

Comentario Económico del Día

Agosto 30 de 2023

 **Bancolombia**

 **ANIF** Centro de
Estudios
Económicos

Nº 18

Informe ANIF de la economía global

Argentina y la cuestión de la dolarización

Durante los últimos meses, en el contexto de las elecciones presidenciales en Argentina, ha tomado fuerza en el debate la idea de dolarizar el país. En el presente *Informe ANIF de la Economía Global* hacemos un llamado a ir más allá de las posturas políticas y analizar la historia económica y los ejemplos de casos similares, para evaluar la pertinencia de esta medida y aportar insumos al debate técnico en Argentina. En particular, no consideramos que la dolarización sea la mejor idea para el país.

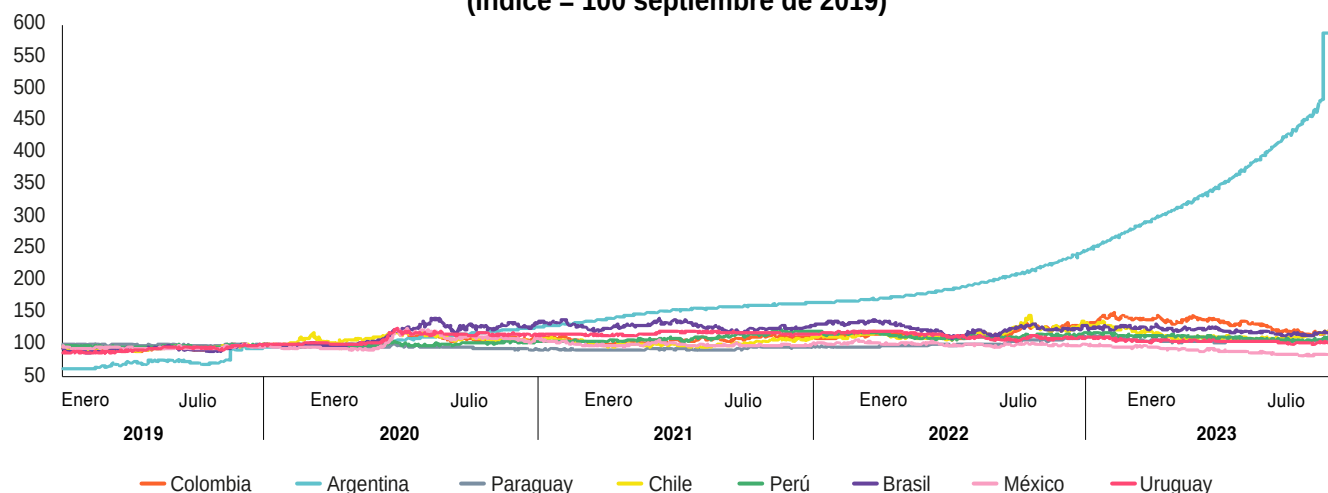
¿Por qué Argentina pensaría en dolarizarse?

Durante el primer trimestre de 2023, la mayoría de las monedas de países emergentes de Latinoamérica encontraron posibilidades de recuperación en un contexto de mayor apetito de riesgo y expectativas de moderación de la política monetaria desde EE.UU. En contraste, el peso argentino se sigue debilitando, con

un par USD/ARS que llega a niveles sin precedentes en el siglo (Ver Gráfico 1). La tendencia negativa del peso argentino se ve influenciada por la incertidumbre política y la inestabilidad macroeconómica del país. El efecto responde sobre todo a la inflación, que sigue superando los tres dígitos, presionada al alza en un contexto de choques estacionales, una sequía históricamente fuerte, el alto déficit fiscal y el gasto excesivo del gobierno. Así mismo, la incapacidad de las autoridades monetarias por controlar el nivel de precio es reflejo de la ineficiencia en los mecanismos de transmisión de la política monetaria, consecuencia de una falta generalizada de confianza en el sistema.

