

# Argentina en loop

---

Riesgos e inconsistencias de una dolarización en la Argentina

Por Federico Poli y Guillermina Simonetta

---

Edición 05 | Jul 23



**Sistémica**  
Asesoramiento estratégico  
y gestión para el desarrollo



## Federico Ignacio Poli

Economista. Director de Sistémica

En Argentina son frecuentes estos “loops” por el cual volvemos a repetir debates estériles, por no resolver los problemas estructurales con respuestas serias y sistémicas. Así, aunque, afortunadamente, ningún economista profesional respetable lo avala, la dolarización vuelve a ser un tema de agenda promovido por sectores libertarios. Y como todo atajo mágico, seduce a parte de la población, incluidos empresarios hastiados de sufrir cotidianamente los percances de una economía impredecible, en la que la falta de moneda hace muy difícil el día a día e imposibilita un proceso de mínima planificación productivo.

La reflexión sobre la dolarización me retrotrae, de modo instantáneo, a la década del 90 y a la salida de la convertibilidad, cuando el tema estuvo en auge, y, desde mi rol en la UIA o ya en el gobierno, combatimos lo que hubiese sido un error garrafal. La experiencia de la recuperación post-convertibilidad demostró que no era necesario perder nuestra moneda para volver a crecer sino obtener los superávits fiscales y externos necesarios que permitieran sostener una moneda sana. Superávits después perdidos a la par del aumento imprudente del gasto público y la falencia en transformar la estructura productiva del país.

Es interesante observar que, si bien el planteo es el mismo, la dolarización, los contextos en que se produce son completamente diferentes. A fines de los 90's, cuando el Gobierno de Menem empezó a estudiar la cuestión, la economía argentina se encontraba en un proceso de estabilidad de precios de varios años. A su vez, ya en el 2001, cuando se lo planteó como alternativa frente a la salida de la convertibilidad, la economía se encontraba en depresión económica y deflación de precios (los precios caían en vez de subir!). El punto principal era cómo hacer para bajar el riesgo país, dando una señal de irreversibilidad del régimen monetario, y evitar una devaluación.

En aquel entonces, un error frecuente en la discusión pública era restringir el análisis de los beneficios/perjuicios del régimen de dolarización contra un sistema rígido como la convertibilidad. Ciertamente, las diferencias de una dolarización total y la convertibilidad no eran fundamentales, pero se olvidaba el hecho de que, en su origen, la convertibilidad se había pensado como un régimen no permanente. La dolarización implicaba (e implica) la **sujeción permanente a un régimen inflexible** que no compensaba los beneficios en materia de reducción de riesgo país que planteaban sus partidarios.



En la actualidad, el planteo de dolarización viene de la mano de discusión sobre la necesidad de estabilizar los precios de la economía, en un régimen de alta inflación (más de 150% de inflación anual). Sus defensores lo ven como el modo de eliminar la posibilidad de financiamiento monetario del déficit y obligar a las autoridades económicas a “ponerse en caja” fiscal. Además, en la actualidad, la dolarización permitiría disponer de una moneda con todos los atributos que estas poseen y que nuestro peso perdió: unidad de cuenta, medio de pago y reserva de valor.

Para la propuesta de la dolarización, se aplica aquella frase de Carlos Marx, sobre la repetición de la historia: la primera como tragedia y la segunda como farsa. En los '90s/principios de los 2000's, existían los dólares en el activo del BC para canjear por la base monetaria a la paridad de convertibilidad. Hoy, los dólares no están, lo cual deviene la propuesta en abstracta.

Ya entonces veíamos en la imposibilidad de hacer política monetaria la objeción contundente y fundamental contra el proyecto de dolarización, cuestionamiento, extensible al estado actual de la discusión, por más que sea otra la problemática a resolver con la misma receta.

