
Dolarización en Argentina: de la Factibilidad Técnica a la Política y Económica

Flavio Buchieri, Tomas Mancha Navarro y Alfredo Baronio

DOLARIZACIÓN EN ARGENTINA: DE LA FACTIBILIDAD TÉCNICA A LA POLÍTICA Y ECONÓMICA

RESUMEN

Los logros macroeconómicos de corto plazo de Argentina habilitan discutir esquemas monetarios rígidos para producir ciertos resultados que el manejo tradicional de la política económica no ha conseguido. A este respecto, se analizan las experiencias de Ecuador y El Salvador, aunque no son aplicables a una economía más grande y diversificada como la argentina. De este modo, la propuesta de dolarización de la economía argentina vuelve al centro de la escena política del país, siendo una clara representación de la crisis institucional del país, aunque sean evidentes los costos de su instrumentación y quiénes impedirán su aplicación.

Palabras clave: Dolarización – tipo de cambio real – déficits gemelos – ajuste nominal de precios y salarios

ABSTRACT

The short run macroeconomic performance of Argentina enabled the analysis of hard peg regimes to produce the wished results that the traditional management of national economic policy has not been obtained. In this regard, the experiences of Ecuador and El Salvador are analyzed although they are not applicable to a larger and more diversified economy such as Argentina. In this way, the proposal of the dollarization of the Argentine economy is once again at the center of the country's political scene. It represents the institutional crisis of the country although the costs of its implementation and who prevent its application are evident.

Keywords: Dollarization – Real exchange rate – Twin deficits – Nominal adjustment of wages and prices

AUTORES

FLAVIO E. BUCHIERI Doctor en Economía, Universidad del CEMA. Universidad Nacional de Villa María y Universidad Tecnológica Nacional, Facultad Regional Villa María. República Argentina.

TOMÁS MANCHA NAVARRO Doctor en Economía, Universidad de Málaga. Catedrático de Economía Aplicada del Departamento de Economía y Dirección de Empresas de la Universidad de Alcalá. Director del Instituto de Análisis Económico y Social de la Universidad de Alcalá.

ALFREDO MARIO BARONIO Doctor en Ciencias Económicas y Contador Público, especialista en Estadística Aplicada. Ha publicado 24 libros como autor o coautor y más de 100 artículos. Forma parte de varios comités científicos en revistas nacionales e internacionales. Dirige proyectos de investigación en UU.NN. Docente de posgrado de Econometría en los Doctorados en Economía de la UNR y en Desarrollo Territorial en la UNRC. Ha sido Secretario de Ciencia y Técnica de la UNRC y Secretario de Hacienda de la Municipalidad de Río Cuarto, actualmente es Coordinador Institucional del Consejo Económico y Social de la ciudad de Río Cuarto. En su actividad profesional realiza Investigaciones de Mercado y Auditorías.

ÍNDICE

Índice	4
1. Introducción	5
2. Dinámica macroeconómica inestable y la coyuntura macroeconómica de Argentina	7
3. ¿Qué implica la dolarización?	14
4. Algunas Experiencias Regionales: Los casos de Ecuador y El Salvador	18
5. Conclusiones	29
7. Bibliografía	32

1. INTRODUCCIÓN

Un viejo refrán expresa que “el ser humano es el único animal sobre la tierra que tropieza dos veces con la misma piedra”. Argentina parece hoy exponer dicho comportamiento cuando en menos de treinta años vuelve a resultar atractivo para ciertos analistas y exponentes del poder mundial proponer que el país debiera abandonar la moneda local y dolarizar sus medios de pagos, de transacción y de reserva de valor, mediante el reemplazo del peso por el dólar. La situación económica en el país justifica estos planteamientos aunque, desde ya, podamos afirmar que son cuestionables tanto en términos de la factibilidad política como de su sustentación; no sólo en términos de la generación de los resultados macroeconómicos a los cuales se aspiraría con su instrumentación, sino también en términos de los incentivos que se deberían brindar para que no se atentara contra el mismo como sucedió en el pasado con el Plan de Convertibilidad.

A raíz del cuadro de extrema debilidad macroeconómica por el que comenzó a transitar Argentina a comienzos del año pasado, la propuesta de dolarización de la economía comenzó a escalar niveles mediáticos y hasta políticos, producto de las seminales exposiciones públicas -no tanto ingenuas- que realizó el Sr. Larry Kudlow, Director del Consejo Económico de los Estados Unidos desde que Donald Trump es el Presidente de dicho país. Kudlow propuso volver a instaurar una Caja de Conversión (currency board) en Argentina y no dudó en profundizar por la misma vía en una dolarización de hecho de la economía doméstica en un intento por controlar la tasa de inflación, fenómeno que fue palpable por su éxito cuando se instauró en Argentina, en abril de 1991, el denominado Plan de Convertibilidad auspiciado por el entonces Ministro de Economía Domingo Cavallo.

En la actualidad no son pocos los analistas y hasta académicos que defienden la idea de volver a instaurar un esquema monetario rígido como el que existió en el país durante casi 10 años, esto es, hasta fines del 2001. Como antes se expresó, esto obedece al delicado cuadro de situación macroeconómica que impera en Argentina, contenida temporalmente por un paquete de ayuda tipo stand-by otorgado por el FMI de casi U\$S 58.000 millones. Aún con este soporte, el país ha iniciado un fuerte proceso de corrección de sus desequilibrios macroeconómicos básicos, aunque el proceso de convergencia a valores normales en términos de inflación, tasas de interés y crecimiento tardan en apreciarse.

Es preciso realizar algunas consideraciones previas antes de exponer el motivo del presente artículo ya que convertibilidad y dolarización son palabras "malditas" en Argentina; especialmente desde que la primera, por diversas razones que escapan a su análisis en el presente texto, estalló en Diciembre del 2001, con una alteración institucional, crisis política, recambios presidenciales múltiples y caos social, que costaron la vida a casi veinte personas en los fatídicos días finales del mes de Diciembre de dicho año. Es por ello por lo que el Gobierno argentino salió rápidamente a desmentir los comentarios de Kudlow en el sentido que el país estaba trabajando con el Tesoro y el Departamento de Estado de los Estados Unidos en la propuesta en cuestión. Sin embargo, su anuncio no deja de ser llamativo ya que se enmarca en medio de una crisis económica casi terminal y que tiene, si nos remontamos a los prolegómenos de la propia Convertibilidad argentina, los mismos desequilibrios macroeconómicos en términos de alta inflación, déficit fiscal y cuasi-fiscal crecientes y persistentes, déficit externo con fugas de capitales, y bajo o nulo crecimiento, entre muchos de los pesares que se asisten.

Analizar la factibilidad de dicha propuesta resulta crucial si el camino actual elegido por Macri, acordado con el FMI no consigue las metas pautadas; esto es, un nivel de déficit primario igual a cero en las cuentas públicas totales del país para el año en curso así como su mantenimiento y/o hasta el logro de un superávit primario que permita el repago de los intereses de la deuda, si es que en el medio no aparece una reestructuración voluntaria de parte o toda la deuda pública a proponer por el Gobierno Nacional cuando el mismo atisbe que el corte de financiamiento externo al necesario roll-over (prórroga) de los vencimientos de turno no sea factible. La ratio deuda pública/PBI resulta alta para el país, de ahí que el mantenimiento de la misma y/o su necesaria reducción sea clave para reducir la inflación, dar estabilidad cambiaria y sentar las bases para un crecimiento económico sustentable.

En este contexto, el presente artículo analizará, brevemente, la factibilidad de una dolarización en Argentina, tomando como referencias las experiencias de Ecuador y El Salvador, situación que nos llevará, al final del documento, a presentar las conclusiones y evaluaciones personales que se derivan de los análisis realizados.

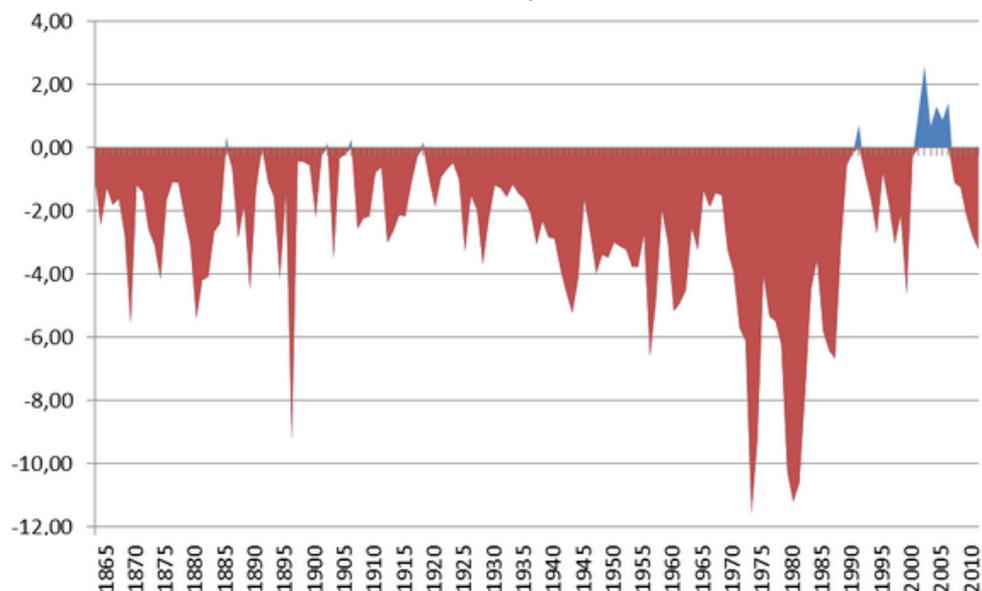
2. DINÁMICA MACROECONÓMICA INESTABLE Y LA COYUNTURA MACROECONÓMICA DE ARGENTINA

La propuesta de dolarización apunta a eliminar y/o acotar severamente el problema de la inflación en Argentina, que deviene de la existencia de déficits fiscales grandes en términos del PIB además de persistentes, más allá de la etapa del ciclo económico en que se encuentre el país. Esta es la historia de los últimos ciento cincuenta años en Argentina, como queda expuesto en el gráfico 1 donde la tendencia fiscal expuesta sólo puede ser matizada por lo sucedido en los dos subperíodos que se señalan a continuación:

a) los primeros años de la Convertibilidad (1992-1994), cuando el país privatizó numerosos activos y empresas públicas reduciendo, de esa forma, la contribución de los respectivos déficits de estas organizaciones al déficit público nacional, así como obteniendo recursos públicos adicionales por sus respectivas privatizaciones que engrosaron los recursos generales del Estado Nacional.

b) los primeros años de la post-Convertibilidad (2002-2008), cuando el *default* de la deuda anunciado en enero del 2002 y la importante mejora en los precios de los productos que Argentina exporta, sumado al bajo traslado a precios internos de la enorme devaluación acontecida tras el abandono de la Convertibilidad, produjo una mejora sustancial en los logros fiscales gracias al aumento de las exportaciones y al cobro de retenciones a las ventas externas de bienes agrícolas junto con el no pago de los servicios de la deuda, aspecto que se prolongó hasta su arreglo parcial en el año 2005.