La tendencia de devaluación del peso argentino, la volatilidad de la economía y la presión inflacionaria han puesto a prueba la confianza de los consumidores e inversionistas. Como consecuencia, una parte cada vez más grande de la población ha optado por ahorrar en dólares, percibiéndolos como activos más seguros ante una dinámica local de incertidumbre. De hecho, según datos del Instituto Nacional de Estadís-

**Gráfico 1. Tasa de cambio de Argentina y países de la región
(Índice = 100 septiembre de 2019)**



Fuente: elaboración ANIF con datos de Yahoo Finance.

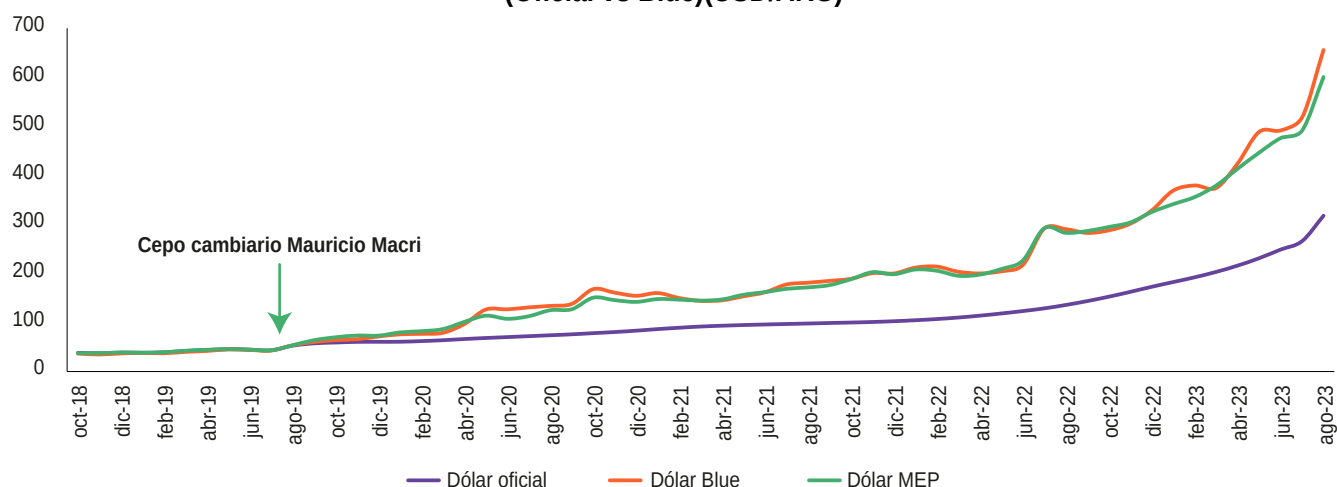
tica y Censos de la República de Argentina (INDEC), los activos dolarizados fuera del sistema han pasado a representar más que el valor de mercado del total de la deuda externa del país.

La salida de capitales del país imprime volatilidad en el mercado cambiario, lo que impacta de manera negativa el funcionamiento de la economía e incentiva movimientos especulativos. Para evitar esto, el gobierno argentino y la Comisión Nacional de Valores (CNV) han establecido restricciones en el país para la compra de dólares a través de los llamados cepos cambiarios. Los cepos cambiarios se introdujeron en Argentina con el gobierno de Cristina Fernández de Kirchner (2011), donde se prohibió el dólar para el ahorro, limitando la compra de divisas para viajes al exterior o compra de bienes. Mauricio Macri levantó el cepo al inicio de su gobierno (2015) y promovió la apertura en la cuenta capital. No obstante, luego de la crisis cambiaria inducida por la incertidumbre de las elecciones presidenciales del 2019, se reinstauró un cepo de hasta USD\$10.000 por persona al mes. El actual presidente,

Alberto Fernández, implementó el cepo más radical, limitando la compra de dólares en el mercado oficial en hasta USD\$200 por mes, junto con un impuesto de 30% y un 35% de adelanto de ganancias.

