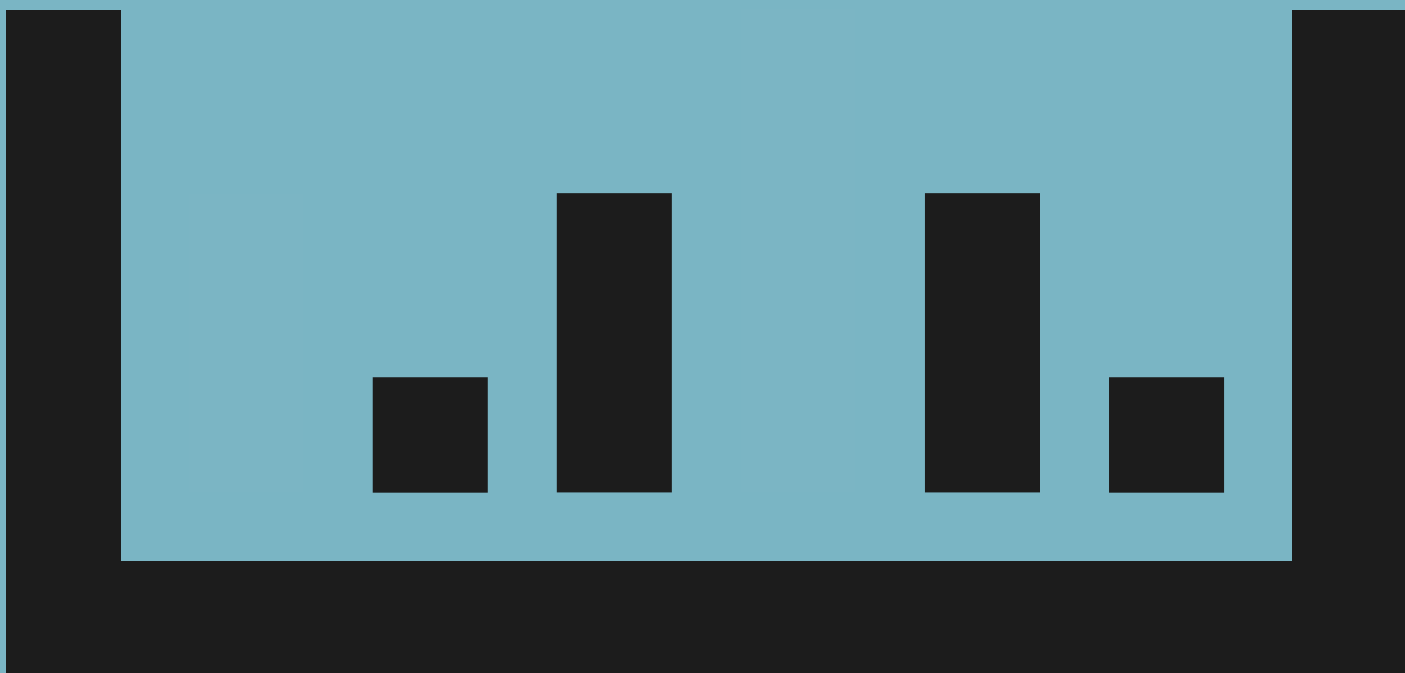


# Argentina bimonetaria

Cómo salvar al peso sin morir en el intento



Emiliano Libman  
Juan Martín Ianni  
Guido Zack

**Economía**

Abril 2023

# Argentina bimonetaria

Cómo salvar al peso sin morir en el intento

Emiliano Libman  
Juan Martín Ianni  
Guido Zack

- Transformar el Estado
- Generar riqueza
- Promover el bienestar



# Índice

## Argentina bimonetaria

### Cómo salvar al peso sin morir en el intento

4	<a href="#">Introducción</a>
6	<a href="#">El bimonetarismo</a>
8	La dolarización real
10	La dolarización financiera
12	La dolarización como política económica
14	<a href="#">Enseñanzas de la experiencia regional</a>
14	Desdolarización con estabilización e indexación defensiva: Brasil y Chile
17	Desdolarización con estabilización y sin indexación: Bolivia, Perú y Uruguay
19	Economías dolarizadas: Ecuador, Panamá y El Salvador
21	Dolarización real y financiera sin estabilización: Argentina
26	Enseñanzas regionales
27	<a href="#">El camino a seguir: darse por vencidos o recuperar la moneda</a>
27	Las propuestas de dolarización en Argentina
30	Hacia una agenda de políticas públicas para recuperar la moneda nacional
36	<a href="#">Síntesis</a>
37	<a href="#">Bibliografía</a>

# Introducción

Las tres funciones de una moneda son unidad de cuenta, medio de pago y reserva de valor. Una moneda funciona como unidad de cuenta cuando los precios de una economía se miden en cantidades de dicha moneda; como medio de pago, cuando sirve para intercambiarse por bienes y servicios; y como reserva de valor, cuando preserva el poder adquisitivo en el tiempo.

El bimonetarismo o dolarización<sup>1</sup> es el término que describe la utilización de una moneda diferente a la local para, al menos, alguna de esas tres funciones. En nuestra región, ejemplos de esto son la compra-venta o fijación del precio en dólares de los inmuebles en Argentina o la denominación de los depósitos y los préstamos en dólares en Uruguay. En el extremo, Ecuador tomó la decisión de eliminar la moneda nacional y adoptar el dólar como moneda de curso legal. El bimonetarismo suele ser, entonces, la respuesta a fenómenos que deterioran la calidad de la moneda nacional –como la inflación, fuertes variaciones en el tipo de cambio, cesación de pago o reestructuración de la deuda pública y/o congelamiento de depósitos bancarios, entre otros–. Estos eventos castigan el uso de la moneda nacional, erosionando su poder de compra y ofreciendo rendimientos esperados en pesos<sup>2</sup> menos atractivos que los que se obtienen comprando dólares (Corso, 2021). Asimismo, la frecuencia de estos eventos moldea la percepción de quienes ahorran, ya que induce a ahorrar en dólares, aún en contextos donde hacerlo en moneda nacional es más rentable (Corso y Sangiácomo, 2023).

En Argentina, a lo largo de las últimas décadas, hubo varios eventos de este tipo. En 2001 se congelaron los depósitos en dólares y se los pesificaron a un tipo de cambio menor al del mercado. También se incurrió en una cesación de los pagos de la deuda pública. La reestructuración de 2005 se realizó en buena parte con títulos en pesos ajustados por inflación. Pero la intervención del INDEC y la destrucción de las estadísticas públicas desde 2007 volvieron a penalizar a quienes apostaron por los bonos en moneda local. Más allá de estos puntuales, pero muy frecuentes eventos, el gráfico 1 ilustra la rentabilidad relativa acumulada de invertir en plazos fijos en pesos argentinos contra la compra de dólares. Por ejemplo, si se depositaban pesos a plazo fijo en abril de 1991 (iniciada la convertibilidad), a octubre de 1998 se hubiese ganado el doble que apostando al dólar. Con la devaluación del peso –asociada al abandono del 1 a 1– fue mejor negocio haber comprado dólares. Desde 2001 y hasta fines de 2011, apostar al peso volvió a ser más redituable, pero desde entonces el dólar viene siendo una mejor alternativa de inversión.

Gráfico 1



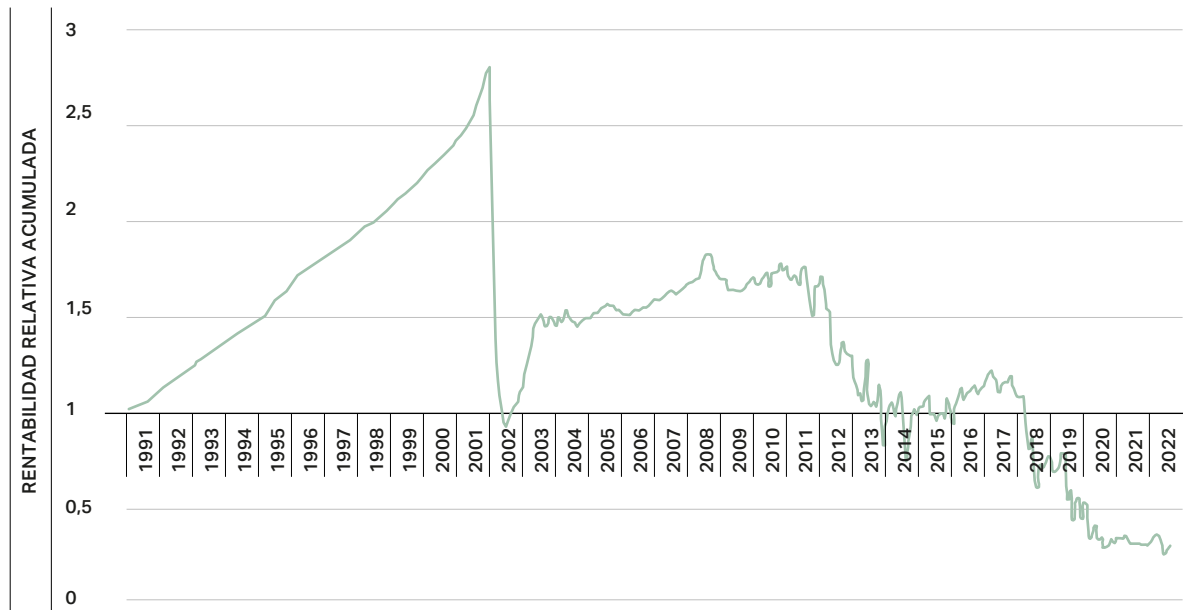
<sup>1</sup> En esta publicación ambos términos se usarán de manera indistinta, dado que la moneda extranjera que compite con la moneda nacional es el dólar de Estados Unidos. No obstante, en otros casos es posible referirse, por ejemplo, a la “euroización” cuando un país adopta el euro. En general, se utiliza de forma indistinta el término “bimonetarismo” para aludir a la coexistencia de monedas.

<sup>2</sup> Dado que escribimos desde Argentina, cuando aparece el término “pesos” se debe interpretar como la moneda local.

Introducción

## El que apostó al dólar ganó. Evolución de la rentabilidad relativa acumulada de plazo fijo en pesos (a 30-59 días) vs. dólar.

Gráfico 1



**Fuente:** elaboración propia con base en datos del Banco Central de la República Argentina (BCRA).

**Nota:** los valores mayores a 1 indican que el plazo fijo en pesos fue más rentable que el dólar, mientras que los valores menores a 1 indican lo contrario (siempre respecto al período base, abril de 1991).

En definitiva, si bien suelen existir períodos donde es más redituable apostar al peso, la inestabilidad cambiaria ha favorecido, a largo plazo, a quienes apostaron por el dólar. En ese sentido, la devaluación producida a comienzos del siglo XXI ilustra que un abrupto salto del tipo de cambio puede barrer en un día las ganancias de más de una década de quienes apostaron por el peso<sup>3</sup>.

El bimonetarismo plantea desafíos para el diseño de las políticas públicas, ya que limita la efectividad de la política fiscal, monetaria y cambiaria, restringe el desarrollo del mercado de capitales doméstico y genera una demanda de dólares adicional a la necesaria para producir y consumir. En consecuencia, el crecimiento es más lento y los ciclos económicos son más pronunciados.

**El bimonetarismo plantea desafíos para el diseño de las políticas públicas, ya que limita la efectividad de la política fiscal, monetaria y cambiaria, restringe el desarrollo del mercado de capitales doméstico y genera una demanda de dólares adicional a la necesaria para producir y consumir.**

Una opción, que figura prominentemente en el debate, consiste en reemplazar la moneda nacional por el dólar. En esta publicación se argumenta en contra de esta alternativa. Si bien ella podría eliminar algunas de las fuentes de inestabilidad, muchas otras estarían vigentes (como la posibilidad de incurrir en déficits fiscales y en procesos de endeudamiento insostenibles). El costo de implementarla sería sacrificar instrumentos fundamentales (como la política cambiaria y gran parte de la

El bimonetarismo



<sup>3</sup> Aunque no se observa en el gráfico, quienes depositaron se vieron afectados por el "corralito bancario", que limitó la extracción de depósitos y la posterior pesificación de los plazos fijos a un tipo de cambio de 1,40 pesos por dólar (menor al precio de mercado). La mera sospecha de que estos eventos puedan repetirse sesgan las preferencias de la sociedad argentina en contra de la utilización de la moneda nacional; favoreciendo el atesoramiento en dólares por fuera del sistema financiero.

monetaria) para absorber *shocks* exógenos y reducir la volatilidad, conducir de manera eficiente la política macroeconómica y promover el desarrollo. Asimismo, las condiciones iniciales para una dolarización no son muy diferentes a las necesarias para encarar un proceso de reconstrucción de la moneda propia. En ese sentido, ¿por qué se elegiría el camino que limita las posibilidades de desarrollo? Aunque nuestro país aún no ha logrado diseñar un esquema que le permita disminuir la volatilidad macroeconómica, la experiencia de América Latina durante las últimas décadas ha mostrado que puede construirse un marco de políticas contracíclicas sin eliminar la moneda nacional. Estos esquemas constituyen una defensa sumamente efectiva ante una caída en los precios de exportación o una salida de capitales, motivada por una suba de tasas internacionales; ambos eventos que, hace no mucho tiempo, solían desembocar en graves crisis cambiarias y financieras.

**Las condiciones iniciales para una dolarización no son muy diferentes a las necesarias para encarar un proceso de reconstrucción de la moneda propia: ¿por qué se elegiría el camino que limita las posibilidades de desarrollo?**

En resumen, esta publicación busca contribuir al debate sobre las alternativas de política para reducir el bimonetarismo en Argentina. Para hacerlo, hará un repaso de la literatura (tanto teórica como empírica) y de las principales propuestas relacionadas. Se propone una agenda consistente con la desdolarización, que se base en la experiencia regional y que pueda implementarse en paralelo a otras medidas para la estabilización general de la economía<sup>4</sup>. Esta agenda incrementaría los márgenes de maniobra para ejecutar políticas económicas, al recuperar paulatinamente las funciones del peso como moneda.

Para cumplir con los objetivos propuestos (y luego de esta introducción), a continuación se presenta la definición de bimonetarismo y su marco teórico. Luego, se repasa la experiencia latinoamericana de los últimos 50 años, reflejando la evolución de algunas de las economías de la región y sus indicadores de dolarización. A modo de cierre, se discuten posibles caminos: o darse por vencidos en la posibilidad de tener una macroeconomía sana con moneda propia o seguir las lecciones de política que dan forma a una agenda propositiva para recuperar la moneda nacional.

## El bimonetarismo

El bimonetarismo es la coexistencia de la moneda nacional con alguna moneda extranjera en el cumplimiento de algunas de las tres funciones tradicionales del dinero (tal como se mencionó, unidad de cuenta, medio de pago y reserva de valor). Estas funciones se relacionan entre sí. Por ser un buen medio de pago y permitir adquirir bienes a precios relativamente estables y predecibles, es lógico que los precios tiendan a fijarse en términos de una determinada moneda. Por ser medio de pago y unidad de cuenta, una moneda también tenderá a ser demandada como reserva de valor. Pero, si una moneda incumple con alguna de sus funciones, suele fallar en las restantes. En consecuencia, el uso de una moneda extranjera (por ejemplo, el dólar) se va, progresivamente, extendiendo y comienza a reemplazar las funciones del dinero, cumplidas antes por la moneda local. Este proceso dista de ser lineal y fácil de revertir. Por ejemplo, existen casos donde la moneda recupera sus funciones como unidad de cuenta y medio de pago, pero las empresas y las personas continúan ahorrando en moneda extranjera.

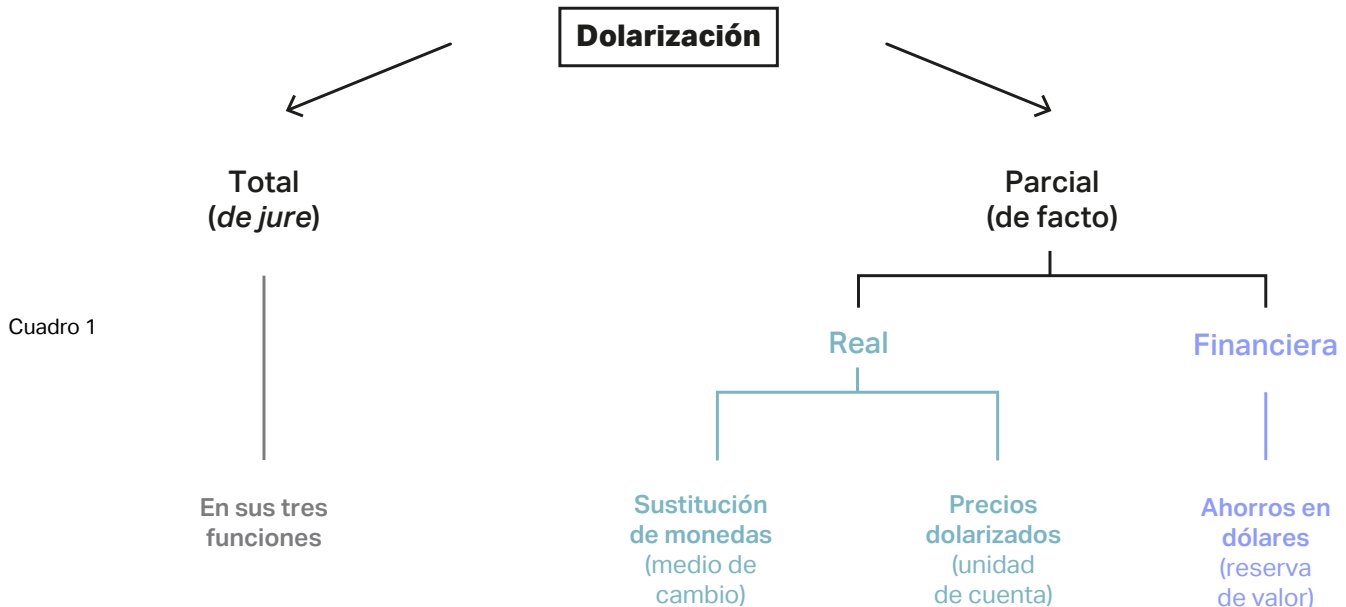
---

<sup>4</sup> En este documento, "estabilizar la economía" refiere a reducir la tasa de inflación a niveles compatibles con el crecimiento económico.

El bimonetarismo

Por ello, es útil distinguir entre “dolarización real”, que describe la utilización de moneda extranjera en las funciones de medio de pago y unidad de cuenta, y “dolarización financiera”, que representa su uso a los fines de atesoramiento. El término “dolarización” queda reservado para aludir al reemplazo “*de jure*” de la moneda nacional por alguna moneda extranjera en sus tres funciones, por una decisión deliberada de política económica<sup>5</sup>. El cuadro 1 ofrece un mapa conceptual sobre las acepciones del término “dolarización”.

### Acepciones del término “dolarización”



Como política económica, la dolarización tiene relativamente pocos practicantes. Según datos del FMI, para 2022 solo 14 de sus 190 miembros la adoptaron de manera oficial<sup>6</sup>. Una inspección a la lista revela que son Estados de poca extensión territorial y baja población, algunos no del todo soberanos. A su vez, no aparece ninguna economía avanzada o de gravitación en la economía global<sup>7</sup>.