Que el tema esté latente en la agenda económica, e incluso sea parte de la campaña electoral, constituye, sin dudas, el síntoma del fracaso de las políticas implementadas estas décadas para corregir los desequilibrios macroeconómicos, nuestra incapacidad como sociedad y de nuestros gobernantes de evitar la degradación de nuestra moneda y de generar condiciones de estabilidad. La dirigencia, en todo nivel, debe ser responsable y trabajar arduamente para que, en un futuro no muy lejano, la Argentina cuente con orden macroeconómico, confiabilidad y previsibilidad que nos permitan retomar el camino del desarrollo. Sin perder el control de nuestra política monetaria.



## Guillermina Simonetta

Economista

En la literatura de economía abundan estudios y perspectivas en los que se enumeran pros y contras de pasar a un régimen cambiario de dolarización completa en Argentina. Como en tantas otras cuestiones económicas, respecto a este tópico, pareciera como si nuestro país estuviera inmerso en un *loop* o bucle temporal en esta discusión. Así es que mi tesis de grado para recibirme de economista en la UBA, de hace veintiún años atrás, en plena la salida de la crisis del 2001-2002, trataba sobre si convenía o no, dolarizar, aunque como bien plantea Federico Poli en su introducción, se trataba de la propuesta de la misma "solución mágica" que ahora, pero para resolver objetivos disímiles.

En el presente informe exponemos los fundamentos técnicos, en base al concepto liberal de las Áreas Óptimas Monetarias (AMO) y los casos de implementación de la medida en Ecuador y El Salvador, de porque la dolarización no es una respuesta posible a los problemas estructurales de nuestra economía.

Por el contrario, es fundamental redoblar los esfuerzos por conseguir soluciones políticas que sean capaces de generar los consensos que permitan tomar las decisiones económicas que normalicen nuestra economía. Solo asumiendo este desafío, y sus consecuentes responsabilidades, dejaremos de estar en modo loop, volviendo a querer repetir recetas mágicas o atajos, y podremos enfocarnos en promover los verdaderos desafíos para el desarrollo argentino.

## **Teoría de las Áreas Monetarias Óptimas (AMO)**

La dolarización o la adopción de una moneda común quedan enmarcados en los estudios sobre las Áreas Monetarias Óptimas (AMO), iniciados por Mundell en 1961, y está relacionada con las propuestas de un grupo de economistas de corte liberal que habían comenzado a estudiar los tipos de cambio como herramienta para conservar la estabilidad económica. La misma se puede interpretar como una integración a nivel macroeconómico de los países y se fundamenta para los casos en que los beneficios de un país a renunciar al uso del tipo de cambio como mecanismo interno de ajuste es superior a los costos de adoptar una moneda única en un sistema de cambio fijo.

Siguiendo el criterio de McKinnon (1963), debe existir una elevada apertura o grado de comercio entre las partes que están evaluando formar parte del territorio de un área monetaria óptima, para que ésta pueda superar de la mejor manera posible un shock asimétrico o la situación en la cual los países miembros se encuentran en etapas distintas del ciclo económico. El grado de apertura exterior de la economía lo mide a través del cociente entre los bienes comercializables internacionalmente y los no comercializables. Si hay una marcada relación comercial mutua, peligro de shocks externos y sincronización de los ciclos económicos, aumentan los beneficios netos que se esperan obtener de la adopción de una moneda y de una política monetaria común.

A decir verdad, cuando los shocks afectan de manera similar y en el mismo punto del ciclo económico a los países socios de este proyecto de AMO sería necesario modificar el tipo de cambio, y por ende se podría prescindir de esa herramienta.

### Otros factores determinantes

Siguiendo el criterio de Mundell (1961), y Fleming (1971) entre los estados en cuestión debe presentarse una elevada movilidad de factores capaz de responder a perturbaciones asimétricas entre partes del territorio. El aporte de Fleming amplía la versión de Mundell, donde se refería indistintamente al trabajo y al capital, al hablar de movimiento de los factores, aunque en su análisis hacía referencia únicamente al factor trabajo. Los criterios que propone Mundell son de tipo económico, social y cultural.

