenta (fijación de precios) y reserva de valor (en forma de depósitos bancarios, efectivo y otros activos). Así ocurre en Ecuador<sup>2</sup>. Allí el dólar estadounidense es dinero de curso legal. Por razones idiosincráticas, el Banco Central de Ecuador puede acuñar monedas de baja denominación (monedas de 5c, 10c, 25c y 50c), que se utilizan en paralelo con sus equivalentes estadounidenses, pero deben estar totalmente respaldadas por reservas en dólares en esa institución.

En general, suele mencionarse que la dolarización requiere una interacción con cierta serie de reformas institucionales en el plano de los mercados financieros, las reglas fiscales y comerciales, que permita orientar consistentemente las expectativas hacia una política creíble y sostenible. Aquí sin embargo nos centraremos en los aspectos monetarios, que constituyen el verdadero diferencial de esta estrategia de estabilización.

<sup>1</sup> Docente de Política Económica Argentina e investigador UNER.

<sup>2</sup> El caso de Ecuador es relevante porque son muy pocos los países independientes que han adoptado la dolarización. Si excluimos los pequeños espacios insulares, sólo Zimbabue, El Salvador, Ecuador, Timor-Leste y Panamá fueron por ese camino.

### ¿Cómo se lleva a cabo la dolarización?

Para lograr la dolarización total el gobierno debería cambiar el signo monetario: en Argentina, reemplazar el peso por el dólar. Cuando se completa la dolarización, todo el dinero que tienen los argentinos en pesos (llamada “oferta monetaria”), ya sea en forma de billetes y monedas o depósitos bancarios (cuenta corriente, caja de ahorro y plazos fijos) pasará a estar en dólares billetes o *denominado* -expresado- en dólares (convertido de pesos a dólares al tipo de cambio o tipos de cambio que se establezca/n para dolarizar). En Argentina, la referida oferta monetaria suma unos 41 billones de pesos (fines de octubre/23), de los cuales los billetes y monedas representan un 12%, el resto son depósitos (BCRA, datos en línea). Así como la oferta monetaria, todos los contratos y pagos (compra-venta, salarios, alquileres, etc., pasarán a estar *denominados* en dólares), al tipo de cambio que se establezca. En Ecuador, por ejemplo, se definió un tipo de cambio de 25.000 sucres por dólar (el sucre era la moneda de curso legal ecuatoriana), al cual se dolarizaron los billetes y demás activos y pasivos. La definición del tipo de cambio de conversión es uno de los asuntos más delicados del proceso de dolarización.

Por tanto, una vez definido el tipo de cambio, se deben reemplazar los billetes en circulación y convertir los activos y pasivos a ese valor. Supongamos que el gobierno establece el tipo de cambio en \$850 por cada dólar (es decir, dolariza al valor más o menos aproximado del llamado “dólar contado con liquidación - CCL”). Entonces una persona que tenga \$1.000.000 en billetes deberá cambiarlos, en ciertos plazos definidos, en un banco comercial por U\$S 1.170 ( $\$1.000.000/\$850$ ). Si esa persona tiene un depósito bancario en cuenta corriente por un millón de pesos, el mismo se convertirá a un depósito en dólares por U\$S 1.170. Lo propio sucedería con las deudas, préstamos, sueldos, jubilaciones y demás rubros expresados en moneda, que se ajustarán al tipo de cambio elegido para dolarizar (digamos, si una persona cobra \$500.000 por mes, pasará a percibir 588 dólares)<sup>3</sup>.

Ahora bien, dolarizar no significa que el gobierno deba obtener los dólares constantes y sonantes para reemplazar completamente la referida oferta monetaria en pesos (billetes y monedas más depósitos bancarios). En particular, los depósitos bancarios no requieren un respaldo total en dólares. Ello así porque los depósitos bancarios son registros contables (“cuentas”) que las personas tienen en los bancos comerciales, que les permiten hacer pagos mediante transferencias sin movilizar dinero físico (como es el caso del uso de la tarjeta de débito). En la medida que los ahorristas (depositantes) confíen en la posibilidad de utilizar ese dinero bancario para cancelar obligaciones locales e internacionales o de retirarlo en efectivo cuando lo deseen, la cantidad de billetes y monedas que realmente extraerán del sistema bancario será muy baja y estable. Por ejemplo, en Ecuador los bancos disponen de activos líquidos por menos del

---

<sup>3</sup> Cabe mencionar que, por razones de espacio, no trabajaremos en este informe el ajuste que implicaría el proceso de dolarización según el tipo de cambio que se elija para tal proceso.