En economías de ingresos medios y bajos, la tendencia durante los últimos años fue utilizar regímenes de política cambiaria más flexibles, lo que está relacionado con un mejor desempeño macroeconómico. En efecto, a diferencia de la década de 1990 e inicios de 2000, cuando se repitieron crisis cambiarias, bancarias y de deuda en varios países (México en 1994; Brasil, 1998; Argentina, 2001; y Uruguay, 2002, entre otros); en las últimas dos décadas el grueso de los países de América Latina no experimentó crisis ocasionadas por las fluctuaciones en los flujos de capitales o la caída en los precios de exportación.

El uso difundido de moneda extranjera suele emparentarse con un historial previo donde figuran intensos procesos inflacionarios. Una economía goza de estabilidad de precios cuando se pactan contratos en moneda nacional sin prestar demasiada atención a la variación de precios. A medida

<sup>5</sup> Dado que la dolarización “de facto” nunca es total y la dolarización como política suele implicar el reemplazo total de la moneda nacional, a menudo la literatura alude a la dolarización “parcial” o “total” (Calvo, 2002).

<sup>6</sup> Si añadimos los países con esquema de caja de conversión (es decir, donde al menos una parte de la oferta monetaria está garantizada por reservas internacionales a un tipo de cambio predefinido), se suman 11 casos. Esta cifra permaneció relativamente estable durante los últimos diez años. Es menester aclarar que esta cuenta excluye a los países de la zona euro, que —según la clasificación del FMI— constituyen un sistema de tipo de cambio flexible.

<sup>7</sup> La lista completa de países que tienen al dólar como moneda es la siguiente: Panamá, El Salvador, Ecuador, Montenegro, Palaus, Kosovo, Islas Marshall, Estados Federados de Micronesia y Timor Oriental.

#### El bimonetarismo

que la inflación se eleva, la moneda nacional comienza a cumplir de forma defectuosa sus funciones. Frente a ese escenario, y para posibilitar la toma de decisiones en un horizonte de más largo plazo y permitir la realización de contratos en moneda nacional, una posible solución es la indexación. Es decir, ir actualizando los valores de los contratos frente a la variación de precios. Ello permite que una economía conviva con tasas de inflación relativamente elevadas y que la moneda local conserve algunas de sus funciones, aunque al costo de dotar de inercia al proceso inflacionario<sup>8</sup> (es decir, que la inflación futura esté estrechamente relacionada con la inflación presente<sup>9</sup>). De esta manera, la indexación tiene la ventaja de conservar ciertas funciones de la moneda, pese a la inflación, pero con el costo de establecer un piso inflacionario difícil de quebrar sin políticas deliberadas. Adicionalmente, eventos disruptivos (como un salto devaluatorio) pueden llevar a la inflación a un nivel superior, con riesgos de una posterior espiralización.

La intensificación del proceso inflacionario acorta el horizonte temporal de la economía para reducir la pérdida de ingresos. En un extremo, cuando se dificulta acortar la estructura contractual de la economía –por ejemplo, porque no existen índices de precios y estadísticas oficiales que permitan la indexación–, emergen otro tipo de mecanismos de coordinación. El más conocido en América Latina es la utilización del tipo de cambio. En este caso, es posible que, en un régimen de moderada, alta o hiperinflación, muchas operaciones cotidianas se realicen usando al dólar como unidad de cuenta y/o medio de pago. Que el público vuelva a utilizar la moneda nacional de forma plena en sus tres funciones requiere una batería de políticas sostenidas en el tiempo. Incluso luego de que la inflación baje sustancialmente y por períodos prolongados, el bimonetarismo suele persistir.

## La dolarización real

El uso de moneda extranjera para adquirir bienes o servicios en la economía doméstica (medio de pago) y el establecimiento de precios en moneda extranjera o moneda nacional atados a la evolución del tipo de cambio (unidad de cuenta) son dos fenómenos relacionados entre sí e incluidos en la dolarización real. Al primer fenómeno se lo denomina “sustitución de monedas”. Frente a la falta de estadísticas precisas sobre la cantidad de transacciones realizadas en moneda extranjera, se lo suele medir a partir del cociente de depósitos a la vista (es decir, que se pueden convertir en dinero de manera inmediata) denominados en moneda extranjera sobre el total. El segundo no tiene un nombre propio. Suele medírsele a partir del grado de traslado a precios de los movimientos del tipo de cambio (*pass-through*). Las devaluaciones suelen implicar cambios significativos en los precios domésticos en economías como las de América Latina. Sin embargo, solo en entornos donde la inflación no está controlada y muchos precios se definen en moneda extranjera, el proceso alcanza una magnitud como para considerarlo problemático.

Al elegir el medio de pago de una economía, en primera instancia suele escogerse la moneda nacional. Solo cuando la inflación supera algún umbral, se comienza a operar con moneda extranjera; en general, para operaciones de gran volumen. Por esta razón, la sustitución de monedas tiende a ser limitada en entornos de baja inflación. Pero, cuando la variación de precios se incrementa y una devaluación se torna más probable, aumenta la incertidumbre respecto del uso de la moneda local como unidad de cuenta. Si la inflación persiste en niveles elevados, los precios podrían comenzar a fijarse en dólares, consolidando así el fenómeno de la dolarización real.

La dolarización limita la capacidad de las autoridades de implementar de forma efectiva una política macroeconómica consistente con la estabilidad. En ese sentido, la política cambiaria puede influir sobre la cotización del tipo de cambio y hacerlo fluctuar con mayor o menor facilidad. En teoría,

---

<sup>8</sup> La inercia inflacionaria ha sido uno de los principales determinantes de la inflación argentina para el período 2004-2022 ([de la Vega et al., 2022](#)).

<sup>9</sup> Por eso que la difusión de la indexación se desarrolla comúnmente en un entorno de inflación “crónica” (Pazos, 1972).



## El bimonetarismo

un sistema flexible permitiría que los movimientos del tipo de cambio real amortigüen los efectos disruptivos del contexto internacional. Por ejemplo, un aumento de los precios de exportación de una economía puede estimular la inflación. Pero, si el mismo aumento de precios hace que ingresen más dólares en esta economía y el tipo de cambio es flexible, entonces la misma apreciación de la moneda local podría compensar el efecto inflacionario del aumento de precios internacionales. De forma similar, una caída de los precios de exportación podría compensarse con una depreciación de la moneda local.

Para que este mecanismo funcione es necesario que las variaciones del tipo de cambio no afecten los precios de manera significativa. Para ello, es imperioso que el uso de la moneda extranjera esté poco difundido. Caso contrario, las variaciones del tipo de cambio nominal tendrán un efecto significativo sobre los precios, reduciendo la variabilidad del tipo de cambio real y eliminando el efecto amortiguador. Esta condición influye en el debate a nivel global sobre los méritos y deméritos de los distintos esquemas de política.

Los países adoptan esquemas cambiarios de mayor o menor flexibilidad según la capacidad de cada régimen para enfrentar diferentes eventos externos. En esta discusión, se asume que los esquemas más flexibles tienen una ventaja cuando la economía nacional se enfrenta a *shocks* reales, ya que "aislan" a la economía nacional de los eventos que emanan de la economía internacional e incrementan la autonomía de la política monetaria (Friedman, 1953). No obstante, la literatura también señala los límites de los regímenes de tipo de cambio flexibles –particularmente en entornos de dolarización–, ya que los movimientos del tipo de cambio introducen un factor de inestabilidad al incrementar la inflación. En estos casos, además, las devaluaciones suelen tener efectos contractivos sobre la producción, el empleo y la sostenibilidad de la deuda (Krugman y Taylor, 1978; Edwards, 1989; Calvo, 2002; Céspedes et. al., 2003). Así, en presencia de *shocks* que afectan a los mercados monetarios y financieros, la literatura sugiere un sistema de menor flexibilidad cambiaria que evite que las modificaciones en las decisiones de portafolio se transmitan al tipo de cambio, a la inflación y a los ingresos.

Finalmente, existe un criterio adicional, relevante en contextos en los que se desenvuelve el debate latinoamericano. Aquí toma relevancia la conveniencia de esquemas cambiarios que faciliten la reducción de la tasa de inflación, en particular cuando se parte de niveles elevados. Basada en la inestabilidad de economías con alta inflación, la literatura económica observó que la dolarización real también disminuye los márgenes para escoger el régimen cambiario. Si el *pass-through* es alto, el tipo de cambio no funciona como mecanismo para absorber *shocks*; y, por lo tanto, un régimen de tipo flexible perjudicaría la estabilización de la economía (McKinnon, 1982).

La sustitución de monedas también disminuye los márgenes para hacer política fiscal y monetaria, al provocar la pérdida de señoreaje –es decir, de la capacidad del Estado de adquirir bienes y servicios a cambio de la emisión de dinero sin valor intrínseco–. En contextos de sustitución de monedas, los pesos tienen una menor aceptación entre el público. Por ello, la expansión monetaria tiende a dolarizarse, generando que los desequilibrios fiscales y monetarios tengan un mayor impacto sobre el tipo de cambio y la inflación.

En suma, la dolarización real suele ser baja en entornos estables (no necesariamente así la dolarización financiera, como veremos a continuación). Solo en entornos de muy alta inflación e hiperinflación<sup>10</sup>, tanto empresas como individuos suelen reemplazar la moneda nacional por la moneda extranjera con fines transaccionales. Lo mismo vale para el *pass-through*. Como ilustra la experiencia regional ([en la próxima sección](#)), se eleva con la tasa de inflación; suficientemente bajo en economías con estabilidad de precios como para considerarlo un problema relevante.

---

<sup>10</sup> No existe evidencia, ni sistemática ni anecdótica, que encuentre alto grado de sustitución de monedas en economías avanzadas. Ver Bordo y Choudri (1982), Joines (1985), Imrohroglu (1994), Serletis y Feng (2010), Baufman y Leiderman (1993), y McDonald (2007, capítulo 7).

## La dolarización financiera

Este tipo de dolarización se asocia con la pérdida de la función de reserva de valor de la moneda local y la tendencia a ahorrar en divisas. Se la suele medir observando qué porcentaje de los depósitos a plazo, crédito y deuda pública están denominados en moneda extranjera. Su estudio cobró impulso durante la década de 1990, cuando la reducción de la tasa de inflación en economías de ingresos medios revirtió la dolarización real, pero no se tradujo en la disminución de la dolarización financiera. En concreto, la participación de los depósitos a plazo en moneda extranjera en los bancos no bajó. De hecho, se incrementó significativamente en algunos casos, en particular en aquellos países donde el sector privado tenía acumuladas importantes cantidades de dólares, u otras monedas, fuera del sistema financiero formal (Melvin y Fenkse, 1992).

En contextos de elevada inflación, los agentes tienden a minimizar el uso de efectivo para evitar la erosión del poder de comprar o, si es legal y posible, usan cuentas en dólares. De igual manera, si en dichos contextos no surgen mecanismos defensivos de la moneda nacional como reserva de valor (por ejemplo, instrumentos de indexación), es esperable que los agentes decidan ahorrar en moneda extranjera. Muchas de estas conductas no desaparecen cuando se estabiliza la economía y se reduce la tasa de inflación (Dornbusch et al., 1990). Esto se debe a que –indexado el ahorro en moneda nacional o adoptada una moneda extranjera como reserva de valor– revertir el proceso requiere que los beneficios superen cierto umbral (Down y Greenaway 1993; Feige et al., 2002; y Végh, 2013, capítulo 15). En suma, en muchos casos la estabilización de la economía contribuyó a que la moneda nacional recupere sus funciones de unidad de cuenta y medio de pago. No obstante, si la dolarización del ahorro no se contuvo, la función de reserva de valor no se reconstruye automáticamente.

La elección de ahorrar en moneda local o extranjera depende, en gran parte, de la rentabilidad real esperada de una u otra opción. Al considerar la rentabilidad en moneda local, las inversiones de renta fija en pesos otorgan una rentabilidad certera, ya que la tasa de interés se pacta al inicio del contrato. En cambio, la rentabilidad de una inversión en moneda extranjera, al expresarse en moneda local, no solo depende de la tasa de interés pactada al inicio del contrato, sino también de la variación del tipo de cambio. Como esta variación no se conoce de antemano, su rentabilidad tiene cierto grado de incertidumbre, aún mayor cuanto más volátil es el tipo de cambio nominal. En definitiva, quienes ahorran invierten en moneda local o extranjera según la rentabilidad esperada comparada (lo que se conoce como “paridad de tasas de interés”).

Precisamente, la paridad descubierta de tasas de interés o “UIP” (por sus siglas en inglés, de *Uncovered Interest Parity*) establece que la tasa doméstica más la tasa de depreciación esperada debe igualarse a la tasa de interés en dólares; o de lo contrario, las personas desearán modificar la composición de su portafolio. Por ejemplo, si una persona o empresa espera una depreciación del 10%, podría estar indiferente (sin considerar el riesgo soberano) entre un bono doméstico que rinda 10% en pesos y uno que rinda 0% en dólares, ya que ambos tienen el mismo retorno medido en pesos.

Entonces, debido a la importancia de la variación del tipo de cambio en las decisiones de inversión, la persistencia de la dolarización financiera puede explicarse por esquemas cambiarios menos volátiles (en el extremo, tipo de cambio fijo) que incentiven el ahorro en dólares, justamente porque reduce el riesgo cambiario. A grandes rasgos, cuando la volatilidad del tipo de cambio es, dentro de todo, baja, un portafolio más dolarizado brinda una mejor protección ante una eventual devaluación (Ize y Levy Yeyati, 2003; Dornbusch, 1980).

A modo de ejemplo, en un primer caso puede considerarse una economía que bajó la inflación y donde la moneda local funciona plenamente como unidad de cuenta. En este escenario, el tipo de cambio real puede sufrir variaciones significativas a la alza y a la baja, pero la inflación es estable. En este caso, el ahorro en dólares es una inversión de mayor riesgo –en comparación con el ahorro

## El bimonetarismo

en pesos–, ya que pueden ganarse cantidades significativas, pero también sufrir pérdidas. En un segundo caso, puede suponerse que el tipo de cambio real se vuelve relativamente más estable (por ejemplo, porque las autoridades intervienen de modo activo en el mercado de cambios o porque el tipo de cambio permanece por completo fijo). Comparado con el primer caso, el riesgo de ahorrar en dólares es menor y, consecuentemente, el grado de dolarización financiera será mayor.

El primer ejemplo representa la razonable situación de un esquema que combina metas de inflación con relativa flexibilidad cambiaria. Este esquema fue adoptado por países como Brasil, Chile, Colombia, México o Perú. El segundo caso se verifica en un esquema de tipo de cambio fijo con estabilidad de precios, como los adoptados mayoritariamente por países que se estabilizaron durante la década de 1990 –entre ellos, Argentina–.

También existen causas complementarias para explicar los elevados niveles de dolarización que se observan en muchos países (incluyendo los de América Latina). Entre ellos, se encuentran los deficientes diseños institucionales o la creencia de que el sector público brindaría un salvataje al sistema financiero en contextos de iliquidez o insolvencia (con independencia de la moneda de denominación de los activos y pasivos)<sup>11</sup>. Asimismo, debido a que el costo de fondeo para las entidades financieras suele ser más bajo en moneda extranjera (porque el mercado en dólares es más líquido y el riesgo cambiario es menor), ellas prefieren prestar en dólares (Broda y Levy Yeyati, 2006).

La dolarización real y la financiera son fenómenos que se relacionan de forma compleja y diversa (Honohan y Shi, 2002; de Nicolo, Honohan e Ize, 2003; Reinhart, Rogoff y Savastano, 2003) y que, en general, se retroalimentan. Por ejemplo, si la dolarización real es muy elevada –y, por lo tanto, también el *pass-through*–, la volatilidad del tipo de cambio real se reduce de manera significativa y la mejor cobertura consistiría en formar un portafolio altamente dolarizado. A su vez, la existencia de dolarización financiera podría llevar a que quienes ofrecen intenten cubrirse de un descalce de monedas mediante la fijación de precios en dólares<sup>12</sup>.

Asimismo, si en una economía los precios de los vehículos y las viviendas están denominados en moneda local, a igual rentabilidad esperada, quien ahorre probablemente lo haga en activos en moneda local. En cambio, si los precios de esos bienes están denominados en dólares, quien ahorre va a inclinarse por activos en dólares. Esto se debe a que, si quien ahorra lo hace en una moneda distinta a la que se usa como unidad de cuenta de los bienes que busca adquirir, se expone al riesgo cambiario. Por ejemplo, si los precios están denominados en dólares y quien ahorra tiene sus activos en moneda local, una devaluación puede desvalorizar los ahorros en términos de dólares y hacer que no sean suficientes para la compra. Lo mismo sucedería con una apreciación de la moneda, si se ahorra en dólares y los precios están en pesos. En resumen, la unidad de cuenta es relevante para la dolarización financiera.

Por último, es menester mencionar que, hacia fines de la década de 1990, los países donde los planes de estabilización tuvieron como componente central un ancla cambiaria (la mayoría), experimentaron severas crisis financieras conocidas como “paradas repentinas” (o, en inglés, *sudden stops*): fuertes caídas del producto asociadas con una súbita reversión de las entradas de capital (Milesi Ferretti y Razin, 2000; Calvo, Izquierdo y Talvi, 2006; Mendoza, 2010; Calvo, Izquierdo y Mejía, 2011).

---

11 Existen muchos ejemplos que sugieren que es razonable esperar un salvataje explícito o implícito de los bancos, dado las implicancias que pueden tener los procesos de quiebra descontrolados. Durante la última dictadura militar en Argentina, desatada las crisis a comienzos de 1980, el Banco Central de la República Argentina concedió seguros de cambio, vendiendo dólares al tipo de cambio oficial para cancelar obligaciones en moneda extranjera. Ello, en un contexto en que existía un mercado paralelo de cambios con una cotización mayor. Después de la devaluación de 2001, el Estado argentino implementó la pesificación asimétrica como forma de salvar a deudores en moneda extranjera con ingresos en moneda local y, al mismo tiempo, capitalizó a los bancos con bonos públicos para evitar su quiebra, justamente, a causa de la pesificación asimétrica.

12 El descalce de monedas es la situación en la que un agente económico tiene sus ingresos en moneda local y sus pasivos en moneda extranjera. En estos casos, frente a un aumento del tipo de cambio, el agente puede tener problemas para pagar sus deudas, dado que sus ingresos (en moneda local) disminuyen proporcionalmente a sus pagos de deuda (en moneda extranjera).

El bimonetarismo

Así, reducir el grado de dolarización financiera es central para minimizar las chances de estos eventos, ya que disminuye el descalce de monedas originado por las dificultades de emitir deuda en moneda nacional a plazos razonables<sup>13</sup>.

## La dolarización como política económica

La amplia literatura sobre la elección del mejor esquema de política monetaria y cambiaria incluye la dolarización como régimen de política económica. Dicho debate ha pivotado en torno a la cuestión de si es preferible utilizar un régimen en el que el tipo de cambio pueda moverse con cierta libertad o uno donde permanece relativamente fijo. A grandes rasgos, la dolarización adopta las ventajas y las desventajas de un sistema de tipo de cambio fijo.