Edwards (2006) agrega que Mundell, en su lista de control inicial, se limitaba a las variables estructurales y a los tipos de cambio, pero con el tiempo se añadieron otros criterios claves, basados en políticas macroeconómicas, institucionales y variables monetarias.

La lista es llamada "Optimum Currency Area -OCA- Decalogue" (Edwards, 2006) y considera a los siguientes factores como determinantes:

1. La movilidad de los factores y, en particular, la movilidad laboral, a través de los miembros de la unión potencial.
2. Alto nivel de comercio de mercancías a través de los miembros de la Unión.
3. Diversificación en la composición de la producción y el comercio a través de países.
4. Precio y flexibilidad de los salarios a través de miembros de la Unión.
5. Similares tasas de inflación entre los países.
6. Los mercados financieros deben integrarse en todos los países.
7. Ausencia de "predominio fiscal" en los distintos países.
8. Bajo o similares niveles de deuda del sector público en los diferentes países.
9. Sincronización de las crisis externas a las que están expuestos los diferentes países
10. Coordinación política entre los países.

Los criterios señalan **la importancia que los ciclos económicos entre los países estén sincronizados** o que exista correlación de ciclos (de expansión y recesiones) y que funcione un esquema de redistribución de recursos fiscales para momentos de crisis. Esto implica, por ejemplo, que, si un país se encuentra en una fase expansiva, el impulso se transmite al resto mediante una demanda de importaciones crecientes que implica un incremento de las exportaciones de sus socios. Si en cambio, un país se encuentra en una fase recesiva y con desempleo elevado y otro en una fase expansiva con pleno empleo, la oferta de trabajo se trasladará del primero al segundo y las tasas de empleo converjan.

## Disparidades entre la economía nacional y la de Estados Unidos

En base a lo expuesto analicemos la relación de algunas de estas variables entre ambas economías. ¿Se trata de economías de alto nivel de apertura comercial general o al menos de alto intercambio en que se fundamentan las AMO?

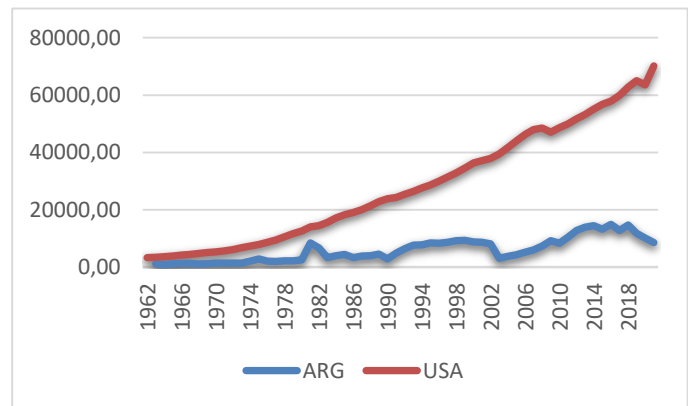
Apertura comercial comparada



Como podrá verse en los datos, ni Argentina ni Estados Unidos muestran un elevado grado de apertura comercial. Si analizamos el comercio bilateral de Argentina con Estados Unidos, éste representa a enero de este año **sólo un 11.6% en exportaciones e importaciones**. Ninguno de los dos países tiene una participación elevada en las exportaciones del otro, ni tampoco hay una movilidad considerable del factor trabajo entre ambos.

