

La dolarización de la economía: nuevo endeudamiento y shock de licuación salarial

23 de agosto de 2023

Introducción

El candidato ganador de las PASO, Javier Milei, impulsa la dolarización como eje central de sus propuestas económicas, manifestando que “El proyecto para dolarizar la economía ya lo tenemos armado y será lo primero que enviaré al Congreso ni bien asumamos” y “Es recontra fácil dolarizar Argentina”.¹ En efecto, el resultado electoral coloca nuevamente el foco sobre la propuesta, que desde CEPA hemos analizado oportunamente.²

Este breve informe se compone de cinco segmentos. El primer apartado analiza la viabilidad de la dolarización con los activos del BCRA, como ha propuesto Milei en distintos programas televisivos. Segundo, se analizan los distintos escenarios de dolarización según magnitud de devaluación y monto de colocación de deuda necesario para lograr el objetivo. Tercero, se estima la licuación salarial resultante en cada caso y los incrementos de precios de productos de consumo masivo asociados dadas las dificultades derivadas de la propuesta. En cuarto orden, se detalla la pérdida de herramientas de política económica que una dolarización implicaría. Quinto, se describe la evolución de las variables fundamentales en el caso Ecuador en el marco de la dolarización del año 2001. Finalmente, se desarrollan las conclusiones.

1. Pesos por dólares: la inviable conversión que propone Javier Milei

Dolarizar implica reemplazar los pesos existentes por dólares. Es decir, que no circulen más pesos. En el contexto actual, la economía argentina se encuentra atravesada por serias dificultades en la acumulación de reservas por parte del Banco Central: desde CEPA se estimó que el superávit de USD 49 mil millones del periodo diciembre 2019 - enero 2023 no se tradujo en acumulación de reservas.

En el escenario presente (y recurrente en la economía argentina) de escasez de dólares, la dolarización implicaría, por lo menos, una mega devaluación para reemplazar los pesos existentes con los dólares disponibles en el Banco Central, sumado a un mayor nivel de endeudamiento externo. Si bien el cálculo de la tasa de cambio debiera realizarse teniendo en cuenta, por un lado, las reservas internacionales netas por la liquidación del patrimonio del BCRA que incluye la propuesta (así se realizó en el informe de CEPA publicado en el mes de abril de este año) y por el otro, el total de pasivos monetarios del BCRA, el candidato de La Libertad Avanza (LLA), Javier Milei, en su limitada explicación de cómo se llevaría adelante la dolarización en su eventual gobierno, dentro de los activos

¹ "El proyecto para dolarizar la economía ya lo tenemos armado y será lo primero que enviaré al Congreso ni bien asumamos", Link: <https://www.telam.com.ar/notas/202307/635327-milei-presidente-dolarizar-la-economia.html>; "Es recontra fácil dolarizar Argentina", Link: <https://elpais.com/argentina/2023-07-23/javier-milei-es-recontra-facil-dolarizar-argentina.html>

² <https://centrocepa.com.ar/informes/397-la-dolarizacion-de-la-economia-un-shock-de-licuacion-salarial>

toma en cuenta a las reservas internacionales netas sólo de determinados pasivos en divisa del BCRA que selecciona arbitrariamente:

“Yo tengo pasivos que rescatar, que son las Leliqs, que son 30.000 millones de dólares, y 10.000 millones de dólares que tengo que rescatar de base monetaria. O sea, 40.000 millones de dólares. Yo tengo la posición de Oro, tengo la posición de SEDESA, tengo la posición del BIS, tengo la posición de DEGs. Cuando yo hago toda la cuenta de todo eso, ¿sabe cuánto tengo? 10.000 millones de dólares. ¿Qué quiere decir? Que tengo los dólares físicos para sacar los pesos físicos, que son 10.000 millones de dólares la base monetaria.”, Milei, 16 de agosto 2023, Programa A Dos Voces, TN.

De esa alocución, surge que no netea de las reservas internacionales determinados pasivos en divisa que tiene el Banco Central como es el que corresponde a un pase o repo con el Seguro de Depositantes SEDESA, o la línea crediticia que tiene la entidad con el Banco de Pagos Internacionales (BIS). Usar los fondos provenientes del primero, implicaría afectar los activos que sirven de garantía de los depósitos bancarios en nuestro país y que pertenecen a un ente distinto al BCRA -de allí que los tengo en forma de pase o repo-, y los del segundo, difícilmente ello lo permita una entidad como el BIS sin su previa autorización, algo que no se explica cómo se lograría.

Lo que más llama la atención es que tampoco netea de las reservas internacionales los encajes de los depósitos bancarios constituidos en dólares estadounidenses (que son un pasivo en divisa para el BCRA y forman parte del activo de los bancos del sistema). **De esta forma, el candidato de La Libertad Avanza estaría valiéndose de activos que ofician de respaldo de los ahorros en dólares de las y los argentinos: es tomar los encajes que no le pertenecen y violar contratos.**

A continuación, se describen las serias limitaciones de la propuesta de dolarización, paso a paso. Por una cuestión de disponibilidad de todos los datos a considerar, se usarán datos al 31/7/2023.

Base monetaria: A la fecha de corte era de \$ 6,39 billones. Si seguimos la lógica planteada por el candidato de LLA y para su retiro de plaza y canje a divisa se usase la posición de oro y de divisas de las reservas internacionales netas de determinados pasivos escogidos arbitrariamente por ese espacio político (aunque neteando también los fondos provenientes de la línea crediticia del BIS por lo expuesto anteriormente), los dólares disponibles ascenderían a alrededor de USD 6.400 millones. Ello arrojaría un tipo de cambio de conversión de \$ 998,86.