30% de los depósitos en cuenta corriente, y las reservas internacionales netas del país son negativas (IMF, 2023 – lo cual no deja de ser riesgoso, como advierte el citado organismo) (IMF, 2023, pág. 37).

Entonces, lo que realmente se necesita para dolarizar, al menos con cierto criterio de prudencia, es reemplazar o respaldar con dólares los pasivos (deudas) de corto plazo del Banco Central (la emisión real y potencial podríamos decir). Como mencionamos, para cambiar los pasivos en pesos por dólares, el gobierno deberá fijar un precio en dólares de esos pesos (un valor del tipo de cambio: cuántos pesos comprar con un dólar –podría teóricamente utilizarse tipos de cambio diferenciales según los rubros–).

En el caso de Ecuador, antes de marzo de 2000 -cuando se aprobó la ley de adopción del dólar como moneda-, la economía ya contaba con un alto grado de dolarización. A principios de 2000, la mayoría de los depósitos y préstamos internos estaban en dólares (Banco Mundial, 2002, pág. 47/48). Después de la crisis bancaria, *default* de la deuda externa y congelamiento de depósitos, el gobierno ecuatoriano sancionó la “Ley de Transformación Económica Fundamental” (marzo de 2000). Esa norma estableció que: 1. El Banco Central de Ecuador (BCE) debía utilizar parte de sus tenencias de divisas para recomprar las existencias de *sucres* en circulación al tipo de cambio definido (25.000 sucres por dólar); 2. El dólar se estableció como unidad monetaria oficial; 3. Los registros contables, los contratos públicos, las liquidaciones fiscales y las cuentas públicas se convertirían a dólares al tipo de cambio (dólar-sucro) fijado.

En su momento, por lo dicho anteriormente, uno de los temores de las autoridades ecuatorianas era la respuesta del público frente a la liberación de los depósitos a plazo (que estaban congelados). Si un gran número de ahorristas se habrían dispuesto a retirar su dinero del sistema bancario, entonces la estrategia de dolarización podría haber fracasado. Sin embargo, Ecuador enfrentó con éxito esta cuestión clave. Una combinación de alta dolarización previa, limitación inicial al retiro de depósitos (U\$S 4.000), nivel efectivo de reservas suficiente, anuncio previo de un apoyo financiero de instituciones externas (FMI, Banco Mundial, IDB y CAF), una mejora en el precio del petróleo (principal exportación de Ecuador) y una acción bancaria decidida en el trato con los clientes, construyeron confianza y permitieron mantener el nivel de depósitos, que incluso aumentó levemente.

### **En el caso de Argentina, ¿cuántos dólares se necesitan para una dolarización total?**

Nuestro país no cuenta con un sistema de depósitos y préstamos altamente dolarizado (excluyendo la formación de activos externos). Sólo el 14% de los depósitos locales se mantienen en dólares. No obstante, la particularidad de la Argentina actual es que buena parte de los depósitos de las personas en los bancos comerciales están respaldados por títulos de política monetaria (pasivos) emitidos por el Banco Central. Vale decir, el Banco Central debe dinero a los bancos comerciales, y éstos le deben a sus ahorristas (depositantes). Por tanto, un criterio prudente para la dolarización, considerando la inestabilidad Argentina, es que el Banco Central compre con dólares los pesos de la base monetaria (billetes y monedas más reservas bancarias netas) y los

pasivos de corto plazo en pesos (Leliq, Pases Netos, Notaliq y otros) –es el criterio sostenido, en principio, por la fuerza política que propone la dolarización–.

Una vez definidos los instrumentos a dolarizar (en este caso los mencionados pasivos del Banco Central), la cantidad de dólares necesarios depende del tipo de cambio adoptado para convertir pesos a dólares. Dado que la suma de los pasivos computables del BCRA asciende a unos 28 billones de pesos (fines de octubre/2023), si se mantuviera el dólar oficial mayorista (Comunicación A 3500 - \$350/U\$S1) se necesitarían **ochenta y un mil millones de dólares (U\$S 81.252 millones)**. En caso de adoptarse el tipo de cambio Contado con Liquidación (CCL) (\$850/U\$S1), la cantidad necesaria de dólares bajaría a poco más de **treinta y tres mil millones (U\$S 33.068 millones)**. Para tener un orden de magnitud, la deuda externa total de la Argentina, que representa un 40% del PBI, asciende a 276 mil millones de dólares.