GRÁFICO 1
Déficit Fiscal de la Nación
-Período 1965-2015, en % del PIB-



FUENTE: Ferreres, O. (2010): "Dos Siglos de Economía Argentina". Fundación Norte y Sur.

Salvo los subperíodos antes mencionados, los correlatos de esta situación se tradujeron en crisis recurrentes de Balanza de Pagos con fugas de capitales, abruptas devaluaciones de la moneda local, alta inflación e hiperinflación (como en los años 1989 y 1990) y *default*, concertados o forzosos, de los compromisos de deuda del país. La mejora fiscal, cuando aconteció, no pudo ser sostenida en el tiempo, dando lugar así a cambios permanentes en el paradigma administrativo del Estado y, por ende, tanto del esquema de construcción del poder de turno como de la redistribución del ingreso nacional.

Ahora bien, no existe disenso entre los principales economistas profesionales del país, en línea con la amplia experiencia internacional al respecto, acerca de que el problema del mantenimiento del déficit fiscal, en términos de su impacto inflacionario, reside en que la Tesorería del país financia el mismo con bonos comprados por el Banco Central, el cual emite pesos para tal efecto, aumentando la cantidad de dinero circulante en la economía. Si la demanda de dinero no crece al ritmo al cual aumenta la oferta monetaria, el impacto es un aumento de los precios locales los cuales, en el marco de una economía abierta, pueden corregirse vía un déficit en la cuenta corriente, situación que genera, al mismo tiempo, pérdida de reservas. Si el proceso se mantiene o agrava, en un marco de aguda pérdida de divisas, la tasa

de inflación se consolida o espiraliza, ya que es la única salida que se percibe para financiar el gasto público ante el límite temporal que impone la disponibilidad de moneda dura en las reservas del Banco Central. La pérdida de reservas junto con el exceso de liquidez comienza a generar presiones sobre el mantenimiento del tipo de cambio nominal, tanto por el propio desequilibrio del mercado de dinero como de las expectativas que comienzan a formarse acerca de un mayor tipo de cambio nominal a futuro, producto de que, si el esquema continúa, el Banco Central dejará flotar el tipo de cambio cuando no tenga un nivel suficiente de reservas para sostener el valor del mismo en un momento particular.

El aumento esperado del tipo de cambio retroalimenta la tasa de inflación, agravando el financiamiento del propio déficit fiscal al mismo tiempo que la economía se estanca y se comienza a poner en duda el cumplimiento de los servicios de amortización de capital e intereses de la deuda pública. Cuando los agentes anticipan esta dinámica se genera una devaluación del peso que conduce a una crisis cambiaria (por escasez de dólares) y/o bancaria (se reducen los depósitos en moneda local para comprar los pocos dólares disponibles en el Banco Central), cuya solución exige medidas drásticas y que, en varios episodios registrados, conducen al colapso financiero del Estado Nacional. A su vez, "soltar" el tipo de cambio nominal puede conducir a un *overshooting* del mismo, situación que acontece cuando los agentes económicos poseen una alta memoria inflacionaria, situación que agrava todos los desequilibrios antes mencionados.

La situación descrita es la que Argentina vivió en el pasado año 2018 (como en varios episodios de los últimos setenta años de historia nacional) la cual pudo ser estabilizada tras el Acuerdo *Stand-By* que el país firmó con el Fondo Monetario Internacional en mayo del mismo año y que, por la falta de una mayor coordinación entre las expectativas de los agentes y los resultados mostrados, tuvo que ser reformulado tres meses después. El Acuerdo surgió luego de que el país fuera excluido de los mercados voluntarios para colocar nuevos bonos, situación que condujo a que el único prestamista internacional disponible fuera el propio FMI.

En este escenario, el Gobierno planteó metas estrictas de control del gasto público (déficit primario igual a cero), control de los agregados monetarios (emisión de base monetaria igual a cero, con la consecuente suba de las tasas de interés contenidas en los pasivos o bonos del propio Banco Central, denominados como LELIQ –o Letras de Liquidez-) y fuerte contracción del déficit de cuenta corriente no sólo por el

aumento del tipo de cambio nominal sino por la contracción de la economía que generó, entre otros, la reactualización de las tarifas públicas y bajo traslado de precios a salarios, jubilaciones y pensiones.

No obstante, la tasa de inflación se resiste a bajar, aunque en los últimos meses lo está haciendo, convergiendo a valores del 2% en términos mensuales. Esto ocurre porque, en primer lugar, el traslado a precios domésticos de la última gran devaluación no ha terminado. Segundo, porque aún no se ha completado el proceso de reajuste de precios de las tarifas públicas. Y tercero, porque la absorción de liquidez efectuada por el Banco Central vía los instrumentos antes referidos como las LELIQ han generado una importante subida en la tasa de interés, que implica la generación de un déficit cuasi-fiscal de casi 3% del PIB doméstico y cuya corrección a futuro, de no mediar un rescate de tales fondos con divisas internacionales o un canje compulsivo de los mismos como aconteció en Diciembre de 1989 con el famoso Plan Bonex, implicaría más emisión para comprar tales bonos, situación que hoy implicaría duplicar la Base Monetaria actual. Con casi toda probabilidad ello conduciría a una hiperinflación.

El planteamiento de las metas con el FMI y su instrumentación no sólo han llevado a una resistencia a la baja en la tasa de inflación, sino a que el fuerte apretón monetario y el reajuste de tarifas haya conducido a un cuadro recesivo que se transmite al presente, situación que agravaría el propio cumplimiento de la meta de déficit fiscal igual a cero.

GRÁFICO 2
Tasa de Inflación Mensual y Tipo de Cambio Nominal
-Período 1/2014-5/2019-

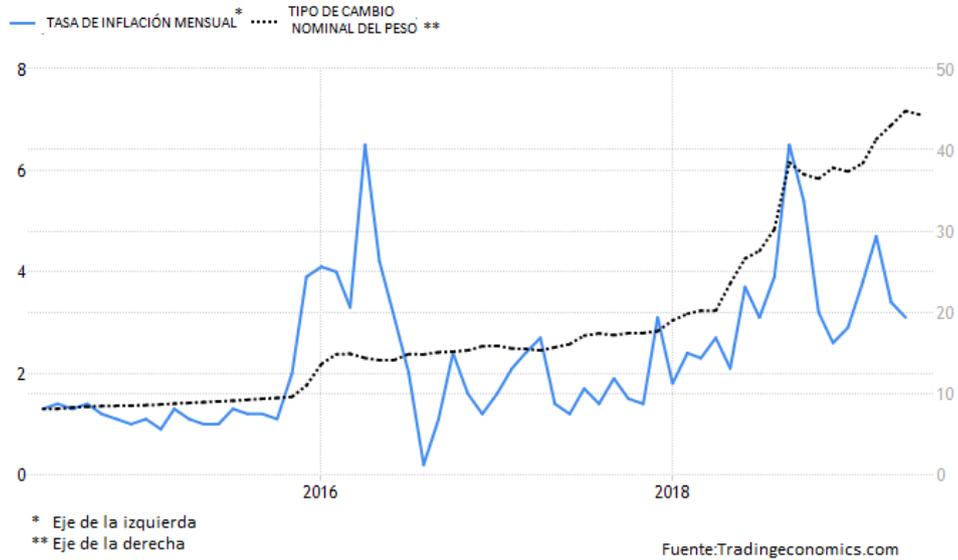


GRÁFICO 3
Cotización del Tipo de Cambio y Tasa de Interés de LELIQ
-Período 1/2014-5/2019-