Pero, no debe dejar de advertirse que, de utilizar estos activos como propone Milei, ello supondría afectar el principal respaldo de los ahorros en dólares de las y los argentinos que están en el sistema bancario: los encajes. **Esto convierte en inviable a la propuesta.**

Letras de Liquidez y otros pasivos en pesos del BCRA: Para retirar el total de pesos de la economía, no sólo se debe reemplazar la base monetaria, sino que existe un stock de pesos que, si bien no están en circulación, son el respaldo de los depósitos bancarios en moneda nacional. Son las famosas Leliq (Letras de Liquidez) y los pases pasivos y otros títulos en pesos del BCRA. No reemplazarlos y sólo hacer el cambio de moneda en los registros contables de los bancos, podría derivar en que cuando un depositante pretenda retirar su depósito, ahora convertido a dólares, esos dólares no estén, generando una crisis bancaria en la cual el BCRA no pueda actuar como prestamista de última instancia ya que no tendría dólares para hacerlo. Las Leliq, Notaliq y los pases pasivos ascendían a la fecha de corte a la suma de \$ 17,09 billones. Sumando estos otros pesos a la base monetaria, lo que asciende a \$ 23,48 billones, el tipo de cambio de conversión sería de alrededor de \$ 3.670.³

Nuevamente, este tipo de cambio, aun siendo por demás elevado, se combina con la pérdida del principal respaldo de los depósitos en dólares de los ahorristas, los encajes que los bancos tienen depositados en el BCRA, lo que hace impracticable la propuesta.

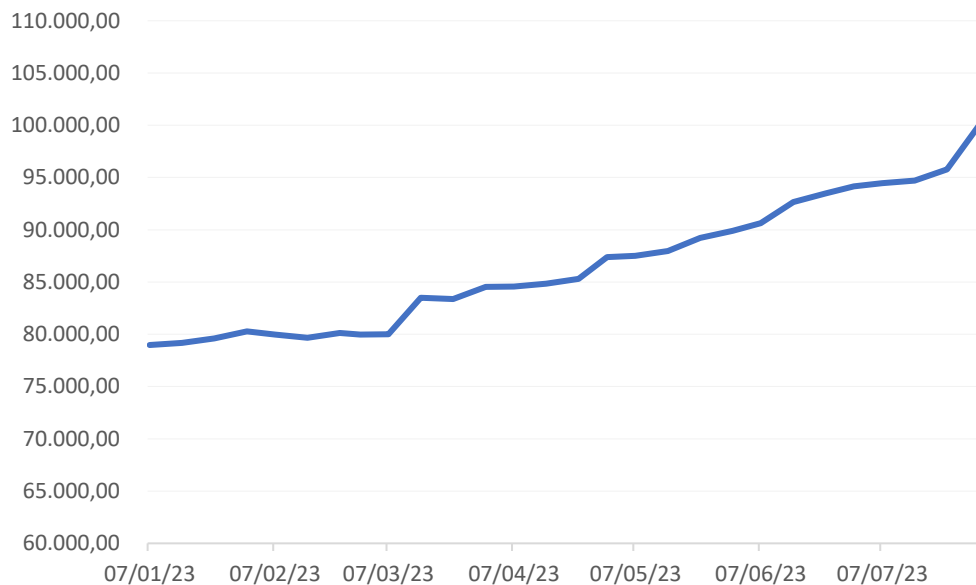
Milei explicó que su propuesta incluiría la venta o uso como colateral de los títulos del Tesoro que el BCRA posee en su activo: *"...ahora el punto es qué hacemos con los 30.000 millones de dólares de Leliqs. Pero el Banco Central no solo tiene esas reservas, tiene casi 120.000 millones de dólares en títulos públicos... Entonces, dada la cotización que tienen a mercado, usted lo va a poder rescatar, esa base ... supongamos que vale un tercio, usted tiene 40.000 millones de dólares para rescatar 30.000, con lo cual además encima le sobra. Dicho sea eso, con lo cual sí, se puede dolarizar. Después hay otras alternativas, porque esa es una alternativa muy fácil para dolarizar. ¿Por qué? **Nosotros nos sentamos con fondos de inversión de alto riesgo y están dispuestos a poner los 30.000 millones de dólares contra esa posición de títulos públicos usted rescata los 30.000 millones de dólares de Leliq**".*

¿Es posible realizar lo que propone Milei?

En primer lugar, cabe destacar la falta de precisión de los datos que aporta el candidato. Aun convirtiendo la valuación en pesos de los títulos públicos del BCRA al tipo de cambio "A" 3500 (lo que implica su sobredimensionamiento, dado que los títulos de mercado que tiene el BCRA en cartera tienen incorporada la brecha cambiaria en su cotización en pesos), nunca rondaron los USD 120 mil millones, tal como surge del siguiente gráfico.

³ Con fecha 15 de agosto – post devaluación del 14/08- el valor del TdC que se extrae de este ejercicio es similar. Se registran pasivos en pesos por 25,3 billones y activos en materia de posición de oro y divisa por USD 7.389 millones lo que arroja un TdC de \$3.424 por dólar.

Gráfico 1. Evolución de la cartera de títulos del Tesoro del BCRA en millones de dólares estadounidenses en función del tipo de cambio de la Comunicación "A" 3500 entre el 7/1/2023 y el 31/7/2023.



Fuente: CEPA en base a BCRA.