### **Los recursos para sostener la estrategia de dolarización**

En el marco descripto, la pregunta obligada es: ¿Dispone Argentina de los recursos suficientes para dolarizar su sistema monetario sin nuevo endeudamiento? La respuesta es no. El Banco Central tiene un nivel de reservas internacionales brutas por unos **24,5 mil millones de dólares** (fines de octubre/2023) –sin deducir el último pago al FMI–. Pero esa entidad detenta también pasivos en moneda extranjera (básicamente depósitos en dólares de los bancos comerciales, obligaciones con organismos internacionales y swaps). Al restar esos rubros de las reservas externas, la realidad indica que el Banco Central carece de recursos netos para encarar la dolarización. Además, según los datos de INDEC, excluyendo al BCRA, nuestro país debe enfrentar vencimientos de deuda externa en el corto plazo -próximos 9 meses contados a partir de octubre- por una suma superior a los **25 mil millones de dólares** (si a este valor agregamos los pagos que debe hacer el BCRA, suman **46 mil millones de dólares** en dicho lapso).

En consecuencia, al menos en el corto plazo, Argentina carece de los recursos mínimos para encarar una estrategia de dolarización.

### **Dolarización y endeudamiento**

Si el gobierno nacional no tiene los recursos suficientes para dolarizar la economía, entonces adoptar esta política implica endeudarse externamente. Esto es problemático al menos por dos motivos:

-- Primero, nuestro país enfrenta limitaciones en el acceso al crédito internacional debido a la crisis de deuda 2018/19 y al proceso de reestructuración posterior. Por tanto, su prima de riesgo es muy elevada. Para emitir nueva deuda, en caso de conseguir prestamistas, sería necesario abonar tasas de interés muy altas. Ello posiblemente se agravaría dada la magnitud de la emisión de deuda que se necesita para dolarizar. Tal circunstancia haría en extremo oneroso el proceso de dolarización.

-- Segundo, tomar deuda externa para cambiar el signo monetario no constituye una estrategia productiva. Ello no amplía la producción ni las exportaciones, más allá de las

expectativas de una mejor “asignación de recursos” en el mediano y largo plazo en caso de lograr estabilidad. Se trataría entonces de un nuevo proceso de endeudamiento improductivo, con las consecuencias conocidas en Argentina (como la crisis de deuda de la dictadura cívico-militar 1981/82 o de la convertibilidad 2001/02).

Por lo tanto, la dolarización implicaría un proceso de endeudamiento externo en extremo oneroso, y ello restaría recursos para enfrentar la ya difícil situación del balance de pagos con el exterior en los próximos años. El FMI en su informe de agosto de 2023 estima que Argentina necesitará ingresos de capitales en el período 2024-28 por más de 115 mil millones de dólares a fin de cerrar la brecha externa y acumular algo de reservas, aun considerando una tasa de crecimiento relativamente baja del PBI y un aumento importante de las exportaciones. Esto implica que dolarizar vía deuda podría llevarse a cabo sólo a costa de limitar aún más el crecimiento y el bienestar, en particular exigiría bajar los niveles de consumo (para reducir las importaciones y aumentar los saldos exportables). Tal situación difícilmente sea sostenible desde el punto de vista social y político.

### **Ventajas y desventajas de la dolarización**

Amén de la inviabilidad de dolarizar en el escenario actual de la Argentina, cabe preguntarse cuáles serían las ventajas y desventajas de la dolarización.

La principal ventaja de la dolarización estriba en la estabilidad de precios y la eliminación del riesgo cambiario (ya no es posible devaluar). Al adoptar una moneda foránea sólida, emitida externamente, la provisión de liquidez (dinero) no depende del banco central del país dolarizador sino del comercio y las finanzas internacionales. Por tanto, la moneda no tenderá a depreciarse y perder valor sistemáticamente por razones endógenas. De hecho, Ecuador logró bajar la inflación de tasas de dos dígitos en los 90', alcanzando 96% anual en 2000, a porcentajes muy bajos desde 2003 (3% promedio anual 2003-2022).

Además, al menos para los economistas ortodoxos, la estabilidad asociada a la dolarización permite un mejor funcionamiento de la economía de mercado, una adecuada fijación de los precios relativos y una mayor capacidad de optimizar las decisiones de consumo, ahorro e inversión. Ello conduciría a favorecer la eficiencia y el crecimiento. Este punto se ve reforzado por la integración monetaria que la dolarización vehiculiza, reduciendo los costos de transacción.

En cuanto a las desventajas, la dolarización presenta el inconveniente de que el país que dolariza debe renunciar a su política monetaria y cambiaria. Se trata de dos instrumentos macroeconómicos claves para regular el ciclo económico, enfrentar golpes externos (*shocks*), proteger la producción local y evitar sufrimiento innecesario en la población. Una adecuada política monetaria y cambiaria puede amortiguar los *shocks* globales y mantener la economía en su nivel potencial. Este punto es decisivo por una razón simple pero fundamental: la experiencia indica de modo contundente que es factible bajar la inflación y lograr estabilidad sin renunciar a la política monetaria y cambiaria. Así lo hicieron, por ejemplo, Brasil, Chile, México, Colombia, Perú, Uruguay...

para citar algunos casos. Es decir, la estabilización no requiere dolarización. Esta pérdida de la política monetaria y cambiaria se ve agravada por las dificultades de salir del esquema de dolarización.