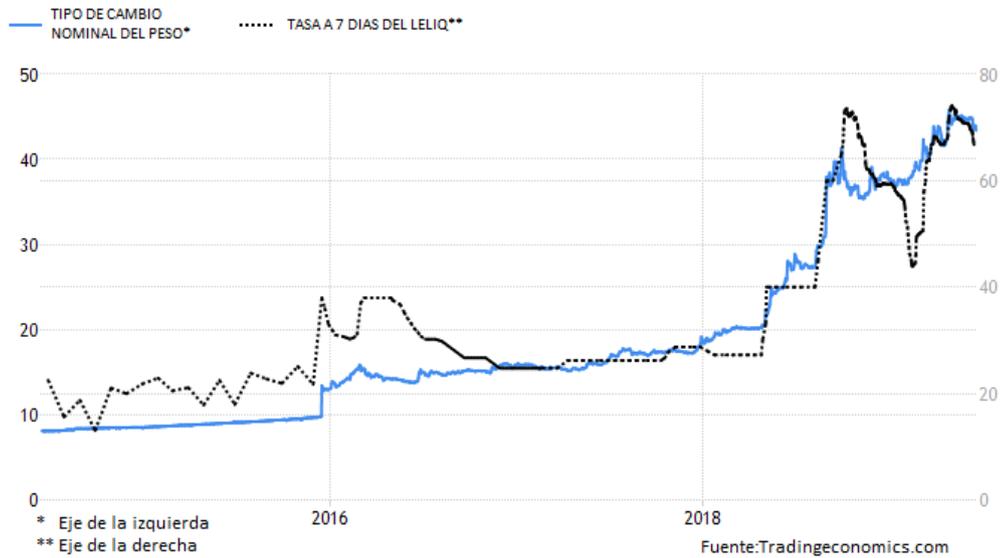


GRÁFICO 4
Base Monetaria y M3
-Período 1/2014-5/2019-

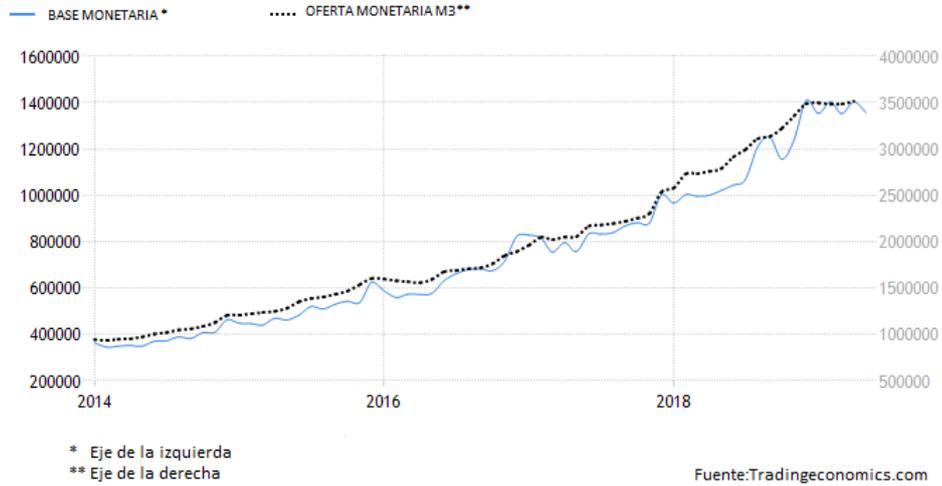


GRÁFICO 5
Déficit Fiscal y Saldo de Cuenta Corriente
-Período 2009-2018; en términos del PBG-

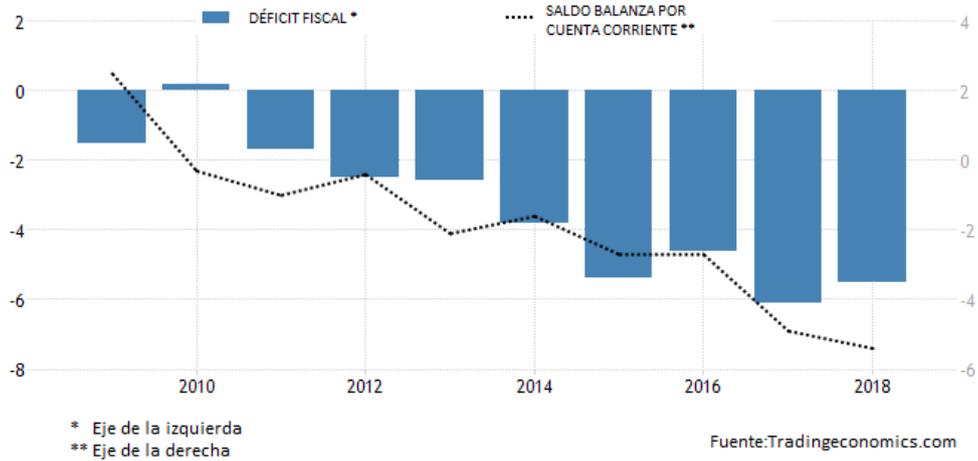


GRÁFICO 6

Tasa Cuatrimestral de Crecimiento del PIB y Utilización de Capacidad Instalada -Período 1c./2014-1c./2019-

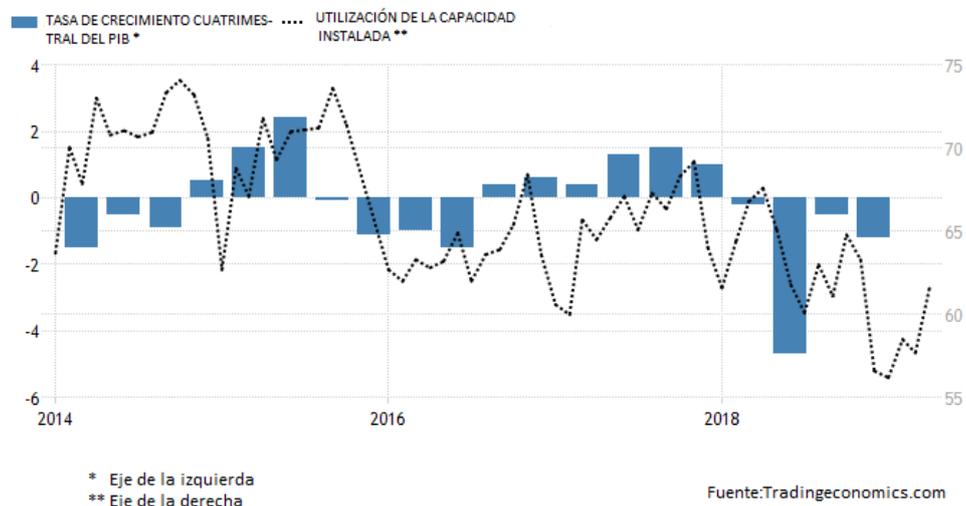
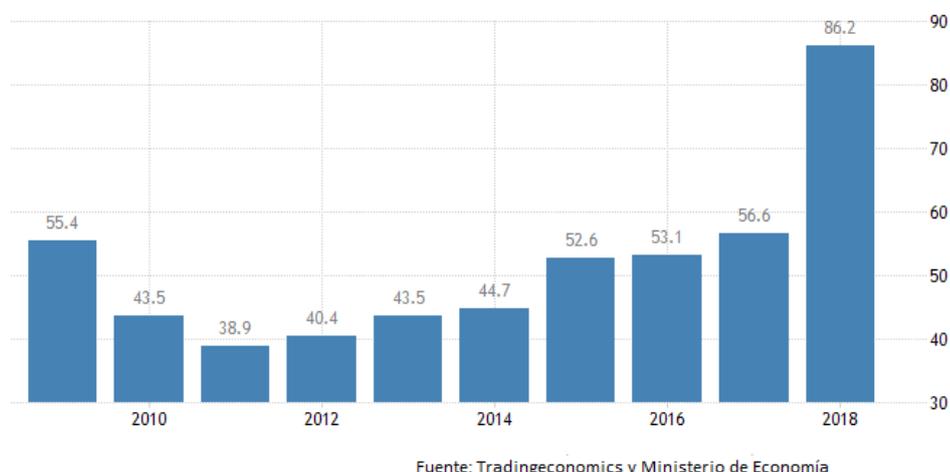


GRÁFICO 7:

Ratio Deuda Pública/PIB (Período 2009-2018)



La información de este conjunto de gráficos permite apuntar que si bien, en la actualidad, se asiste a un contexto de cierta estabilidad en el tipo de cambio nominal en torno a los \$ 44 por unidad de dólar, la tasa de inflación termina situándose en torno al 2.5% mensual, con una leve tendencia a la baja, la cual permitiría ubicarse en torno al 2% mensual para agosto del presente año. Dicha estabilidad cambiaria también tiene su reflejo en altas tasas domésticas de interés, que se sitúan en torno al 60% mensual, sin posibilidad de que la estabilidad en el valor del

dólar permita su baja aun cuando los agregados monetarios se encuentran sin variación, como resultado del acuerdo firmado con el FMI. Por otro lado, se asisten a bajas en el déficit fiscal primario y por cuenta corriente, los cuales alcanzarían, para el año en curso valores cercanos al 0.7% y 3%, en términos del PIB, respectivamente; mejora que es sustancial respecto al año previo y muestra la magnitud del ajuste fiscal, de actualización de tarifas públicas y del salto cambiario, entre otros, realizado. El resultado final de todo este proceso es el retraso en la recuperación económica, junto con una sensible baja en la utilización de la capacidad de producción, aspectos que arrojarían una tasa final de crecimiento para el 2019 de -1.2%.

Ahora bien, este contexto de estanflación con elevado gasto público, presión tributaria y deuda que genera altísimas tasas de interés reales y dependencia del FMI para atender el servicio de la deuda pública no puede prolongarse en el tiempo. Se alcanza esta situación de transitoriedad extrema producto del fin del financiamiento voluntario de los niveles previos de déficit primario y/o financiero del Estado Nacional como de las cuentas externas. Esta situación obliga a definir cuál será el diseño institucional y de incentivos que no sólo corrija tales desequilibrios, sino que, al mismo tiempo, genere un aumento de la inversión privada que recicle expectativas y conduzca al país a un nuevo sendero de crecimiento económico. El antecedente del Plan de Convertibilidad no es totalmente aplicable porque dichos incentivos tuvieron poca duración, volviéndose rápidamente a la tendencia de largo plazo. En ese escenario, plantear como alternativa una dolarización de *iure* implica no sólo analizar qué factibilidad tiene sino, a partir de la experiencia que puede ser observada en casos análogos o, en alguna medida, extrapolables a Argentina, evaluar si la misma anula todas las ventanillas para su posterior violación.

3. ¿QUÉ IMPLICA LA DOLARIZACIÓN?

Muchos se ilusionan pensando que la eliminación del peso como moneda nacional va a ser el ancla que, en materia de política económica, se requiere para la reversión de la dinámica macroeconómica perversa y persistente antes expuesta. Y esto es porque si se elimina el peso, el Banco Central deja automáticamente de poder financiar al Tesoro con lo cual la única vía para que éste financie sus necesidades es con bonos colocados en el mercado local o internacional. Como desaparece la financiación del Banco Central al Tesoro, la inflación por causas monetarias desaparece y el único

aumento de medios de pagos que se observa es por vía del ingreso de dólares por deuda, aumento de la demanda de dinero local, mayores exportaciones, turismo receptivo o inversión financiera y/o real. Si el aumento de dólares en circulación supera al crecimiento de la demanda de dinero en la misma moneda, el correlato es un aumento incipiente de los precios locales que se corrigen vía un déficit de cuenta corriente, por lo que la cantidad de dinero queda así estabilizada a lo que la demanda quiera en el marco de un modelo de dinero pasivo.