Mundell (1961) propuso un enfoque para analizar –a partir del grado de integración de los mercados de bienes y factores– cuán lejos se encuentran dos o más países de ser un “área monetaria óptima”; y, por lo tanto, si sus economías pudieran adaptarse de manera correcta a una moneda común. Si dos espacios económicos están altamente conectados, en el sentido de que los bienes y los recursos productivos se mueven con facilidad entre ellos, no hay necesidad de contar con flexibilidad cambiaria, ya que los *shocks* que afectan a alguno de esos espacios pueden compensarse sencillamente movilizándolo al trabajo y al capital, desde donde baja la producción y el empleo hacia donde aumenta. En presencia de baja integración de los mercados de factores y en ausencia de flexibilidad cambiaria, un ajuste del sector externo debería efectuarse mediante un proceso deflacionario (es decir, una caída de precios y salarios). Ello sumerge a la economía en una larga y profunda recesión.

En América Latina, el debate sobre las virtudes y los defectos de la dolarización está dominado por cuestiones vinculadas a la credibilidad de la política económica y a su capacidad de ofrecer un sistema de precios relativamente estable. En este plano, entre los principales beneficios asociados a la dolarización se encuentran una mayor credibilidad en el sostenimiento de la paridad cambiaria –fundamentada en la imposibilidad de financiamiento monetario del Tesoro por parte del Banco Central–. Si bien estas ventajas están presentes, en alguna medida, en cualquier régimen de tipo de cambio fijo, la dolarización tiende a potenciarlas.

No obstante, ni la dolarización ni un régimen de tipo de cambio fijo eliminan la posibilidad de incurrir en déficits fiscales y en procesos de endeudamiento insostenibles. En efecto, en América Latina es frecuente que los mercados internacionales se muestren dispuestos a financiar a los países en momentos de elevados precios de las materias primas que exportan y que, a su vez, posibilitan un período de crecimiento económico y de mayores recursos fiscales. Pero una vez que los precios revierten la tendencia, el crecimiento y los ingresos fiscales se resienten, los mercados se cierran y la economía, muchas veces, se encuentra sin recursos para respetar los contratos.

Entre los principales costos de la dolarización, se destaca la pérdida de la política cambiaria. Como se mencionó previamente, las variaciones del tipo de cambio son indispensables para morigerar los *shocks* externos, tanto comerciales como financieros. Sin esta herramienta, la adaptación de la economía al nuevo entorno tiene que hacerse a través de la deflación de precios internos, la caída de ingresos y el deterioro en distribución y pobreza. Este proceso no solo es costoso en términos de crecimiento, sino también lento e inefectivo. La manera de hacerlo un poco más veloz es ir flexibilizando los contratos de trabajo, lo que redundaría en pérdida de derechos por parte de las personas asalariadas. En cuanto a este punto, la ausencia de una política cambiaria limita la capacidad

---

<sup>13</sup> La emisión de deuda en moneda extranjera, a partir de la dificultad de un país de hacerlo en moneda nacional, se la denomina “pecado original”, por el potencial factor de desestabilización del descalce de monedas (Eichengreen y Hasumann, 1999). El tamaño del país es probablemente el factor más importante al definir con qué moneda un país puede endeudarse con el exterior (Eichengreen, Hausmann y Panizza, 2003), pero también se ha encontrado que sistemas financieros nacionales más profundos tienen mercados de bonos en moneda nacional más grandes y emiten menos deuda en moneda extranjera (Claessens, Klingebiel y Schmukler, 2007).

del sector público de influir sobre los precios relativos, perdiendo así, la posibilidad de estimular, por ejemplo, los sectores exportadores.

Otro costo importante de la dolarización es la pérdida del señoreaje<sup>14</sup>. Si bien quienes defienden la dolarización ven esta pérdida como una ventaja, no puede condenarse un instrumento de política por haber sido mal utilizado en el pasado. Al sacrificar la capacidad de emitir moneda, el Banco Central pierde instrumentos para implementar la política monetaria y fiscal.

Si bien con una dolarización total de la economía existen algunos márgenes para regular la liquidez –por ejemplo, modificando los encajes bancarios–, las posibilidades de condicionar las tasas de interés se ven seriamente comprometidas. Esto provoca fluctuaciones adicionales en las tasas, introduciendo un riesgo en los contratos financieros, inhibiendo el desarrollo del mercado de capitales y elevando el costo del financiamiento.

En cuanto al lado fiscal, es evidente que el financiamiento monetario del déficit puede generar presiones inflacionarias, más aún en una economía bimonetaria. Pero, en el marco de un proceso de estabilización y de acuerdo en el uso responsable de las herramientas, el señoreaje es una fuente más de financiamiento (directa o indirecta) de la política fiscal. Un ejemplo de ello se dio durante la pandemia. ¿Cómo se hubieran sostenido los ingresos de gran parte de las familias en Argentina si no hubiese sido por esta fuente de financiamiento de la política fiscal?

Adicionalmente, bajo un esquema de dolarización, no existe un prestamista de última instancia que pueda asistir a los bancos comerciales. En el mejor de los casos hay sistemas menos eficientes. Por ejemplo, si la totalidad de quienes depositan corren a retirar sus depósitos, una economía no dolarizada puede emitir el circulante necesario. En cambio, una dolarizada debe recurrir a una reserva en dólares constituida deliberadamente (la cual no es ilimitada) u obtener algún tipo de financiamiento para conseguir la liquidez con la que realizar la asistencia. Esto no es imposible, pero es más costoso que en una economía con moneda propia. El cuadro 2, a continuación, resume sus ventajas y desventajas.

## Ventajas y desventajas de adoptar la dolarización

Ventajas	Desventajas
Elimina los problemas de credibilidad asociados a malas políticas monetarias y cambiarias	Implica importar la política monetaria y cambiaria de Estados Unidos
Elimina el riesgo cambiario	Impide que el tipo de cambio amortigüe shocks externos
Permite reducir la inflación de manera más rápida y sostenible	Dificulta la modificación de los precios relativos
Elimina la posibilidad de utilizar irresponsablemente el financiamiento monetario	Elimina la posibilidad de utilizar responsablemente el financiamiento monetario
	No elimina la posibilidad de déficit fiscal y endeudamiento insostenibles
	Dificulta la regulación de las tasas de interés domésticas
	Elimina al prestamista de última instancia



<sup>14</sup> La postura oficial de Estados Unidos con respecto a la dolarización es, en el mejor de los casos, ambigua (Steil y Litan, 2006, capítulo 7). Ello sugiere que no es del todo claro que exista un interés deliberado en promoverla como política u ofrecer alguna compensación a los países que la adopten. Por ello, la dolarización suele adoptarse de forma unilateral y sin compensación, como lo hicieron Ecuador y El Salvador.

Más allá de estas ventajas y desventajas, la literatura sobre la dolarización como régimen de política económica ha indagado sobre las condiciones para adoptarla. Como una economía dolarizada no tiene la capacidad de absorber un shock externo a través del tipo de cambio, en su reemplazo se sugiere contar con disciplina fiscal, flexibilidad laboral y apertura comercial. Estas políticas buscan reducir la posibilidad de que el sector público se quede sin financiamiento y tratar de acercar la economía a un área monetaria óptima con el país cuya moneda se adopta (Mundell, 1961). Para implementar la dolarización y sus políticas complementarias, existen dos puntos de vista: el “solo hazlo” y el “enfoque de la coronación” (Gruben, Wynne y Zarazaga, 2001). El primero se asocia con la idea de que hay que dolarizar lo más rápido posible y generar las condiciones para el éxito sobre la marcha. El segundo sugiere que, antes de dolarizar, se cumplan las condiciones mencionadas.

En América Latina no se adoptaron reformas previas para facilitar el funcionamiento de la dolarización de la economía. Pero, al menos, se contaba con cierta disponibilidad de divisas para dolarizar a un tipo de cambio no muy diferente al previo. En caso de que no haya, las condiciones para la dolarización no son muy diferentes a las necesarias para encarar un proceso de estabilización con moneda propia; es decir, equilibrio fiscal, disponibilidad de divisas —por acumulación de reservas internacionales y/o superávit de cuenta corriente—, precios relativos alineados y política de ingresos. No obstante, si se opta por el camino de la dolarización, el valor inicial del tipo de cambio suele ser el más alto dentro de las opciones posibles. Esto, por lo tanto, aumenta la magnitud del ajuste. Entonces, si las condiciones previas para ambas estrategias de estabilización son similares, ¿por qué optar por aquella que resigna la moneda nacional, con todos los costos adicionales —presentes y futuros— que acarrea?

## Enseñanzas de la experiencia regional

América Latina ha tenido una variada gama de economías, en mayor o menor medida, dolarizadas. Algunas revirtieron, al menos parcialmente, el proceso. A grandes rasgos, se encuentran:

- Países donde el bimonetarismo fue un fenómeno acotado gracias a la presencia de mecanismos de indexación de contratos (Brasil y Chile).
- Países en los que, aún estabilizada la economía, el sistema financiero siguió exhibiendo un elevado grado de dolarización (Bolivia, Perú y Uruguay).
- Países que adoptaron formalmente el dólar sin una crisis previa (Panamá y El Salvador) y tras una crisis (Ecuador).

Focalizando en cada uno de estos escenarios, pueden rastrearse lecciones para la formulación de una agenda de políticas públicas.

## Desdolarización con estabilización e indexación defensiva: Brasil y Chile

Las economías de Brasil y Chile fomentaron el uso de instrumentos que se actualizan en función de algún índice de precios. Ello permite que la moneda local conserve buena parte de sus funciones. Si bien existen muchos ejemplos de instrumentos de indexación en América Latina<sup>15</sup>, su mera existencia

15 Casi todos los países de la región utilizaron mecanismos de indexación. Colombia introdujo en 1972 la Unidad de Poder Adquisitivo (UPAC) para indexar créditos de vivienda; reemplazada luego por la Unidad de Valor Real (UVR) en 1999. Uruguay incluyó en 1968 la Unidad Reajutable (UR), que seguía los salarios y se usaba en tasaciones de inmuebles, préstamos bancarios, cuentas de ahorro y otras obligaciones financieras; en 2002 estableció la Unidad Indexada (UI), que ajusta en función de los precios al consumidor. Ecuador incorporó en 1993 la Unidad de Valor Constante (UVC), pero su uso fue discontinuado. México introdujo en 1995 las Unidades de Inversión (UDIS), cuyo valor se establece en función de las variaciones del Índice Nacional de Precios al Consumidor. En Perú existe el Índice de Reajuste Diario —que sigue los precios al consumidor para el área de Lima Metropolitana, usado para ciertos instrumentos financieros—. Incluso Argentina tiene experiencia con estos mecanismos. En 1972 se emitieron Valores Nacionales Ajustables (que seguían al Índice de Precios Mayoristas no Agropecuarios) y desde 2017 existe la Unidad de Valor Adquisitivo (UVA), que sigue la evolución del Índice de Precios al Consumidor y se utiliza para indexar créditos hipotecarios y depósitos a plazo fijo.



no significa que logren imponerse como una alternativa al dólar. Para lograrlo, son necesarios años de esfuerzos en una misma dirección, tal como lo ilustran esos dos países.

En 1964, Brasil lanzó un programa de estabilización y reestructuración del sistema de control de cambios (adoptando un desdoblamiento formal con un segmento comercial más regulado y un segmento libre para operaciones financieras, exportaciones no tradicionales y servicios). Producto de ello, redujo la inflación de un 92%, en 1963, a un 24%, en 1967. Así, eliminó el techo del 12% a las tasas de interés, que en contextos de alta inflación implicaba que fueran negativas en términos reales, y –como estaba prohibido indexar contratos en función de la evolución del tipo de cambio y constituir depósitos o prestar en moneda extranjera– generó las condiciones para que se difundiera la indexación del ahorro en función de la evolución de la inflación. Con plazos de entre 1 y 20 años, se emitieron las Obligaciones Negociables del Tesoro Nacional, que rendían la inflación pasada más un 6% de interés (Goldfajn, 1998). Al existir la posibilidad de que otros contratos financieros (como las hipotecas) se ataran a la evolución de las obligaciones, se fue creando un mercado con suficiente volumen como para dotar de liquidez y tornar atractivos la compra y venta de activos indexados. No obstante, a la indexación del ahorro (contratos financieros), luego se sumó la de los salarios y el tipo de cambio<sup>16</sup>. Ello potenció la inercia y dificultó la posterior reducción de la tasa de inflación.

A partir de 1981, debido a un contexto financiero internacional desfavorable, se interrumpió el crecimiento de Brasil (por aquel entonces, de los más altos a nivel mundial). Tras el incremento del precio del petróleo durante la década del 1970, las autoridades optaron por endeudarse en el exterior para sostener el ritmo de crecimiento de la producción. Así, la economía se expuso a la suba de las tasas internacionales. Esta suba tuvo lugar hacia fines de la década, cuando la Reserva Federal aplicó una política monetaria restrictiva. La combinación de mayores precios de la energía (de la que Brasil era importador en términos netos) y las presiones cambiarias, elevó la tasa de inflación, situándola en niveles de tres dígitos. Consecuentemente, la prioridad de la política económica comenzó a virar hacia el diseño y la adopción de una estrategia de estabilización.

Tras varios intentos fallidos, el Plan Real estabilizó la economía introduciendo una nueva moneda (el real). Dicho plan se concibió como un programa sin congelamiento de precios, confiscación de activos, ni recesión; trató de preservar algún grado de flexibilidad cambiaria; y apuntó a desindexar la economía (Bacha, 1997; Ferrari-Filho y De Paula, 2003). Su implementación fue en etapas. Inició a mediados de 1993, con la profundización del proceso de adopción de reformas estructurales y de reducción del déficit fiscal en el que Brasil se había embarcado desde comienzos de la década de 1990. El 1 de marzo de 1994 introdujo una unidad indexada (la Unidad Real de Valor) y la definió inicialmente en un valor aproximado a un dólar estadounidense, para luego ajustarla día a día en función de la inflación. Los contratos, tarifas públicas, salarios y demás precios se fijaron de manera progresiva en términos de dicha unidad. Finalmente, el 1 de julio de 1994, en la tercera y última etapa, se la instituyó de manera oficial como moneda y se le dio el nombre de "real". Desde entonces, la moneda fluctuó dentro de una estrecha banda.

En otras palabras, el programa antiinflacionario consistió en indexar los precios claves de la economía para alinearlos y hacerlos sostenibles en el tiempo. Logrado este primer objetivo, el siguiente paso fue desindexarlos: introducida la nueva moneda, todos los contratos y precios se convirtieron en reales. El programa fue un éxito y abatió la hiperinflación (la inflación mensual cayó del 43,1% –durante el primer trimestre de 1994– al 3,1% –durante el segundo– y al 1,7% durante 1995). De esa manera, permitió cierta recuperación de los ingresos y de la actividad económica (Ferrari-Filho, 2001).

Chile también cuenta con una amplia experiencia en materia de utilización de mecanismos de indexación contractual en su haber. Durante buena parte del siglo XX, el país convivió con tasas de inflación

---

<sup>16</sup> Ajustar el tipo de cambio en función de la inflación pasada en la región fue común como mecanismo para preservar el tipo de cambio real en cierto nivel y permitir un desempeño razonable de las cuentas externas. Tuvo el costo de acelerar la tasa de inflación; con excepción precisamente de Brasil, donde esto ocurrió por el crecimiento del precio del petróleo (Frenkel y Rapetti, 2012).

relativamente elevadas y con autoridades que validaron la indexación de salarios, impuestos, tipo de cambio y contratos financieros. A diferencia de Brasil, fue más tolerante con el uso del dólar y, durante algunos períodos –por ejemplo, a fines de los años 1960 (tras una reforma que tendió a desregular el sistema financiero) y a comienzos de los 1980 (tras la crisis bancaria)–, la dolarización financiera fue un fenómeno de significativa magnitud.

A comienzos de 1967, Chile introdujo el instrumento más popular en su experiencia, la Unidad de Fomento. Su propósito principal consistió en establecer un mecanismo para actualizar el valor del capital de los contratos financieros y proteger el ahorro contra la inflación<sup>17</sup>. En paralelo, mantuvo los mecanismos de indexación para los impuestos, el tipo de cambio y los salarios del sector público. La dictadura chilena (entre 1974 y 1991) implementó un conjunto de políticas de desregulación financiera y facilitó el endeudamiento externo de compañías no financieras y bancos. Así generó un crecimiento (acotado) de la dolarización financiera. Ello implicó que algunos precios de transacciones importantes (como la compra-venta de autos e inmuebles) comenzaran a pactarse en dólares. Sin embargo, dado que los instrumentos en moneda nacional ofrecían tasas de interés positivas en términos reales (incluso aquellos que no estaban sujetos a mecanismos de indexación), la dolarización financiera fue leve.

Una parte integral de la política económica de la dictadura chilena centró su atención en el combate de la inflación (que había alcanzado niveles superiores al 600% anual). En sus inicios, adoptó políticas fiscales y monetarias contractivas. Debido a su escaso éxito, en 1978 optó por una estrategia que, en aquel entonces, era una novedad: la incorporación de la pauta de devaluaciones preanunciadas. En la práctica, implicaba usar el tipo de cambio nominal como ancla antiinflacionaria. Esta política (también aplicada en Argentina y Uruguay durante esa época y popularmente conocida como la “Tablita”) implicó, en un contexto de indexación generalizada contra la inflación pasada, una apreciación real de la moneda, que estimuló la aparición de un importante déficit por cuenta corriente (y que, a comienzos de la década de 1980, alcanzó el 14-15% del PBI).

Si bien Chile prácticamente redujo la inflación hasta alcanzar la estabilidad de precios, a comienzos de 1981, la acumulación de desequilibrios externos financiados con endeudamiento generó una crisis cambiaria, bancaria y de deuda (Dornbusch, 1985). La inflación volvió a situarse en torno al 20-30% anual durante el resto de la década de 1980 y luego fue reduciéndose, de forma gradual, hasta el 2% hacia fines de 1990. Durante el proceso de desinflación, los instrumentos de ahorro indexados fueron desplazando, de manera paulatina, a los que estaban denominados en dólares. Una clave en este proceso fue que la reestructuración de la deuda y el salvataje bancario implicaron redenominar contratos incobrables en moneda extranjera y nacional en Unidades de Fomento. A ello debe sumarse la existencia de un sistema de pensiones privado –interesado en este tipo de instrumentos– y la conducción de una política de estabilización que mantuvo el manejo de una tasa de interés para instrumentos a 90 días actualizables por la Unidad de Fomento. Todo ello facilitó la generalizada adopción de la indexación (Herrera y Valdés, 2005).

Como los costos del salvataje bancario (de más de un tercio del PBI de comienzos de la década de 1980) se afrontaron, en su mayoría, por el sector público, la redenominación contractual no fue una experiencia traumática y dejó libre de estigma a la Unidad de Fomento. Chile eventualmente redujo y mantuvo a raya la inflación y comenzó a desindexar su economía. Algunos vestigios del esquema de indexación subsisten en la actualidad, aunque sin mayores perjuicios para el funcionamiento de la economía (dado que la tasa de inflación rara vez supera el dígito). La Unidad de Fomento se usa, por ejemplo, para ajustar el precio de los servicios públicos y las rentas que pagan las compañías de seguros. En el sistema financiero también subsiste algún grado de indexación, pero el grado de dolarización se mantuvo en niveles muy bajos, incluso en entornos de inflación moderada (20-30%) como los de la década de 1980 y principios de 1990.

---

17 La Unidad de Fomento no fue el primer mecanismo de indexación para los contratos financieros usados en Chile. La novedad que trajo su adopción fue la creación de un índice de actualización automático que sigue la tasa de inflación (Arellano, 2021).