No obstante, los argentinos siguen buscando el dólar como divisa de referencia ante la volatilidad del peso y las presiones inflacionarias. Ante esta necesidad y en respuesta a las restricciones de compra de dólares en el mercado oficial, ha surgido el denominado dólar blue como referencia económica. El dólar blue se cotiza en un mercado paralelo no regulado, con un uso generalizado especialmente en el sector informal de la economía argentina (que representa casi el 40% de la fuerza productiva). La inflación, la incertidumbre y la alta demanda de dólar blue como activo menos riesgoso han impulsado su cotización hasta casi el doble que el dólar transado en el mercado oficial, cuyo valor es determinado por el Banco Central de la República de Argentina (BCRA). La percepción de inestabilidad política y económica a puertas de las elecciones presidenciales ha generado repuntes importantes del blue

Gráfico 2. Tasa de cambio de Argentina (Oficial vs Blue)(USD/ARG)



Fuente: elaboración ANIF con datos de Yahoo Finance.

en las últimas semanas, dejando ver la desconfianza y percepción de riesgo en el país (Ver Gráfico 2).

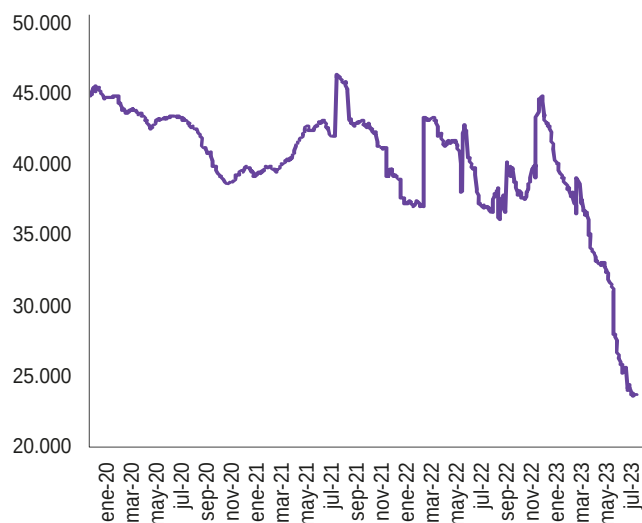
Una alternativa al dólar blue en Argentina es la compra de dólar MEP (dólar bolsa), una forma legal de obtener divisas por encima del cepo establecido a través de la compra y venta de bonos que cotizan en pesos y luego se convierten en dólares. El BCRA reconoce la importancia de la estabilidad del MEP para mantener la calma en los mercados, por lo que ha concentrado sus esfuerzos en controlar su precio de cotización. Para cumplir este propósito el banco central ha usado los dólares de sus reservas internacionales, y se estima que, desde enero hasta julio de 2023, el gobierno había utilizado cerca de USD\$2.500 millones para controlar el precio de los denominados dólares financieros (cálculos Bloomberg). Lo anterior lleva a que, según datos del INDEC, las reservas brutas del BCRA hayan caído en más de USD\$4.000 millones en un año, lo que agrava la brecha entre la demanda de dólares en el país y la capacidad de retención de la

divisa por parte del banco central, y en consecuencia incrementa la volatilidad de la balanza de pagos frente a choques externos y dificulta el panorama macroeconómico nacional (Ver Gráfico 3).

El intento por controlar la cotización de la divisa en un contexto de hiperinflación no es nuevo en Argentina. Cerca de la década de los noventa, la inflación de Argentina rondaba el pico de la variación de 3000% anual en medio de una grave crisis financiera y altos niveles de pobreza. En este contexto, se implementó la Ley de Convertibilidad, que establecía una paridad fija (1 a 1) del peso argentino al dólar estadounidense a cargo del banco central. El resultado inmediato de la medida fue positivo, dado que permitió una estabilización parcial del déficit y un repunte de la entrada de inversiones y la productividad.

