

# LA ECONOMÍA ARGENTINA:

## ¿Puede haber inflación con dolarización?

- Actividad
- Precios e ingresos
- Finanzas públicas
- Finanzas y bancos

- Balance cambiario
- Sector externo
- Anexo estadístico





Centro de Estudios Económicos y Sociales  
Scalabrini Ortiz

# LA ECONOMÍA ARGENTINA

**INFORME ECONÓMICO MENSUAL | ABRIL 2023**

## **CONTENIDO DEL INFORME:**

|                                     |
|-------------------------------------|
| <b>Actividad - Pág. 12</b>          |
| <b>Precios e Ingresos - Pág. 16</b> |
| <b>Finanzas Públicas - Pág. 18</b>  |
| <b>Finanzas y Bancos - Pág. 20</b>  |
| <b>Balance Cambiario - Pág. 22</b>  |
| <b>Sector Externo - Pág. 24</b>     |
| <b>Anexo Estadístico - Pág. 25</b>  |

## CLAVES DEL INFORME

- **Dolarizar implica canjear todos los pesos de la economía por los dólares de las reservas en manos del BCRA. Teniendo en cuenta un tipo de cambio cercano a los \$450, la cantidad de dólares necesarios varían entre U\$S 9MM y U\$S 50MM, algo inviable dado el bajo nivel de reservas.**
- **La posibilidad de acceder a un crédito de esa magnitud luce inviable y sus condiciones financieras generarían la imposibilidad de sostener la dolarización en el mediano plazo.**
- **La alternativa que queda para dolarizar es un canje forzoso de depósitos por bonos (simil plan BONEX) acompañado de una suba del tipo de cambio a niveles que oscilan entre los \$3.750 y los \$21.000 (según la extensión del canje forzoso de depósitos), lo que implica un escenario de hiperinflación como herramienta para licuar las tenencias en pesos de la población de manera de canjearla con las escasas reservas.**
- **Con la dolarización, el Banco Central se vería imposibilitado de actuar como prestamista de última instancia, y el Estado perdería su capacidad de hacer política fiscal y con ella la posibilidad de incentivar la demanda para promover el crecimiento. A su vez, la imposibilidad de emitir moneda propia dejaría al sistema financiero muy vulnerable ante la posibilidad de cualquier escenario adverso o shock externo.**
- **La dolarización puede convivir con una inflación inicial fuerte que vuelva poco competitiva la economía nacional, agravando el problema externo.**
- **Los déficits externos en un régimen de dolarización tienden a desmonetizar la economía empujándola a la recesión, pudiendo derivar en la emisión de cuasimonedas provinciales para mantener el funcionamiento operativo del Estado**

## ¿Puede haber inflación con dolarización?

El plan económico que una parte de la oposición presenta como alternativa puso en el centro del debate la factibilidad de una dolarización y sus implicancias en materia económica. En este informe analizamos las condiciones que debieran lograrse para implementar un régimen de dolarización en la Argentina, sus implicancias en términos de política monetaria y si realmente es una solución para el problema inflacionario.

Teniendo en cuenta que dolarizar significa cambiar todos los pesos de la economía por los dólares con los que cuenta el Banco Central, la cantidad de reservas internacionales líquidas para poder implementarla a un tipo de cambio cercano al de los dólares financieros actuales –\$450– varía entre U\$S 9MM y U\$S 50MM según se consideren únicamente el dinero circulante, también los depósitos a la vista o los depósitos a plazo fijo. Si en cambio la dolarización se diera a través de un ajuste en el tipo de cambio para adaptarse a las reservas netas actuales, el mismo podría oscilar entre \$3750 y \$21.000 pesos por dólar, según el escenario que se considere. Un ajuste cambiario de semejante magnitud implica ingresar en un escenario de hiperinflación que licúe los ahorros e ingresos para luego dolarizarlos. Cualquiera de estos escenarios nos dan una muestra de la principal dificultad que enfrenta hoy en día la propuesta del candidato ultraliberal Milei, la falta de dólares.