**Brasil y Chile ilustran que un historial de utilización de mecanismos de indexación del ahorro fiables mantiene el poder de compra en el tiempo y así contiene la dolarización financiera en un entorno de inflación moderada y persistente.**

En síntesis, Brasil y Chile ilustran que un historial de utilización de mecanismos de indexación del ahorro fiables mantiene el poder de compra en el tiempo y así contiene la dolarización financiera en un entorno de inflación moderada y persistente. Para que estos instrumentos se desarrollen, es preciso contar con una unidad de cuenta transparente y con mercados financieros lo suficientemente desarrollados (donde se transan activos ajustables por inflación).

No obstante, es importante considerar que no es lo mismo cualquier tipo de indexación. Mientras que la del ahorro puede contener la dolarización financiera, mientras se estabiliza la economía e impulsa la demanda de activos en moneda doméstica; la indexación generalizada de la economía (de salarios, tipo de cambio, entre otros) enraiza la inflación –dotándola de inercia y planteando desafíos al estabilizar la economía–. En ese sentido, tampoco es menor el nivel de inflación que se experimenta al decidir fomentar o no los mecanismos de indexación.

## **Desdolarización con estabilización y sin indexación: Bolivia, Perú y Uruguay**

Las economías de Bolivia y Perú sufrieron hiperinflaciones durante la década de 1980 y luego alcanzaron la estabilidad de precios sin adoptar formalmente la dolarización, a pesar de haber tenido economías con un elevado grado de dolarización real y financiera. Estos dos casos muestran también que la decisión de permitir depósitos en moneda extranjera en los bancos tiene el esperable efecto de incrementar el grado de dolarización financiera (Savastano, 1992). No obstante, la alternativa de no permitirlos en un contexto macroeconómico inestable favorece la salida de capitales y la desintermediación financiera, por ello es fundamental respetar, siempre que sea posible, la denominación de los contratos.

Hasta hace no mucho tiempo Bolivia era uno de los países con mayor grado de dolarización financiera del mundo. En la actualidad, es uno de los países en donde más se ha avanzado en materia de desdolarización. Uno de los principales legados de la hiperinflación fue la dolarización de los depósitos y préstamos bancarios, fenómeno que se intensificó durante 1990. Si bien el proceso de dolarización real se revirtió rápidamente tras la estabilización, la dolarización financiera lo hizo de manera paulatina. Esto se debió a un prudente manejo de la política macroeconómica, que permitió aprovechar un buen contexto internacional. El resultado fue la baja de la inflación y la apreciación de la moneda doméstica en términos reales. Además, la estrategia de gestión de la deuda elevó los requisitos de liquidez y capital para los préstamos en moneda extranjera, consolidando un mercado de instrumentos denominados en moneda nacional a plazos progresivamente más largos.

La economía peruana, por su parte, experimentó un proceso de dolarización *de facto* debido a un entorno macroeconómico inestable (Armas y Misaico, 2021). Luego, el proceso hiperinflacionario, que culminó con la adopción de un programa de estabilización a comienzos de 1990, dejó como legado un sistema bancario con un alto grado de dolarización de depósitos y créditos (nuevamente tolerados), pero con un bajo grado de traslado a precios de los movimientos del tipo de cambio. Los ejes del programa incluyeron la unificación cambiaria (a un tipo de cambio muy elevado y con la eliminación de restricciones cambiarias y paraarancelarias), un fuerte ajuste fiscal y la adopción de una restrictiva meta de agregados monetarios. Ello elevó la tasa de interés y estimuló la repatriación de capitales, generando una apreciación de la moneda (Velarde y Rodríguez, 1992; Dancourt, 1997). El programa de estabilización peruano carecía de un ancla cambiaria explícita, atípico considerando que el país estaba atravesando una hiperinflación.

Desde fines de 1990, Perú ha venido transitando un persistente proceso de desdolarización real (que se completó durante la primera década del presente siglo) y financiera. La clave para la economía peruana fue la adopción de una política macroeconómica, que mantuvo una tasa de inflación baja y estable mediante la implementación de un esquema de metas de inflación “flexible”, que privilegió el establecimiento de la tasa de interés como el principal mecanismo de intervención del Banco Central (Armas y Misaico, 2021; Dancourt, 2015; 2017). Dicha estrategia implicó una combinación de la acumulación de reservas y la intervención para acotar la volatilidad del tipo de cambio y la consolidación de una estructura de tasas de interés en moneda nacional –que funciona como referencia y mecanismos regulatorios que actuaron sobre el sistema bancario, estableciendo encajes diferenciados más elevados para los depósitos en moneda extranjera, por la menor capacidad del Banco Central de operar como prestamista de última instancia–. Finalmente, también se utilizaron mecanismos de coordinación, como la obligatoriedad de listar precios en moneda local. El resultado fue satisfactorio. La tasa de inflación ha sido incluso más baja y estable que en los países dolarizados de la región y el crecimiento, muy importante. Si bien subsisten niveles de informalidad y pobreza sumamente elevados, los avances en materia de desdolarización fueron significativos.

Uruguay también es parte del conjunto de países que, tras las crisis de fines de 1990, incorporó esquemas de mayor flexibilidad cambiaria. Lo hizo a través de la acumulación de significativas cantidades de reservas internacionales y el sostenimiento de una inflación relativamente estable. Lo que diferencia este caso de los anteriores es que todavía no derrotó por completo la inflación (se mantiene en torno al 8% anual). Ello sucede, en parte, porque persisten algunos esquemas de indexación de salarios, partidas sociales y contratos financieros. Como consecuencia, Uruguay no pudo constituir una moneda nacional lo suficientemente atractiva como para ir disminuyendo la importancia del dólar. Sin embargo, gracias a la adopción de medidas regulatorias, mitigó algunos de los riesgos asociados a la dolarización financiera (en particular, el problema del descalce de monedas).

La dolarización en Uruguay se originó en la combinación de un pobre manejo macroeconómico (Licandro y Licandro, 2003), la falta de cobertura frente al riesgo cambiario y un marco regulatorio mal diseñado. Debido al secreto bancario, Uruguay históricamente fue una plaza atractiva para captar depósitos en dólares de no residentes (pertenecientes a Argentina, principalmente). El sistema financiero uruguayo experimentó una fuerte corrida bancaria, tras la crisis de 2001. Ella obligó a un congelamiento de depósitos y a un reperfilamiento de la deuda pública en 2003.

Desde entonces, las autoridades implementaron políticas para fomentar la desdolarización, fundamentalmente mediante la adopción de un esquema de seguro de depósitos que distingue por tipo de monedas y un mayor grado de flexibilidad cambiaria. Si bien el progreso fue lento y Uruguay sigue siendo una de las economías con mayor grado de dolarización financiera en el mundo, redujo los riesgos asociados a la dolarización y mejoró los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

**Bolivia, Perú y Uruguay enseñan que –tras una exitosa estabilización– puede atravesarse un significativo proceso de desdolarización y, al mismo tiempo, mantener una dolarización financiera elevada, incluso tiempo después de reducida la inflación.**

En síntesis, Bolivia, Perú y Uruguay enseñan que –tras una exitosa estabilización– puede atravesarse un significativo proceso de desdolarización (a pesar de una política cambiaria relativamente poco flexible –en particular, en Bolivia–) y, al mismo tiempo, mantener una dolarización financiera elevada (incluso tiempo después de reducida la inflación). También muestran que se puede convivir con altos niveles de dolarización financiera, sin verse obligados a dejar de implementar una efectiva política monetaria contracíclica. La clave para derrotar por completo la dolarización es reducir la inflación. Por esta razón, Uruguay no progresó tanto como Bolivia y Perú.

## Economías dolarizadas: Ecuador, Panamá y El Salvador

Estos tres países constituyen las experiencias regionales de dolarización. En Panamá, el dólar es la moneda de curso legal desde 1904. La adopción del dólar obedeció más a razones políticas e históricas (en dicho año Estados Unidos tomó el control del canal de Panamá), que a una deliberada decisión de escoger el mejor régimen cambiario. Al igual que en El Salvador, la dolarización se adoptó en ausencia de una crisis previa. Ambos países cuentan con condiciones que tornan más factible el sostenimiento de la dolarización. Entre ellas, elevados grados de integración de los mercados de trabajo y de capitales con los de Estados Unidos –que facilitan la emigración ante eventos externos negativos–. En Panamá, se trata de una guarida *off-shore* y cuenta con Colón, la segunda zona franca más grande del mundo (luego de la de Hong Kong).

A diferencia de los casos de El Salvador y Panamá, Ecuador optó por la dolarización en un contexto de crisis. Cuando lo hizo, a comienzos de 2000, la economía venía sufriendo los clásicos problemas de un país que tiene su comercio exterior concentrado en unas pocas materias primas (bananas, camarones y petróleo, en este caso). Además, la economía ecuatoriana estuvo y está expuesta a eventos climáticos muy adversos; tales como “el fenómeno del Niño”, que afectó severamente a la economía hacia fines de la década de 1990 y que perjudicó aún más a una macroeconomía afectada por los desequilibrios fiscales y externos originados por el conflicto bélico con Perú.

De estos tres casos se desprenden algunas enseñanzas. Panamá ilustra cómo la dolarización permite reducir y mantener baja la tasa de inflación (incluso en niveles más bajos que en Estados Unidos), e incluso fortalecer la economía ante eventos externos adversos (Moreno Villalaz, 2000). No obstante, si bien las tasas de interés son bajas, no está claro que haya sido por la dolarización. De hecho, esto puede deberse a que el sistema bancario de Panamá está muy expuesto a la competencia. Como suele ser el caso cuando se adoptan esquemas de poca flexibilidad cambiaria, la volatilidad del producto parece ser más alta que en países con regímenes más flexibles (Goldfajn y Olivares, 2001).

A lo largo de su historia, El Salvador fue una economía relativamente estable, pero con inestabilidad política. Pese a que no existían condiciones económicas que sugirieran que la dolarización era una política “necesaria” y tampoco había una crisis en curso (la dolarización de depósitos era baja, las cuentas públicas estaban ordenadas y no había una crisis financiera en marcha), se presentó a la sociedad salvadoreña como la única vía para integrarse de manera exitosa a la economía mundial. A partir de 2001, se adoptó el dólar de forma unilateral y como moneda de curso legal para todas las transacciones comerciales y financieras (legalmente, se mantuvo la posibilidad de utilizar la moneda nacional). Las ventajas asociadas con la dolarización (como mayor integración comercial con Estados Unidos y países vecinos de Centroamérica o menores costos financieros) no se materializó, tal como sí lo hicieron los problemas (mayor volatilidad y exposición a las crisis externas; ver al respecto Levy Yeyati, 2021).

Panamá y El Salvador tienen condiciones favorables para adoptar al dólar como moneda, dado su alta integración con la economía de Estados Unidos. Ambos tienen economías abiertas, concentran buena parte de su intercambio con Estados Unidos y tienen sus ciclos económicos altamente sincronizados, aunque con evidentes asimetrías. En El Salvador, la principal razón para adoptar la dolarización quizás sea la existencia de un significativo número de migrantes (entre el 20% y el 25% de la población nativa vive en Estados Unidos) que envían remesas con regularidad. Ello permite que el ingreso del país (el producto bruto interno más los ingresos por remesas) represente hasta un 15% más de lo producido internamente (Ibarra et al., 2004).

Dado que ambos países dolarizaron sin crisis previa, no se verificó un cambio de tendencia en el crecimiento, sea una recuperación vigorosa –que suelen experimentar los países que adoptan planes de estabilización exitosos–, sea una recesión previa a la implementación. Debido a la existencia de condiciones favorables para adoptar la dolarización, no sorprende que haya traído algunos beneficios, como mantener baja tanto la inflación como las tasas de interés. Pese a ello, en El Salvador son pocas las ventajas que supuestamente la dolarización trae aparejadas; en Panamá tampoco está claro que las mejoras se asocien a dicho régimen de política.

Ecuador adopta la dolarización en un contexto que distingue su caso de los otros dos. Las autoridades se vieron forzadas a establecer un congelamiento de depósitos durante el primer trimestre de 1999. Ello se debió a un abultado déficit fiscal y por cuenta corriente, a una elevada inflación y a una mayor fragilidad del sistema bancario (por las altas tasas de interés). Para aquel entonces, la dolarización (tanto real como financiera) era un fenómeno importante. Hacia fines de año, y tras un prematuro intento de levantar el congelamiento de depósitos y la cesación de pagos de la deuda con el Club de París, la inflación se situó en el orden del 100% anual (acumulando un incremento del 60% en el último trimestre); mientras tanto, el sucre (la moneda de aquel entonces) se depreciaba sin freno. En presencia de pocas opciones, se permitió un aumento del tipo de cambio de 18.000 a 25.000 sucres por dólar (habiendo comenzado en torno a los 5400 sucres por dólar a comienzos de 1998) y se anunció la dolarización a principios de enero, finalmente adoptada en marzo. Las autoridades se inclinaron por ella porque el escaso consenso político que existía en una coyuntura crítica limitaba los márgenes de maniobra para una estabilización más tradicional.

Al comenzar con el proceso de dolarización, Ecuador enfrentó tres grandes desafíos:

- La existencia de un congelamiento de depósitos en dólares en un contexto donde prácticamente no había reservas líquidas para asistir a los bancos.
- La inflación local en dólares luego del anuncio (dada la inercia inflacionaria y la quita de subsidios a los servicios públicos).
- El ajuste fiscal necesario para hacerla viable.

La experiencia ecuatoriana sugiere que la dolarización puede implementarse en ausencia de condiciones iniciales (partiendo de la existencia de suficientes dólares al tipo de cambio de conversión), ya que ni las cuentas fiscales estaban ordenadas ni existían fuentes de liquidez en dólares que vislumbraran cómo se iba a reorganizar el sistema bancario. Luego de una inflación que orilló el 100% el año posterior a la implementación de la dolarización, el precio del petróleo aumentó significativamente. Ello incentivó el retorno de los capitales y se estableció un flujo más regular de remesas, mientras que una mejora en la actividad ayudó a corregir el déficit fiscal y a recuperar los salarios reales. Si bien se le atribuye la recuperación económica a la dolarización, la dinámica que exhibió la economía ecuatoriana es la típica de un programa de estabilización exitoso que incluye entre sus elementos un ancla cambiaria (Kiguel y Liviatan, 1992; Reinhart y Végh, 1994). Adicionalmente, el contexto internacional fue muy favorable: tasas de interés internacionales muy bajas y precios de los productos de exportación elevados. Esto parece haber contribuido a generar una buena imagen de la dolarización entre la población, que rechaza una reversión del proceso. En efecto, una de las condiciones de posibilidad de la dolarización es, precisamente, la incapacidad de las autoridades de dar marcha atrás (posibilidad que no desaparece del todo, como lo atestigua el caso de Zimbabue), al menos que exista el compromiso por no hacerlo. El ajuste fiscal –forzado por el aumento del tipo de cambio antes de la dolarización– no garantizó el sostenimiento de las cuentas públicas ordenadas. Por el contrario, Ecuador registró déficit fiscal desde 2011, con un pico del 10% del PBI en 2016. La favorable evolución de la actividad y la sostenibilidad fiscal están fuertemente atadas a la existencia de precios internacionales del petróleo y remesas de emigrantes. Es por eso que, ante un contexto internacional más adverso y frente a la imposibilidad de financiar el déficit fiscal con financiamiento monetario, la deuda pública comenzó a crecer en 2011, hasta que Ecuador tuvo que reestructurarla en 2020 (la deuda representaba 51,8% del PBI), e incluso solicitó un programa con el FMI.

**La experiencia ecuatoriana ilustra, en suma, cómo la dolarización contribuye a que una economía se desempeñe de manera procíclica, acompañando (y amplificando) el ciclo económico internacional.**

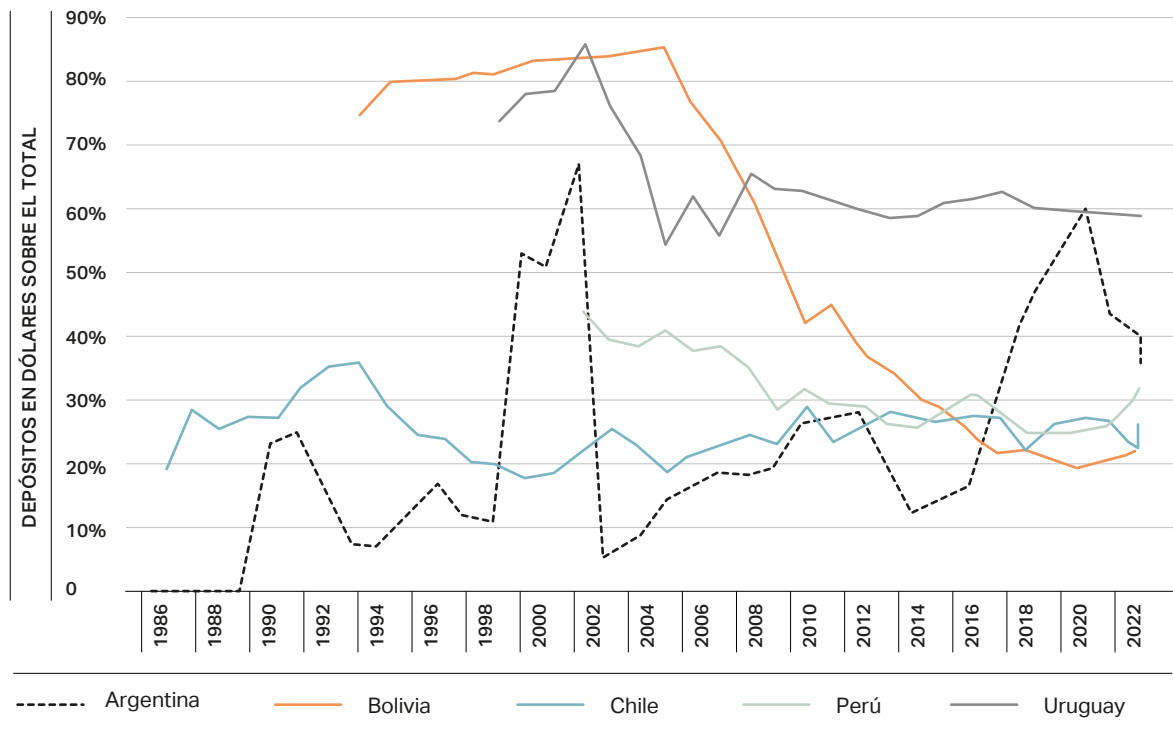
La experiencia ecuatoriana ilustra, en suma, cómo la dolarización contribuye a que una economía se desempeñe de manera procíclica, acompañando (y amplificando) el ciclo económico internacional. De haberse generado condiciones para un pacto fiscal entre las diferentes fuerzas políticas, la crisis de deuda quizás no hubiese ocurrido. Cabe preguntarse, entonces, qué sentido tiene dolarizar: en ausencia de condiciones adecuadas no previene un manejo desbalanceado de la política económica, mientras que en un entorno propicio no es la mejor opción. Dado el éxito que países de la región está vinculado con alternativas menos extremas, no queda claro –considerando los costos que ello acarrea– que sea indispensable prescindir de la moneda (ver cuadro 2).