¿Qué sucede con las reservas internacionales del país? Pues al desaparecer el Banco Central en el formato que hoy conocemos, las mismas desaparecen como tal. El país, por su parte, si desea estabilidad de recursos en un contexto que ahora no cuenta con la presencia del Banco Central como prestamista de última instancia, deberá contratar líneas de préstamos o seguros contingentes con bancos centrales u organismos internacionales para sortear situaciones temporales de iliquidez, en particular, que pueden llegar a soportar el sistema bancario doméstico, ahora más expuesto a la volatilidad financiera internacional. También puede instrumentar mecanismos novedosos como los fondos de estabilización a la chilena, donde el país acumula excedentes económicos de la exportación en períodos de favorables términos de intercambio para esa economía, para usarlos cuando los mismos se revierten, generando así estabilidad en la generación de recursos públicos, que actuarían en forma contra-cíclica.

Existe una creencia generalizada de que dolarizando la economía nacional se reduce o elimina la inflación, por lo que las tasas de interés locales deberían caer también porque no hay ni un cargo adicional por inflación esperada, ni tampoco por devaluación también esperada del tipo de cambio ya que la moneda local desaparece. Esto produciría tanto un efecto reactivador sobre el sector privado como una reducción de las tasas de interés que el propio Estado pagaría por la colocación de deuda nueva como por *roll-over* de la preexistente al eliminarse los incentivos a financiar el déficit fiscal con el Banco Central. No obstante, ello no implica necesariamente cuentas públicas equilibradas, con lo cual la prima por riesgo país permanecerá –aunque a un menor nivel– en la determinación de las tasas locales de interés.

Por otra parte, existen aspectos no contemplados en la propuesta que bien merecen atención porque requieren considerar qué condiciones de soporte institucional y político se necesita tanto para su instrumentación inicial como para la propia sustentabilidad del esquema. Entre otros vamos a hacer referencia a los siguientes. En primer lugar, ¿cuál es el tipo de cambio que permite el canje de monedas? Pues si se toma el

tipo de cambio actual como referencia y/o valor al cual se desea implementar la dolarización en cuestión, la necesidad de convertir todos los pesos en circulación implica un cierto tipo de cambio nominal. Ahora bien, si la conversión contempla todos los agregados monetarios (M3, por ejemplo) como los pasivos en pesos del propio Banco Central (las famosas LELIQs, entre otras), en este caso la dolarización arrojaría un tipo de cambio nominal más amplio que el actual. Si se desea el primer valor pues se debería contar con dólares adicionales a los contemplados en las Reservas Internacionales de libre disponibilidad. En este caso se debería tramitar un préstamo con la Reserva Federal o el propio Tesoro de los Estados Unidos, situación que agravaría los niveles de endeudamiento del país, haciendo ya más insostenibles los niveles actuales (si se piensa que para el 2019 la ratio deuda/PBI alcance un nivel del 86%, la compra de dólares subiría ese nivel a más del 110%).

Como antes expusimos, si este último nivel de endeudamiento para convertir todos los pasivos monetarios no es factible, la paridad nominal estaría muy por encima del valor actual, en niveles cercanos o superiores a \$100 por dólar, según diferentes estimaciones que se pueden hacer al respecto. Esto último agravaría las condiciones de entrada al nuevo contexto, con un PIB global menor y, en consecuencia, un PIB per cápita muy por debajo de los U\$S 7.000 actuales, agravando la ratio deuda/PIB antes expuesto y convirtiendo en impagable el stock de deuda del país, junto con un agravamiento del cuadro de estanflación en marcha por la subida que se produciría en las tasas de interés domésticas ante un recrudescimiento de la prima por riesgo país.

La *licuación* de variables reales a que expone la situación antes descrita implicaría recesión inicial adicional a la preexistente, sólo reversible vía la recuperación en los niveles de actividad que tendrían los sectores exportadores y/o de sustitución de importaciones a los que, a mediano plazo y por efecto derrame, se le sumarían los sectores de no mercado. A su vez, la implementación de este esquema requeriría de un fuerte consenso político que facilitase su instrumentación, al mismo tiempo que generar esquemas de contención ante el rechazo que el mismo recibiría. Sólo si tal apoyo es lo suficientemente fuerte y creíble y se manifiesta en la instrumentación de las sucesivas instancias institucionales que le brindaran soporte, legalidad y constitucionalidad al esquema, es posible pensar que el mismo genere estímulos a la inversión real que acelere los tiempos de la recuperación económica desde el bajo punto de partida.

En segundo lugar, ¿qué pasaría con el déficit fiscal? Se supone que el actual plan de déficit cero continuará, relajando la necesidad de

alcanzar mejor una situación de superávit primario que hoy se contempla como inevitable para el año 2020 y venideros si se desea ingresar en un camino de sostenibilidad en el pago de la deuda actual. Esto impone, en el marco de la presente situación tributaria del país, sí la necesidad de rediscutir el esquema de recolección de impuestos, su distribución intra e intersectorial –que estimule la actividad económica al mismo tiempo que se brindan incentivos al blanqueamiento de la economía. Esto se debería enmarcar tanto en principios tributarios de mayor equidad horizontal y vertical como en un rediseño del sistema de coparticipación de la recaudación tributaria entre la Nación, las provincias y los municipios, así como del sistema previsional que hoy parece lucir insostenible y no financiable. En ese marco, el equilibrio fiscal interestatal es la clave para la sustentabilidad de este esquema, ya que no se dispondrá, en el nuevo contexto de la alteración cambiaria como elemento de la licuación del peso del desequilibrio fiscal en términos de la propia actividad económica. Logrado esto, el efecto concomitante es la reducción de la prima de riesgo país y, con ella, la baja de tasas de interés, el aumento de la inversión y la generación de mayores oportunidades para el aumento de la productividad intrasectorial.

Por otro lado, debemos plantearnos cómo operaría el esquema cuando acontece un shock externo en un contexto que no tiene a la devaluación como mecanismo amortiguador. En este caso, una reducción de la demanda agregada implicaría precios a la baja vía renegociación de las variables nominales como el salario, las tasas de rentabilidad empresarial, las tarifas de servicios públicos, los precios de los bienes no comercializables, etc., que antes se producían sin demora cuando se devaluaba la moneda local. Si esto no acontece, la economía acomoda por menor nivel de actividad y empleo, con lo cual sería necesario dotar de mecanismos de negociación salarial, entre otros, más flexibles para lograr ahora lo que con la corrección cambiaria al alza antes se producía, acotando el costo social del shock recibido. Surgen cuestiones de difícil respuesta, tales como si ello sería factible en un país como Argentina que tiene fuertes mecanismos de defensa multi-corporativos o de cómo afectaría esta situación al equilibrio fiscal en un contexto de alta rigidez en las variables nominales que están detrás de la propia actividad pública.

Por último, un tema de importancia no menor es cómo se instrumentaría la disponibilidad de un prestamista de última instancia para el sistema bancario argentino ante una amenaza de devaluación. En este caso sería necesario acordar un esquema de rescate con la propia Reserva Federal de los Estados Unidos cuando los niveles

relativos del sistema alcanzaran situaciones de estrés, así como también la contratación de seguros o programas de rescate con instituciones privadas, contexto que implicaría costos adicionales de intermediación bancaria y que podrían ser resistidos por los propios bancos locales. Ello hace surgir una nueva pregunta de la que no sabemos la respuesta: ¿Estaría la Reserva Federal dispuesta a asumir dicho rol?

4. ALGUNAS EXPERIENCIAS REGIONALES: LOS CASOS DE ECUADOR Y EL SALVADOR

Estos dos casos no son enteramente aplicables a Argentina, pero permiten observarlos como experiencias de "laboratorio" para extraer algunas lecciones empíricas importantes que ayuden a guiar el debate político argentino. Es preciso referir que nuestro análisis de largo plazo va a ser sintético, sin considerar situaciones de tensión en el corto plazo. Al mismo tiempo, no vamos a contemplar el impacto de la crisis financiera internacional del año 2008 sobre sendos sistemas bancarios domésticos, aspecto que conducirán un desarrollo similar al presente pero en una fecha posterior.

El 9 de Enero del año 2000 **Ecuador** abandona su moneda nacional, el sucre, para "dolarizarse"; es decir, adoptar oficialmente al dólar debido a la gran crisis económica derivada de una inflación galopante que sufrió en la década de los años '90. Dicho proceso se enmarcaba en un clima de creciente inestabilidad política, relaciones conflictivas con **Perú** y un importante déficit fiscal y/o deuda pública, a lo que hay que agregar un sistema bancario descapitalizado, que en el marco de la crisis reinante, condujo al cierre de numerosas entidades, con salida de capitales y un agudo proceso de reajuste en su cuenta corriente, con el impacto recesivo que dicho proceso generaba.

Desde el reemplazo del sucre, la economía de Ecuador ha crecido en los casi veinte años siguientes a una tasa positiva pero decreciente. Ello permite ver que tras la implementación de la dolarización su impacto inicial fue positivo aunque a largo plazo la misma, al estar fuertemente vinculada con los términos de intercambio relativos a sus principales productos de exportación (petróleo y bienes agrícolas), muestra un estancamiento tanto en términos absolutos como per cápita. Sí es muy evidente el impacto que el nuevo esquema ha tenido en materia de inflación, observándose una brusca desaceleración inicial para ubicarse luego en niveles en torno al 3% anual a partir del año 2004, con algún

sobresalto tras la crisis financiera internacional del 2008, aunque retornando a su tendencia de largo plazo un año después.