Aún conociendo las dificultades de implementación de una dolarización, vale analizar las consecuencias de renunciar a la soberanía monetaria. Reemplazar nuestra moneda por el dólar implica la imposibilidad de emitir moneda propia. De esa manera, se perdería la capacidad del banco central de actuar como prestamista de última instancia, dejando al sistema financiero muy vulnerable ante la posibilidad de cualquier corrida bancaria o en el mercado de bonos. El Banco Central ya no podría actuar como prestamista de última instancia, dado que no tiene la potestad de emitir dólares. Basta con imaginar que hubiera sido de la economía durante la pandemia en el escenario de una economía dolarizada, donde no se hubiera podido sostener los ingresos de quienes debían guardar cuarentena, ni mantenido la cadena de pagos de las empresas.

Finalmente, queda por analizarse si la dolarización es una solución real al problema inflacionario. Si el nuevo régimen monetario se aplica luego de devaluar (para reducir la relación entre activos en pesos a rescatar y dólares disponibles) y aumentar tarifas (para equilibrar las cuentas fiscales), comenzará con una fuerte presión sobre los costos de las empresas. ¿Por qué razón Milei asume que las empresas no pasarán esa suba de costos a precios? ¿Por qué imagina que los sindicatos se quedarán de brazos cruzados luego de la licuación del poder de compra de los salarios de sus afiliados? La

dolarización no termina con las pujas sectoriales y distributivas, ni con la inercia implícita en la indexación de los contratos, por lo que,, por sí sola, no es una solución para el problema inflacionario.

De esa manera, la dolarización puede implicar no sólo la pérdida de soberanía monetaria y dejar la monetización de la economía atada a la suerte del sector externo, sino también una inflación en dólares que reduzca la competitividad de nuestra economía. Una economía poco competitiva tiende a generar déficits externos, por lo que reduce la liquidez en un esquema de dolarización. Un escenario similar al de finales de la convertibilidad donde la falta de liquidez obligó a las provincias a emitir cuasimonedas para mantener operativo el andamiaje del Estado y a la población a emitir bonos de trueque para lograr una actividad económica de subsistencia, puede ser el resultado fáctico de la propuesta dolarizadora.

### ¿Por qué se impone la propuesta de dolarización?

La propuesta de dolarización surge desde un sector de la oposición como posible solución a los graves problemas que nuestra economía arrastra desde hace años, vinculados a lo que se denomina una economía bimonetaria y a la elevada inflación. Si bien es presentada como una propuesta novedosa, su génesis se relaciona con el pensamiento neoliberal que dió origen a la convertibilidad implementada a fines de siglo pasado, a la frustrada propuesta de dolarización que sobrevoló la crisis de 2001 y a los experimentos llevados a cabo en países como Ecuador y El Salvador. En el plano internacional, es promovida por una serie de fundaciones y centros de estudios vinculados al grupo económico norteamericano Koch y su CATO Institute, que apadrina varias usinas ultraliberales a nivel local y regional.

### ¿Qué se necesita para dolarizar?

Dolarizar la economía significa dividir todo el circulante y los depósitos en pesos por los dólares de las reservas en manos del BCRA. Si bien estas rondan los USD 36,5 MM, la mayor parte de ellas no podrían ser utilizadas para ser entregadas en forma de dólares a la población, ya que corresponden a líneas de crédito internacional (ver tabla 1). Por tanto, la dolarización implementada con nuestras propias reservas implica defaultear las líneas de crédito del banco central, obteniendo de esa manera como máximo unos USD 20.000M que sólo permitirían cubrir los billetes y monedas en circulación y la mitad de las cuentas a la vista del sector privado (ver tabla 2). Una dolarización muy precaria y que nace con el enfrentamiento a una parte importante de las potencias globales.

