

# Tres ensayos sobre las causas y las consecuencias de la dolarización en Argentina<sup>1</sup>

## *Three essays on causes and outcomes of the Argentinian dollarization*

Santiago Graña-Colella<sup>a</sup>, Matías Vernengo<sup>b</sup> y Florencia Medici<sup>c</sup>

<sup>a</sup>. Grupo de Investigación Análisis Industrial. FCEyS-UNMDP

<sup>b</sup>. Bucknell University

<sup>c</sup>. Observatorio Metropolitano de Economía y Trabajo. UNM-CONICET

✉ santigrana95@mdp.edu.ar

## Resumen

En el presente trabajo, se presenta un primer planteamiento del proyecto de tesis de doctorado a realizarse en la Universidad Nacional de San Martín. El mismo consta de la realización de tres artículos académicos cuya temática central va a ser la dolarización y su vínculo con la estanflación en Argentina. En el primer artículo se analizarán el orden de causalidad de las variables bajo estudio en base al caso argentino. Este producto será utilizado para realizar un modelo post-keynesiano y, finalmente, en base a los artículos previos, se realizará un estudio comparativo entre distintos países de la región.

**Palabras clave:** dolarización, estanflación, Argentina, América Latina.

## Abstract

*This paper presents a first draft of a doctoral thesis project to be carried out at the Universidad Nacional de San Martín. It consists of three academic papers whose central theme will be dollarization and its link with stagflation in*

---

<sup>1</sup> Planteo preliminar del proyecto de tesis para acceder al grado de Doctor en Economía Política (UNSM) de Santiago Graña-Colella, bajo la dirección de Matías Vernengo y la codirección de Florencia Medici.

*Argentina. The first paper will analyse the order of causality of the variables under study based on the Argentinean case. This output will be used to make a post-keynesian model in the second paper. Finally, based on the previous papers, a comparative study will be carried out among different countries in the region.*

**Keywords:** *dollarization, stagnation, Argentina, Latin America.*

## **1. Introducción**

Desde la salida de la convertibilidad en 2002 Argentina ha presentado un régimen macroeconómico particular que la diferencia de otros países de la región. Entre 2003 y 2019 la región ha experimentado niveles de crecimiento económico significativos y niveles inflacionarios relativamente bajos. Asimismo, estos países se han caracterizado por mantener tipos de cambio estables y por ser capaces de acumular reservas. A diferencia, en el caso argentino el tipo de cambio adquirió una tendencia alcista, derivando en incrementos de la inflación en todo el periodo y en estancamiento del producto a partir de 2011. Si bien existen múltiples posibles explicaciones de estas diferencias entre Argentina y sus vecinos, la presente tesis doctoral se enfocará en un aspecto particular que diferencian a estos países: la dolarización. Más precisamente, el objetivo general de la misma será determinar las causas y consecuencias de este fenómeno siguiendo el enfoque post-keynesiano-estructuralista, así como su rol en los diferentes desempeños económicos de países de la región.

Uno de los principales canales por los cuales la dolarización puede afectar el desempeño económico de un país es a través de su efecto en el tipo de cambio. En particular, la dolarización es uno de los causantes de la tendencia