En segundo lugar, hay que señalar que la mayor parte de esa cartera se compone de Letras intransferibles que no tienen cotización de mercado (USD 64.983 millones de valor nominal) y resulta bastante discutible asignarle un potencial valor de mercado en línea con las paridades actuales de los bonos del Tesoro en dólares estadounidenses. Asumir eso es lo mismo que asumir que el Tesoro podría ampliar la emisión de alguno de los Bonares o Globales ya existentes por ese valor nominal y colocárselo al BCRA en canje por esas letras intransferibles, sin que ello tenga impacto alguno en la cotización de esos bonos. Es difícil sostener que una ampliación de la emisión de un bono en esa magnitud tan significativa no tenga impacto en su cotización. Todo ello, desde ya, dejando de lado el análisis de viabilidad jurídica de esa operación.

En tercer lugar, del resto de los títulos que el BCRA posee, los segundos en importancia relativa en su cartera son bonos y letras en pesos ajustados por CER o duales que el BCRA adquiere a partir de sus intervenciones en el mercado secundario en pos de generar retornos reales positivos en las inversiones en pesos y de fortalecer el mercado de deuda pública en pesos. No pareciera que en el corto plazo puedan colocarse en su totalidad en el sector privado dada su importancia relativa sobre el total de deuda en pesos del Tesoro en circulación, más allá de que tampoco le serviría para obtener divisas, sino, en todo caso, absorber pesos.

Por último, en lo que hace a la cartera de títulos públicos del BCRA, los bonos en dólares que tiene (Bonares y Globales), siendo que se trata de unos 15 mil millones de USD a valor nominal (asumiendo que no tuvo modificaciones relevantes en su cartera desde el cierre de su Balance Anual 2022) y unos 5 mil

millones de USD a precio de mercado, difícilmente puedan venderse al sector privado sin que se vean afectadas las paridades dado el importante volumen que implica, comparado con los volúmenes que operan esos títulos en el mercado secundario.

Cuadro 1. Bonos del Tesoro en USD en poder del BCRA a precios de la fecha de corte, en millones de dólares

Bono	Valor nominal	Precio en USD	Valor de mercado en USD
Bono Rep. Argentina USD Step Up 2030	USD 4.512,93	32,59	USD 1.470.763
Bono Rep. Argentina USD Step Up 2035	USD 8.924,93	34,00	USD 3.034.477
Bono Rep. Argentina USD Step Up 2038	USD 952,29	35,85	USD 341.397
Bono Rep. Argentina USD 1% 2029	USD 801,30	33,25	USD 266.433
Bono Global USD Step Up VTO 2030	USD 59,52	38,55	USD 22.945
Bono Global USD Step Up VTO 2035	USD 21,96	34,00	USD 7.467
Bono Global USD Step Up VTO 2038	USD 61,6	39,00	USD 24.006
Bono Global USD 1% VTO 2029	USD 5,47	36,00	USD 1.967
TOTALES	USD 15.339,96		USD 4.883,73

Fuente: CEPA en base a BCRA y BYMA.

En definitiva, más allá de que sea vía el canje de deuda intraestado por deuda con el sector privado o vía el uso de esa deuda como colateral, lo que está claro es que la obtención de fondos frescos para llevar adelante la propuesta de dolarización es a través de la colocación de deuda de mercado al sector privado, independientemente de la forma en que se lleve a cabo.

2. El verdadero plan detrás de la dolarización: tomar más deuda empeñando las “joyas de la abuela”

La dolarización propuesta por Javier Milei tiene como uno de sus mentores a Emilio Ocampo, quien formalizó el punto crucial de la propuesta de manera muy clara: **sólo cierra tomando más deuda. En efecto, la dolarización resulta inviable sólo con los valores de los activos del BCRA, como se desarrolló en el apartado anterior.**

Emilio Ocampo brindó detalles técnicos en un trabajo publicado el 16 de agosto del corriente año:

*“Nuestra propuesta requiere crear un **fideicomiso (special purpose vehicle) fuera de la Argentina** –el Fondo de Estabilización Monetaria (FEM)– que se haría cargo de la deuda que el BCRA mantiene con el sistema financiero (Leliq, Notaliq y pases). Este fideicomiso **emitiría deuda de corto plazo** en los mercados internacionales no exigible al Estado Nacional (non recourse) y **garantizada por las carteras de títulos públicos del BCRA y el FGS, la participación accionaria en YPF, la cartera de acciones y depósitos a plazo fijo del FGS y cualquier otro activo o flujo de ingresos***

monetizable. El FEM tendría un aval renovable por el tercio de su deuda emitido por un tercero con rating AAA”.⁴

El propio Emilio Ocampo aclaró la cuestión cuando habló de empeñar las joyas de la abuela:

*“Vos sabés que te va a llegar una herencia el año que viene, pero necesitás un montón de guita ahora ¿Qué haces? **Le vas a pedir a la abuela que te de las joyas y vas a la calle Libertad, las empeñás** y le decís ‘abuela, no te preocupes porque yo sé que me está entrando la herencia el año que viene y las voy a recuperar’”* (18 de abril 2023, en Madero Radio).

Si se realiza un análisis integral de la propuesta de dolarización que Milei-Ocampo impulsan, los escenarios deben incluir la colocación de deuda como variable clave, para garantizar el ingreso de dólares que financien el nuevo esquema y respalden la totalidad de los pasivos a cubrir. Esto es lo que denominan “liquidar el Banco Central”, es decir, cancelar todos los pasivos del BCRA y poder prescindir del mismo.