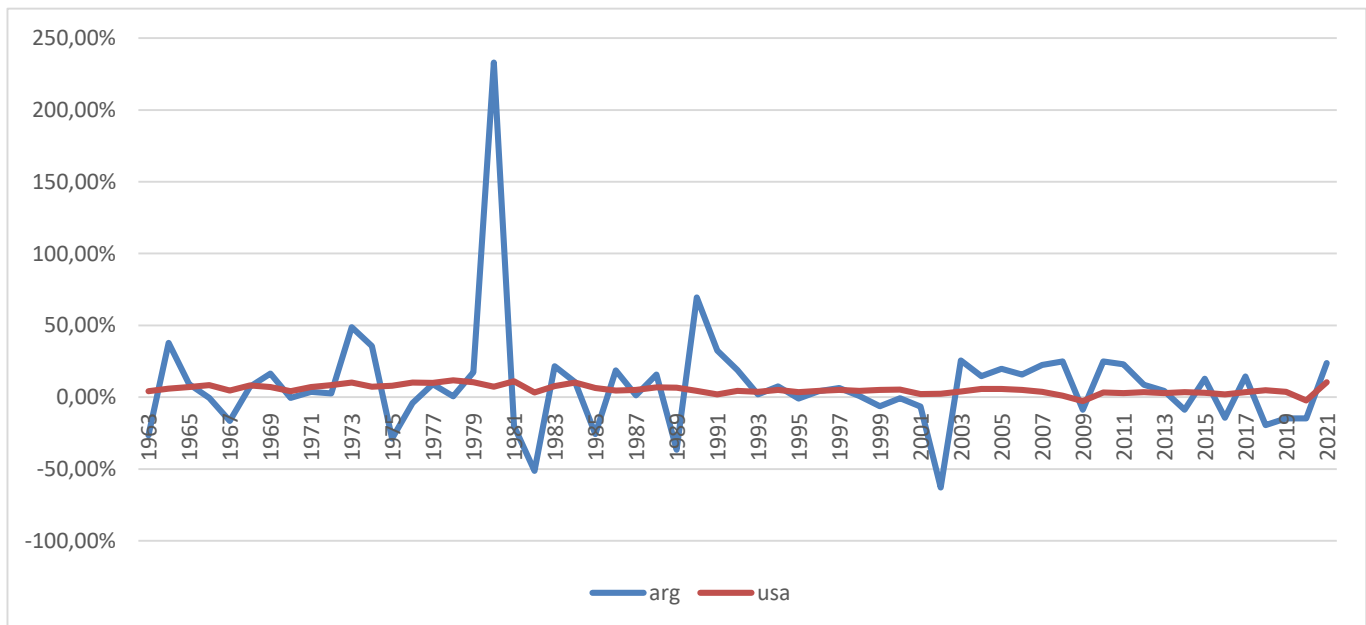
Aún considerando las cifras oficiales de tipo de cambio, cuya brecha oscila un 100% con los valores financieros del dólar o del informal, la gráfica de evolución del Producto Bruto Interno PBI per cápita en dólares de Argentina versus el de Estados Unidos, y la gráfica de evolución de la tasa de variación anual del PBI per cápita, se observan diferencias en cuanto a los ciclos de producto, más allá que la correlación estadística ha aumentado, y se ubica en torno al 72%.

**Evolución del PBI per cápita  
de Argentina y Estados Unidos en dólares**



Fuente: Datosmacro

**Tasa de variación anual del PBI per cápita Argentina Estados Unidos**



Fuente: Datosmacro

Evidenciadas las disparidades entre ambas economías, analicemos a continuación los casos de economías dolarizadas como Ecuador y El Salvador en relación no sólo respecto al control de la inflación sino también a otras variables luego de la aplicación de la medida.