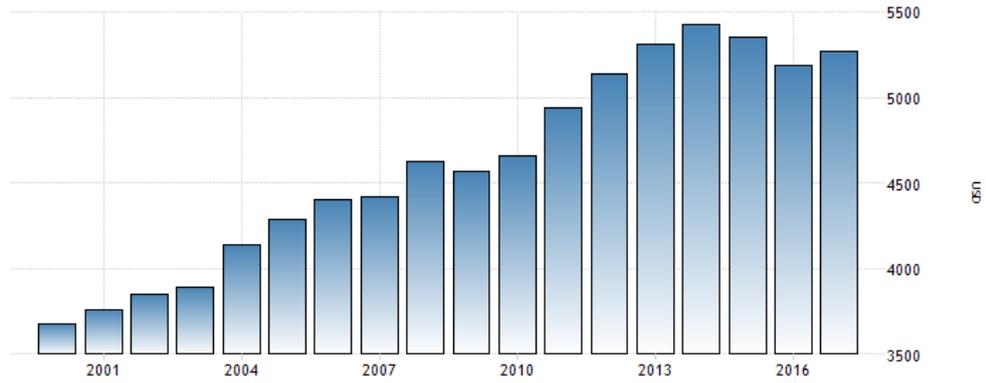
La crisis del 2008 produjo un proceso de reducción de sus términos de intercambio, situación que afectó también al cuadro fiscal del país, con generación de déficit fiscal para el año 2008 y con un agravamiento posterior. Esto se tradujo en niveles crecientes de su deuda pública. Sin embargo, la instauración de la dolarización fue acompañada inicialmente por buenos resultados en materia fiscal, que implicaron superávit primario y reducción de la deuda en términos del PIB, situación que luego se revierte, agravándose hasta la actualidad aunque con cierto comportamiento a su reducción en los últimos años (ver gráficos 8 a 16 para comprobar la evolución en estos 4 lustros de las principales variables económicas en el caso de la economía ecuatoriana).

GRÁFICO 8
Tasa Anual de Crecimiento del PBI, Ecuador
-Período 1/2000-2019-



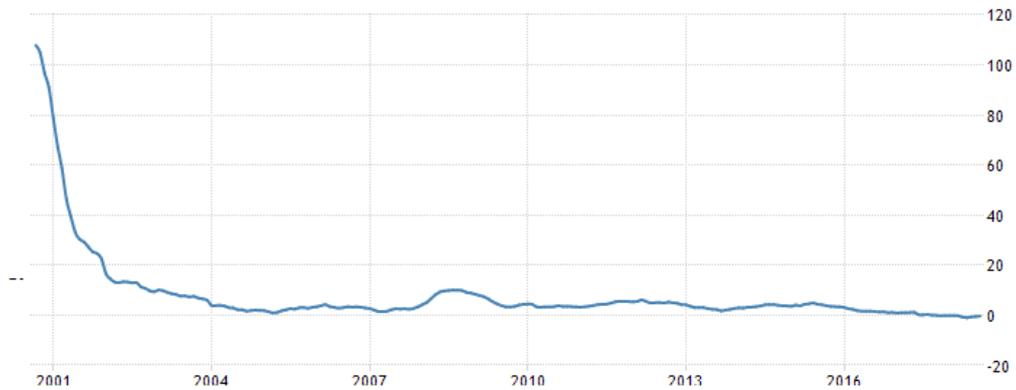
Fuente: Tradingeconomics.com y Banco Central de Ecuador

GRÁFICO 9
PBI per cápita, Ecuador
-Período 2000-2017-



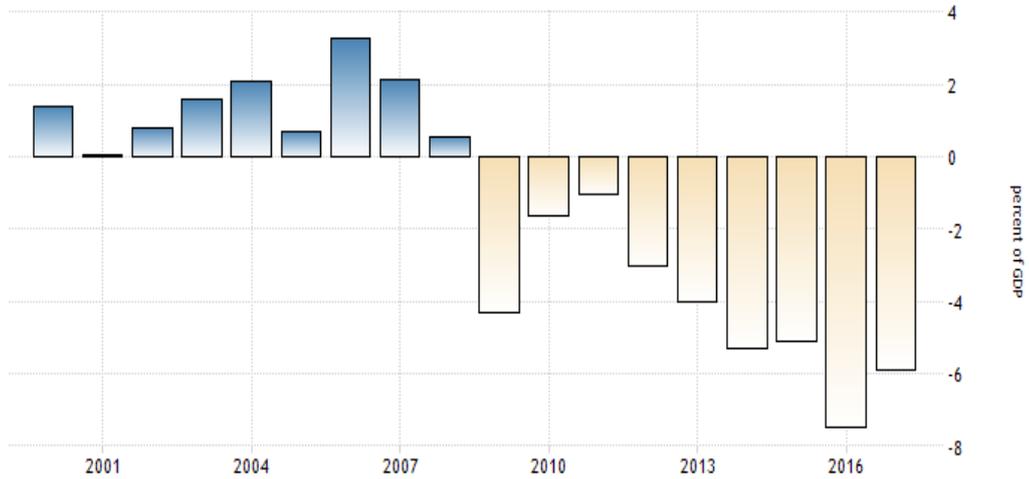
Fuente: Tradingeconomics.com y Banco Mundial

GRÁFICO 10
Tasa de Inflación, Ecuador
-Período 2000-2018-



Fuente: Tradingeconomics.com e INEC

GRÁFICO 11
Resultado Fiscal, Ecuador (en % del PIB)
-Período 2000-2017-



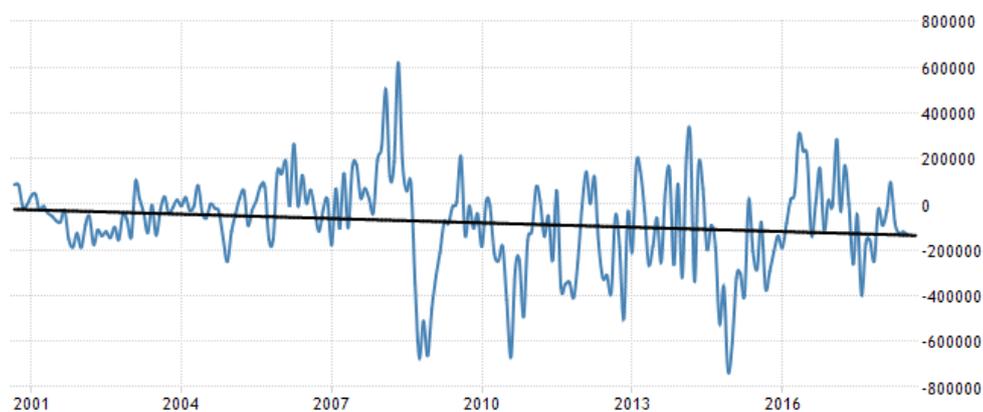
SOURCE: TRADINGECONOMICS.COM | MINISTRY OF FINANCE, ECUADOR.

GRÁFICO 12
Deuda Pública, Ecuador (en % del PBI)
-Período 2000-2017-



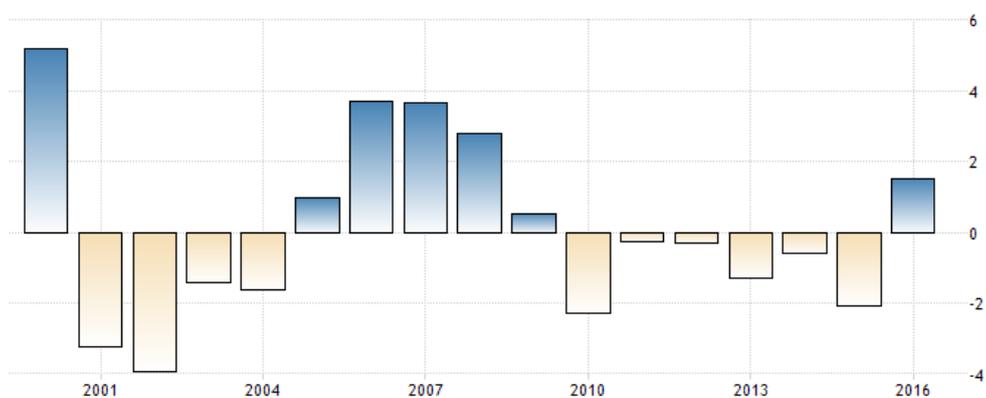
Fuente: Tradingeconomics.com y Ministerio de Finanzas

GRÁFICO 13
Balanza Comercial, Ecuador (en millones de U\$S)
-Período 2000-2018-



Fuente: Tradingeconomics.com y Banco Central

GRÁFICO 14
Cuenta Corriente, Ecuador (en % del PBI)
-Período 2000-2016-



Fuente: Tradingeconomics.com y Banco Central

GRÁFICO 15
Tasas de Interés, Ecuador y Estados Unidos
-Período 2000-2019-

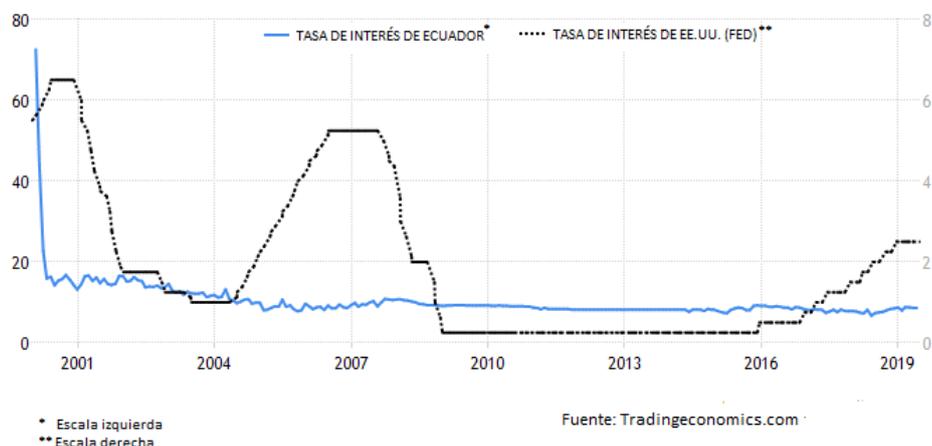
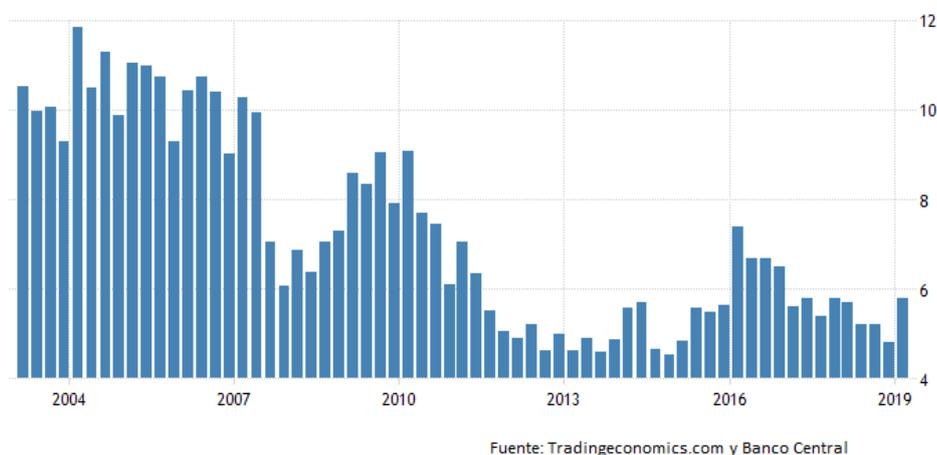