Tabla 1. Reservas Brutas y Netas al 23/04.

|                                             |                     |
|---------------------------------------------|---------------------|
| <b>Reservas Brutas</b>                      | <b>U\$S 36.500</b>  |
| Encajes                                     | U\$S 11.760         |
| Swap                                        | U\$S 18.850         |
| Obligaciones con organismos internacionales | U\$S 3.150          |
| BID                                         | U\$S 1.200          |
| DEG's                                       | U\$S 430            |
| <b>Reservas Netas</b>                       | <b>U\$S 1.110</b>   |
| DEG's                                       | U\$S 1.300          |
| ORO                                         | U\$S 3.900          |
| <b>Reservas Líquidas</b>                    | <b>- U\$S 6.090</b> |

Fuente: CESO en base a BCRA.

Si se descarta el default de las líneas de crédito del central, debería obtener un crédito internacional cuyo monto ronde entre los USD 9.000 M y USD 50.000 M, según su extensión de cobertura de depósitos y sin considerar las tenencias líquidas del sector público (ver tabla 2). Algunos de los promotores de la dolarización hablan de un crédito de USD 30.000 M obtenido mediante una garantía donde se depositen títulos públicos, acciones en manos del FGS y las acciones del Estado de YPF. Más allá del debate sobre los riesgos de poner en garantía la empresa estatal de petróleo y “la plata de los jubilados” para obtener dólares a repartir entre la población, queda la duda de la viabilidad de mediano plazo de semejante medida.

La Argentina agotó su endeudamiento internacional con el sector privado y con los organismos financieros internacionales durante la gestión de Mauricio Macri. La inviabilidad de semejante endeudamiento forzó reestructurar la deuda con los privados y tomar un nuevo crédito con el FMI para pagar el anterior, durante las presidencias de Alberto Fernandez. El esquema de vencimientos obtenidos en ambas negociaciones luce aún inviable a mediano plazo, por lo que los bonos cotizan a valor de default. En semejantes condiciones, cualquier crédito obtenido internacionalmente será a tasas inviables que sumarán nuevas cargas al, ya de por sí inviable actual esquema de vencimientos.

Aún con las entusiastas predicciones de los ultraliberales de que un triunfo de ellos generará una hipotética ola de confianza financiera que duplique el actual valor de los bonos, las tasas que se

podrían obtener rondarían el 15% anual. Dado que la deuda no se utilizará para financiar algún proyecto que desarrolle una fuerte expansión de exportaciones que permita cubrir semejante costo financiero y, mucho menos superarlo, sino que se repartirían entre quienes tienen billetes y depósitos en pesos, no queda claro cómo piensa sostenerse el esquema de dolarización cuando empiecen a caer los vencimientos del crédito así tomado.

**Tabla 2. Reservas Necesarias para dolarizar al tipo de cambio financiero actual.**

| <b>Variable a dolarizar</b>                                                                                          | <b>Reservas netas necesarias</b> |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------|
| Billetes y Monedas en circulación                                                                                    | U\$S 9.100                       |
| Billetes y Monedas en circulación + depósitos a la vista del sector privado                                          | U\$S 27.900                      |
| Billetes y Monedas en circulación + depósitos a la vista del sector privado + depósitos a plazo fijo sector privado. | U\$S 50.350                      |

Fuente: CESO en base a BCRA

Descartado el acceso a crédito internacional en condiciones mínimamente viables, queda la opción de dolarizar con las escasas reservas netas disponibles. En esa situación, la dolarización debería hacerse a un tipo de cambio tan elevado (ver tabla 3) que la economía sería impulsada a una hiperinflación. La hiper permitiría licuar los ingresos y ahorros de la población y forzar un brusco ajuste del gasto público real. De esa manera, sentaría las bases para implementar un esquema de dolarización que la experiencia internacional muestra más efectivo para combatir hiperinflaciones que inflaciones elevadas pero con fuertes componentes de puja distributiva e inerciales.