## Los casos de Ecuador y El Salvador

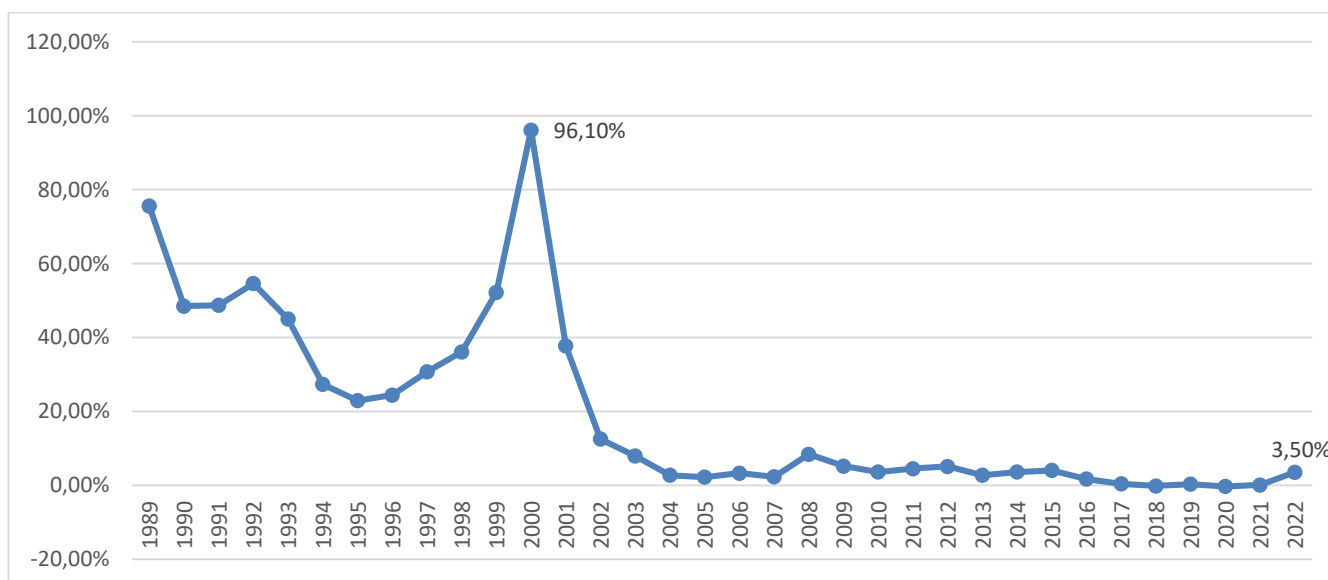
Los casos de dolarización de Ecuador y El Salvador revelan que la dolarización fue efectiva para reducir las tasas de inflación. Ecuador adoptó la moneda estadounidense en 2000 y El Salvador, en 2001. En ambos casos se destaca que el crecimiento económico fue constante desde la dolarización, sin embargo, la deuda pública también creció en ambos países en forma sostenida desde la crisis financiera internacional de 2008.

La dolarización no reemplaza el ajuste fiscal, sino que lo vuelve más urgente: sin financiamiento monetario ni devaluación como mecanismos de ajuste, las cuentas públicas toleran déficits menores.

Ecuador reestructuró su deuda y redujo su déficit fiscal, y cuando el déficit aumentó de la mano de la caída de los precios del petróleo, reestructuró nuevamente sus deudas (en 2008 y en 2020) y pidió asistencia al FMI.

La dolarización no elimina las "corridas o fugas" externas si los inversores pierden la confianza en el sistema económico-financiero. Tampoco se elimina el riesgo de default, y Ecuador es un ejemplo de ello.