No obstante, el modelo de pérdida de autonomía monetaria generó una alta vulnerabilidad del país ante los choques externos del momento, incluyendo la for-

**Gráfico 3. Reservas Internacionales
Banco Central de la República Argentina
(Millones de dólares, agosto 22 de 2023)**



Fuente: ANIF con datos del Banco Central de la República Argentina.

taleza del dólar por aumentos en la tasa de interés desde EE.UU., la crisis asiática y la fuga de capitales de Brasil. El efecto conjunto de los choques exógenos llevó a una grave crisis financiera y económica en Argentina, lo que generó que los consumidores e inversionistas aumentaran su demanda de dólares. El fracaso absoluto de la Ley de Convertibilidad llegó cuando la desconfianza en la solidez del sistema, catalizada por la suspensión de desembolsos por parte del Fondo Monetario Internacional (FMI), llevó a una corrida bancaria masiva y una salida de dólares hacia cuentas en el exterior.

A pesar del fracaso de la Ley de Convertibilidad, a puertas de las elecciones presidenciales de Argentina para el 2023, el candidato Javier Milei ha vuelto a proponer la idea de una tasa de cambio fija. Más que la conversión uno a uno, Milei ha propuesto la dolarización del país, argumentando que esto respondería

a las demandas de consumidores e inversionistas. El llamado efecto Milei en los mercados ha generado un repunte de la incertidumbre, con una subida del peso argentino, el dólar blue y el dólar MEP, con nuevas salidas de capitales y más presiones sobre las reservas internacionales. En este contexto, vale la pena evaluar la viabilidad de esta propuesta y sus potenciales implicaciones en la economía argentina.

¿Dolarizar Argentina es la solución a sus problemas?

Es sabido que el punto de partida para dolarizar la economía es contar justamente con dólares. Pero como se vio anteriormente, las reservas del país han disminuido de manera drástica y el circulante en dólares también es limitado. Por tanto, se pone en duda la afirmación del candidato presidencial Javier Milei de que se cuente con los dólares necesarios para este proceso.

Pero aún si fuera posible contar con los dólares suficientes, dolarizar la economía argentina no parece ser la mejor idea. Pues, aunque es cierto que la inflación se controlaría, ya que sin un banco central no se podrían imprimir billetes que generen exceso de dinero circulante que suba los precios, surgen varios aspectos a considerar como argumentos en contra de la dolarización y en perjuicio de la economía argentina. En palabras del economista argentino Martín Tetaz: "la dolarización sería como amputar la pierna de un paciente con una infección que se puede tratar con antibiótico".

Cerrar el banco central dejaría al país sin herramientas para regular el sistema financiero y amortiguar choques externos. Esto, combinado con una alta incertidumbre política, económica y social que podría ahuyentar a los inversionistas extranjeros y generar problemas con los acreedores de la deuda argentina, tiene el potencial de llevar a un nuevo caos en la economía.

Como se mencionó anteriormente, en la última década del siglo pasado, Argentina contó con una paridad

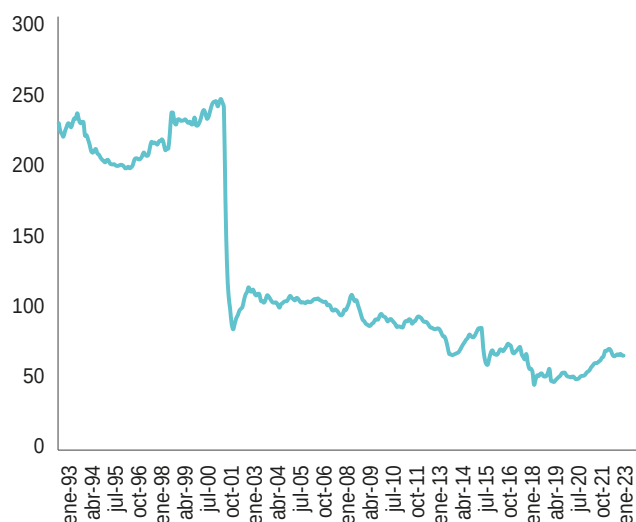
1 a 1 como fórmula para contrarrestar el periodo de hiperinflación. El papel del Banco Central consistió entonces respaldar cada peso argentino en circulación por un dólar estadounidense. Sin embargo, en términos generales, las economías emergentes suelen presentar inflaciones más altas que la de Estados Unidos, lo que lleva a que con el paso del tiempo la tasa de cambio real (REER) crezca y por consiguiente la moneda se encuentre sobrevaluada. Con esto presente, si se libera el tipo de cambio se hace inevitable una devaluación explosiva como la ocurrida en 2002 luego del corralito y la consecuente “pesificación” de los depósitos en dólares. Este episodio llevó a muchos argentinos a la pobreza y al país a cometer el impago más grande de su historia (ver Gráfico 4).