Para cumplir este objetivo, se ensayan a continuación tres escenarios donde se estima qué tipo de cambio (TdC) y qué nivel de endeudamiento se requeriría. Se trata de una relación inversamente proporcional: dado que el objetivo es cancelar pasivos del Banco Central (en pesos y divisa) con dólares, **a más devaluación, menor deuda requerida por la mayor licuación de los pesos y al revés, a menor devaluación, más deuda.** En los distintos escenarios se asume que se cancelan todos los pasivos en divisa que tiene el BCRA, incluyendo los encajes de los depósitos en moneda extranjera, por lo que además de cubrir la totalidad de los pasivos monetarios del BCRA (pesos) se cubren los encajes de depósitos en divisa que a la fecha de corte ascendían a USD 10 mil millones. Se asume a su vez, que la deuda se emite en las mismas condiciones de los Globales 2030.

Cuadro 2. Dolarización: Tres escenarios de tipo de cambio y emisión de deuda

Escenario 1: conversión a TdC \$3.000 de pasivos en pesos (\$ 23,48 billones) y precios de títulos USD de 36,63

Escenario 1	En millones USD
Pasivos en pesos	USD 7.827,32
Pasivos en USD	USD 9.712,21
Total (Dinero fresco requerido)	USD 17.539,53
Emisión de deuda requerida (valor nominal)	USD 48.278,36

⁴ Ocampo, Emilio: “La dolarización es viable, el BCRA no”, 16 agosto 2023, <https://dolarizacionargentina.substack.com/p/la-dolarizacion-es-viable-el-bcra>

Escenario 2: conversión a TdC \$5.000 de pasivos en pesos (\$ 23,48 billones) y precios de títulos USD de 36,63

Escenario 2	En millones USD
Pasivos en pesos	USD 4.696,39
Pasivos en USD	USD 9.712,21
Total (Dinero fresco requerido)	USD 14.408,60
Emisión de deuda requerida (valor nominal)	USD 39.660,34

Escenario 3: conversión a TdC \$800 de pasivos en pesos (\$ 23,48 billones) y precios de títulos USD de 36,63

Escenario 3	En millones USD
Pasivos en pesos	USD 29.352,44
Pasivos en USD	USD 9.712,21
Total (Dinero fresco requerido)	USD 39.064,65
Emisión de deuda requerida (valor nominal)	USD 107.527,25

Fuente: CEPA en base a BCRA y BYMA.

Como se desprende de los escenarios, un tipo de cambio a \$3.000 licuaría pasivos en pesos hasta los USD 7.800 millones, a ello se debería agregar la indispensable cobertura de los encajes de depósitos en dólares, por lo que los dólares frescos a conseguir en el mercado, adicionales a los que se cuentan en las reservas internacionales, ascenderían a USD 17.500 millones, que a los precios de la deuda soberana argentina significaría una emisión nominal de USD 48.000 millones. **En síntesis: el escenario 1 supone una devaluación a \$3.000 y deuda equivalente a un nuevo FMI.**

Segundo escenario: la devaluación a \$5.000 licúa aún más los pasivos en pesos, llevándolos a equivaler a USD 4.700 millones. Ello, más la cobertura de los encajes en USD, lleva a que los dólares frescos a conseguir en el mercado serían USD 14.400 millones. **En el escenario 2 la devaluación a \$5.000 se combina con colocación de deuda nominal a USD 39.700 millones.**

Tercer escenario: si el objetivo fuera devaluar el tipo de cambio oficial a un valor más cercano al dólar paralelo (\$800), la deuda que se deberá emitir ascendería a USD 107.500 millones. **En el escenario 3, aún devaluando 130%, se necesitan más de 2 préstamos con el FMI para dolarizar.**

El propio Ocampo reconoce las dificultades para avanzar en este endeudamiento a través de la estructuración de un fideicomiso en el exterior: *“la principal desventaja es que requiere el apoyo de los organismos multilaterales de crédito, que ya no le creen nada a los funcionarios del gobierno argentino y son renuentes a considerar estructuras no convencionales.”*

En suma, la dolarización basada en el uso de los títulos del Tesoro que tiene el BCRA no aporta dólares suficientes para el respaldo de pasivos, y por ende supone el incumplimiento de contratos con los depositantes como señaló el ministro de Economía Sergio Massa.

Por otro lado, la propuesta integral que fuera formalizada por Ocampo, introduce la variable endeudamiento como eje central para financiar la dolarización, a través de la creación de un fideicomiso bajo “jurisdicción segura” (metáfora de jurisdicción extranjera) compuesto por las Letras de Liquidez del BCRA, y garantizado por las acciones de YPF y los activos del Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS). Este endeudamiento puede asumir distintas magnitudes (1 o 2 FMI de USD 45 mil millones, adicionales) según sea el salto devaluatorio (de \$3.000 o de \$800, respectivamente), siendo en todos los casos una combinación altamente perjudicial para el bolsillo de las y los argentinos y la sustentabilidad de la deuda del Tesoro.