### Ecuador: Evolución de la inflación anual. (IPC)

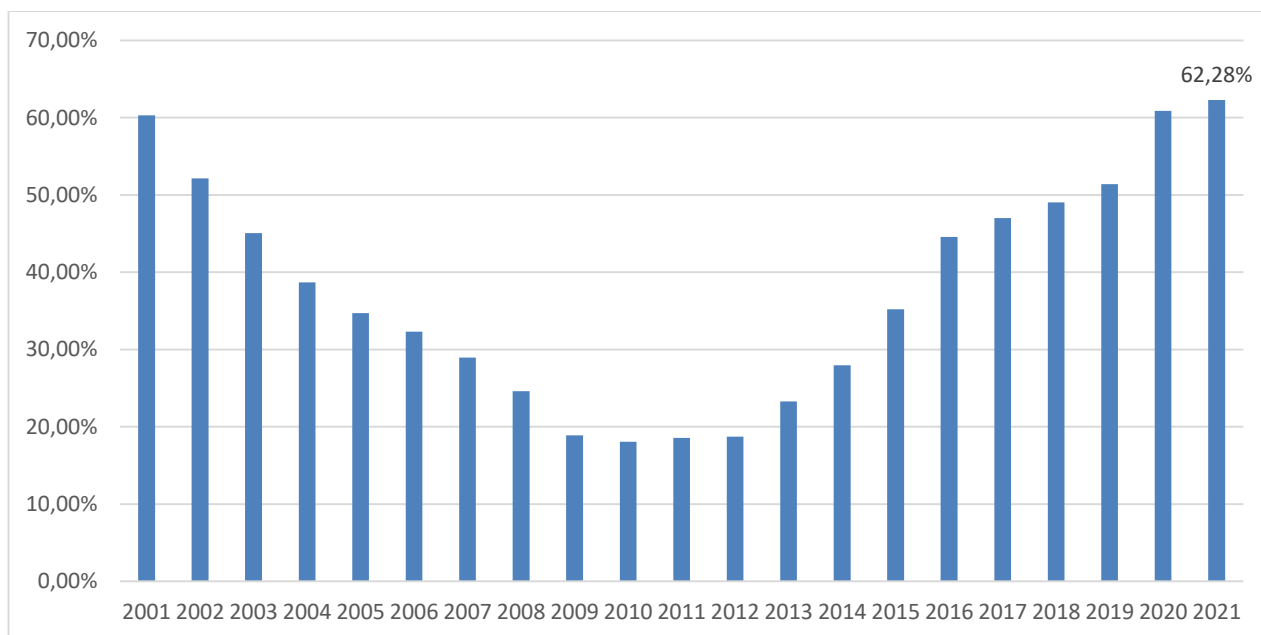


Fuente: Banco Mundial



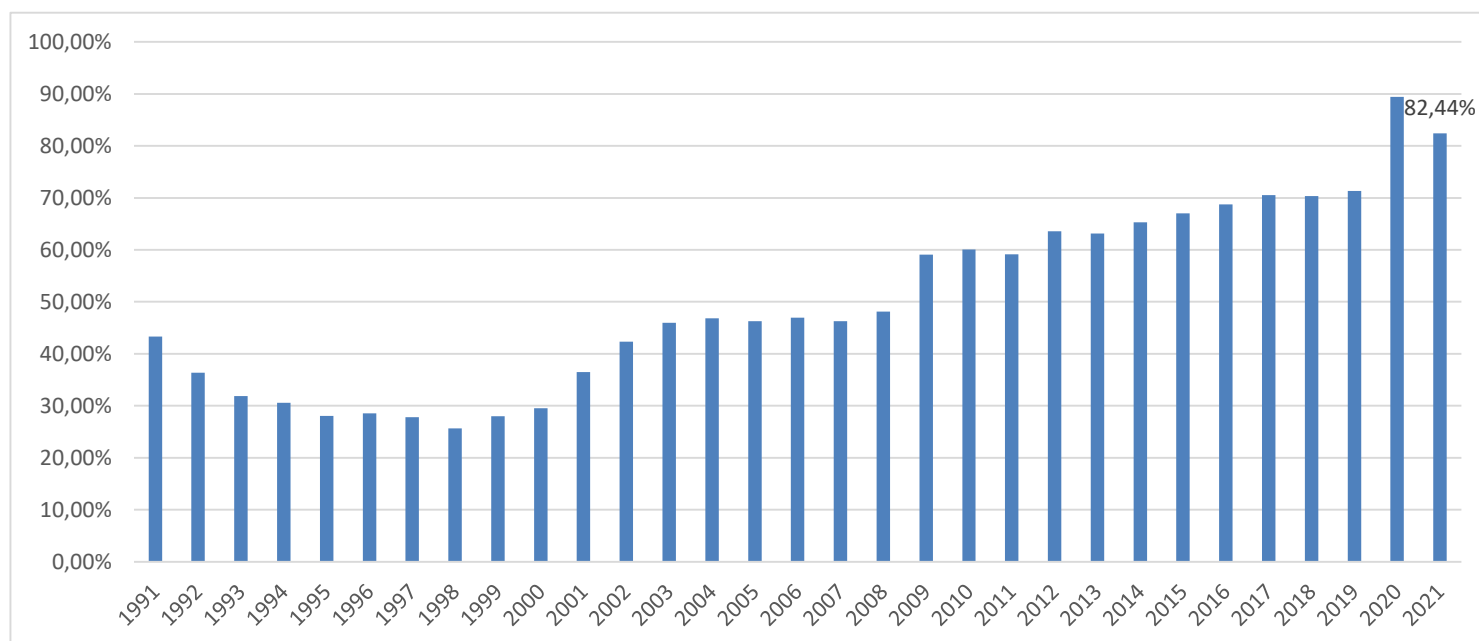


### Ecuador: Evolución de la deuda total como porcentaje del PBI



Fuente: datosmacro.com

### El Salvador: Evolución de la deuda total como porcentaje del PBI



Fuente: datosmacro.com



## Conclusiones

Por Federico Poli y Guillermina Simonetta

De lo expuesto, se hace evidente que **Argentina y Estados Unidos no constituyen un área monetaria óptima** según los criterios que los teóricos liberales fundamentaron para su viabilidad. Al no haber una sincronización natural o espontánea entre ambas economías, en el caso de necesitar evitar el recalentamiento norteamericano, se tomarían medidas que terminarían impactando en un menor crecimiento o en una recesión en nuestra economía, o en caso que fueran necesarias medidas de estímulo en ese país, podrían ocasionar subas de precios indeseadas en el nuestro.

En concreto está claro que, en un área monetaria formada por Argentina y Estados Unidos, la Reserva Federal tomaría las decisiones de política monetaria en función de sus necesidades y no de las nuestras, y a diferencia de un área monetaria común no existirían mecanismos de compensación entre países (como si podría darse en la Unión Europea por ejemplo).

Aun así, es importante también ponderar también las siguientes cuestiones:

### ***Relevancia de la política económica***

La emisión monetaria, junto con la recaudación de impuestos y el endeudamiento, constituyen las tres formas que tiene de financiarse un Estado, para solventar su gasto y sus inversiones. Si se gasta más de lo que se recauda, o se pide dinero prestado en forma de endeudamiento o se emite. El único modo de cortar la emisión y el endeudamiento es no teniendo déficit fiscal. No hay más alternativas