## Dolarización real y financiera sin estabilización: Argentina

Durante las últimas décadas, la moneda argentina tuvo un desempeño muy pobre. Si bien el peso funciona, en buena medida, como medio de pago, su función como unidad de cuenta y, especialmente, como reserva de valor están deterioradas. Los orígenes de ello se sitúan, por un lado, en una elevada y volátil tasa de inflación y, por otro, en la frecuencia con que se repiten eventos sumamente disruptivos –como bruscas devaluaciones de la moneda, cesación del pago de la deuda pública, congelamiento de depósitos, entre otros–. Con respecto a su función como medio de pago, la sustitución de la moneda parece ser un fenómeno acotado. Un indicador que la literatura suele tomar para medir este fenómeno son los depósitos en cuentas a la vista en dólares como fracción del total (gráfico 2).

Cabe aclarar que en las comparaciones regionales se excluye Brasil y los países que dolarizaron. En el primer caso, porque no estaba permitido abrir cuentas en dólares hasta 2021, por lo que su participación es hasta 0%. En el segundo, porque la participación es, por definición, del 100%.

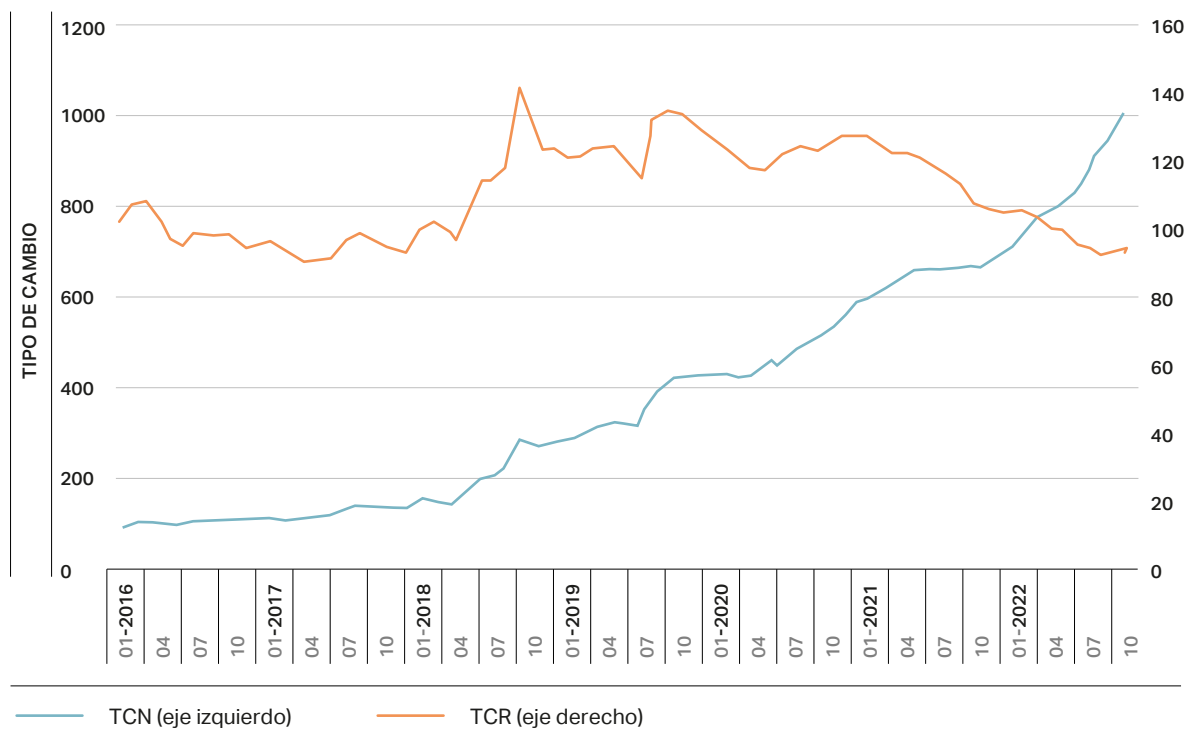
### Dolarización real en la región (sustitución de monedas). Evolución de los depósitos en cuentas a la vista en dólares como porcentaje del total (1986-2021)



Fuente: Fundar - elaboración propia con base en datos de los bancos centrales de cada país.

La dolarización real de la economía argentina se manifestó, en mayor medida, en la función de unidad de cuenta. Este fenómeno se evidencia en el grado de traslado a precios de una variación en el tipo de cambio. Una forma intuitiva de visualizar los distintos niveles de traslado a precios consiste en comparar la evolución del índice del tipo de cambio nominal y real<sup>18</sup>. Para ilustrar, los gráficos 3 y 4 comparan su evolución en Argentina y Perú<sup>19</sup>. Producto de esta comparación, se observa que las series se mueven de forma pareja cuando hay estabilidad de precios y flexibilidad cambiaria, porque los movimientos del tipo de cambio real están asociados, en esencia, a la dinámica del tipo de cambio nominal. Por el contrario, las series divergen para economías donde la inflación es un problema (como en el caso argentino). La ausencia de un elevado traslado a precios permite que los movimientos del tipo de cambio nominal modifiquen el tipo de cambio real y, por lo tanto, los precios relativos de la economía.

### Dolarización real (traspaso a precios). Evolución del tipo de cambio nominal y real para Argentina (enero 2001=100; 2016-2022)



Fuente: Fundar - elaboración propia con base en datos de los bancos centrales de cada país.

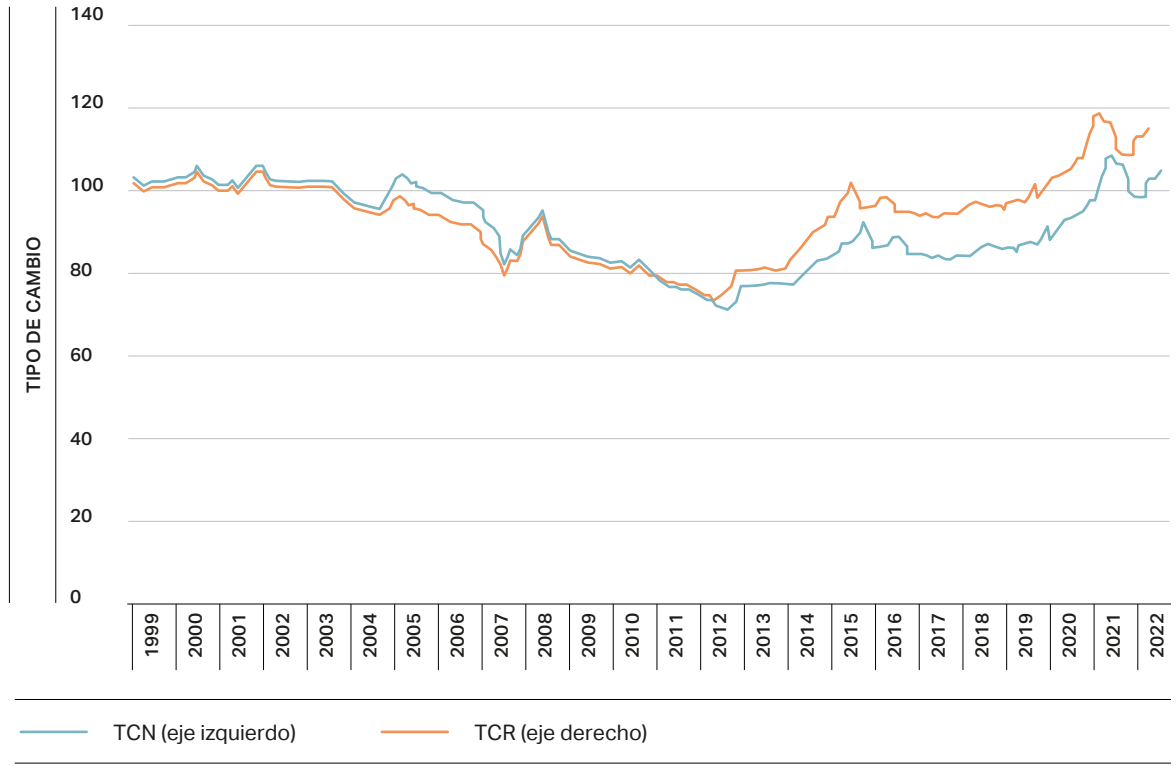
Gráfico 4



<sup>18</sup> Algunas estimaciones sitúan el grado de traslado en un período de doce meses en los países de la región entre el 5% y el 30% (Amador y otros, 2015) para 2000. En comparación, utilizando tanto el tipo de cambio oficial como el "blue" para la estimación, Montes-Rojas (2019) sitúa el traslado a precios en Argentina en torno al 15%-45%; a mayor intensidad del evento devaluatorio, mayor traslado a precios.

<sup>19</sup> Lo evidenciado por Perú también se observa al tomar cualquier otro país con baja inflación.

### Dolarización real (traspaso a precios). Evolución del tipo de cambio nominal y real para Perú (diciembre 1999=100; 1999-2022)



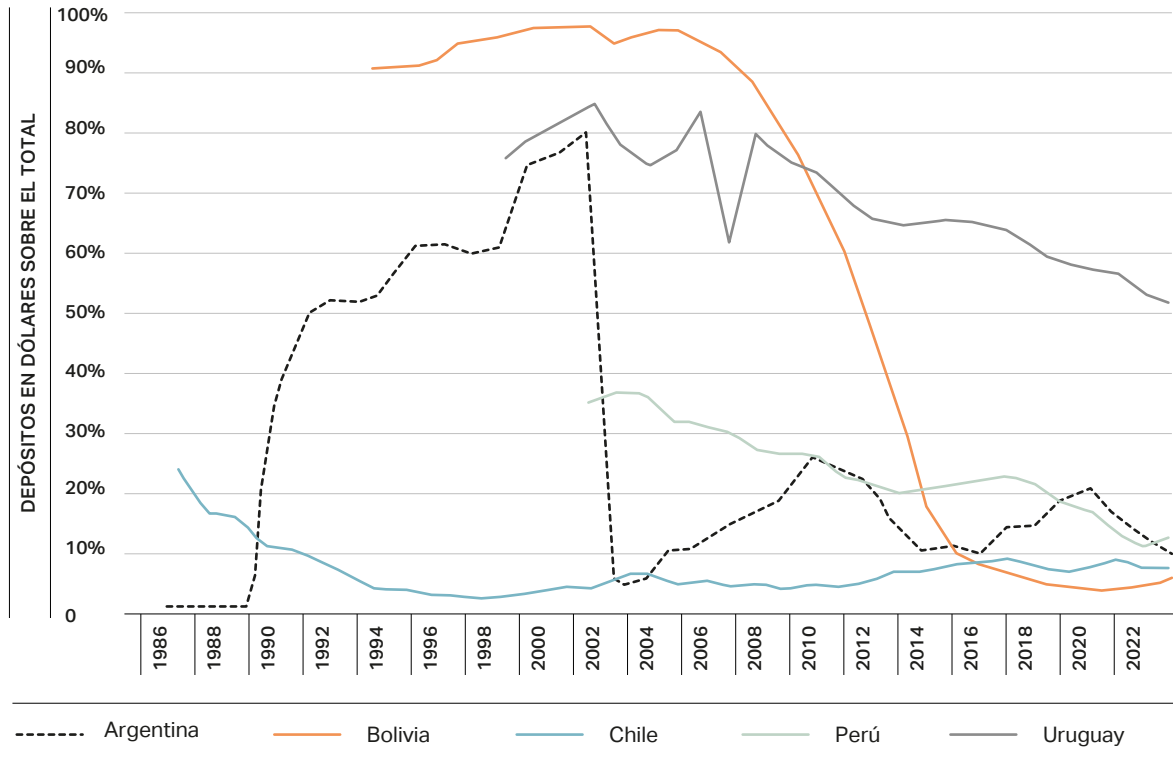
Fuente: Fundar - elaboración propia con base en datos de los bancos centrales de cada país.

La función que parece más deteriorada del peso argentino es la reserva de valor. Si bien los depósitos a plazo fijo en dólares como fracción del total (gráfico 5) no reflejan un nivel elevado de dolarización financiera, ello se debe a dos motivos. Por un lado, el historial argentino de eventos disruptivos (saltos abruptos en el tipo de cambio, cesación de pagos, subestimación de la inflación, reestructuración forzosa de las deudas públicas o privadas y congelamiento de los depósitos bancarios) que, no solo atentó contra el peso, sino que desincentivó el ahorro en dólares bancarizado. En otras palabras, si bien las cifras argentinas sugerirían que se trata de un fenómeno acotado, se debe tener presente que la desconfianza de la sociedad en los bancos se tradujo en una enorme acumulación de dólares por fuera del sistema. Ella se acentuó por la falta de incentivos a los préstamos y depósitos en moneda extranjera, a causa de la regulación financiera. Por otro lado, el cepo cambiario implica restricción a la adquisición de dólares. Ello naturalmente reduce el monto de plazos fijos en dólares. En efecto, en la serie se observan picos que tienen lugar en los momentos previos a la adopción de restricciones cambiarias (2011 y 2019).

Gráfico 5



### Dolarización financiera en la región. Evolución de los depósitos a plazo fijo en dólares como porcentaje del total (1986-2021)



Fuente: Fundar - elaboración propia con base en datos de los bancos centrales de cada país.

Específicamente, en Argentina, el cociente entre los depósitos denominados en moneda extranjera sobre el total asciende a 13%. Ello representa niveles inferiores al promedio de la región, e incluso por debajo del pico histórico del 63-64%, previo a la “pesificación asimétrica” de inicios de 2002. Sin embargo, según la Posición de Inversión Internacional (INDEC, 2022), durante el primer trimestre de 2022 la sociedad argentina poseía un total de activos externos de US\$ 423.444 millones (85% del PBI). De ellos, US\$ 243.511 millones son en efectivo (casi 50% del PBI).

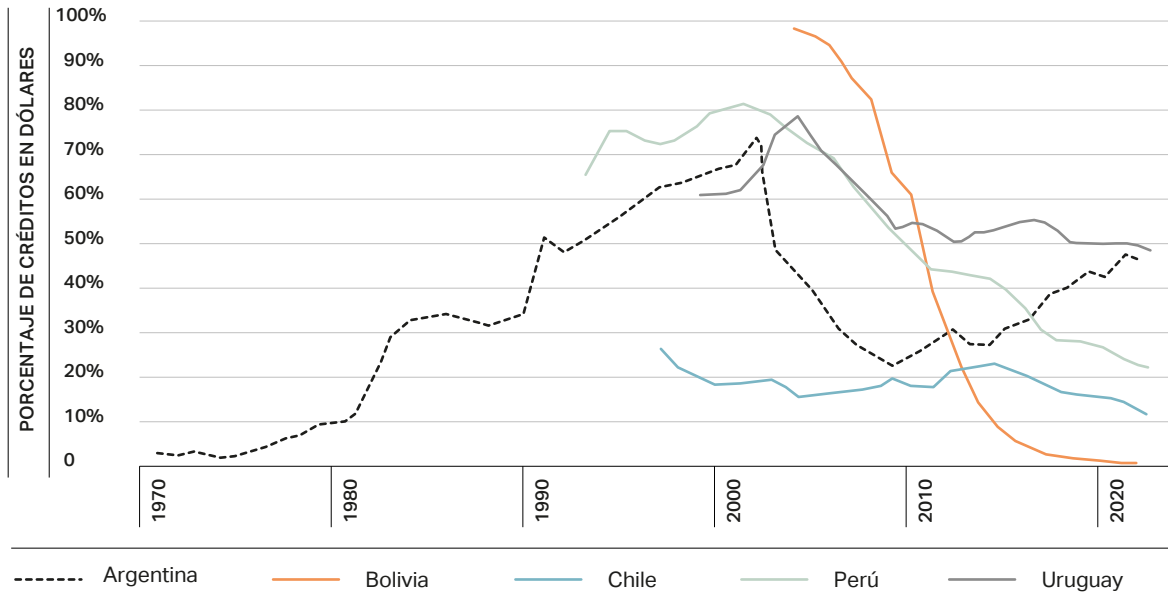
El peso del crédito en dólares también creció ininterrumpidamente desde 2007 como porcentaje del total. Pero ello no se debió a un incremento nominal del segmento en moneda extranjera, sino a una caída del segmento en moneda local y una tendencia ascendente del tipo de cambio real. Si bien su peso es elevado, el porcentaje está limitado por la regulación bancaria, que impide el otorgamiento de préstamos en dólares a quien no tenga ingresos en moneda extranjera. Ello, a su vez, desincentiva la captación de depósitos por parte de los bancos (gráfico 6). Esta dolarización de los depósitos a plazo y el crédito en Argentina contrasta con el progreso en dirección opuesta de Bolivia y Perú y, en menor medida, de Uruguay.

Gráfico 6





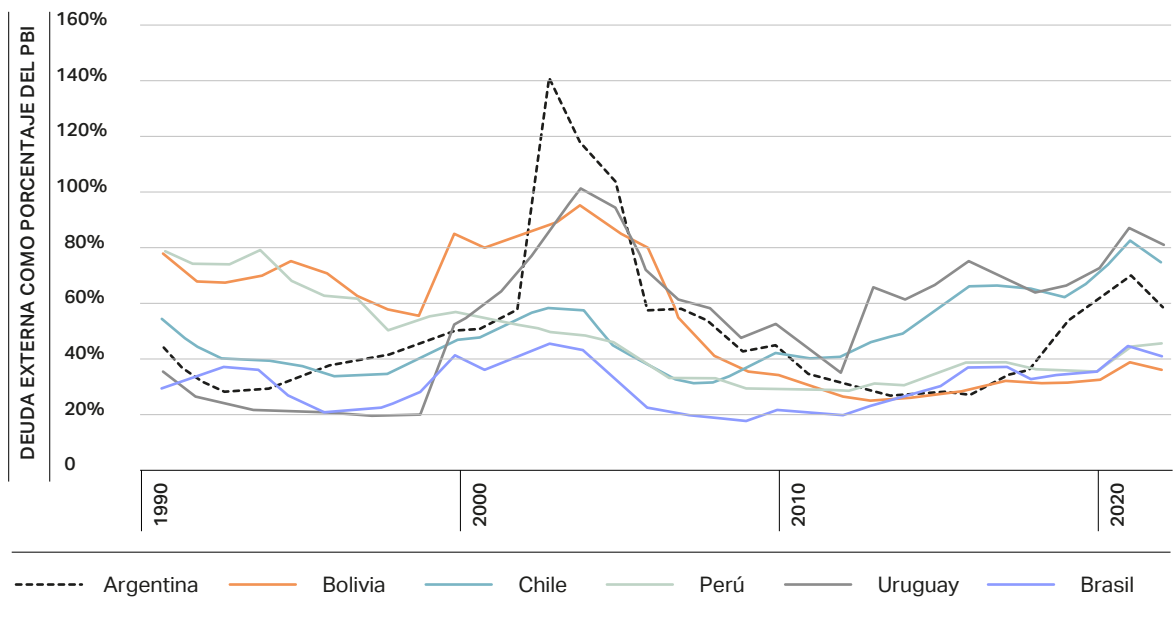
### Dolarización financiera en la región. Evolución del crédito en dólares como porcentaje del total (1970-2021)



Fuente: elaboración propia.