GRÁFICO 16
Tasa de Desempleo, Ecuador (en % de PEA)
-Período 2000-2019-



El empeoramiento en las condiciones macroeconómicas y fiscales tras la crisis tuvo impacto en sus cuentas externas, en particular, en la balanza comercial, con tendencia al equilibrio a largo plazo y muy dependiente de sus términos de intercambio. Esto hizo que el saldo de su cuenta externa esté fuertemente correlacionado con los mismos, mostrando valores positivos en la actualidad. Por último, la mejora inicial del cuadro económico permitió contrarrestar la subida de la tasa de interés americana, situación que se revierte en los últimos años producto del

agravamiento del cuadro fiscal y el endeudamiento creciente, aunque todavía bajo en términos del PIB.

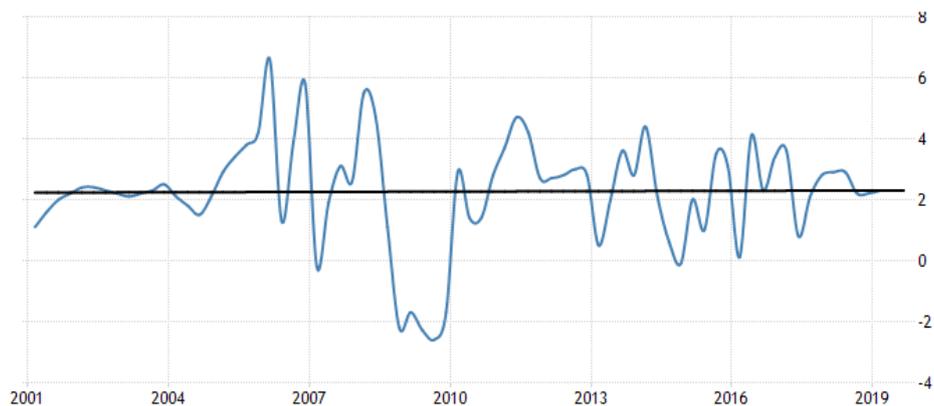
De lo examinado para Ecuador se demuestra que la dolarización necesita de dólares para dar liquidez al circuito económico, vía exportaciones, y/o ingreso de capitales para financiar inversiones. Cuando dicho flujo se corta, la economía debe acomodarse al nuevo contexto vía reducciones en los niveles de las variables nominales para que la actividad no caiga y, por ende, los precios relativos generen los incentivos adecuados para reproducir el ciclo de crecimiento a futuro. Por consiguiente, cuantas más restricciones haya al esquema de reacomodamiento expuesto más costoso resulta el traslado a los niveles de actividad, y consecuentemente afectará a las variables fiscales que, como centro del análisis, es lo que motivaba la dolarización de mantener bajo control.

La experiencia en Ecuador muestra, por otro lado, que el funcionamiento del esquema ha permitido la estabilización del poder adquisitivo de los salarios -aunque los mismos, en términos reales aún son bajos- y el aumento de la inversión privada, indudablemente impulsado por la disminución de incertidumbre sobre los precios y las políticas financieras. Sin embargo, ambos aspectos no han podido aumentar la tasa de crecimiento del PIB. Y en esto tiene incidencia el hecho que la dolarización implica que la política monetaria interna, elementos centrales para contrarrestar shocks externos negativos, no esté disponible. Sin moneda propia, la reacción sería bajar la tasa de interés al mismo tiempo que esto produce una depreciación de la moneda doméstica, con claros efectos reactivadores. Así, los ajustes a las desalineaciones del valor de la moneda se absorben necesariamente a través de la actividad doméstica y el empleo, ya que, sin la opción de la depreciación de la moneda, la competitividad solo se puede restaurar a través de mejoras en la productividad y la consecuente reducción de precios. Esto es factible de ser logrado cuando se tiene en cuenta la evolución de la tasa de desempleo, con un fuerte comportamiento cíclico, pero con una tendencia decreciente a largo plazo, ubicándose en la actualidad en torno al 6% de la población económicamente activa del país.

En el caso de El Salvador, este país adoptó el dólar americano como su moneda el 1 de enero de 2001, abandonando así al colón. En forma consistente con otras experiencias, el resultado de dicho esquema fue una baja en la tasa de inflación, aunque acompañada de un bajo crecimiento de la economía, a pesar de la caída de la tasa doméstica de

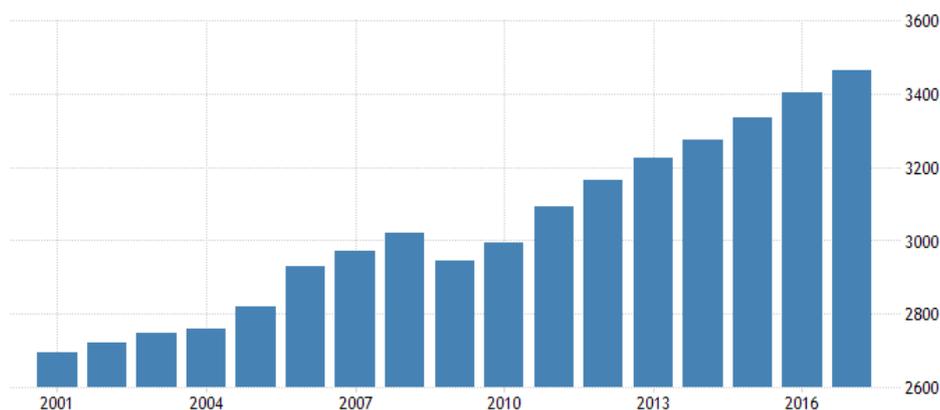
interés y del mantenimiento de los déficits fiscales y en cuenta corriente, como puede observarse en los gráficos 17 al 25.

GRÁFICO 17
Tasa Anual de Crecimiento del PIB, El Salvador
-Período 2001-2019-



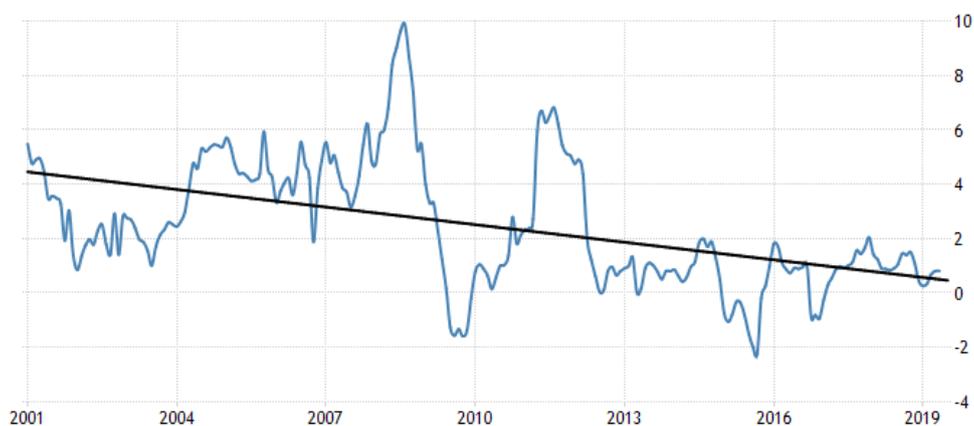
Fuente: Tradingeconomics.com y Banco Central

GRÁFICO 18
PIB per cápita, El Salvador
-Período 2001-2019-



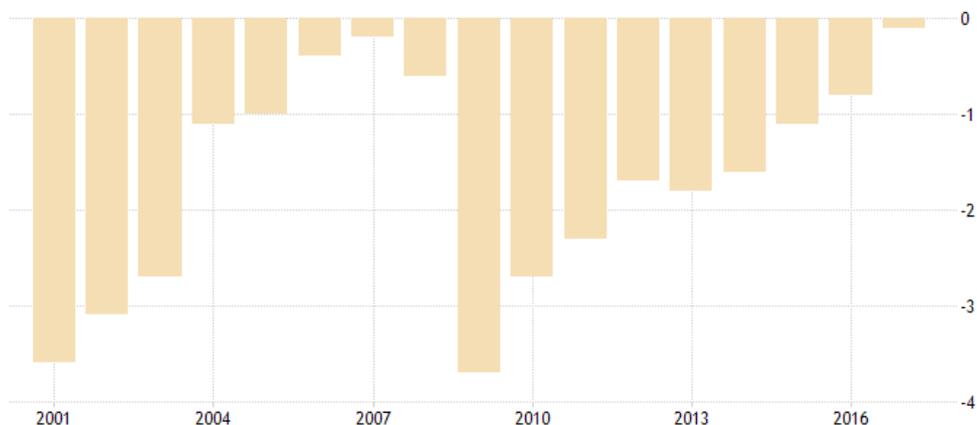
Fuente: Tradingeconomics.com y Banco Mundial