alcista del tipo de cambio<sup>2</sup>, el cual a su vez es el principal determinante de la inflación argentina (Zack, Montané y Kulfas, 2018). En última instancia, la inflación tiene un efecto negativo sobre el crecimiento dado el efecto distributivo que genera (Diamand, 1972). Esta relación entre dolarización y el tipo de cambio, si bien fue estudiado empíricamente, aún no fue formalizado en un modelo post-keynesianos. Asimismo, en cuanto a las causas de la dolarización, recientemente ha surgido un debate en medios periodísticos dividiendo entre autores que consideran a la emisión monetaria como principal causante de la SD (Scaletta, 2022) o autores que consideran a las bajas tasas de interés respecto al retorno de activos denominados en dólares como principal causante del alto grado de dolarización argentino (Amico Vernengo y Serrano, 2022). Sin embargo, esta discusión tampoco ha sido aún formalizada. De forma diferente, el enfoque económico convencional tiene un gran desarrollo formal y empírico sobre las causas y consecuencias de la dolarización, aunque con un especial foco en la sustitución de divisas. Este término refiere a la sustitución de la función de medio de cambio de la moneda doméstica por una extranjera, siendo la dolarización un proceso más amplio donde se pierden el resto de las funciones del dinero. En particular, se considera los altos niveles inflacionarios (Calvo y Végh Gramont, 1992; Rojas-Suarez, 1992; Kumamoto, 2014), las expectativas de depreciación altas (Rojas-Suarez, 1992) y el grado de apertura financiera (Calvo y Végh Gramont, 1992) como principales causantes. Asimismo, la principal consecuencia asociada a este fenómeno desde el enfoque ortodoxo es el incremento de la volatilidad del tipo de cambio (Ackay, et al. 1999).

Dado la vacante teórica de este fenómeno en el enfoque post-keynesiano y estructuralista, el primer ensayo se enfocará en determinar desde un punto de vista teórico el orden de causalidad entre la dolarización y otras variables macroeconómicas. En cuanto al segundo artículo, este buscará formalizar

---

<sup>2</sup> Esto fue estudiado en la tesis de Maestría de la cual se deriva este doctorado (Graña-Colella, 2021). Esto contradice a la teoría económica tradicional que plantea que la SD sólo debería afectar a la volatilidad del tipo de cambio (Ackay, Alper y Karasulu, 1999).

hallazgos del primero en un modelo siguiendo los preceptos del enfoque estructuralista y post-keynesiano. Por último, en el tercer artículo del doctorado se ahondará en la temática de la dolarización, a través de un análisis comparativo con países de la región. En este caso se estudiará la evolución del desempeño macroeconómico de los mismos en la última década, siguiendo las propuestas de distintos enfoques heterodoxos.

## **2. Antecedentes**

### **2.1. Dolarización**

La dolarización de una economía es entendida por la corriente principal de pensamiento económico un proceso en el cual la moneda pierde todas sus funciones en detrimento de una moneda extranjera (Calvo y Végh Gramont, 1992). En particular, la mayoría de los estudios de esta corriente se enfocan en la sustitución de divisas, donde la moneda pierde su función de medio de pago. Según este enfoque, este fenómeno es generado por diversos factores como la presencia de niveles inflacionarios altos (Calvo y Végh Gramont, 1992; Rojas-Suarez, 1992; Kumamoto, 2014), expectativas de depreciación elevadas (Rojas-Suarez, 1992) y por el grado de apertura financiera (Calvo y Végh Gramont, 1992). En cuanto a las consecuencias de la sustitución de divisas, se entiende a este fenómeno como un factor que afecta positivamente a la elasticidad precio de la demanda de dinero (Rojas-Suarez, 1992). Es decir, que ante un aumento de la inflación los agentes demandaran menos dinero doméstico lo cual, dado el carácter monetarista de estos modelos, retroalimenta la inflación (Rojas-Suarez, 1992). En este sentido, la sustitución de divisas es un mecanismo propagador de la inflación, siendo la causa fundamental de la misma los desbalances fiscales (Rojas-Suarez, 1992). Asimismo, siguiendo la PPA, aumentos en los diferenciales de inflación llevarán a variaciones del

crecimiento del tipo de cambio (Ackay et al., 1999). Dado que la sustitución de divisas implica que los agentes económicos cambian más rápidamente moneda doméstica por moneda extranjera, este fenómeno genera aumentos en la volatilidad del tipo de cambio.