Otro caso similar que puede dar cuenta de lo descrito anteriormente es el ocurrido en Egipto. La libra egipcia se encontraba atada al dólar hasta el 2016, momento desde el cuál se dejó flotar libremente, como

cumplimiento al requisito del FMI para otorgarles un préstamo por \$12 billones de dólares que les ayudara a atravesar el difícil momento económico que vivían. Como es claro en el Gráfico 5, esto llevó a una devaluación explosiva en su tasa real. De acuerdo con varios expertos, la dolarización no es más que un caso extremo de atar la moneda nacional al dólar.

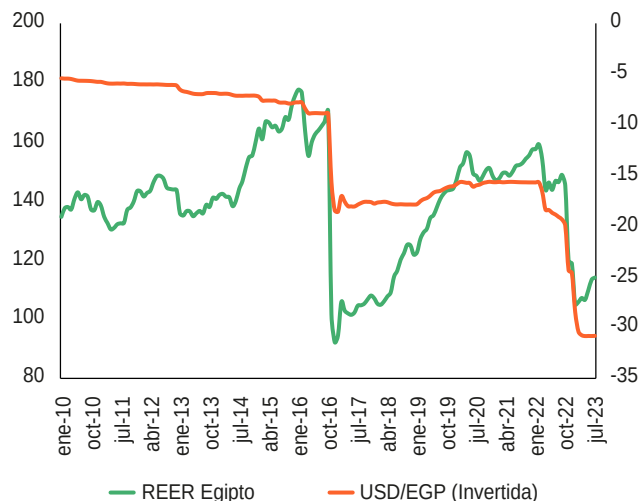
Ahora, incluso si la dolarización se lograra mantener en el tiempo y se pudiera evitar la devaluación explosiva, la sobrevaluación de la tasa de cambio real tiene consecuencias indeseables para el comercio internacional. El tipo de cambio generalmente cumple con la función de separar precios internos de externos. Por ejemplo, para un país exportador de materias primas una caída del precio internacional podría resultar en un déficit comercial. No obstante, el tipo de cambio suele absorber los choques externos y al ajustarse influye en los precios de los productos transables, encareciendo los productos importados

Gráfico 4. Tasa de cambio efectiva real de Argentina (Índice = 100 diciembre de 2007)



Fuente: elaboración ANIF con datos de Bruegel.

Gráfico 5. Tasa de cambio efectiva real de Egipto (REER) y tasa de cambio USD/EGP invertida (Índice = 100 diciembre de 2007)



Fuente: elaboración ANIF con datos de Bruegel y Yahoo Finance basado en Robin Brooks.

y abaratando los exportados, en pro de una mayor competitividad del país. En una economía dolarizada, este mecanismo deja de existir.