GRÁFICO 19
Tasa de Inflación, El Salvador
-Período 2001-2019-



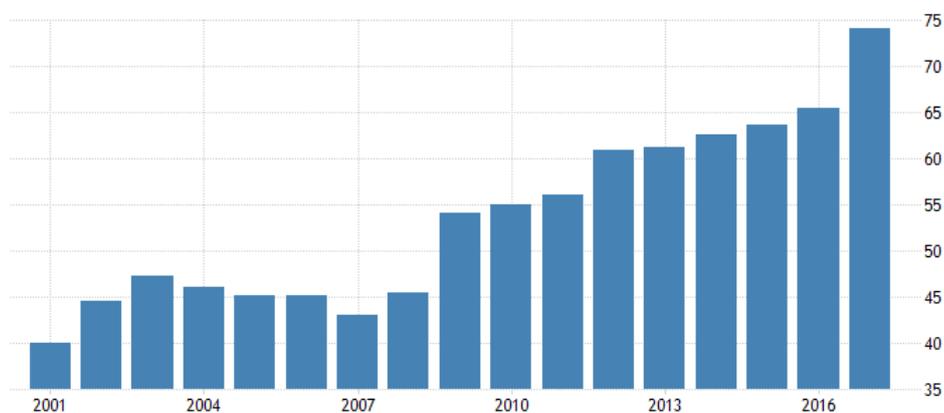
Fuente: Tradingeconomics.com y Dirección General de Estadísticas y Censos

GRÁFICO 20
Déficit Fiscal, El Salvador (en % del PIB)
-Período 2001-2017-



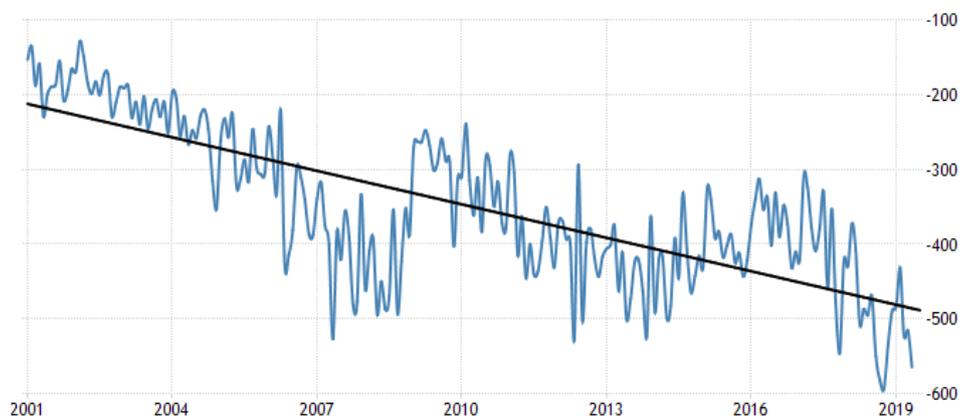
Fuente: Tradingeconomics.com y Banco Central

GRÁFICO 21
Deuda Pública, El Salvador (en % del PIB)
-Período 2001-2017-



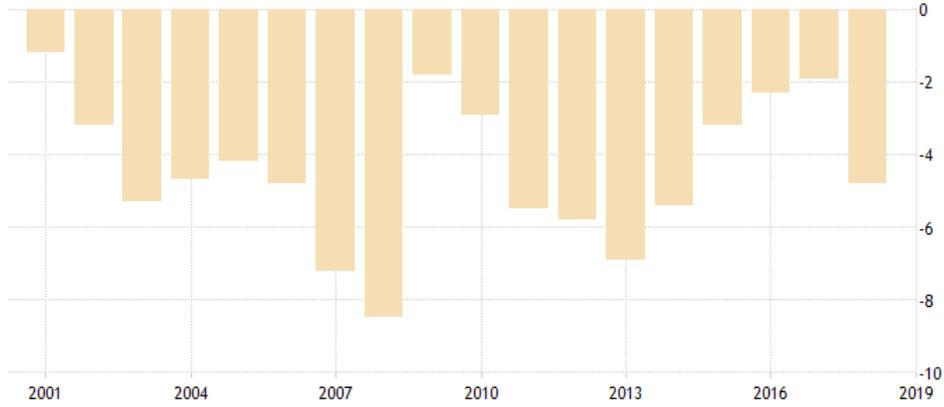
Fuente: Tradingeconomics.com y Consejo Monetario Centroamericano

GRÁFICO 22
Balanza Comercial, El Salvador (en millones de U\$S)
-Período 2001-2019-



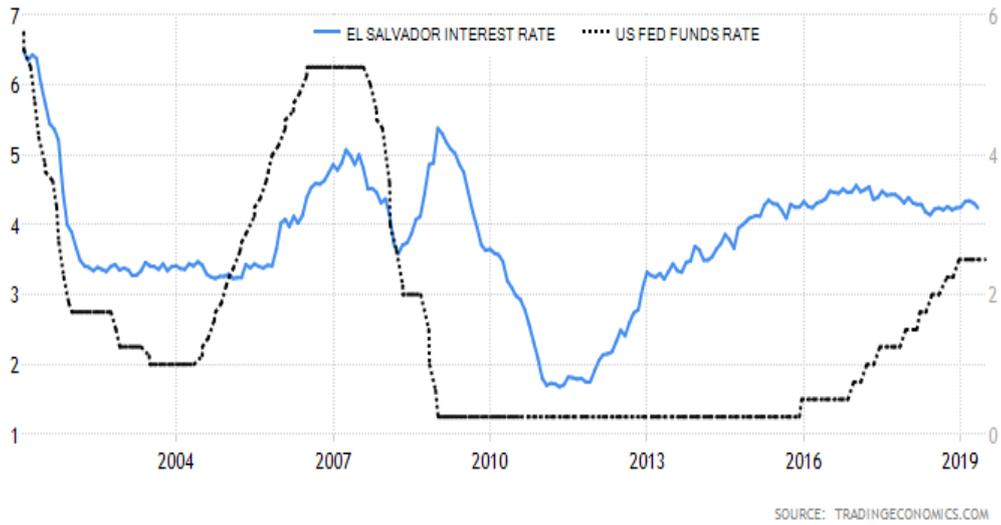
Fuente: Tradingeconomics.com y Banco Central

GRÁFICO 23
Balanza por Cuenta Corriente, El Salvador (en % del PBI)
-Período 2001-2019-



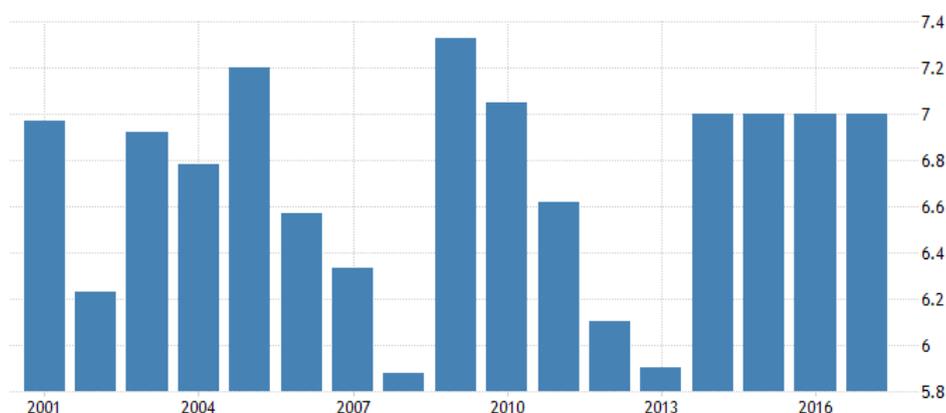
Fuente: Tradingeconomics.com y Consejo Monetario Centroamericano

GRÁFICO 24
Tasas de Interés, Ecuador y Estados Unidos
-Período 2001-2019-



SOURCE: TRADINGECONOMICS.COM

GRÁFICO 25
Tasa de Desempleo, El Salvador (en % de PEA)
-Período 2001-2019-



Fuente: Tradingeconomics.com y Dirección General de Estadísticas y Censos

Los resultados de la dolarización en El Salvador son bastante claros cuando se les compara con los de Ecuador: el nuevo esquema no logró aumentar la tasa de crecimiento del PIB doméstico, que se situó en torno al 2% anual; con un mantenimiento de la tasa de desempleo en niveles cercanos al 6% promedio y con fuerte comportamiento cíclico. El impacto sobre la tasa de inflación, por otro lado, ha sido más moderado en el tiempo, solamente convergiendo en la actualidad a niveles mundiales. Sí resulta evidente que el déficit fiscal no ha sido superado, aunque ha mostrado volatilidad, pero siempre en valores negativos, mientras que la deuda pública no ha dejado de crecer. Lo expuesto se correlaciona con un déficit comercial creciente y por cuenta corriente fluctuante, pero ubicado en torno al 2% promedio, en términos del PIB. Por último, es más claro para este país la convergencia financiera, situación que se evidencia en la tasa doméstica de interés, más próxima a la de los Estados Unidos, que en el caso de Ecuador.

5. CONCLUSIONES

Las experiencias de Ecuador y El Salvador muestran gran variabilidad de resultados, pero evidencian que la dolarización no resuelve los problemas estructurales de una economía más allá de considerar que, según el caso, puede acotar la inestabilidad de los mismos. En particular, no resuelve cómo aumentar la competitividad

doméstica la que, al eliminarse la corrección cambiaria, comienza a descansar sólo en el aumento de la productividad vía mayores inversiones para, de ese modo, aumentar la tasa de crecimiento del producto. Debe quedar claro como apuntamos previamente que ambos casos no son aplicables enteramente a Argentina, pero su consideración permite realizar un análisis preliminar de la factibilidad de instaurar un debate acerca de su posible instrumentación en este país.