En cuanto al enfoque post-keynesiano, no existe una definición clara de a que se refiere con sustitución de divisas o dolarización. En particular, por lo general se emplea el segundo término sin realizar ninguna especificación respecto a las funciones del dinero que perdió la moneda doméstica, como si sucede en la corriente principal de pensamiento económico. Asimismo, tampoco existe un estudio en profundidad de las causas y consecuencias de estos fenómenos. Sin embargo, algunas conclusiones pueden ser obtenidas a través del análisis de literatura post-keynesiana. En primer lugar, la MMT diferencia entre monedas soberanas y monedas no soberanas. En particular, una moneda es soberana si el estado la establece como tal, cobra impuestos en esa moneda y no implementa un tipo de cambio fijo totalmente estricto (por ejemplo, convertibilidad) (Wray, 2015). En este sentido, a pesar de presentar un cierto grado de dolarización, el peso sería considerado una moneda soberana y, por tanto, el estado podría aplicar la política monetaria que le parezca pertinente sin ningún tipo de restricción. Sin embargo, Scaletta (2022) un estado con dolarización como el argentino no puede aplicar una expansión monetaria elevada ya que esta fomenta la demanda de dólares. Para otros autores como Amico et al. (2022), la emisión monetaria no es el problema, sino que el mismo son los bajos diferenciales de tasa de interés que hace más rentables poseer activos en dólares en peso. En todo caso, el límite para la expansión monetaria sería impulsar al ingreso hasta un punto el cual choque con la restricción externa (Vernengo y Pérez Caldentey, 2020).

Por otro lado, el enfoque post-keynesiano plantea la existencia de una jerarquía de divisas donde las monedas se sitúan en base a su prima de liquides, la cual a su vez está definida por la habilidad de la moneda de cumplir las funciones de dinero a nivel internacional (Andrade y Prates, 2013;

Kaltenbrunner, 2015; De Paula et al., 2017; Fritz et al., 2018). En este sentido, el peso se ubicaría en niveles bajos de esta jerarquía, mientras que el dólar se ubicaría en la posición más alta. Partiendo de esta base, la pérdida de funciones del dinero por parte de la moneda doméstica podría ser entendida como un factor que afecte negativamente en la posición de la jerarquía. Asimismo, los países en posiciones bajas de la jerarquía de monedas son más sensibles a fugas de capitales ante shocks externos, llevando a una mayor volatilidad de tipo de cambio (Andrade y Prates, 2013; Kaltenbrunner, 2015). En este sentido, si la dolarización afecta negativamente a la posición de la jerarquía de divisas, es de esperar que genere una mayor volatilidad del tipo de cambio. En este sentido, desde este enfoque se llega a una conclusión similar a la del enfoque ortodoxo, la dolarización genera volatilidad del tipo de cambio, lo cual ha sido corroborado empíricamente por Kumamoto y Kumamoto (2014) para el caso argentino. Por otro lado, la dolarización también afecta a la determinación del tipo de cambio ya que esta implica una demanda de dólares adicional en el contexto de un proceso de crecimiento restringido por balanza de pagos.

## **2.2. Estudio regional comparativo**

Existen distintos enfoques heterodoxos que se pueden utilizar para realizar un análisis regional. En particular, si se quiere analizar países latinoamericanos un primer candidato es el enfoque estructuralista latinoamericano. El mismo surgió en el seno de la Comisión Económica para América Latina (CEPAL) a comienzo del siglo XX y se caracteriza por realizar análisis comparativos de diversa índole. En particular, se destacan estudios sobre diferencias entre países centrales y periféricos, donde los primeros se caracterizan por presentar abundancia de capital y estar especializados en la producción de bienes de capital, mientras que los países periféricos presentan abundancia de trabajo y se especializan en la producción de bienes industriales (Rodríguez, 1977).