Ningún país que pretende ser soberano se desentiende del control de su política económica, por el contrario, busca tener cada vez más autonomía y poder sobre la misma. Si un país dolariza renuncia a la posibilidad de hacer política monetaria y cambiaria, o sea, de influir en las tasas de interés y el tipo de cambio de la economía, según sea necesario, para estimular o para contraer la demanda. O para absorber shocks externos, dado que la flexibilidad de precios de bienes no transables es insuficiente para evitar ajustes pronunciados del nivel de actividad.

Que a la vez la economía quede atada a una economía tan disímil como la norteamericana expone la enorme vulnerabilidad del mecanismo, y su eventual incapacidad para generar una respuesta local frente a las cada vez más recurrentes crisis económicas y financieras de los tiempos que corren.

### ***La pérdida del prestamista de última instancia***

El tema de la asistencia al sistema financiero local no parece llevarse de la mano con una



organización monetaria que no deja lugar a ningún tipo de emisión por parte del Banco Central. La posibilidad que tiene la autoridad monetaria de otorgar liquidez a las instituciones financieras se basa en su capacidad de emitir moneda. Si esta se pierde, la supervivencia de los bancos en contextos de iliquidez depende de sus reservas, del acceso al crédito interbancario -casi nulo en caso de iliquidez sistémica- y del acceso al crédito externo -no muy fluído cuando predomina la incertidumbre sobre el país-. Este último podría estar algo más garantizado en el caso de los bancos extranjeros (cosa que no se verificó en la corrida de la salida de la convertibilidad), pero si fuera así, podría acentuarse la tendencia a la extranjerización de la banca.