La hiperinflación puede justificar medidas extremas ante la sociedad, como el canje compulsivo de depósitos por bonos a largo plazo. Esa confiscación de los ahorristas sirve para disminuir el monto de activos en pesos a dolarizar y fue implementada en la antesala de la convertibilidad de finales del siglo pasado. La convertibilidad implicó una paridad fija de uno a uno entre el dólar y el peso, y una emisión atada a la acumulación de dólares en el banco central. Ese experimento, reivindicado por Milei, es la experiencia más similar a su propuesta y se implementó tras una hiperinflación y haber realizado una confiscación de los depósitos en plazo fijo (plan BONEX).

**Tabla 3. Tipo de cambio necesario para dolarizar con las reservas netas actuales.**

| Variable a dolarizar                                                                                  | Tipo de cambio de convertibilidad |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------|
| Billetes y Monedas en circulación                                                                     | \$3720 x dólar                    |
| Billetes y Monedas en circulación + depósitos a la vista del sector privado                           | \$11.310 x dólar                  |
| Billetes y Monedas en circulación + depósitos a la vista del sector privado + depósitos a plazo fijo. | \$20.380 x dólar                  |

Fuente: CESO en base a BCRA

## Implicancias de dolarizar

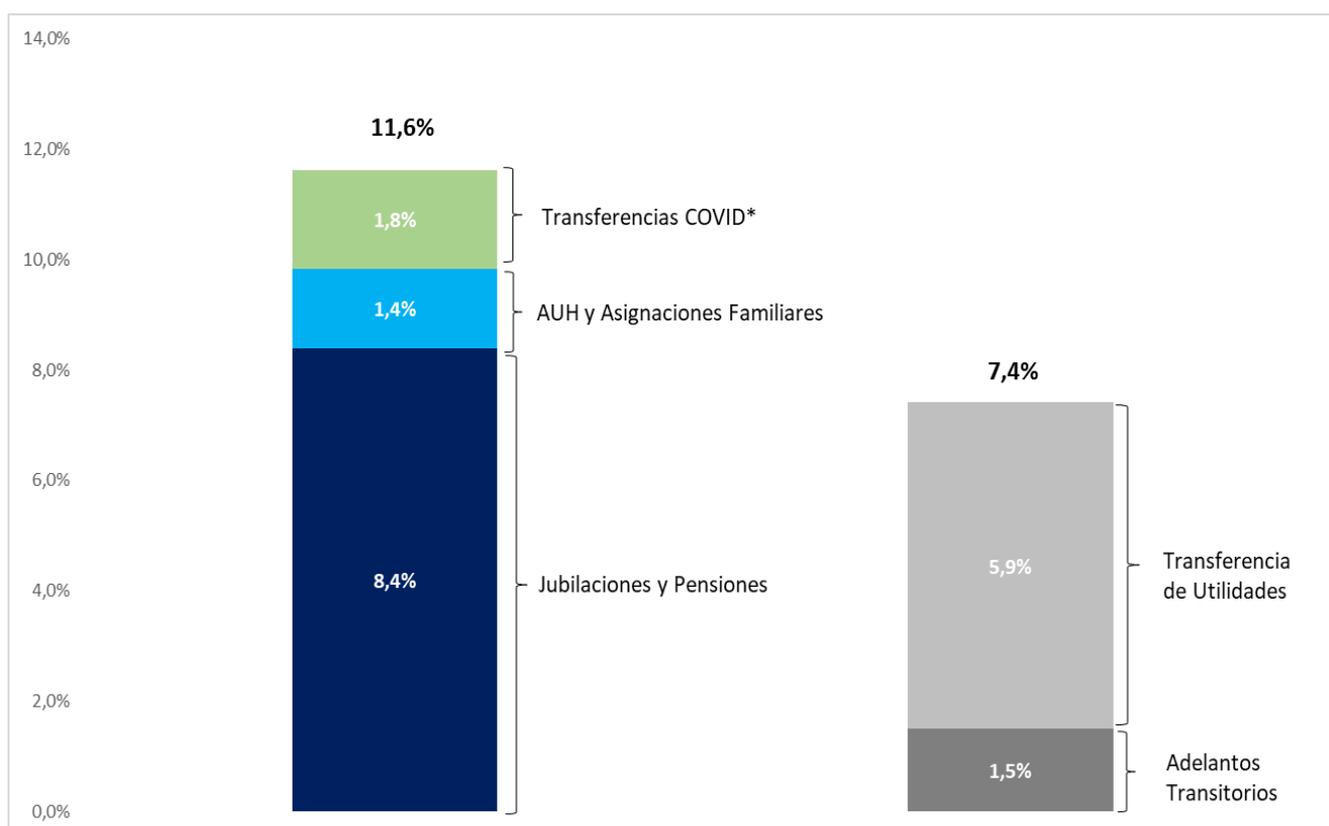
Dolarizar la economía implica una serie de pérdidas en los grados de libertad para hacer política económica que cualquier Estado-Nación moderno posee. La incapacidad de emitir moneda propia dejaría al sistema financiero muy vulnerable ante la posibilidad de una corrida bancaria o sobre los mercados de bonos, ya que el banco central perdería su poder de prestamista de última instancia (que depende de su capacidad de emitir moneda). Téngase como antecedente la experiencia del “corralito” a finales de la convertibilidad donde los depósitos a plazo fijo fueron confiscados ya que el banco central no tenía los dólares para darles cobertura. Ese riesgo no se elimina con la dolarización, ya que el sistema bancario puede expandir el dinero denominado en dólares mediante el sistema de créditos y depósitos mucho más allá de las reservas que se encuentran en el central o en los bancos.