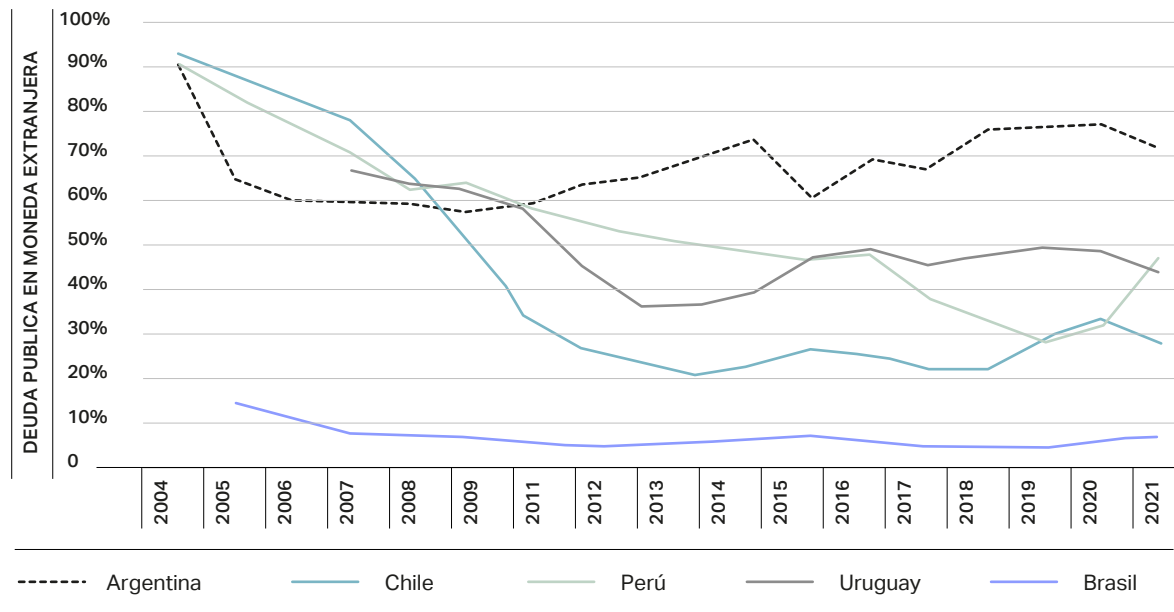
Complementariamente, los gráficos 7 y 8 ilustran otras aristas de la dolarización financiera: el endeudamiento externo medido como porcentaje del PBI y el porcentaje de la deuda pública denominada en moneda extranjera. Ellos no siempre se relacionan (dado que es posible tomar deuda con no residentes en moneda nacional o deuda con residentes en moneda extranjera), aunque –a falta de estadísticas– suele asumirse que toda deuda externa está denominada en moneda extranjera.

### Dolarización financiera en la región. Evolución de la deuda externa pública y privada como porcentaje del PBI (1990-2021).



Fuente: elaboración propia.

## Dolarización financiera en la región. Evolución de la deuda pública en moneda extranjera como porcentaje del total (2004-2021).



Fuente: elaboración propia.

Los gráficos 7 y 8 permiten apreciar, en primer lugar, los progresos en la región (incluido Argentina) durante los primeros años de la década de 2000 en materia de reducción de la deuda externa y/o en moneda extranjera. En segundo lugar, cuán engañoso puede ser identificar deuda externa con deuda en moneda extranjera (en particular, como indicador de la dolarización de la deuda). De mirar ambos gráficos se desprende, por ejemplo, que Chile aumenta la deuda externa total (pública y privada) sobre el PBI, mientras mantiene acotado el porcentaje de deuda pública en moneda extranjera.

Asimismo, desde comienzos de 2000, muchos países de la región comenzaron a emitir deuda a largo plazo en moneda nacional, mientras que Argentina enfrenta significativos obstáculos para desarrollar este segmento del mercado. En este caso, la deuda pública está altamente denominada en moneda extranjera. El período de ausencia de restricciones de acceso al mercado de cambios, que tuvo lugar entre el 2016 y el 2019, permitió un crecimiento de las ratios de deuda. Argentina también tiene niveles de deuda pública en dólares muy por encima del promedio regional, pese a que el endeudamiento total es más bajo. En suma, el peso argentino cumple en buena medida su función de medio de pago, pero como unidad de cuenta y reserva de valor se encuentra muy deteriorada.

## Enseñanzas regionales

En primer lugar, de la experiencia de Brasil y Chile puede destacarse el uso de mecanismos de indexación para sostener la función de reserva de valor de la moneda nacional durante contextos inflacionarios, aunque se necesita impulsar el desarrollo de mercados que operen con instrumentos indexados. Sin embargo, estas experiencias también muestran que, para recuperar todas las funciones del dinero, es preciso bajar la inflación; y, para ello, es ideal desindexar la economía, en particular los salarios y el tipo de cambio. En segundo lugar, de Bolivia y Perú puede rescatarse la posibilidad de construir estabilidad macroeconómica, incluso con un sistema financiero altamente dolarizado. El caso peruano es de sumo interés porque a comienzos de los años 1990 superó la hiperinflación sin recurrir a un ancla cambiaria (habitual para contener la espiral de precios). De ellos, también puede subrayarse que la desdolarización "compulsiva", adoptada en ausencia de incentivos razonables, puede impulsar la desintermediación financiera y la salida de capitales. En tercer lugar, Uruguay ilustra que, sin derrotar a la inflación, es muy difícil revertir la dolarización, pero que es posible mitigar algunos efectos negativos.



De todas estas experiencias se desprende que la estabilidad macroeconómica y la desdolarización de la economía deben ir de la mano. Al igual que, para bajar la inflación y restituir el papel de la moneda nacional, se requiere un programa integral sostenido en el tiempo.

La estabilidad macroeconómica y la desdolarización de la economía deben ir de la mano, de la misma manera que, para bajar la inflación y restituir el papel de la moneda nacional, se requiere un programa integral sostenido en el tiempo.

De aquellos países que dolarizaron también pueden destacarse aprendizajes. En cuarto lugar, Ecuador permite entender que la dolarización puede adoptarse sin condiciones previas, aunque la posibilidad se haya generado tras un proceso disruptivo que incluyó una fuerte devaluación y el congelamiento de depósitos. La persistencia del régimen no es independiente del contexto internacional posterior a la implementación, caracterizado por el incremento de los precios de las exportaciones y las bajas tasas internacionales. Por último, El Salvador y Panamá muestran que la dolarización es sostenible en economías con movilidad del trabajo y altamente integradas al comercio, donde los costos de renunciar a tener moneda propia son más bajos. En todos los casos, la dolarización ha exacerbado –o al menos no ha contribuido– la reducción de la volatilidad económica, al limitar la realización de políticas contracíclicas y no evitar los insostenibles procesos de endeudamiento.

## El camino a seguir: darse por vencidos o recuperar la moneda

### Las propuestas de dolarización en Argentina

Existe una significativa cantidad de propuestas que sugieren que la dolarización es la mejor o la única alternativa posible para la estabilización de la economía argentina<sup>20</sup>. Al tratar de identificar el núcleo de “la propuesta”, consistiría en tomar la base monetaria “dolarizable” y dividirla por las reservas de libre disponibilidad, para así obtener el tipo de cambio de conversión. Este se utilizaría para redenominar los contratos existentes y canjear los pesos en circulación. Algunas propuestas, como por ejemplo [el proyecto presentado por el diputado Cacace](#) o Avila (2018), plantean definir el tipo de cambio de conversión incluyendo también los pasivos remunerados del Banco Central (es decir, las LELIQs y los Pases Pasivos). Definir qué agregados monetarios se incluyen en la conversión plantea, como veremos a continuación, un mayúsculo problema.

Entre los matices y detalles, hay autores que se inclinan por no eliminar la moneda local, sino hacerla competir con cualquier otra moneda o criptomoneda (Ocampo y Cachanosky, 2022). Mientras que otros prefieren directamente abolir el peso (Romano, 2021)<sup>21</sup>. En general, casi la totalidad de autores coincide en adoptar algún tipo de reforma bancaria para que el Estado no pueda hacerse directa o indirectamente de los depósitos del público.

En resumen, para transitar el sendero de la dolarización de la economía deben resolverse, al menos, dos problemas fundamentales. El primero consiste en establecer el tipo de cambio de conversión, lo que implica definir qué agregado monetario quedaría respaldado por las reservas internacionales del Banco Central. El segundo radica en alinear los flujos de ingresos y gastos del sector público para minimizar la posibilidad de alguna ruptura contractual. Esto se debe a que la dolarización imposibilita

---

<sup>20</sup> Por ejemplo, Ávila (2018), Blasco Garma (2001), Cachanosky y Ravier (2015), Hanke y Schuler (1999), Ocampo y Cachanosky (2022) y Romano (2021).

<sup>21</sup> La sustitución del peso por el dólar de forma compulsiva también introduce un precedente peligroso: si se obliga a las personas a reemplazar el peso por el dólar ¿con qué argumentos podría descartarse reemplazar, en un futuro, al dólar por el peso de forma compulsiva? (Cavallo y Cavallo Runde, 2018, p. 390).

recurrir al financiamiento monetario que, en otro contexto, permitiría honrar compromisos en ausencia de fuentes de financiamiento.

En relación con el primer problema, la cantidad de reservas internacionales con las que inicialmente se dispone define los primeros pasos. Por ello no es sorprendente que, a menudo, la cuestión se presente como “cuántos dólares se necesita para dolarizar” o “a qué tipo de cambio se adoptaría la dolarización”. Ambas formas están ligadas entre sí: a mayor cantidad de reservas internacionales, menor es el tipo de cambio de conversión. En el extremo, podría dolarizarse sin tener prácticamente dólares, pero los pesos en circulación deberían canjearse a un tipo de cambio elevado en exceso, reduciendo así el poder de compra de los contratos en pesos y los ingresos de buena parte de la población.

Dado que la dolarización implica reemplazar los billetes y monedas en circulación y redenominar los contratos de la economía, es preciso realizar dos operaciones: un canje “físico” de pesos por dólares y un reemplazo de asientos contables. El canje “físico” consiste en reemplazar la base monetaria por dólares. El tipo de cambio para ese canje resulta de dividir la base monetaria por las reservas de libre disponibilidad en poder del Banco Central. Por ejemplo, si la cantidad total de dinero de una economía es 10.000 pesos –pero solo 2000 pesos existen en la forma de billetes y monedas– y el Banco Central tiene 200 dólares plausibles de ser canjeados, la dolarización puede arrancar con un tipo de cambio de 10 pesos por dólar. Sin embargo, posiblemente deba ser mayor dado que, al momento de adoptarse la dolarización, existe el riesgo de que se deseen canjear instrumentos financieros de corto plazo por dólares en efectivo. Si en nuestra hipotética economía hay 4000 pesos en plazos fijos que vencen en un mes, es posible que quienes depositan deseen obtener dólares en billetes ni bien puedan retirarlos y el Banco Central debe tener dólares adicionales para entregar a los bancos.

Esto plantea dos opciones. En primer lugar, las autoridades pueden realizar la dolarización a un tipo de cambio de 10. Así, afecta lo menos posible los ingresos de la población, pero bajo el riesgo de no tener dólares para enfrentar eventuales retiros posteriores de depósitos. En ese caso, de disponer capacidad de financiamiento externo, se puede acudir al endeudamiento. En segundo lugar, las autoridades pueden dolarizar a un tipo de cambio más elevado, afectando en mayor medida los ingresos, pero sin hacer uso de la totalidad de las reservas para la conversión. El remanente sería el respaldo para una eventual salida de depósitos.

A comienzos de marzo de 2023, las reservas netas<sup>22</sup> del BCRA eran cerca de 2.300 millones de dólares. Con eso, si se quisiera reemplazar únicamente la base monetaria (5.242.210 millones de pesos), el tipo de cambio de conversión sería alrededor de 2280 pesos por dólar. Sin embargo, los depósitos de la sociedad argentina tienen como contrapartida los pasivos remunerados del Banco Central. Entonces, si además de la base monetaria se quisiera convertir estos pasivos (11.017.136 millones de pesos), el tipo de cambio de conversión ascendería a aproximadamente 7070 pesos por dólar<sup>23</sup>.

Otra manera de ver este problema es a partir de la cantidad de dólares disponibles. Incluso en un escenario que podría considerarse optimista, donde las reservas netas alcanzan los 14.000 millones de dólares, el tipo de cambio de conversión mínimo (reemplazando solo la base monetaria) se situaría en torno a los 342 pesos por dólar, un nivel similar a la cotización en los mercados paralelos a enero del 2023. Para dolarizar la economía a ese mismo tipo de cambio, pero respaldando también los pasivos remunerados, sería preciso contar con 43.000 millones de dólares de reservas netas. Para respaldar la base monetaria, los pasivos remunerados y la deuda del Tesoro de corto plazo serían necesarios 46.000 millones de dólares de reservas neta.

---

<sup>22</sup> Las reservas netas surgen de restar las reservas totales el “swap” con China, los encajes de los depósitos en dólares, los préstamos con organismos internacionales y los fondos de SEDESA (el sistema de seguro de depósitos).

<sup>23</sup> Como si fuera poco, a esto podrían adicionarse los títulos del Tesoro Nacional que vencen a corto plazo y que el público podría no renovar. En ese caso, el tipo de cambio de conversión sería todavía más elevado.

Ocampo y Cachanosky (2002) argumentan que estos cálculos excluyen los demás activos en poder del Banco Central, como los Adelantos Transitorios y las Letras Intransferibles. Ellos, si bien representan un pasivo para el Tesoro Nacional, se renuevan de manera casi automática y rara vez se amortizan. Como proponen liquidar el Banco Central<sup>24</sup>, el tipo de cambio de conversión es el que iguala el valor de los activos con el valor de los pasivos de dicha institución. Pero, para liquidar estos activos, es preciso su canje por bonos emitidos bajo ley Nueva York. En la práctica, esta propuesta implica obtener financiamiento en los mercados internacionales, lo que reduciría el tipo de cambio de conversión y haría más factible la implementación de la dolarización.

El principal problema práctico de este planteo es que presume que Argentina recupera el acceso a los mercados internacionales y que el precio de los bonos sube considerablemente o, lo que es equivalente, que el riesgo país se desploma (a un nivel de 1000 puntos básicos). En otras palabras, se reedita la teoría de la “lluvia de inversiones”. Es decir, se argumenta y se espera que el solo anuncio de la dolarización y las reformas necesarias para aplicarla serán suficientes para restaurar la confianza de los mercados internacionales en Argentina, olvidando las décadas previas de cese de pagos (*defaults*), intervención del INDEC, confiscación de depósitos, etc. En otras palabras, el planteo equivale a dolarizar con acceso a los mercados financieros, para nada garantizado y muy poco probable.

Todo ello está relacionado con el segundo desafío que enfrenta la adopción de la dolarización: equilibrar las cuentas del sector público (en particular, si su lanzamiento tiene lugar en un contexto de crisis con severas restricciones de financiamiento). Al eliminarse el financiamiento monetario, el resultado fiscal primario debería estar equilibrado y, en caso de no poder refinanciar intereses, también el resultado financiero. Si tampoco se pudiera refinanciar el capital, entonces la exigencia sería un superávit financiero. En el caso argentino, implicaría incrementar la presión tributaria (ya a niveles elevados) y/o reducir el gasto (en gran medida, relacionado con los ingresos de la población). En ambos casos, profundizaría la caída de ingresos generada por la dolarización. De manera complementaria, el ajuste fiscal se potenciaría por los fuertes vencimientos de la deuda pública. En resumen, la exigencia monetaria y fiscal explica por qué la dolarización suele preceder a restricciones al retiro de depósitos y a la cesación de los pagos de la deuda.

**Las condiciones necesarias para una dolarización exitosa no son diferentes a las requeridas para un programa de estabilización con moneda propia: ¿por qué estabilizar renunciando a la moneda nacional cuando podría hacerse lo mismo fortaleciéndola?**

En resumen, periódicamente se escuchan voces que proponen la dolarización (o la adopción de alguna otra moneda extranjera) como una receta mágica para resolver los problemas de la economía argentina. Si bien a la larga podría tener éxito, ya que reduciría la inflación, implicaría un ajuste y una recesión excesiva en la etapa previa y un sacrificio muy significativo de instrumentos económicos que limitarían las futuras posibilidades de desarrollo. Entre ellos se destacan la política cambiaria como forma de amortiguar los *shocks* internacionales. Asimismo, la experiencia regional muestra que la dolarización no elimina la posibilidad de incurrir en situaciones de déficit fiscal y endeudamiento insostenibles. Es decir, tampoco implica una mejora en las condiciones de financiamiento del sector público y privado. En resumen, las condiciones necesarias para una dolarización exitosa no son diferentes a las requeridas para un programa de estabilización con moneda propia –como encararon la mayor parte de los países de la región–. En ese sentido, alcanzadas estas condiciones,

<sup>24</sup> La propuesta de eliminar el BCRA implica la desaparición de la moneda nacional y, por lo tanto, la conversión compulsiva de pesos por dólares. Es decir, no se estaría estimulando la competencia de monedas. También se anula la posibilidad de un prestamista de última instancia. Asimismo, la propuesta de eliminar el BCRA no aclara qué institución regularía el sistema financiero y dónde se depositarían los encajes.

la pregunta relevante sería ¿por qué estabilizar renunciando a la moneda nacional cuando podría hacerse lo mismo fortaleciéndola?

## Hacia una agenda de políticas públicas para recuperar la moneda nacional

La alternativa a dolarizar es implementar una agenda de políticas públicas que permita fortalecer la moneda nacional en todas sus funciones. Al respecto, la literatura y la experiencia regional son esclarecedoras: disminuir la inflación no requirió medidas tan drásticas, como la dolarización. Prácticamente todos los países de nuestra región, incluyendo casos muy diversos –como Brasil, Bolivia, Chile, México, Colombia, Perú y Uruguay– lograron la estabilidad de precios sin sacrificar la moneda nacional y sin perder innecesariamente grados de libertad, inclusive cuando sobreviven algunos de los rasgos del proceso de dolarización.

Está bien documentado que la dolarización real se reduce de manera significativa cuando baja el nivel y la volatilidad de la tasa de inflación. En cambio, la dolarización financiera es más difícil de revertir, ya que requiere esfuerzos más prolongados y un ataque sistemático que involucra el frente macroeconómico y el regulatorio.

A continuación, se exploran algunos ejes para disminuir el grado de dolarización de la economía argentina. De acuerdo con las experiencias analizadas en este documento, hay tres conjuntos de instrumentos: medidas macroeconómicas, instrumentos regulatorios y políticas de coordinación.

**Entre las medidas macroeconómicas, se incluyen todas aquellas que contribuyan a la reducción de la inflación y a la adopción de regímenes con mayor flexibilidad cambiaria.**

En primer lugar, entre las medidas macroeconómicas, se incluyen todas aquellas que contribuyan a la reducción de la inflación y a la adopción de regímenes con mayor flexibilidad cambiaria. La menor inflación favorece el uso de la moneda nacional como unidad de cuenta y medio de pago. A su vez, la combinación de menor inflación y mayor flexibilidad cambiaria incentiva el ahorro en moneda local. El ordenamiento de las cuentas públicas, la mejora en la gestión de la deuda (estabilizando tasas de interés, promoviendo la deuda en moneda nacional y creando instrumentos a plazos más largos) y el sostenimiento de tasas de interés reales positivas, no solo contribuyen al combate contra la inflación, sino que incentivan el ahorro en moneda local. En suma, evitar saltos devaluatorios bruscos es central para cimentar la confianza en la moneda nacional. Ello requiere contar con reservas internacionales, mantener acotados los desequilibrios por cuenta corriente, e introducir controles a los movimientos de capitales.

En segundo lugar, entre los instrumentos regulatorios para combatir la dolarización, se destacan requisitos de capital y liquidez de los bancos por tipo de moneda, encajes remunerados diferenciados, límites y restricciones a operatorias en moneda extranjera y esquemas de garantías de depósitos para premiar a quienes apuestan a la moneda nacional.