### ***Una salida lógica: Consensos políticos para normalizar la economía***

No se puede negar el hecho que Argentina tiene una historia de fuerte dolarización de hecho en ahorros, en deudas y en la fijación de precios, por la propia degradación de nuestra moneda, que ha perdido su función de reserva de valor y de medio de cambio por el flagelo de la inflación.

Sin embargo, como señala Levy Yeyati en su trabajo "Dolarización y desdolarización financiera en el nuevo milenio", "la dolarización ya no puede ser vista de manera sistemática como un fenómeno inevitable y en gran medida sin consecuencias". Y es que tratar de cerrar la cuestión de los desequilibrios macroeconómicos argentinos con una dolarización sería caer en restricciones más severas que cuando se adoptó la convertibilidad, y con implicancias adicionales. Sabemos que la convertibilidad, acompañada de políticas adicionales que se tomaron, tuvo un efecto positivo de reducir la inflación por anclaje de expectativas de devaluación, pero, a posteriori, el enorme peso del endeudamiento y los déficits de cuenta corriente implicaron que al cortarse el flujo de dólares por falta de perspectivas de crecimiento no pudiera sostenerse el régimen.

De hecho, si bien la dolarización forzosa permitió controlar la inflación de Ecuador y El Salvador, lo relevante es que existen economías latinoamericanas que han logrado sin perder su moneda soberana ni el control de su política económica. Chile y Perú son ejemplos de esto.

En ese sentido los gobiernos pueden y deben incentivar medidas de política económica en pos de reducir la dolarización de hecho, siendo fundamental ofrecer bases para dar estabilidad y una moneda sana. Sabemos que la inflación es lo que se debe atacar, las diferencias conceptuales de cómo frenarla hacen necesario que haya un consenso de políticos y de economistas para tomar el toro por las astas y promover una acción integral para combatirla. Estas medidas pasan por recuperar los equilibrios macroeconómicos, aumentar la productividad de la economía, así como nuestra capacidad exportadora, a la par de bajar el excesivo gasto público de manera de reducir la presión fiscal y la informalidad.

Por eso es fundamental preguntarnos cuál es el objetivo ulterior que se pretende al dolarizar. Si es solo estabilizar la economía, se debe saber que esa es condición necesaria



para el desarrollo económico, pero no suficiente, y que una medida tan radical limita las herramientas y mecanismos para promover un programa en esa dirección. En este punto es clave la independencia real del Banco Central, conducido prolija y responsablemente, que se perdería con una dolarización.

Se trata de objetivos fundamentales que requieren asumir costos políticos y sociales que desde hace muchos años se han evitado o se han discontinuado. Lo que se forja en un periodo electoral desaparece en otro o dos siguientes. Y esta falta de credibilidad nos lleva al inicio de un nuevo loop. Por eso el comienzo de la solución de nuestras problemáticas económicas es esencialmente político e implica cambiar de una vez nuestra trayectoria de incumplimientos y cambios continuos de reglas del juego y hacerlo sin tener que incurrir a medidas extremas como la convertibilidad y o la dolarización. Toda la dirigencia argentina deberá estar a la altura de tal compromiso y ceder a intereses sectoriales e inmediatos para generar un ordenamiento sustentable y general.



**Sistémica**  
Asesoramiento estratégico  
y gestión para el desarrollo



Florida 375 2° PISO A  
CABA, Argentina CP1005



[contacto@spd.com.ar](mailto:contacto@spd.com.ar)



[spd.com.ar](http://spd.com.ar)