También limitaría fuertemente la posibilidad de hacer políticas expansivas contracíclicas por parte del Estado, ya que sólo podrá gastar lo que recauda. Alcanza con imaginar lo que hubiera ocurrido durante la Pandemia.

Durante el año 2020, producto del aislamiento generado por la crisis sanitaria del COVID-19, gracias a su capacidad de emitir dinero el Estado argentino pudo asistir a 8,9 millones de hogares con el Ingreso Familiar de Emergencia (IFE), a más de 300 mil empresas y más de 3 millones de trabajadores a través del programa ATP, y posteriormente, otras 15 mil empresas y más de 500 mil trabajadores con las sucesivas ediciones del programa REPRO. Si además se consideran otros programas de asistencia como los bonos extraordinarios otorgados a beneficiarios de AUH, jubilados y pensionados, y a los trabajadores de la Salud, entre otros, las erogaciones realizadas por el Estado en materia de asistencia

ascienden a casi \$500 mil millones, (1,8% del PBI). Esto sólo fue posible por la potestad de emitir moneda propia. De los 11,6 p.p. del PBI que significaron el las Transferencias por Covid, y el Gasto en Seguridad Social, 7,4 p.p. fueron financiados gracias a los Adelantos Transitorios y Transferencia de Utilidades del BCRA al Tesoro.

**Gráfico 1. Gasto en Seguridad Social, Transferencias COVID, y Financiamiento del BCRA como % del PBI. Año 2020.**



Fuente: CESO en base a la ANSES y BCRA

\*ATP, IFE, Emergencia Sanitaria y Refuerzo de Ingresos

Desde un punto de vista macroeconómico, la dolarización (como la convertibilidad) implica atar totalmente la inyección de liquidez de nuestra economía al resultado de las cuentas externas. Si nuestras cuentas externas fueran estructuralmente superavitarias, ello no sería un problema. Sin embargo, nuestra economía deberá afrontar en los próximos años un esquema de vencimientos de deuda muy cargado. A ello se suma que la dolarización podría empeorar nuestro perfil comercial ya que no habría posibilidad de hacer política cambiaria para responder a nuestro encarecimiento en dólares (ver más adelante la posibilidad de que siga la inflación aún después de dolarizar).

Si la economía sufre déficit externos bajo un esquema de dolarización, entrará en un círculo recesivo con reducción de la liquidez. Algo similar a lo acontecido durante el régimen de convertibilidad entre 1998 y 2001, donde la falta de liquidez llegó al punto de que los Estados provinciales debieron imprimir cuasimonedas para mantener un mínimo operativo y la sociedad generar monedas populares como los créditos del trueque para movilizar una actividad económica mínima de subsistencia. De esa manera, la propuesta de “dólares para todes” que pregona la derecha ultraliberal puede terminar en un festival de cuasimonedas y créditos de trueque.