Asimismo, los sectores agrícolas exportadores de la periferia presentan una alta productividad y conviven con sectores industriales de baja productividad (Rodríguez, 1977). En consecuencia, estos países muestran una estructura económica poco diversificada con alta heterogeneidad de productividad, mientras que en el centro, que es donde se desarrolla la técnica dominante, se observa una estructura diversificada con productividad homogénea (Pinto, 1976). Por otro lado, desde este enfoque también se muestra como relevante el análisis de las diferencias de elasticidades ingreso de exportaciones e importaciones ya que determinan el nivel de crecimiento de largo plazo (Prebisch, 1951). En particular, dado que los países en vías de desarrollo tienen que importar insumos industriales y bienes de capital su elasticidad ingreso de las importaciones es baja, por lo cual su crecimiento de largo plazo es menor que en el centro (Prebisch, 1973). Estos análisis de diferencias regionales y entre países será clave en la realización del segundo artículo académico del doctorado porque permitirán arribar a un mejor entendimiento de las diferencias en términos de crecimiento y productividad entre países de la región y permitirán estudiar el efecto que la dolarización genera sobre el proceso de crecimiento.

Por otro lado, también se tomará en cuenta el enfoque propuesto por la escuela francesa de la regulación. En particular, este enfoque brinda interesantes categorías analíticas con distintos grados de abstracción lo cual permite obtener un análisis más acabado de los cambios en una economía dada. Una de estas categorías son las formas institucionales, es decir, “las configuraciones específicas de las relaciones sociales para cualquier era o región geográfica dada” (Boyer y Saillard, 2002, p. 38). Estas relaciones, son la base sobre la cual los individuos toman decisiones dentro de lo que se conoce como modo de regulación. Según Boyer (1990) existen 5 formas institucionales: el nexo salario-trabajo, el cual describe el conflicto trabajo-capital, las formas de competencia, las cuales refieren al conflicto capital-capital, el dinero, el cual refiere al régimen monetario establecido, el régimen internacional, el cual

refiere a la inserción de la economía en el comercio internacional, el régimen de tipo de cambio, entre otros y, por último la formas del estado, las cuales refieren al rol que juega este actor en la economía y la sociedad. Estas formas institucionales mutan en el tiempo y se relacionan entre sí de forma jerárquica. Por ejemplo, antes de la caída de Breton Woods, el nexo salario-trabajo se imponía por sobre el dinero y luego de la caída de Breton Woods esta relación se invirtió (Boyer y Saillard, 2002). Estas categorías analíticas serán de gran ayuda a la hora de evaluar el régimen económico-social de los distintos países que serán estudiados en el segundo trabajo académico del doctorado.

Por último, un tercer enfoque a ser utilizado es el post-keynesiano. Este enfoque, se caracteriza por realizar trabajos comparativos entre países analizando los motores del crecimiento o los determinantes de la inversión en cada caso. Si bien en todas sus vertientes dentro del enfoque post-keynesiano coinciden en que el crecimiento es llevado por la demanda, distintas vertientes se enfocan en analizar distintos aspectos del crecimiento. De esta manera, autores neo-kaleckianos analizan si las economías son *wage-led* o *profit-led*, dependiendo si existe un efecto significativo de la tasa de ganancia en la inversión o no (Hein, 2014). Asimismo, si el crecimiento de una economía es llevado por consumo financiado por deuda se suele considerar a la economía como *debt-led*. Por otro lado, si el principal generador del crecimiento son las exportaciones suele considerarse que una economía es *export-led*, tal como se analiza en la vertiente kaldoriana. En este sentido, de esta escuela se espera obtener diversas variables de análisis que permitan analizar los patrones de crecimiento de la región.

### **3. Materiales y métodos**

En la tesis de doctorado se planean obtener tanto resultados empíricos como teóricos, los cuales se dividirán en tres artículos académicos. El primer artículo referirá a las causas y consecuencias de la dolarización y se utilizará

estadística descriptiva del caso argentino, así como información que provenga de trabajos previos. En el segundo artículo se elaborará un modelo siguiendo preceptos post-keynesianos y estructuralistas y los hallazgos del primer artículo. Si bien no se descarta la aplicación de modelos Stock-Flujo, en primera instancia se apuntará a emular modelos post-keynesianos tradicionales. En segunda instancia, se analizarán diferencias regionales en base a los enfoques teóricos desarrollados en la sección de antecedentes. En este caso, el artículo se enfocará a un análisis general sobre los regímenes macroeconómicos de los países analizados, aunque con énfasis en lo que refiere a dolarización. Sin embargo, no se descarta el uso de econometría.