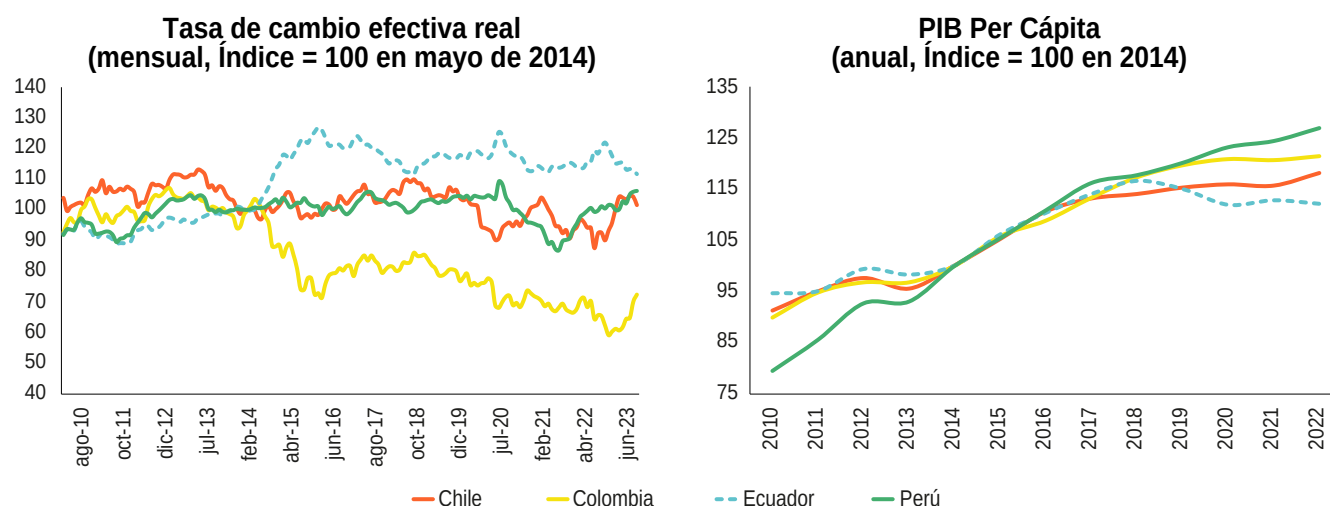
Para lo anterior, el ejemplo de Ecuador expone claramente el punto. Desde 2014, las monedas de la región se han depreciado en términos reales, mientras que el dólar se ha fortalecido. Como resultado, Ecuador, al estar dolarizado, se separó de sus pares de la región. Con una moneda fortalecida en términos reales, sus exportaciones se hacen más costosas y su competitividad en el intercambio se reduce. Varios expertos atribuyen a este canal de transmisión parte del menor dinamismo en los últimos años de la economía ecuatoriana (Ver Gráfico 6). Por tanto, aunque algunos entusiastas de la dolarización ven en Ecuador un ejemplo de éxito, la evidencia muestra lo contrario.

Argentina también vivió en carne propia esta realidad durante la paridad 1 a 1 de la década de los 90. La fortaleza del dólar dados los aumentos de tasa de interés de política monetaria junto con un golpe

mortal por la decisión de Brasil de devaluar el real con respecto al dólar hizo que las exportaciones de Argentina a Brasil se desplomaran y que las empresas prefirieran a Brasil para asentarse. Para muchos expertos, Argentina también debió haber devaluado su moneda en ese momento, pero le era imposible por su régimen cambiario. Hoy en día, varios analistas consideran este evento como un choque de productividad de gran magnitud del que Argentina no se ha podido recuperar.

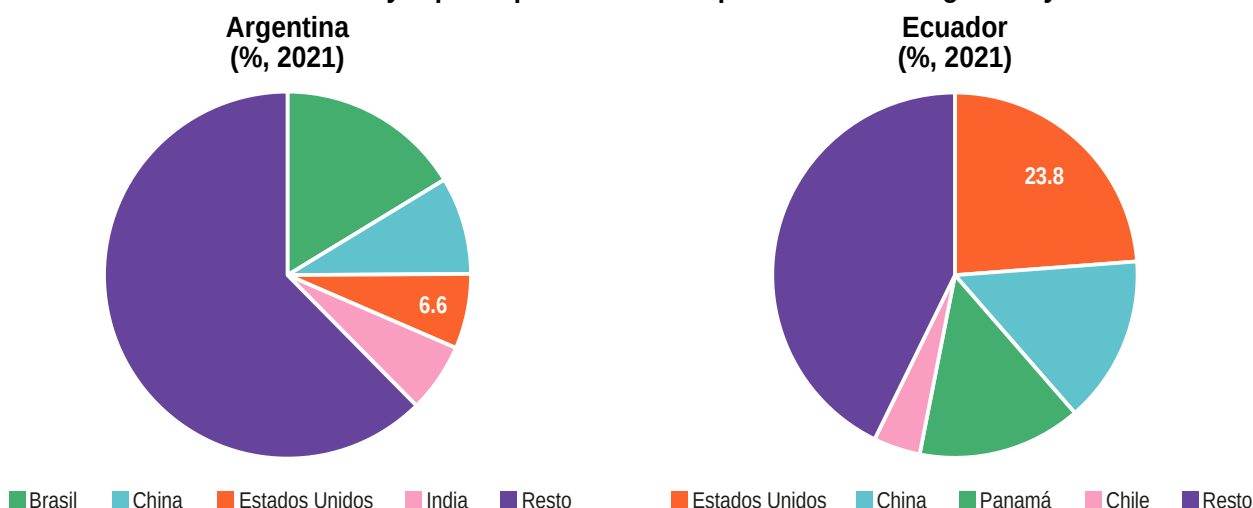
Además, desde otra arista, las economías de Argentina y Ecuador distan en varios aspectos relevantes para considerar la dolarización. Por ejemplo, los ciclos económicos ecuatorianos son mucho más estrechos a los estadounidenses y tienen una alta dependencia del país norteamericano en el comercio. En contraste, Argentina comercia con mayor diversidad de países y depende menos de la economía estadounidense (Ver Gráfico 7), por lo que un fortalecimiento del dólar en una eventual dolarización podría afectar aún más su competitividad en el comercio internacional.