### ¿Puede haber inflación en dólares?

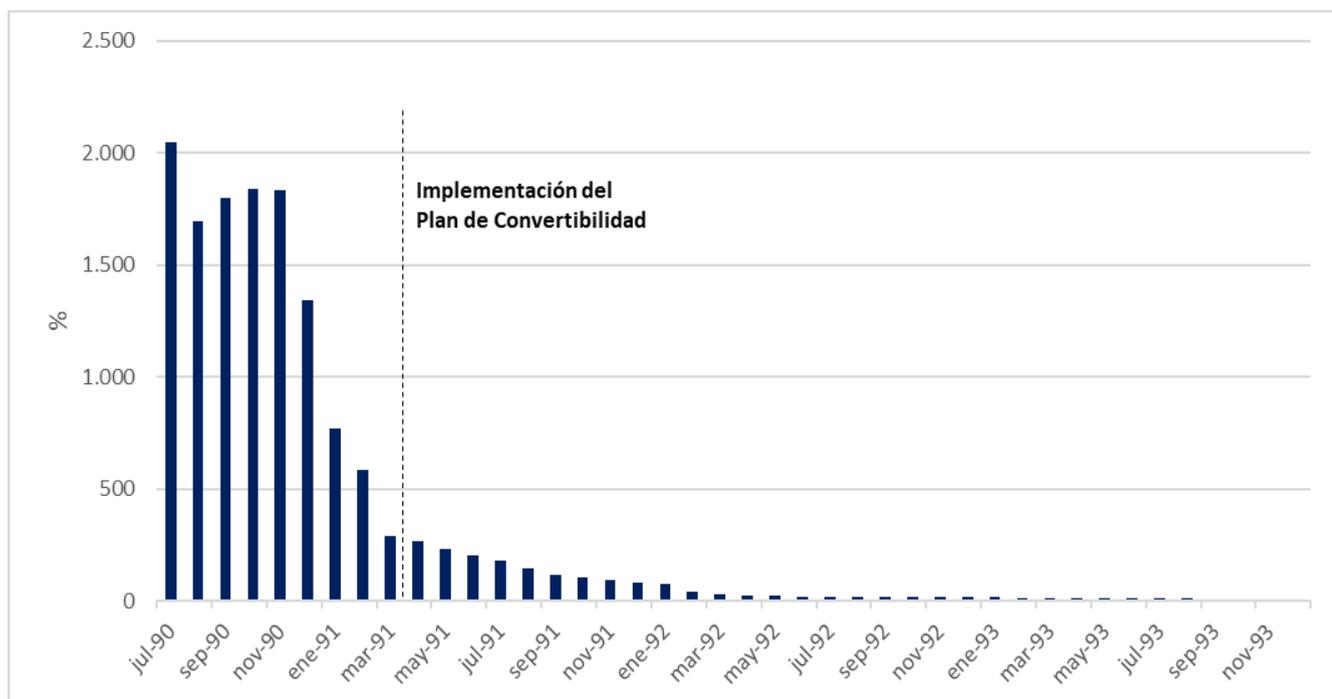
Dolarizar la economía significa renunciar a la capacidad de emitir moneda, pero ello no significa terminar con la inflación. Bajo un prisma ortodoxo, la causa de la inflación es la emisión monetaria, por lo que muerto el perro se acabó la rabia<sup>1</sup>. La realidad es que las causas de la inflación son mucho más amplias y la política de dolarización (como las de convertibilidad) sólo son efectivas como herramientas de estabilización en escenarios de hiper.