3. Licuación salarial

El análisis realizado significa que la conversión de pesos por dólares supone un gran ajuste en el valor del tipo de cambio. **Se trataría de una gran devaluación con impacto en salarios e ingresos de la población y a la vez, el incumplimiento de contratos de ahorristas en dólares dada la utilización para la dolarización, salvo que sean reemplazados con más deuda, como se describió en el apartado 2.**

Para simplificar el análisis y estimar el impacto sobre los salarios, se consideran dos escenarios:

1. Reemplazo solamente de base monetaria con respaldo de reservas neteadas de pasivos seleccionados (según propuesta de Milei): dólar a \$998,86 (prácticamente \$1.000).
2. Reemplazo de base monetaria, Leliqs y otros títulos con respaldo de reservas neteadas de pasivos seleccionados (según propuesta de Milei): dólar a \$3.670

Un salario bruto promedio del sector privado asciende a \$375.000*⁵ aproximadamente a agosto de 2023, lo que equivale a \$312.000 netos. Su valor en dólares podría reducirse drásticamente en todos los escenarios en un análisis de estática comparativa:

- Dólar de \$350: salario de USD 891 (actual)
- Dólar de \$998,86: salario de USD 312 (-65,0%)
- Dólar de \$3.670: salario de USD 85 (-90,5%)

La pérdida de poder adquisitivo en dólares se ubicaría entre 65% y el 91%. La perspectiva es de lisa y llana licuación salarial.

Si se realizara un sencillo ejercicio de estimación de la evolución de precios seleccionados, con los escenarios de devaluación mencionados y un *pass through* similar al de las devaluaciones del 16 de diciembre de 2015 (a sabiendas de las particularidades que puede tener el pasaje a precio según los contextos históricos específicos), los incrementos de precios se aproximarían al valor del

⁵ Estimación salarial en base a la información del SIPA, proyectado según RIPTTE y estimación propia.

kilo de pan de hasta \$5,8 mil pesos, y el kilo de asado de hasta \$14,7 mil pesos. Todo ello sin una compensación de ingresos mediante, sino todo lo contrario: la cristalización de esta nueva distribución regresiva por los años venideros.

Cuadro 3. Precios estimados de productos seleccionados de canasta básica, con dos escenarios de tipo de cambio: \$999 y \$3.670.

Productos	19/8/2023	Escenarios de tipo de cambio	
		\$ 999,0	\$ 3.670
Pan Flauta (kg)	\$ 750	\$ 1.584	\$ 5.818
Asado (kg)	\$ 2.400	\$ 4.012	\$ 14.740
Leche (lt)	\$ 390	\$ 824	\$ 3.026
Gaseosa Coca Cola (2,5 l)	\$ 328	\$ 693	\$ 2.545
Azúcar (kg)	\$ 726	\$ 1.533	\$ 5.632
Yerba (kg)	\$ 1.069	\$ 2.257	\$ 8.293

Fuente: CEPA en base a COTO digital.

4. La pérdida de las herramientas de política económica

En un esquema de desaparición del peso argentino, también se trastoca la caja de herramientas de la administración de la política económica: la política cambiaria, fiscal y monetaria.

Política cambiaria. Supongamos, por ejemplo, que ocurriera una baja generalizada de los precios de exportación de nuestro principal producto (soja, petróleo o gas). Eso genera una contracción de la cantidad de dinero circulante, lo que provocará una suba de la tasa de interés y una caída de la inversión productiva, la cual ya se encontrará desplomada por la imposibilidad de competir.

La caída de precios internacionales puede ser compensada en un país no dolarizado vía devaluación del tipo de cambio. La política cambiaria sirve para amortiguar shocks externos. De esa forma, se atenúa el impacto recesivo de una caída de los precios internacionales. De no existir dicha herramienta, todo el ajuste ocurrirá por cantidades y la recesión será inevitable, escenario que nos recuerda a la dinámica de la Convertibilidad.

No poder devaluar dejaría a la industria en una posición sumamente debilitada frente a su competencia internacional. Este sector, que representa a enero de 2023 nada menos que el segundo mayor generador de puestos registrados del sector privado (18% del total), sería castigado con una rentabilidad menor, provocando esto el cierre de una magnitud descomunal de empresas, particularmente pymes.

Por otra parte, es necesario mirar por el espejo retrovisor a nuestros principales socios comerciales, como Brasil y China, y entender su política cambiaria antes de tomar decisiones que nos expongan a perder competitividad frente a ellos. Brasil flota su moneda administradamente contra el dólar: de ocurrir una

devaluación en Brasil como la que ocurrió en 1999, Argentina vería encarecer sus productos en dólares y no contaría con ninguna herramienta para frenar la entrada de productos del país vecino, lo que acabaría con muchas empresas locales.

Las posibilidades de nuestro país de insertarnos en las cadenas de valor internacionales dependen de la articulación entre las políticas cambiarias que protejan a la industria argentina y las políticas científicas que permitan reemplazar en nuestras industrias los insumos complejos tecnológicos importados por desarrollos locales.

La política fiscal. Toda merma en la actividad económica, como por ejemplo la que transitamos actualmente a causa de la sequía, provoca una caída abrupta de la recaudación. En marzo de 2023, de hecho, la caída de la recaudación alcanzó 21% en términos reales y en el primer trimestre de 2023 el déficit fiscal acumulado sumó \$690 mil millones. Tanto las licitaciones públicas del Tesoro Nacional como la utilización – con límites por el acuerdo con FMI- de los Adelantos del BCRA son las herramientas de financiación del mismo.

En un esquema de dolarización, la supresión del déficit es un punto de partida que agregaría una fuerte dosis de ajuste a la licuación salarial mencionada anteriormente. De otro modo, dado que todo déficit fiscal supondría la necesidad de dólares para financiarlo, cualquier necesidad fiscal -incluso aquella por razones exógenas como una sequía- llevaría a colocar deuda pública en dólares.