Gráfico 6. Tasa de cambio efectiva real y PIB per cápita de países de la región



Fuente: elaboración ANIF con datos de Bruegel y el Banco Mundial basado en Robin Brooks.

Gráfico 7. Países con mayor participación en las exportaciones de Argentina y Ecuador



Fuente: elaboración ANIF con datos del Observatorio de Complejidad Económica.

Consideraciones finales

Las políticas de cepo cambiario y demás medidas implementadas en la historia económica argentina muestran que la vinculación del peso al dólar no es una fórmula innovadora. De hecho, la existencia del dólar Blue se debe a que los precios de la divisa oficial no están establecidos por el mercado. En consecuencia, en el sentido estricto, la dolarización no es más que llevar el estatus quo actual al extremo.

En caso de materializarse la dolarización, Argentina podría ver efectos positivos inmediatos en el control de la inflación, pero en el largo plazo anticiparíamos fuertes afectaciones en el comercio internacional, la actividad económica y la confianza tanto local como extranjera. Es innegable la necesidad de acciones y reformas profundas que garanticen la estabilidad macroeconómica y financiera de Argentina, pero distamos de pensar que la dolarización sea la fórmula adecuada para solucionar los problemas del país.

Equipo de Investigaciones de ANIF

Presidente de ANIF
Mauricio Santa María S.

Vicepresidente de ANIF
Anwar Rodríguez C.

Investigador Jefe de ANIF
Camila Ciurlo A.

Investigadores

José Antonio Hernández R.
Laura Llano C.
Norberto Rojas D.
Daniel Franco L.
Fabián Suárez N.
María Camila Carvajal P.
Sarah Garcés A.
Ana María Castiblanco L.

Asistente de Investigación

María Camila Oliveros M.
Pablo Montealegre M.
Laura Castaño O.
Elissa Gallego M.

Pasante de Investigación

Sofía Vega A.