En las hiperinflaciones la dinámica de formación de precios de los sectores cambia radicalmente. El tradicional margen sobre los costos que predomina en la política de precios empresarial, no puede llevarse a cabo porque la velocidad a la que aumentan los precios hace imposible calcular cuáles serán los costos al momento de reposición. La moneda nacional pierde su función de unidad de cuenta y pasa a ser sustituida, en los hechos, por la divisa. Los precios pasan a fijarse en dólares y a actualizarse su nominación en moneda nacional hasta tres veces en el día de acuerdo a la cotización de la divisa. Esa dolarización de hecho de los precios de una economía es la que permite que una política de ancla cambiaria como es la caja de conversión o la dolarización, sea efectiva para estabilizar los precios. Dado que los precios en pesos durante la hiper se piensan en dólares y se convierten al tipo de cambio del momento, si se congela la cotización cambiaria se están congelando, implícitamente, todos los precios de la economía.

---

<sup>1</sup> Desde un punto de vista teórico, aún bajo el prisma monetarista podría haber inflación luego de dolarizar ya que la expansión monetaria podría darse por un fuerte ingreso de dólares (escenario totalmente fantástico) o bien porque los bancos crean liquidez mediante el otorgamiento de créditos.

**Gráfico 2. Tasa de inflación i.a. Argentina antes y después de la Convertibilidad.**

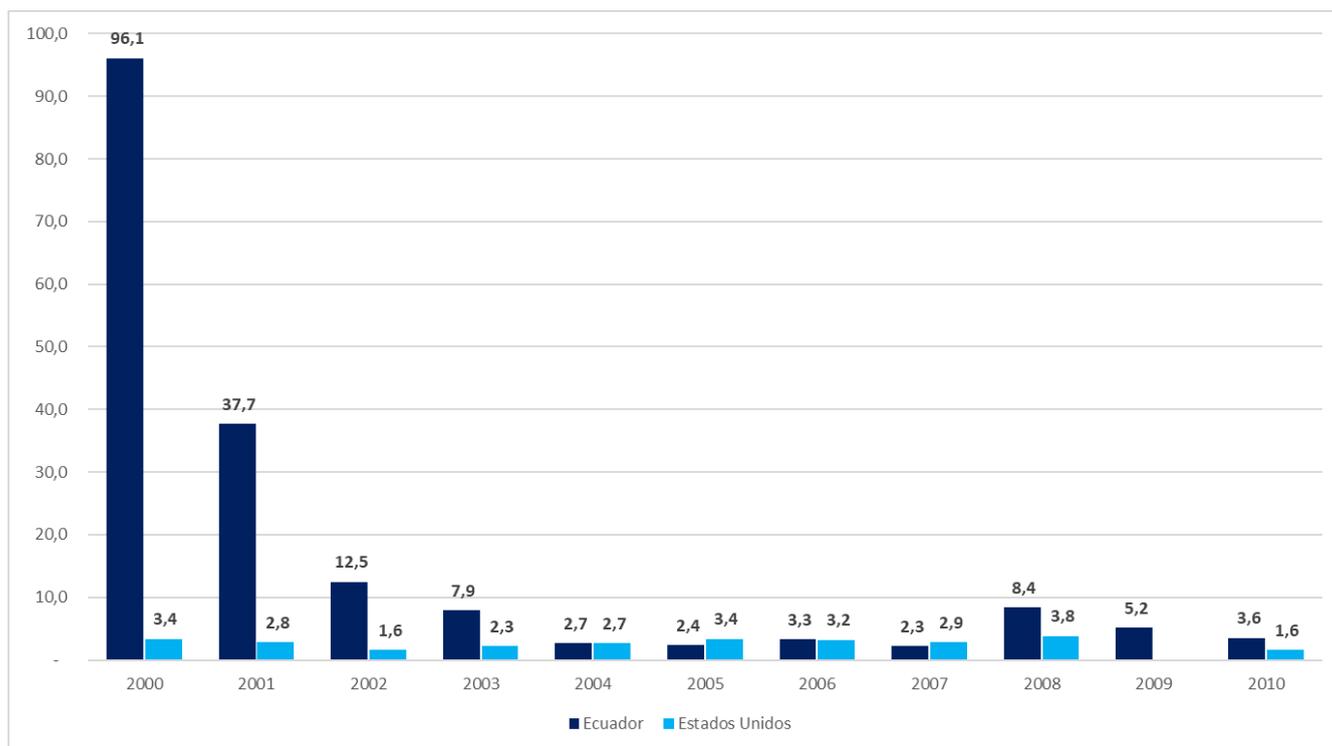


Fuente: CESO en base IPC INDEC e IPC Provincias

Pero en Argentina si bien la inflación es muy elevada, no llegó a un punto de anular totalmente la función de los pesos como unidad de cuenta. Así, numerosos precios e ingresos de la economía siguen fijándose en moneda nacional de acuerdo a los costos y los márgenes de rentabilidad. Esa estructura de formación de precios se entrelaza en una dinámica inercial donde muchos contratos (salariales, alquileres, financieros, entre otros) se ajustan por la inflación del pasado. Sobre esa inercia se montan las pujas sectoriales, shocks cambiarios, tarifarios, de precios internacionales, que elevan los pisos inerciales de la inflación a lo largo del tiempo.