Un aspecto adverso relevante de la dolarización estriba en que sujeta al país a los efectos de decisiones de política monetaria adoptadas en otro estado soberano. En el caso de la dolarización, si USA cambia su política monetaria para defender intereses que le son propios, la Argentina podría sufrir las consecuencias inútilmente. No tendría forma de protegerse. Supongamos que USA resuelve aumentar la tasa de interés para limitar el crecimiento y evitar presiones inflacionarias en su economía, mientras la Argentina necesita una política contraria dado que atraviesa un proceso recesivo. La decisión de USA sería muy negativa para la Argentina, que se encontrará con una tasa de interés mayor, en medio de una recesión, sin instrumentos para compensar ese impacto.

Por último, los riesgos sistémicos (quiebra de los bancos) no desaparecen con la dolarización. De hecho, como el Banco Central del país dolarizador ya no puede emitir moneda de curso legal, resulta que tendrá limitada capacidad para actuar como prestamista de última instancia (esto es, proveer liquidez a los bancos con problemas y evitar una corrida bancaria). Entonces, el riesgo sistémico es alto. Por esta razón es que hoy día Ecuador, a pesar de la dolarización, presenta niveles de riesgo-país más elevados que economías como Uruguay, Brasil o Chile, que no han dolarizado.

Como señala el propio FMI en un informe sobre Ecuador:

los riesgos de liquidez sistémica [en Ecuador] son altos debido a la capacidad limitada del banco central para proporcionar liquidez. Un fuerte endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos, una abrupta desaceleración en China, la caída de los precios del petróleo y la inestabilidad política podrían reducir la actividad económica y afectar tanto la calidad de los activos como la liquidez del sistema (IMF, 2023).

## **Conclusiones**

Como pudimos apreciar, la estrategia de renunciar a la moneda propia (dolarización) no es viable en el corto plazo, no es conveniente en el largo plazo y tampoco necesaria en Argentina. En las actuales condiciones de nuestro país, la dolarización implicaría un proceso de endeudamiento oneroso que agravaría los problemas de crecimiento económico, pobreza y falta de bienestar social. Además, la experiencia internacional demuestra sobradamente que es posible estabilizar los niveles de precios sin necesidad de renunciar a la política monetaria y cambiaria.

En un país con 46 millones de habitantes, una alta dotación de recursos naturales y una cierta capacidad industrial que es necesario fortalecer, la dolarización significaría una severa pérdida de autonomía en la política económica y una mayor dislocación del tejido socio-productivo (es decir, más ajuste y desempleo).

En rigor, resolver la difícil situación macroeconómica actual, derivada de la restricción externa, el endeudamiento internacional improductivo, los errores en política

económica y los shocks exógenos como el COVID-19 y la sequía, no requiere inventos raros, que muy pocos países han adoptado. En verdad, es necesario una política fiscal y monetaria racional, sostenida en el tiempo. El país reclama recomponer sus reservas internacionales con una cuenta corriente positiva y un proceso creíble de consolidación fiscal (equilibrio fiscal inter-temporal) que permita al Poder Ejecutivo contribuir para que el Banco Central pueda cancelar sus pasivos remunerados gradualmente, sin agudizar los desequilibrios en el mercado monetario.

Por supuesto, el costo del reequilibrio macroeconómico no puede recaer sobre la población vulnerable. Esto significa que el gobierno debería centrarse en temas como la progresividad del sistema tributario, el recorte del gasto innecesario y el combate a la evasión, así como fortalecer las políticas de educación, salud y ayuda social. Afortunadamente nuestro país detenta una gran diversidad de recursos, las exportaciones pueden crecer con sectores como petróleo y gas (Vaca Muerta), minería, agroindustria y economía del conocimiento. Por tanto, el sacrificio no tiene por qué ser extremo, y no es necesario hipotecar el futuro para superar la crisis actual.

### **Fuentes**

Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC)

Banco Central de la República Argentina (BCRA)

Banco Central de Ecuador

Ministerio de Economía de la Nación

IMF Country Report No. 23/335. ECUADOR. FINANCIAL SYSTEM STABILITY ASSESSMENT

World Bank (2002) Crisis and Dollarization in Ecuador Stability, Growth, and Social Equity. Washington, D.C. 20433, USA