INDICADORES ECONÓMICOS

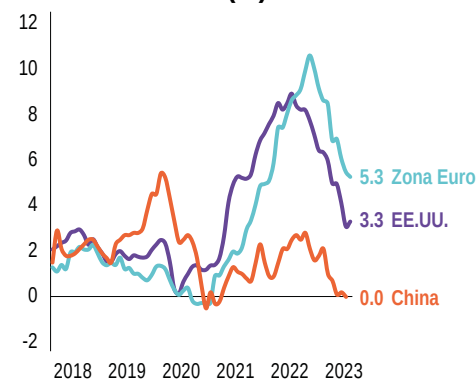
INDICADORES ECONÓMICOS			VARIACIÓN			
			ÚLTIMO PRECIO	Mensual	Trimestral	Anual
MERCADO BURSÁTIL						
1.	S&P 500	US\$	4.514.9	-1.6	7.4	13.3
2.	Dow Jones Industrial Average	US\$	34.890.2	-1.9	5.6	9.7
3.	NASDAQ	US\$	14.019.3	-2.3	7.7	18.0
4.	NYSE	US\$	16.074.2	-2.1	7.2	7.7
5.	Stoxx Europe 600	EU€	459.1	-2.6	0.5	9.4
6.	FTSE 100	GB£	7.473.7	-2.9	-0.6	1.5
7.	DAX	EU€	15.891.9	-3.4	-0.1	22.6
8.	CAC40	EU€	7.364.4	-1.8	2.1	18.6
9.	Nikkei 225	JP¥	32.333.5	-2.5	3.2	14.7
10.	Hang Seng	HK\$	18.482.9	-7.9	-0.6	-7.3
11.	Nifty 50	IN₹	19.347.4	-2.1	3.8	8.9
12.	Bovespa	BR\$	117.535.1	-3.6	7.9	6.4
COMMODITIES (US\$)						
13.	Brent		85.8	0.3	16.7	-13.6
14.	Oro		1.970.8	0.0	0.7	14.4
CRIPTO (US\$)						
15.	Bitcoin		27.291	-7	-1	38
16.	Ethereum		1.704	-8	-10	12
FOREX						
17.	USD/COP		4.095.45	4.31	-7.68	-6.40
18.	EUR/USD		1.09	-0.85	2.08	9.15
19.	GBP/USD		1.27	-1.04	3.00	8.51
20.	USD/JPY		146.14	3.82	4.06	5.44
21.	USD/CHF		0.88	0.98	-2.89	-9.18
22.	USD/CNY		7.28	2.54	2.98	5.45
BONOS DEL TESORO DE EE.UU.						
23.	13 semanas		5.32	1.28	3.34	85.00
24.	5 años		4.27	2.25	11.68	30.39
25.	10 años		4.12	4.02	11.30	32.41
26.	30 años		4.23	5.20	8.33	31.30

Fuente: elaboración ANIF con base en WSJ & Yahoo Finance.

BANCO CENTRAL	ÚLTIMA DECISIÓN	TASA (%)	PRÓXIMA REUNIÓN
Reserva Federal de Estados Unidos	+25	5.50	20 de septiembre
Banco Central Europeo	+25	4.25	14 de septiembre
Banco de Japón	=	-0.10	22 de septiembre
Banco Popular de China	-10	3.45	
Banco de Inglaterra	+25	5.25	21 de septiembre

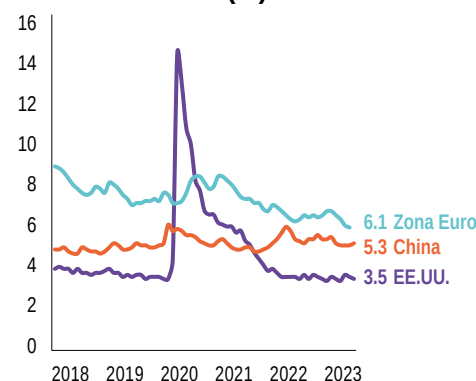
Fuente: elaboración ANIF con base en FED, ECB, BoJ, BoE y FXStreet.

Inflación anual (%)



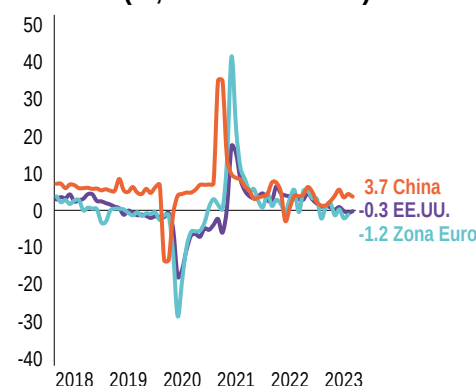
Fuente: elaboración ANIF con base en BLS, Eurostat y FRED St.Louis.

Tasa de Desempleo (%)



Fuente: elaboración ANIF con base en BLS, Eurostat y NBSC.

Índice de Producción Industrial (% variación anual)



Fuentes: elaboración ANIF con base en FRED St.Louis, Eurostat e Investing.