La política monetaria. El ejemplo más claro del rol de los Bancos Centrales ha sido la pandemia, no sólo en Argentina sino a nivel global. La Reserva Federal de EEUU expandió la oferta de dinero en más de 10 puntos del PBI durante el 2022 (comprando sin límites títulos del tesoro), el Banco de Inglaterra impulsó un programa de compra de activos por un 30% del PBI (además de financiar al Tesoro), el Banco Central llevó adelante un programa de compra de activos por más de 750 mil millones de euros y el Banco de Japón impulsó, de manera similar, un programa de compra de títulos del Tesoro ilimitado.

Durante la crisis del Covid el Gobierno argentino, que se encontraba sin acceso a los mercados de deuda (endeudado con el FMI y habiendo defaultado la deuda en pesos durante la gestión de Cambiemos) y cuyos recursos tributarios habían caído para junio de 2020 al 30% interanual, tuvo que asistir a hogares y empresas en una situación inédita desde el punto de vista sanitario y social. En 2020, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) transfirió al Tesoro Nacional \$1,6 billones en concepto de utilidades y \$ 407.720 millones como adelantos transitorios.⁶

En este punto debemos necesariamente pensar en el rol del Estado en la crisis. El gasto sirvió para un abanico de medidas que salvó a empresas y trabajadores:

⁶ Informe de Política Monetaria. Mayo 2020. Banco Central de la República Argentina.

- (i) el pago del Ingreso Familiar de Emergencia o IFE que alcanzó a más de 9 millones de personas
- (ii) la ampliación de subsidios de desempleo
- (iii) la extensión de la Tarjeta Alimentar
- (iv) la creación del programa de Asistencia al Trabajo y la Producción (ATP), que llegó al 70 % de quienes son empleadores en la Argentina. El 99,5 % de las empresas asistidas fueron PyMES
- (v) la creación de una línea de crédito a tasa cero por hasta 150 mil pesos en 2020 para trabajadores independientes formales (autónomos y monotributistas). En el caso del sector de cultura, se sumó un plazo de gracia de 12 meses.
- (vi) las transferencias a provincias, cuyas recaudaciones se desplomaron y debieron hacer frente a mayores gastos sociales y sanitarios

La dolarización, por ejemplo, implicaría perder esa enorme capacidad de intervención en momentos de crisis. Cuando el Banco Central transfiere parte de las ganancias contables acumuladas en un año producto de la devaluación (transferencia de utilidades) o realiza un adelanto transitorio, el cual es un crédito sin plazo, está financiando al Tesoro para que no lo haga en el mercado, o en contextos en donde el mercado no puede hacerlo como fue la pandemia.

5. Las experiencias de dolarización: el caso Ecuador

En enero del año 2000, y atravesado por una profunda crisis económica, el gobierno de Mahuad decretó la dolarización de la economía, y de esta forma Ecuador se convirtió en el primer país latinoamericano en eliminar su moneda nacional. A finales de la década de los 90 el panorama económico se había deteriorado fuertemente con una combinación de variables: el fenómeno de El Niño en 1998, la caída de los precios del petróleo y la crisis financiera internacional. Hacia 1999 y 2000 el sistema financiero nacional sufrió cierres o transferencias de más de la mitad de los bancos del país.

La dolarización, adoptada como medida drástica con el objetivo de estabilizar, no evitó la caída de Mahuad. Pero el esquema que dejó armado significó **que la posibilidad de hacer sostenible la economía ecuatoriana pasara a depender de los precios internacionales del petróleo** y el envío de remesas de emigrantes, con una premisa de austeridad fiscal y mayor eficiencia tributaria. Quienes apoyaron la decisión asumieron que este nuevo ordenamiento crearía un ambiente de estabilidad y confianza, favoreciendo la inversión y la reactivación.

En términos de poder adquisitivo, la historia previa de Ecuador había mostrado una sensible reducción del mismo: desde 1980 hasta la dolarización, Ecuador pierde casi 60% de su salario mínimo en términos reales. Es decir, se llega a la dolarización con una situación social de emergencia. **La dolarización a su vez significó una fuerte devaluación, con un dólar multiplicándose cinco veces**, que pulverizó los ahorros, los salarios y las jubilaciones, como corolario de una caída pronunciada a lo largo de varios años previos.