La idea fuerza que se deriva de nuestro análisis es que el mismo valida la no existencia de un consenso económico y político para instrumentar una dolarización en Argentina. Ni siquiera para plantear un debate meramente especulativo sobre las ventajas o inconvenientes de la misma. Sin embargo, entendemos de interés destacar los siguientes aspectos:

- a) La ausencia de la corrección cambiaria de las variables nominales obliga a generar instrumentos institucionales para la corrección consensuada vía contratos de los niveles preexistentes ante la ocurrencia de shocks externos no anticipados. Esto implicaría generar los incentivos para que tanto cada agente económico como la sociedad en general contrataran coberturas para amortiguar tales situaciones. Esto inicialmente podría ser costoso y generar problemas de riesgo moral si se incumplen, aspectos que acentuarían el impacto inicial de tales shocks.
- b) Cualquiera sea el contexto político que se viva de ahora en adelante, una regla fiscal clara y creíble inter-generacionalmente debería basarse en un equilibrio fiscal permanente y con un techo al endeudamiento en términos de PIB ante el fracaso de su sostenibilidad inter-temporal para compensar el ciclo económico. Su tendencia a la pro-ciclicidad hace necesaria su eliminación por medio de vías legales y constitucionales.
- c) La dolarización no genera *per se* incentivos concretos a la reducción del déficit fiscal si hay financiación disponible. Sí es más clara ahora su contribución al desequilibrio macroeconómico porque la eliminación de la corrección cambiaria no produce inflación que licua el gasto medido en dólares. Desaparece así la ilusión monetaria que se esconde en los niveles de las variables nominales medidas en moneda local. Por tal motivo aparecen entre otras preguntas como: ¿qué incentivos tiene la clase política y dirigente a comprar semejante propuesta que reduce o elimina fuertemente lo que ha sido su modo de generar poder en

los últimos setenta años? ¿se auto-inmolaría en aras de la tan aclamada solvencia fiscal?

- d) Lo antes expuesto pone en la picota el problema central de la economía argentina, basada en un gasto público no financiable a largo plazo que exige determinar qué coberturas de servicios prioritarios mantendrá el Estado; cómo se financiará genuinamente; y, qué límites tiene la construcción del poder electoral del gobernante de turno. Dado este prerrequisito surge la interrogante de qué garantías existen de que algún estamento de la administración nacional, provincial o municipal no emitan pseudo monedas como sucedió al final de la etapa de convertibilidad
- e) Por otro lado, al desaparecer el Banco Central como prestamista de última instancia, las alternativas que se le presentan al país son o una dolarización con el apoyo expreso de la Reserva Federal de Estados Unidos, esto es, que dicha institución financie situaciones de estrés bancario en Argentina; o una dolarización unilateral, que requeriría mayores coberturas y/o contratación de seguros o líneas de créditos contingentes con grandes Bancos Centrales, con los consiguientes costos que esto implica.
- f) La clase política existente en Argentina, por último, no asegura que, cuando las necesidades fiscales apremien, no tenga incentivos a desarmar el esquema, como está pasando con algunas iniciativas en el seno de la Unión Europea. La experiencia de Argentina en su etapa de convertibilidad lo dejó al descubierto cuando en el 2001 se planteó forzosamente la eliminación del déficit fiscal. Si esto es así, cualquier esquema de política económica no resulta implementable por más que con la dolarización se pretenda eliminar la moneda doméstica como medio de asegurar la solvencia fiscal. Por consiguiente, todos los resultados positivos que pueden atribuirse al nuevo esquema no conducirían a un círculo virtuoso de mayor crecimiento con equidad social.

En definitiva, creemos que, por ahora y de no mediar un agravamiento del cuadro actual macroeconómico, una dolarización en Argentina no evita la discusión central que se debe dar la sociedad como un todo: qué Estado necesita el país y cómo se financia sosteniblemente.

7. BIBLIOGRAFÍA

ALESINA, B. Y BARRO, R. (2001): DOLLARIZATION. THE AMERICAN ECONOMIC REVIEW, 91(2).

BAQUERO, M. (2000): COSTOS Y BENEFICIOS DE LA PÉRDIDA DE SEÑORIAJE EN ECUADOR. APUNTES DE ECONOMÍA Nº 11. QUITO: BANCO CENTRAL DEL ECUADOR, DIRECCIÓN GENERAL DE ESTUDIOS.

BERGER, H., JENSEN, H. Y SCHJELDERUP, G. (2001): ¿TO PEG OR NOT TO PEG?: A SIMPLE MODEL OF EXCHANGE RATE REGIME CHOICE IN SMALL ECONOMIES. ECONOMICS LETTERS, 73(2).

CACHANOSKY, J. (1998): DÉFICIT FISCAL Y EQUILIBRIO MONETARIO. [HTTP://WWW.HACER.ORG/PDF/CACHANOSKY03.PDF](http://www.hacer.org/pdf/cachanosky03.pdf).

CACHANOSKY, N. (1998): LA CONVERTIBILIDAD EN ARGENTINA. REVISTA DEL CENTRO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS Y SOCIALES, 40(847), 1-5.

CACHANOSKY, N. Y RAVIER, A. (2014): A PROPOSAL OF MONETARY REFORM FOR ARGENTINA: FLEXIBLE DOLLARIZATION AND FREE BANKING. THE INDEPENDENT REVIEW, 19, 397-426

CALVO, G. Y REINHART. C. (2002): FEAR OF FLOATING. QUARTERLY JOURNAL OF ECONOMICS, 117(2).

DE LA TORRE, A., LEVY-YEYATI, E., SCHMUKLER, S., ADES, A. Y KAMINSKY, G. (2003): LIVING AND DYING WITH HARD PEGS: THE RISE AND FALL OF ARGENTINA'S CURRENCY BOARD. ECONOMIA, 3(2).

DORNBUSCH, R. (2001): FEWER MONIES, BETTER MONIES. AMERICAN ECONOMIC REVIEW, 91(2),

EDWARDS, S. Y MAGENDZO, I. (2003): DOLLARIZATION AND ECONOMIC PERFORMANCE: WHAT DO WE REALLY KNOW? INTERNATIONAL JOURNAL OF FINANCE AND ECONOMICS, 8.

FISCHER, S. (2001): EXCHANGE RATE REGIMES: ¿IS THE BIPOLAR VIEW CORRECT? FINANCE AND DEVELOPMENT, 38

HANKE, S. (2014): MEASURING MISERY AROUND THE WORLD. CATO INSTITUTE.

HANKE, S. Y SCHULER, K. (1993): CURRENCY BOARDS AND CURRENCY CONVERTIBILITY. CATO JOURNAL, 12(3), 687-727.

JAMESON, K. (2003): DOLLARIZATION IN LATIN AMERICA: WAVE OF THE FUTURE OR FLIGHT TO THE PAST? JOURNAL OF ECONOMIC, 37.

LEVY-YEYATI, E. Y STURZENEGGER, F. (2003). DOLLARIZATION. Mimeo.

MINDA, A. (2005): FULL DOLLARIZATION: ¿A LAST RESORT SOLUTION TO FINANCIAL INSTABILITY IN EMERGING COUNTRIES? THE EUROPEAN JOURNAL OF DEVELOPMENT RESEARCH, 17(2),

REINHART, C. Y ROGOFF, K. (2014): RECOVERY FROM FINANCIAL CRISES: EVIDENCE FROM 100 EPISODES. AMERICAN ECONOMIC REVIEW, 104(5), 50-55.

ROSE, A. (2000): ONE MONEY, ONE MARKET: ESTIMATING THE EFFECT OF COMMON CURRENCIES ON TRADE. ECONOMIC POLICY, 15(30).

SOTO, R. (2009): DOLLARIZATION, ECONOMIC GROWTH, AND EMPLOYMENT. ECONOMICS LETTERS, 105.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

La serie Documentos de Trabajo que edita el Instituto Universitario de Análisis Económico y Social (IAES), incluye avances y resultados de los trabajos de investigación realizados como parte de los programas y proyectos del Instituto y por colaboradores del mismo.

Los Documentos de Trabajo se encuentran disponibles en internet

<http://ideas.repec.org/s/uae/wpaper.html>

ISSN: 2172-7856

ÚLTIMOS DOCUMENTOS PUBLICADOS

WP-02/19 LA PRESIÓN SOCIAL EN LAS DECISIONES DE CONSUMO DE TECNOLOGÍA DE LOS JÓVENES UNIVERSITARIOS: ¿'NUDGING' O 'BIG PUSH'?

Sergio A. Berumen

WP-03/19 LA (DES)POLÍTICA ECONÓMICA DE MACRI: NUEVO CICLO "DE ILUSIÓN Y DESENCANTO" A LO LARGO DE LOS ÚLTIMOS CUARENTA AÑOS

Flavio Buchieri y Tomás Mancha Navarro

WP-04/19 EL SISTEMA FINANCIERO DIGITAL: LOS NUEVOS AGENTES

Atanas S. Angelov

WP-05/19 EL SISTEMA BANCARIO EN ESPAÑA: EVOLUCIÓN RECIENTE, SITUACIÓN ACTUAL, Y PROBLEMAS Y RETOS PLANTEADOS

José M. Domínguez Martínez

WP-06/19 BREXIT: PANORÁMICA ACTUAL E INFLUENCIA SOBRE EL TURISMO EN ESPAÑA

Begoña Correas Olmedilla y Francisco del Olmo García



Facultad de Económicas, Empresariales y Turismo
Plaza de la Victoria, 2. 28802. Alcalá de Henares. Madrid - Telf. (34)918855225
Fax (34)918855211 Email: iaes@uah.es www.iaes.es

INSTITUTO UNIVERSITARIO DE ANÁLISIS ECONÓMICO Y SOCIAL

DIRECTOR

Dr. D. Tomás Mancha Navarro

Catedrático de Economía Aplicada, Universidad de Alcalá

DIRECTOR FUNDADOR

Dr. D. Juan R. Cuadrado Roura

Catedrático de Economía Aplicada, Universidad de Alcalá

SUBDIRECTORA

Dra. Dña. María Teresa Gallo Rivera

Profesor Interino Titular Universidad, Universidad de Alcalá

AREAS DE INVESTIGACIÓN

ANÁLISIS TERRITORIAL Y URBANO

Dr. D. Rubén Garrido Yserte

Profesor Titular de Universidad
Universidad de Alcalá

ECONOMÍA LABORAL

ACTIVIDAD EMPRENDEDORA Y PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA

Dr. D. Antonio García Tabuenca

Profesor Titular de Universidad
Universidad de Alcalá

SERVICIOS E INNOVACIÓN

Dr. D. Andrés Maroto Sánchez

Profesor Contratado Doctor
Universidad Autónoma de Madrid

RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA

Dra. Dña. Elena Mañas Alcón

Profesora Titular de Universidad, Universidad de Alcalá