Por último, las políticas de coordinación pueden facilitar la adopción de la moneda nacional como unidad de cuenta. Un claro ejemplo es el incentivo a que los oferentes no publiquen precios en moneda extranjera.

La línea divisoria entre las distintas políticas no es del todo clara. Por ejemplo, las medidas que restringen los depósitos en dólares pueden, a su vez, desincentivar el ingreso de capitales y evitar una ulterior salida, minimizando las chances de una brusca devaluación. Otro ejemplo son las regulaciones

que modifican las posiciones de los bancos. Ellas pueden ayudar a establecer un mercado de activos en moneda nacional a largo plazo y mejorar la gestión de la deuda pública.

Para diseñar la agenda de políticas de desdolarización, en orden de importancia descendente, se identifican:

1. La estabilización de la economía.
2. La adopción de políticas macroeconómicas que premien el ahorro en moneda local.
3. La existencia de un marco regulatorio adecuado y de políticas de coordinación.
4. La activa intervención del sector público para completar mercados financieros y evitar políticas que induzcan conductas dolarizadoras.

También vale la pena discutir la conveniencia de permitir el uso de instrumentos indexados y contratos en moneda extranjera, además de remarcar la necesidad de evitar (en la medida de lo posible) prácticas que impliquen rupturas de contratos y que refuerzan la percepción de que el dólar es un buen refugio de valor. Ejemplos de esto es el último cese de pagos (*default*) de la deuda en pesos y la subestimación de la inflación por parte del organismo de estadísticas (más aún si hay deuda en moneda local con capital o intereses en función de la evolución de los precios), así como el establecimiento de restricciones a la compra de moneda extranjera (cepo)<sup>25</sup>.

### **Prioridad #1. Estabilizar la economía**

Así como la estabilización contribuye a recuperar al peso como unidad de cuenta y medio de pago, es decir, contribuye a reducir la dolarización “real”; la disminución de la dolarización contribuye a la estabilización. En ese sentido, es recomendable hacerle frente a ambos problemas de manera conjunta a través de un plan integral. Sin embargo, si este plan es efectivo para estabilizar y reducir la dolarización “real”, no tendría necesariamente efecto sobre la dolarización “financiera”, que incluso podría incrementarse (como quedó ampliamente documentado por la experiencia de América Latina durante la década de 1990). Por esta razón, la estabilización es solo el primer paso de un proceso que podría llevar años, e incluso décadas. Como ilustra la experiencia uruguaya (donde el combate contra la inflación no ha terminado), algunas medidas prudenciales pueden ser útiles, con independencia de cuando se las adopte. Conforme se combate la inflación y la dolarización “real”, pueden sentarse las bases para un proceso de desdolarización financiera adoptando políticas regulatorias o que afecten el funcionamiento de los mercados financieros.

Tal como se muestra en un [documento previo de Fundar](#), para estabilizar la economía y reducir la inflación es indispensable poseer ciertas precondiciones. Entre ellas, sostener precios relativos alineados, eliminar la indexación y contar con sostenibilidad fiscal y externa. En su ausencia, no solamente es imposible moderar la variación de los precios, sino que podría complejizar el manejo de la política macroeconómica y el uso de instrumentos para disminuir la dolarización.

### **Prioridad #2. Premiar a quien ahorra en moneda local**

Junto con la reducción de la tasa de inflación y la adopción de un marco macroeconómico consistente, para recuperar la función del peso como reserva de valor es importante ofrecer un mejor perfil de retornos y una menor volatilidad relativa para los instrumentos en moneda nacional. Para ello, es

---

<sup>25</sup> Si bien la aplicación de fuertes restricciones a la libre movilidad de capitales –que implican un cepo– no son aconsejables por los desincentivos a operar y ahorrar en moneda local, implementado el cepo, su eliminación sin un plan económico integral asociado también es desaconsejable. El motivo radica en su efecto sobre el tipo de cambio oficial, inflación, crecimiento, distribución del ingreso y pobreza. En resumen, tanto la aplicación del cepo, como su abrupta eliminación generan desincentivos al uso de la moneda nacional.



fundamental que la tasa de interés de los instrumentos en pesos sea positiva en términos reales de forma persistente y que la expectativa de retorno sea mayor que las alternativas en dólares. Para esto último, deben evitarse que los saltos abruptos del tipo de cambio refuercen el historial de castigo a las inversiones en pesos.

Un mayor grado de flexibilidad cambiaria es un medio que ha tenido efectividad para combatir la dolarización financiera. Un importante número de países (Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Paraguay y Uruguay) adoptó un esquema que combina metas de inflación con flexibilidad cambiaria acotada, complementado con la acumulación de reservas internacionales. Algunas características de los regímenes cambiarios donde la moneda flota con cierta libertad –en particular aquellas que abren la posibilidad de que quienes ahorran en dólares sufran pérdidas por la apreciación cambiaria– probaron su efectividad al impulsar la desdolarización (gradual) de la economía.

La reciente experiencia argentina sugiere que las condiciones para abrazar dicho régimen de manera inmediata aún no están dadas. Ello, no sólo por los elevados niveles de inflación (Libman y Palazzo, 2020), sino también porque nuestra mentalidad todavía está muy dolarizada. No obstante, si se lograra comenzar a estabilizar la macroeconomía y acumular reservas internacionales, es esperable moderar estos problemas. Si esto ocurriera, sería útil incrementar el grado de flexibilidad de la política cambiaria. Entre las recetas sumamente efectivas para reducir el grado de dolarización financiera, puede contarse con algún ancla inflacionaria y dotar de cierta flexibilidad a la política cambiaria (aunque los casos de Bolivia y Perú muestran que no son condiciones estrictamente necesarias).

Otras políticas macroeconómicas que contribuyen con la desdolarización son la acumulación de reservas internacionales. Para ello, siempre es mejor que la oferta de dólares se genere a partir del superávit de cuenta corriente –en particular, de las exportaciones de bienes y servicios o, eventualmente, de la inversión extranjera directa–. Ambos son recursos estables que no comprometen una futura reversión de los flujos, tal como sucede con la inversión de cartera. Así, se reducen las posibilidades de una abrupta corrección del tipo de cambio, volviendo más atractiva la deuda pública denominada en moneda doméstica, permitiendo alargar los plazos de vencimiento y reduciendo las primas de riesgo.

### **Prioridad #3. Establecer regulaciones y políticas de coordinación adecuadas**

Un marco regulatorio mal diseñado puede premiar innecesariamente las colocaciones en moneda extranjera, favoreciendo a que los bancos otorguen préstamos o capten depósitos en dólares. Muchos factores –como el grado de liquidez de los mercados internacionales en dólares– escapan del control directo de las autoridades nacionales. Pero hay cuestiones sobre las que sí pueden operar. Existen medidas dentro de lo que podría denominarse “un esquema de regulaciones prudenciales”, como sistemas de encajes diferenciados que favorezcan los retornos de las colocaciones en pesos y contribuyan así, a disminuir el grado de dolarización.

Existen medidas dentro de lo que podría denominarse “un esquema de regulaciones prudenciales”, como sistemas de encajes diferenciados que favorezcan los retornos de las colocaciones en pesos y contribuyan así, a disminuir el grado de dolarización.

Siguiendo la experiencia de Perú, sería deseable adoptar mayores encajes para depósitos en moneda extranjera, que tiene sentido en tanto no hay prestamista de última instancia. En esa línea, también podría establecerse un sistema de seguro explícito para los depósitos en moneda local, pero no para los denominados en moneda extranjera. Asegurar a estos últimos, por un lado, ofrecería una excesiva compensación y, por otro, no siempre el Banco Central cuenta con las divisas suficientes para



hacer frente a un eventual retiro masivo. Como muestra la experiencia de Uruguay, mejorar el marco regulatorio puede no eliminar por completo la dolarización, pero –sin dudas– contribuye, por un lado, a robustecer los mecanismos de transmisión de la política monetaria y, por otro, a establecer un sistema financiero más resiliente.

Existen mecanismos de coordinación adicionales que pueden complementar a una macroeconomía ordenada y a un correcto diseño de la política regulatoria. Por ejemplo, establecerse resoluciones que obliguen o induzcan a listar precios en moneda nacional y a desarrollar mecanismos de pagos que favorezcan la moneda nacional. Perú tolera que los vendedores reporten el precio en dólares, pero estableció por ley que obligatoriamente deben reportarse en la moneda nacional. Uruguay está considerando políticas similares. Es importante destacar que si bien este tipo de medidas nunca son un sustituto de una política macroeconómica que disminuya la inestabilidad, pueden ayudar a coordinar un proceso de transición –desde una economía altamente dolarizada hacia una economía donde se usa, en mayor medida, la moneda nacional–.

#### **Prioridad #4. Eliminar sesgos y completar mercados**

Para fortalecer la función de reserva de valor es fundamental el desarrollo de una curva de rendimientos en moneda local que vaya completando los casilleros vinculados con los plazos más largos, que son inexistentes o están ocupados por instrumentos denominados en moneda extranjera. Para esto, es indispensable evitar procesos de conversión forzada o cese de pagos (*default*) en moneda local.

Para desarrollar un sistema financiero en moneda nacional a largo plazo es primordial que el sector público comience a emitir títulos de deuda en pesos a plazos amplios. Ello no solo mejora la sostenibilidad de la deuda pública, sino que puede permitir a los actores del sistema “calzar” sus posiciones y ofrecer préstamos con características similares al sector privado. Esto no puede hacerse de un día para el otro y, tal como se mencionó, es esencial la colaboración de la política macroeconómica minimizando las chances de un salto abrupto del tipo de cambio.

Del mismo modo, es importante ir eliminando otro tipo de “sesgos” de la política cambiaria: así como la percepción de que la moneda local puede depreciarse favorece la apuesta por el dólar, la percepción de que existe una tendencia a la apreciación incentiva la toma de créditos en dólares (porque se abaratan en términos comparativos). La forma obvia de eliminar estos “sesgos” es introducir algún tipo de volatilidad en la dinámica del tipo de cambio. Por ejemplo, el Banco Central puede dejar flotar la moneda dentro de ciertos márgenes, pero intervenir ante cambios abruptos en la cotización. Como complemento a la adopción de este esquema, es deseable incentivar los efectivos mecanismos de cobertura contra el riesgo cambiario a través del desarrollo de mercados de futuros.

#### **Dilema de política #1. ¿Indexar o no indexar?**

Las estrategias de estabilización siempre están condicionadas por la dinámica de la inflación que se precisa abordar. En ese sentido, el grado de indexación de la economía juega un papel decisivo. En contextos inflacionarios, es usual que los contratos laborales y el precio de muchos bienes (como el alquiler de los inmuebles) se indexen –de manera formal o informal–. Esto permite a la moneda local conservar la función de unidad de cuenta en contextos inflacionarios, a costo de dificultar la desinflación. Por su parte, la indexación de los instrumentos de ahorro puede preservar la función de reserva de valor y contener la dolarización financiera, también a costo de establecer un piso inflacionario difícil de romper. Incluso en estrategias antiinflacionarias graduales, el uso de alguna unidad de cuenta que actualice según la variación de precios puede ser útil para mantener alineados los precios relativos (no así en estrategias de *shock*). No obstante, incorporar mecanismos de indexación luego de adoptar un esquema que incluya importantes correcciones en los precios relativos y que tenga significativos efectos sobre la tasa de inflación carece de sentido. Por el contrario, las políticas deberían orientarse a desindexar lo más posible la estructura contractual de la economía, de forma de reducir la inercia.

La experiencia de Brasil parece sugerir que la indexación fue central para estabilizar la economía, pero un análisis más detallado revela dos cuestiones claves. En primer lugar, la efectiva incorporación de instrumentos que ajustan por inflación fue posible dada la larga experiencia y familiaridad de dicho país con su uso. En segundo lugar, su rol se limitó a posibilitar un previo alineamiento de los precios relativos (y en torno a la cotización del dólar), para luego controlar el tipo de cambio, estabilizar y desindexar la economía con un solo movimiento. En otras palabras, el Plan Real aprovechó la experiencia previa con la utilización de mecanismos de indexación para desindexar la economía, objetivo al que, en definitiva, se debe aspirar.

La política macroeconómica de Chile, desde comienzos del presente siglo, también se movió hacia la disminución del grado de indexación de la economía. Al igual que Brasil, la indexación de contratos a partir de la creación de una unidad de cuenta fue central a la hora de preservar la moneda. No obstante, conviene destacar que hubo condiciones muy particulares que posibilitaron la factibilidad y el éxito de instrumentos atados a la inflación. Entre ellos, pueden identificarse la amplia experiencia con la utilización de la Unidad de Fomento, el aprovechamiento de circunstancias críticas (como la crisis de deuda a comienzos de la década de 1980) –para redenominar contratos usando dicha unidad–, la existencia de un sistema de pensiones privadas (que necesita comprar y vender instrumentos ajustables por inflación a plazos largos) y la presencia de un mercado financiero donde el Banco Central interviene activamente para estabilizar las tasas de interés en instrumentos indexados.

En resumen, como se comentó previamente, si el objetivo de fondo es reducir la dolarización, es prioritario diseñar en paralelo una estrategia de estabilización. Fomentar el uso de instrumentos indexados depende de la dinámica de la inflación, si se opta por el camino de la indexación contractual es preciso comprender que no es compatible con un proceso de reducción abrupta de la inflación (aunque puede permitir que una economía con tasas de inflación de 20-30% anual funcione razonablemente bien e ir desinflando de manera paulatina). Si su uso fuera indispensable, es preciso construir instituciones para sostenerlos en el tiempo y evitar modificaciones de las reglas diseñadas para atravesar una coyuntura determinada.

Para la Argentina actual, la indexación no es recomendable; incluso sería propicio iniciar un proceso de desindexación de la economía. La razón principal es que el país enfrenta una variación anual de precios superior al 100%. Por ese motivo, una estabilización con indexación impediría bajar este porcentaje en el corto plazo y de manera significativa. De haber precios de la economía indexados durante ese proceso, será necesario previamente desindexarlos. Asimismo, dada la distorsión de precios relativos que muestra la economía y la necesidad por alinearlos al inicio de la estrategia de estabilización, la indexación funcionaría como una resistencia.

Por último, dado que buena parte del gasto público está indexado –debido a la importancia del sistema previsional, los planes sociales, los salarios y la deuda del sector público consolidado–, un proceso de desinflación sin desindexación implicaría un incremento de estos gastos en términos reales. Ello dificultaría seriamente el proceso de consolidación fiscal necesario en la misma estrategia de estabilización. Por eso, para dotar de credibilidad a un eventual plan de estabilización, parte del anuncio inicial del programa tiene que incluir la desindexación de estos y otros componentes de la economía.

## **Dilema de política #2. ¿Permitir o no la circulación local del dólar?**

Una segunda cuestión de suma relevancia es si debe permitirse, e incluso fomentarse, la libre circulación del dólar. En cuanto a las ventajas, se encuentra el aprovechamiento del *stock* que las personas tengan fuera del sistema (de especial relevancia en Argentina). Ello puede incrementar el crédito en dicha moneda, a costo de aumentar la dolarización financiera. Asimismo, la posibilidad de constituir depósitos en dólares evita que se generen presiones cambiarias por cambios bruscos en la tasa de inflación y en la expectativa de devaluación. Sin embargo, desregular o permitir que los agentes utilicen dólares tiene el riesgo de elevar el grado de dolarización (tal como lo ilustra la experiencia de 1990). En consecuencia, se torna más inestable la demanda de dinero y se complejiza el manejo de

la política monetaria. Asimismo, la existencia de depósitos en moneda extranjera provoca el riesgo de que un descalce de monedas se ramifique por todo el sistema financiero.

En Argentina ya es legal constituir depósitos y otorgar préstamos en moneda extranjera. Algunas transacciones ya tienen precio en dólares y se saldan en dicha moneda. Pero son fenómenos limitados. En particular, el bajo peso de los depósitos y de los préstamos en dólares se relaciona con una desconfianza generalizada en los bancos tras una serie de eventos disruptivos (como el congelamiento de depósitos cuando colapsaba la convertibilidad). A ello se suma que los bancos solo pueden realizar préstamos en dólares a proyectos que generen flujo de divisas, lo cual evita el descalce de monedas y, al mismo tiempo, reduce los incentivos a otorgar tasas de interés en dólares lo suficientemente atractivas para quienes depositan.

De estimularse la intermediación en dólares, las políticas de supervisión deberían ser estrictas y Argentina debería contar con un importante colchón de reservas para hacer frente a circunstancias críticas. Además, sería necesario adoptar esquemas, como el encaje diferenciado, que reflejan la incapacidad del Banco Central de operar como prestamista de última instancia en moneda extranjera (tal como se hace en Perú y Uruguay)<sup>26</sup>. Por esto mismo, el seguro de depósitos debería existir solo para los depósitos en moneda local.

### Qué no hacer

Al margen de una lista obvia de cosas que no deberían hacerse –que se desprenden de lo anterior (por ejemplo, tener una macroeconomía inflacionaria y desordenada o permitir que el sistema financiero otorgue préstamos en moneda extranjera a agentes que solo generan flujos de fondo en moneda nacional)– existen cuestiones adicionales a considerar.

En primer lugar, la experiencia sugiere que la desdolarización compulsiva no es efectiva, a menos que aparezcan claros incentivos que favorezcan a la moneda nacional. Argentina hizo lo propio a comienzos del siglo XXI sin pagar costos significativos, probablemente porque el contexto internacional colaboró.

En segundo lugar, la destrucción de las estadísticas públicas tampoco contribuye a generar confianza. Tal es el caso de la intervención del INDEC a partir de 2007 –en particular, la alteración de los índices de inflación–. Ello afectó negativamente la rentabilidad de quienes habían apostado por los bonos en pesos, incentivando la dolarización de la deuda pública e interrumpiendo el proceso generado a comienzos del siglo XXI. El ahorro provocado por esta medida, en términos de pagos de la deuda en pesos, fue ínfimo en comparación con el perjuicio –no solo institucional, sino de reputación– que repercutió de manera negativa cuando el país quiso retornar a los mercados internacionales. En esa línea, si bien se considera que lo deseable es apuntar a la desindexación de la economía, no es oportuno modificar los términos de funcionamiento de los préstamos y plazos fijos UVA, ya que esto implicaría una nueva ruptura de contratos (aunque de menor incidencia, dado el poco desarrollo de este tipo de instrumentos).

**Los instrumentos para restringir el acceso al mercado de cambios deben utilizarse con suma cautela, considerando que se trata de medidas de emergencia y que, de constituirse como una política permanente, generan grandes distorsiones e incentivos contraproducentes.**



<sup>26</sup> En el caso argentino, ya existen encajes diferenciados por moneda. Llamativamente, son más bajos para los depósitos en moneda extranjera. Pero, como en la práctica los bancos no tienen incentivos a prestar en dólares, prácticamente no tienen este tipo de depósitos porque ofrecen una tasa muy baja.

En tercer lugar, los instrumentos para restringir el acceso al mercado de cambios deben utilizarse con suma cautela, considerando que se trata de medidas de emergencia y que, de constituirse como una política permanente, generan grandes distorsiones e incentivos contraproducentes. En el caso argentino, la adopción de las restricciones cambiarias a partir de 2011 (momento en el que se contaba con un abultado *stock* de reservas internacionales) tampoco contribuyó a consolidar la moneda nacional, sino todo lo contrario. Como alternativa para frenar la salida de capitales, podría haberse normalizado el funcionamiento del INDEC y establecido tasas de interés positivas en términos reales, competitivas también con el rendimiento de los activos en moneda extranjera.