## Referencias bibliográficas

- Akçay, O. C.; Alper, C. E. y Karasulu, M. (1997). Currency substitution and exchange rate instability: The Turkish case. *European Economic Review*, 41(3/5), 827-835.
- Amico, F.; Vernengo, M. y Serrano, F. (agosto 2022). Como evitar el bimonetarismo y el monetarismo. *Le Monde Diplomatique*. <https://www.eldiplo.org/notas-web/como-evitar-el-bimonetarismo-y-el-monetarismo/>
- Andrade, R. P. y Prates, D. M. (2013). Exchange rate dynamics in a peripheral monetary economy. *Journal of Post Keynesian Economics*, 35(3), 399-416.
- Boyer, R. (1990). Regulation theory: A user's guide to concepts and methods. In R. Boyer (Ed.), *The Regulation School a Critical Introduction* (pp.25-66). Columbia University Press.
- Boyer, R., y Saillard, Y. (2002). *Régulation theory: The state of the art*. Routledge.
- Calvo, G. y Gramont, M. C. A. V. (1992). Currency substitution in developing countries: An introduction. *IMF Working Papers*, 92(40), i.
- De Paula, L. F.; Fritz, B., y Prates, D. M. (2017). Keynes at the periphery: Currency hierarchy and challenges for economic policy in emerging economies. *Journal of Post Keynesian Economics*, 40(2), 183-202.

- Diamand, M. (1972). La estructura productiva desequilibrada argentina y el tipo de cambio. *Desarrollo Económico*, 12(45), 25.
- Fritz, B.; de Paula, L. F. y Prates, D. M. (2018). Global currency hierarchy and national policy space: a framework for peripheral economies. *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, 15(2), 208-218.
- Graña-Colella, S. (2021). *Currency substitution, exchange rate determination and inflation in Argentina: a VAR analysis*. (Tesis de Maestría). Hochschule für Wirtschaft und Recht Berlin and Université Sorbonne Paris Nord.
- Kaltenbrunner, A. (2015). A post Keynesian framework of exchange rate determination: a Minskyan approach. *Journal of Post Keynesian Economics*, 38(3), 426-448.
- Kumamoto, H. y Kumamoto, M. (2014). Does currency substitution affect exchange rate volatility? *International Journal of Economics and Financial Issues*, 4(4), 698-704.
- Pinto, A. (1976). Naturaleza e implicaciones de la heterogeneidad estructural de la América Latina. *El Trimestre Económico*, 37(1), 83-100.
- Prebisch, R. (1951). Growth, disequilibrium and disparities: Interpretation of the process of economic development. *Economic Survey of Latin America*, 1949.
- Prebisch, R. (1973). Problemas teóricos y prácticos del crecimiento económico. *Serie Conmemorativa del XXV Aniversario de la CEPAL*. Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- Rodríguez, O. (1977). Sobre la concepción del sistema centro-periferia. *Revista de la CEPAL*, 3, 203-248.
- Rojas-Suarez, L. (1992). Currency substitution and inflation in Peru. *IMF Working Paper*. International Monetary Fund.
- Scaletta, C. (2022, 17 de julio). Dólar e inflación: los botones que hay que apretar para no devaluar. *El Destape*. <https://www.eldestapeweb.com/opinion/panorama-economico/dolar-e-inflacion-los-botones-que-hay-que-apretar-20227170541>

- Vernengo, M. y Pérez Caldentey, E. (2020). Modern money theory (MMT) in the tropics: Functional finance in developing countries. *Challenge*, 63(6), 332-348.
- Wray, L. R. (2015). *Modern money theory: A primer on macroeconomics for sovereign monetary systems*. Springer.
- Zack, G., Montane, M. y Kulfas, M. (2018). Las causas del proceso inflacionario en el siglo XXI. In M. Kulfas y G. Zack (Eds.). *Pensar la economía argentina* (pp. 49-72). Siglo XXI.