Bajo esa mirada, una dolarización no implica terminar con la inflación si no logra cortar con la inercia de los contratos, controlar las pujas sectoriales y los shocks. Por ahora no ha habido declaraciones sobre una reestructuración de contratos (de alquileres, paritarios, financieros) para terminar la inercia en simultáneo con la dolarización, hecho que implica una fuerte inercia inflacionaria al momento de implementarse. Una muestra de esto es lo sucedido en Ecuador luego de implementada la dolarización (ver Gráfico 3). Durante el primer y segundo año, la economía ecuatoriana sufrió una inflación en dólares de 96,1% y 37,7% respectivamente.

**Gráfico 3. Tasa de inflación anual de Ecuador luego de la dolarización.**



Fuente: CESO en base datos del Banco Mundial

Si se considera que su implementación en Argentina iría precedida de una suba del dólar oficial hasta, por lo menos, su cotización financiera. Que también se anuncia acompañada de fuertes aumentos de tarifas al eliminarse los subsidios para equilibrar las cuentas públicas. Queda claro que el nuevo régimen monetario entraría en vigor de la mano de una fuerte suba de los costos de las empresas y deterioro del poder adquisitivo del salario.

¿Por qué razón Milei asume que las empresas no pasarán esa suba de costos a precios? ¿Por qué imagina que los sindicatos se quedarán de brazos cruzados luego de la licuación del poder de compra de los salarios de sus afiliados? La dolarización no termina con las pujas sectoriales y distributivas, ni con la inercia implícita en la indexación de los contratos, por lo que, por sí sola, no es una solución para el problema inflacionario.

# INFORME ECONÓMICO MENSUAL

**ABRIL 2023**

**ceso** 

Centro de Estudios Económicos y Sociales  
Scalabrini Ortiz

**PRESIDENTA**  
Lorena Putero

**DIRECTOR**  
Andrés Asiain

**CONTENIDOS TÉCNICOS DEL INFORME**  
Aldana Montano y Cristián Berardi

## INTEGRAN EL CESO:

Agustín Crivelli, Agustín Romero, Aldana Montano, Alejo Muratti, Augusto Prato, Cecilia Olivera, Cecilia Wilhelm, Cristian Andrés Nieto, Cristián Berardi, Eric Delgado, Estefanía Manau, Fabio Agueci, Fabio Carboni, Facundo Pesce, Federico Castelli, Federico Zirulnik, Felipe Etcheverry, Gaspar Herrero, Lisandro Mondino, Lorena Putero, Mahuén Gallo, María Alejandra Martínez Fernández, María Belén Basile, María Celina Calore, María Laura Iribas, Maximiliano Uller, Miriam Juaiek, Nicolás Gutman, Nicolás Pertierra, Nicolás Zeolla, Rodrigo López, Tomás Mariani Pavlin, Virginia Brunengo, Yamila Steg.