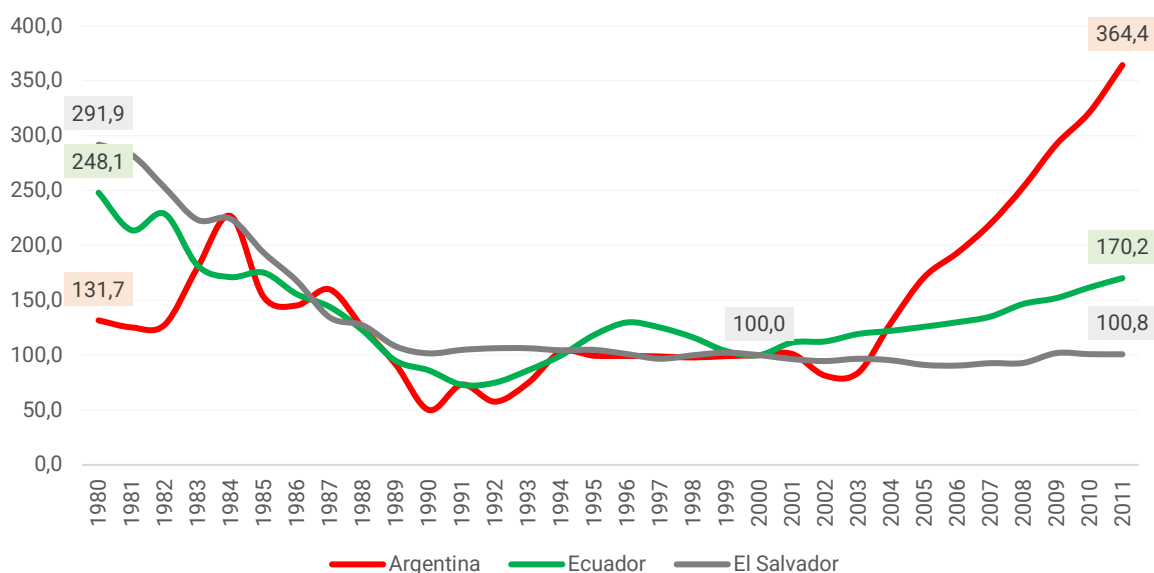
En los años siguientes la mejora salarial no logró recuperar lo perdido desde 1980, sino la mitad. Aunque se produjo una recuperación del salario mínimo desde el año 2000, el valor al que ascendió en 2011 se ubicó 30 puntos por debajo de 1980. Incluso en 2021, el salario mínimo se sostiene en 12 puntos por debajo de 1980. Dicho de otro modo: **en Ecuador la dolarización consolidó la erosión salarial y solidificó un estado de situación de distribución desigual del ingreso que no pudo revertirse en los años posteriores (a diferencia del caso argentino).**

Como se observa en el gráfico debajo, el caso de El Salvador, cuya dolarización fue en 1999, es aún más traumático: el salario mínimo perdió casi 65% de su valor en los 20 años previos y la dolarización no le permitió recuperar nada de lo perdido hasta 2011 (y sólo una pequeña porción si se llega hasta 2021).

El caso argentino es el inverso. El salario mínimo perdió entre 1980 y el 2000 aproximadamente 25% de su valor (y casi 40% a 2002), en buena medida durante la Convertibilidad. Luego de optar por una salida productiva, con fuerte devaluación como punto de partida, pero con moneda propia y sin dolarizar, el salario inicia una recuperación posterior. **Hacia 2011 el salario mínimo en Argentina no sólo logró recuperar lo perdido previamente, sino que muestra una mejora sustancial en todo el periodo:**

1. mejora real de 177% respecto de 1980
2. mejora real de 248% respecto de 2001

Gráfico 2. Evolución del salario mínimo real en Argentina, Ecuador y El Salvador, 1980-2011. Base 100= año 2000

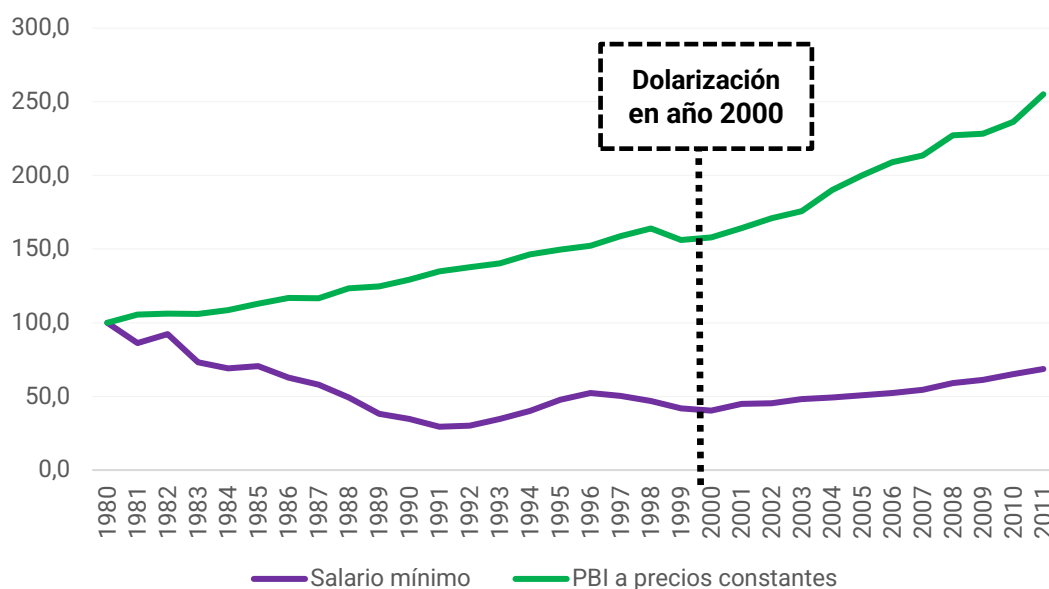


Fuente: Cepalstat

En un ejercicio de aproximación (comparación de las evoluciones de salario mínimo y PBI a precios constantes) se puede ver que, tanto en Ecuador como en El Salvador, la etapa que precede a la dolarización implica una brutal caída del