En cuarto lugar, debe evitarse el acceso irrestricto a la compra de divisas (2016) y el cese de pago (*default*) de la deuda en pesos (2019). El primero no es necesariamente perjudicial, pero solo puede permitirse cuando el fenómeno de dolarización financiera esté más contenido y cuando se cuente con reservas internacionales y/o un abultado superávit de cuenta corriente. De lo contrario, puede generar un aumento de la dolarización financiera y tensiones en el mercado cambiario. Por su parte, el cese de pago (*default*) de deuda en moneda nacional castiga a quien ahorra en pesos. Ello no solo tiene efectos inmediatos, sino que también moldea la percepción de ahorristas a futuro, al inducir el ahorro en dólares, aún en contextos donde hacerlo en moneda nacional es más rentable.

## Síntesis

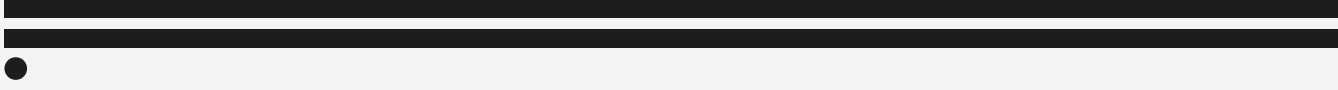
El grado de dolarización de la economía argentina plantea desafíos para implementar políticas económicas consistentes con la estabilidad y el desarrollo. Si bien –puesto en una perspectiva histórica y regional– el problema es menos alarmante de lo que parece, reconocerlo en toda su dimensión es clave para mejorar las políticas económicas, en general, y macroeconómicas, en particular.

En Argentina, para enfrentar la dolarización existen dos evidentes alternativas. O se profundizan mecanismos que la fomenten y se renuncia definitivamente a tener una moneda propia (con los costos en términos de bienestar inmediato y las perspectivas futuras de desarrollo) o, como lo ha hecho la mayor parte de los países de la región, se avanza en una estrategia de gestión de riesgos y desdolarización para recuperar las funciones que el peso argentino ha venido perdiendo.

La primera opción implica “comprar” la credibilidad que la moneda local no tiene. Sin embargo, por un lado, las precondiciones para una dolarización no son muy distintas a las necesarias para encarar un proceso de estabilización con moneda propia. Por otro lado, resignar la moneda en pos de alcanzar la estabilidad tiene inestimables costos. Entre ellos, eliminar la política cambiaria y su capacidad para amortiguar *shocks* exógenos, reducir fuertemente la capacidad del sector público para realizar políticas monetarias y fiscales y poner en constante riesgo al sistema financiero por no contar con un prestamista de última instancia.

La segunda opción requiere adoptar, no solo políticas que favorezcan el desarrollo de la moneda nacional, sino también medidas que ayuden a estabilizar la macroeconomía y eviten la repetición de eventos de estrés –combinando consistencia macroeconómica, buenas regulaciones del sistema financiero y políticas de coordinación que favorezcan el uso de la moneda nacional–. Se trata de un proceso que, como muestra la experiencia regional, lleva tiempo. La necesidad de sostener las medidas requiere de encontrar mínimos denominadores comunes para defenderlas, con independencia del signo político de quien gobierne.

# Bibliografía



- Amador, J., Dos Santos, E., García, F., González, H., Grippa, F., Manías, J., Posadas, C. (2015). ¿Ha aumentado el pass-through de tipo de cambio a precios en América Latina?. BBVA Research, Observatorio Económico Latam.
- Arellano, P. (2021). La UF: pasado y futuro de la indexación en Chile. Nota Docente, CIEPLAN.
- Armas, A., y Misaico, Z. (2021). Dinámica de la dolarización y políticas de desdolarización en el Perú. *Ensayos Económicos*, 77, pp. 6-32.
- Arslanalp, M. S., y Tsuda, M. T. (2014). Tracking global demand for emerging market sovereign debt. Fondo Monetario Internacional.
- Ávila, J. (2018). Plan de Dolarización Sostenible. Documento de Trabajo. CEMA, 677.
- Bacha, E. (1997). Plano Real: uma segunda avaliação. Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), 1541.
- Baufman, G., y Leiderman, L. (1993). Currency Substitution under Nonexpected Utility: Some Empirical Evidence. *Journal of Money, Credit and Banking*, 25(3), pp. 320-35.
- Blasco Garma (2001). *Dolarizar (el fin de las monedas nacionales)*. Editorial Atlántida.
- Bordo y Choudri (1982). Currency Substitution and the Demand for Money. *Journal of Money, Credit and Banking*, 14, pp.48-57.
- Broda, C., y Levy Yeyati, E. (2006). Endogenous Deposit Dollarization. *Journal of Money, Credit and Banking*, 38(4), pp. 963-988.
- Cachanosky, N., y Ravier, A. (2015). A Proposal of Monetary Reform for Argentina: Flexible Dollarization and Free Banking. *The Independent Review*, 19(3), pp. 397-426.
- Calvo, G. (2002). On Dollarization. *Economics of Transition*, 10(2), pp. 393-403.
- Calvo, G., Izquierdo, A. y Mejía, L. (2011). On the empirics of sudden stops: the relevance of balance-sheet effects. Banco Interamericano de Desarrollo.
- Calvo, G., Izquierdo, A., y Talvi, E. (2006). Sudden stops and Phoenix miracles in emerging markets. *The American Economic Review*, 96(2), pp. 405-410.
- Cavallo, D., y Cavallo Runde, S. (2018). *Historia Económica de la Argentina*. Editorial El Ateneo.
- Céspedes, L., Chang, R., y Velasco, A. (2003). IS-LM-BP in the Pampas. *IMF Staff Papers*, 50. IMF Third Annual Research Conference, pp. 143-156.
- Claessens, S., Klingebiel, D., y Schmukler, S. (2007). Government Bonds in Domestic and Foreign Currency: the Role of Institutional and Macroeconomic Factors. *Review of International Economics*, 15(2), pp. 370-413.
- Corso, E. (2021). Dolarización financiera en Argentina: un análisis histórico de una restricción vigente. *Ensayos Económicos*, (77), pp. 72-101.
- Corso, E. y Sangiácomo, M. (2023). Financial De-Dollarization in Argentina. When the Wind Always Blows from the East. Banco Central de la República Argentina.
- Dancourt, O. (1997). Reformas estructurales y política macroeconómica en el Perú: 1990-1996. Pontificia Universidad Católica del Perú.
- ————— (2015). Inflation Targeting in Peru: The Reasons for the Success. *Comparative Economic Studies*, 57(3), pp. 511-538.
- ————— (2017). The lean times in the Peruvian economy. *Journal of Post Keynesian Economics*, 40(1), pp. 112-129.
- De la Vega, P., Zack, G. y Calvo, J. (2022). Un análisis de los determinantes de la inflación en Argentina. <https://fundar/publicacion/un-analisis-de-los-determinantes-de-la-inflacion-en-argentina/>
- De Nicolo, G., Honohan, P., y Ize, A. (2003). Dollarization of Bank Deposits: Good or Bad?. *Journal of Banking and Finance*, 29(7), pp. 1697-727.
- Dornbusch, R. (1980). Exchange Rate Risk and the Macroeconomics of Exchange Rate Determination. NBER Working Paper, 0493.
- ————— (1985). Inflation, Exchange Rates, and Stabilization. NBER Working Paper, 1739.
- Dornbusch, R., Sturzenegger, F., y Wolf, H. (1990). Extreme Inflation: Dynamics and Stabilization. *Brookings Papers on Economic Activity*, 21(2), pp. 1-84.
- Down, A., y Greenaway, D. (1993). Currency Competition, Network Externalities and Switching Costs: Towards an Alternative View of Optimum Currency. *The Economic Journal*, 103, 420(1), pp. 1180-1189.
- Edwards, S. (1989). *Real Exchange Rates, Devaluation, and Adjustment*. The MIT Press.
- Eichengreen, B., y Hausmann, R. (1999). Exchange Rates and Financial Fragility. NBER Working Paper, 7418.
- Eichengreen, B., Hausmann, R., y Panizza, H. (2003). The Pain of Original Sin. En B. Eichengreen y R. Hausmann (Eds.), *Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*. University of Chicago Press.
- Feige, E., Šošiae, V., Faulend, M., y Šonje, V. (2002). Unofficial Dollarization in Latin America: Currency Substitution, Network Externalities and Irreversibility. En J. Dean, D. Salvatore y T. Willett (Eds.), *The Dollarization Debate*. Oxford University Press.
- Ferrari-Filho, F. (2001). O legado do Plano Real: uma estabilização sem crescimento econômico? *Análise econômica*, 19(35), pp. 5-21.
- Ferrari-Filho, F., y De Paula, L. (2003). The Legacy of the Real Plan and an Alternative Agenda for the Brazilian Economy. *Investigación Económica*, 62(244), pp. 57-92.
- Frenkel, R., y Rapetti, M. (2012). Exchange Rate Regimes in the Major Latin American Countries since the 1950s: Lessons from History. *Journal of Iberian and Latin American Economic History*, 30, pp. 157-188.

- Friedman, M. (1953). The Case for Flexible Exchange Rates. En M. Friedman (Ed.), *Essays in Positive Economics*, pp. 157-203. Chicago University Press.
- Goldfajn, I. (1998). Public Debt Indexation and Denomination: The Case of Brazil. IMF Working Paper, WP/98/18.
- Goldfajn, I., y Olivares, G. (2001). Full Dollarization: The Case of Panama. *Economía Journal*, 0, pp. 101-156.
- Gruben, W., Wynne, M., y Zarazaga, C. (2001). Dollarization and monetary unions: implementation guidelines. Center for Latin America Working Papers 0201, Federal Reserve Bank of Dallas.
- Hanke, S., y Schuler, K. (1999). A Monetary Constitution for Argentina: Rules for Dollarization. *Cato Journal*, *Cato Institute*, 18(3), pp. 405-441.
- Herrera, L., y Valdés, R. (2005). De-dollarization, Indexation and Nominalization: The Chilean Experience. *The Journal of Policy Reform*, 8(4), pp. 281-312.
- Honohan, P., y Shi, A. (2002). Deposit Dollarization and the Financial Sector in Emerging Economies. Policy Research Working Paper, 2748. World Bank.
- Ibarra, D., Moreno-Brid, J., García, J., y Hernández, R. (2004). La dolarización en El Salvador: implicaciones, ventajas y riesgos. *Investigación Económica*, 63(248), pp. 71-93.
- Imrohroglu (1994). GMM Estimates of Currency Substitution between the Canadian Dollar and the U.S. Dollar. *Journal of Money, Credit and Banking*, 26(4), pp. 792-807.
- Instituto Nacional de Estadística y Censos [INDEC] (2022). Balanza de pagos, posición de inversión internacional y deuda externa. *Cuentas Internacionales*, 6(2).
- Ize, A. y Levy Yeyati, E. (2003). Financial Dollarization. *Journal of International Economics*, 59, pp. 323-347.
- Joines, D. (1985). International currency substitution and the income velocity of money. *Journal of International Money and Finance*, 4(3), pp. 303-316.
- Kiguel, M., y Liviatan, N. (1992). The Business Cycle Associated with Exchange Rate-Based Stabilizations. *The World Bank Economic Review*, 6(2), pp. 279-305.
- Krugman, P., y Taylor, L. (1978). Contractionary effects of devaluation. *Journal of International Economics*, 8(3), pp. 445-456.
- Levy Yeyati, E. (2021). Financial dollarization and de-dollarization in the new millennium. FLAR Working Papers.
- Libman E. y Palazzo G. (2020). Inflation targeting, disinflation, and debt traps in Argentina. *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, 17(1).
- Licandro, G., y Licandro, J. (2003). Building the Dedollarization Agenda: Lessons from the Uruguayan Case. *Money Affairs*, *Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos*, 16(2), pp. 193-218.
- McDonald, R. (2007). *Exchange Rate Economics. Theories and Evidence*. Routledge, Taylor & Francis.
- McKinnon, R. (1982). Currency Substitution and Instability in the World Dollar Standard. *American Economic Review*, 68, pp. 428-436.
- Melvin, M., y Fenske, K. (1992). Dollarization and monetary reform: Evidence from the Cochabamba region of Bolivia. *Revista de Análisis Económico*, 7(1), pp. 125-138.
- Mendoza, E. (2010). Sudden Stops, Financial Crises, and Leverage. *The American Economic Review*, 100(5), pp. 1941-1966.
- Milesi Ferretti, G., y Razin, A. (2000). Current account reversals and currency crises: empirical regularities. En *Currency crises*, editado por Krugman, P., NBER, pp. 285-323.
- Montes-Rojas, G. (2019). Una evaluación del pass-through en la Argentina usando funciones impulso respuesta de cuantiles multivariados. *Estudios Económicos*, 36(73), pp. 145-189.
- Moreno Villalaz, J. (2000). Lecciones de la experiencia monetaria panameña: Una economía dolarizada con integración financiera. En A. Acosta y J. Juncosa, *Dolarización. Informe Urgente*. ILDIS Abya-Yala/UPS.
- Mundell, R. (1961). A Theory of Optimum Currency Areas. *The American Economic Review*, 51(4), pp. 657-665.
- Ocampo, E., y Cachanosky, N. (2022). *Dolarización: Una Solución para la Argentina*. Editorial Claridad.
- Pazos, F. (1972). *Chronic Inflation in Latin America*. Praeger Publishers.
- Reinhart, C., y Végh, C. (1994). Inflation stabilization in chronic inflation countries: The empirical evidence [No publicado]. FMI.
- Reinhart, C. M., Rogoff, K. S., y Savastano, M. A. (2003). Debt Intolerance. NBER Working Paper, 9908.
- Romano, A. (2021). Dolarizar. Un cambio hacia la estabilidad económica. El Ateneo.
- Savastano (1992). The Pattern of Currency Substitution in Latin American: An Overview. *Revista de Análisis Económico*, 7(1), pp. 29-72.
- Serletis y Feng (2010). Semi-non-parametric estimates of currency substitution between the Canadian Dollar and the U.S. Dollar. *Macroeconomic Dynamics*, 14(1), pp. 29-55.
- Steil, B., y Litan, R. (2006). *Financial Statecraft*. The Role of Financial Markets in American Foreign Policy. Council on Foreign Relations, Brookings Institution Book, Yale University Press.
- Végh, C. (2013). *Open Economy Macroeconomics in Developing Countries*. The MIT Press.
- Velarde, J., y Rodríguez, M. (1992). El Programa Económico de agosto de 1990: Evaluación del Primer Año. Documento de trabajo, 2. CIUP.



## Acerca del equipo autoral

### **Emiliano Libman**

#### **Investigador del Área de Economía de Fundar**

Licenciado y magíster en Economía por la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Buenos Aires y doctor en Economía por la Universidad de Massachusetts, Amherst. Es investigador asistente del CONICET y miembro del CIMaD (Escuela de Economía y Negocios de la Universidad Nacional de General San Martín) y del CEDES.

### **Juan Martín Ianni**

#### **Analista del Área de Economía de Fundar**

Magíster en Economía Internacional por la Berlin School of Economics and Law y magíster en Análisis y Política Económica por la Sorbonne Université. Cuenta con experiencia en organismos nacionales e internacionales en áreas de diseño e implementación de políticas públicas.

### **Guido Zack**

#### **Director del Área de Economía de Fundar**

Doctor en análisis económico (universidades de Alcalá y Complutense de Madrid) y licenciado en economía (UBA). Se especializa en política económica, macroeconomía y economía internacional.

**Los autores agradecen los comentarios de Pablo Javier Mira, Emmanuel Álvarez Agis y Martín Guzmán. Cualquier error es de entera responsabilidad del equipo autoral.**

---

**Dirección ejecutiva:** Martín Reydó

**Revisión Institucional:** Juliana Arellano

**Coordinación editorial:** Gonzalo Fernández Rozas

**Corrección:** Victoria Inverga

**Diseño:** Jimena Zeitune

---

Esta obra se encuentra sujeta a una licencia [Creative Commons 4.0 Atribución-NoComercial-Sin-Derivadas Licencia Pública Internacional \(CC-BY-NC-ND 4.0\)](https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/). Queremos que nuestros trabajos lleguen a la mayor cantidad de personas en cualquier medio o formato, por eso celebramos su uso y difusión sin fines comerciales.

---

## Modo de citar

Libman, E.; Ianni, J. M. y Zack, G. (2023). Argentina bimonetaria: cómo salvar al peso sin morir en el intento. Buenos Aires: Fundar. Disponible en <https://www.fundar.ar>



## Sobre Fundar

Fundar es un centro de estudios y diseño de políticas públicas que promueve una agenda de desarrollo sustentable e inclusivo para la Argentina. Para enriquecer el debate público es necesario tener un debate interno: por ello lo promovemos en el proceso de elaboración de cualquiera de nuestros documentos. Confiamos en que cada trabajo que publicamos expresa algo de lo que deseamos proyectar y construir para nuestro país. Fundar no es un logo: es una firma.

---

## Trabajamos en tres misiones estratégicas para alcanzar el desarrollo inclusivo y sustentable de la Argentina:

**Generar riqueza.** La Argentina tiene el potencial de crecer y de elegir cómo hacerlo. Sin crecimiento, no hay horizonte de desarrollo, ni protección social sustentable, ni transformación del Estado. Por eso, nuestra misión es hacer aportes que definan cuál es la mejor manera de crecer para que la Argentina del siglo XXI pueda responder a esos desafíos.

**Promover el bienestar.** El Estado de Bienestar argentino ha sido un modelo de protección e inclusión social. Nuestra misión es preservar y actualizar ese legado, a través del diseño de políticas públicas inclusivas que sean sustentables. Proteger e incluir a futuro es la mejor manera de reivindicar el espíritu de movilidad social que define a nuestra sociedad.

**Transformar el Estado.** La mejora de las capacidades estatales es imprescindible para las transformaciones que la Argentina necesita en el camino al desarrollo. Nuestra misión es afrontar la tarea en algunos aspectos fundamentales: el gobierno de datos, el diseño de una nueva gobernanza estatal y la articulación de un derecho administrativo para el siglo XXI.

---

En Fundar creemos que el lenguaje es un territorio de disputa política y cultural. Por ello, sugerimos que se tengan en cuenta algunos recursos para evitar sesgos excluyentes en el discurso. No imponemos ningún uso en particular ni establecemos ninguna actitud normativa. Entendemos que el lenguaje inclusivo es una forma de ampliar el repertorio lingüístico, es decir una herramienta para que cada persona encuentre la forma más adecuada de expresar sus ideas.

Libman, Emiliano  
Argentina bimonetaria : cómo salvar al peso sin morir en el intento / Emiliano Libman ; Juan Martín Ianni ; Guido Zack. - 1a ed. - Ciudad Autónoma de Buenos Aires : Fundar , 2023.  
Libro digital, PDF

Archivo Digital: descarga y online  
ISBN 978-987-48985-7-9

1. Análisis Económico. 2. Conflictos Económicos. 3. Crecimiento Económico. I. Ianni, Juan Martín. II. Zack, Guido. III. Título.  
CDD 332.460982

ISBN 978-987-48985-7-9