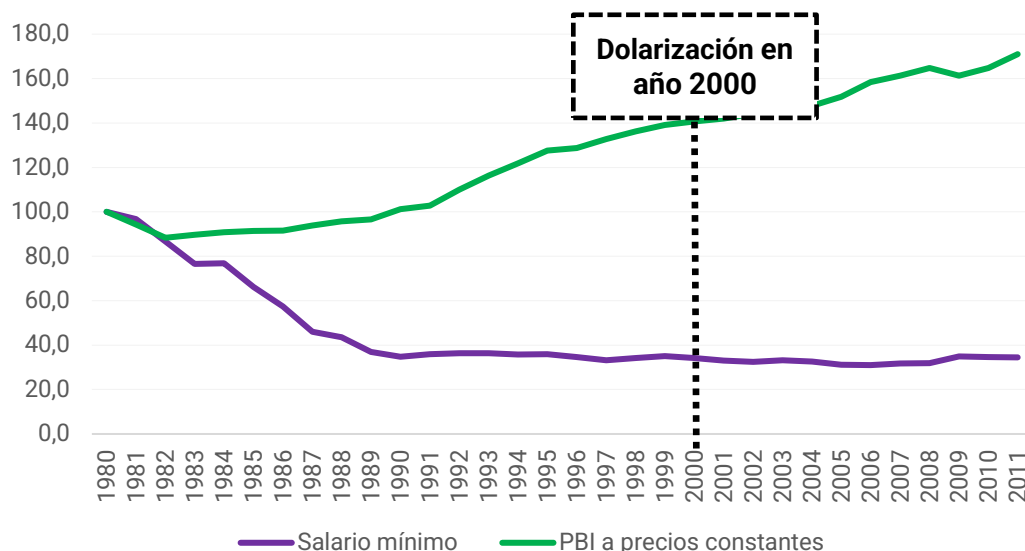
salario mínimo real a la par de un incremento del PBI. La etapa post dolarización, en Ecuador muestra que el salario se mueve a la par del PBI, sin modificar la distribución inequitativa original, mientras que en El Salvador la distribución empeora.

Gráfico 3. Evolución del salario mínimo real y del PBI a precios constantes en Ecuador, 1980-201. Base 100= año 1980



Fuente: Cepalstat y Banco Mundial

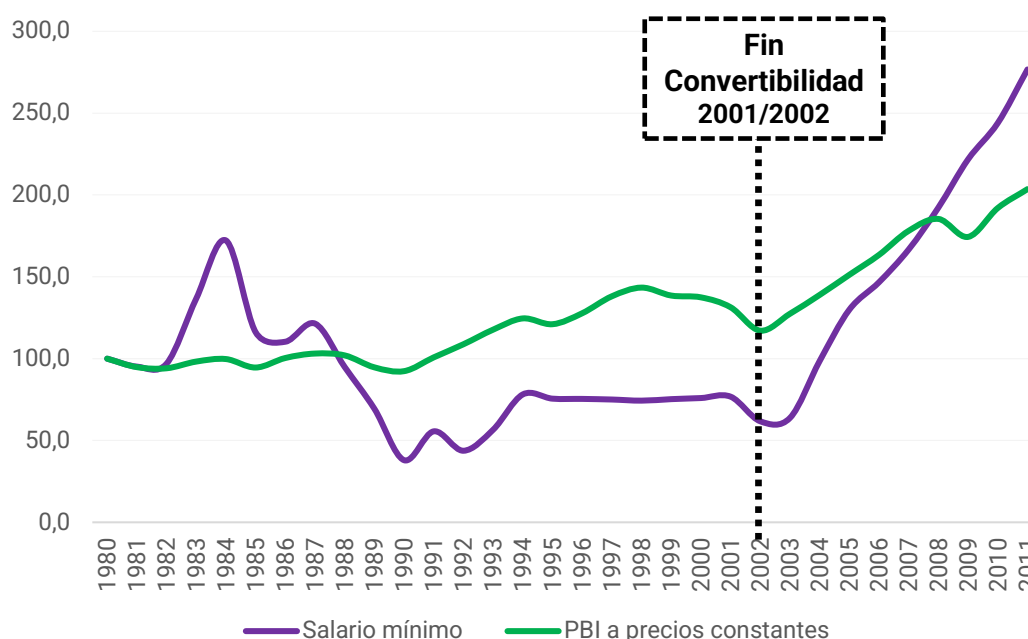
Gráfico 4. Evolución del salario mínimo real y del PBI a precios constantes en El Salvador, 1980-2011. Base 100= año 1980



Fuente: Cepalstat y Banco Mundial

El caso argentino, muestra, en cambio, una dinámica muy distinta.

Gráfico 4. Evolución del salario mínimo real y del PBI a precios constantes en Argentina, 1980-2011. Base 100= año 1980



Fuente: Cepalstat y Banco Mundial

Ante el fenómeno de reversión de los precios internacionales del petróleo, se deterioró la balanza comercial de Ecuador y su frente fiscal, como se observa en el cuadro debajo.⁷ Ecuador recurre a mercados internacionales para financiar su déficit, y en 2019 firma un acuerdo con el FMI.

El 11 de marzo de 2019, bajo el gobierno de Lenin Moreno, el Directorio Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional (FMI) aprobó un préstamo por un monto de USD 4.200 millones (435% de la cuota y DEG 3.035 millones) en el marco del Servicio Ampliado del FMI (SAF). En 2020 debió renegociarlo en contexto de pandemia.

En suma, en Ecuador, mientras la balanza comercial pudo registrar saldos favorables producto de su exportación primaria con precios internacionales en alza, se registró mayor estabilidad que la experimentada en los 80 y 90, pero la acumulación de desequilibrios para sostener la dolarización (que lo llevaron al FMI) y el decidido abandono de un camino de diversificación productiva, sin un correlato contundente en mejora de vida de la población son un balance muy difícil de reivindicar.⁸

⁷Cabe señalar que, en el año 2014 en Ecuador para acotar los impactos sobre la balanza de pagos, se tomaron medidas de restricción de importaciones para evitar la salida de dólares. Una medida que tiene resonancias con el debate público argentino en la actualidad.

⁸ Autores como Levy Yeyati, dieron cuenta del fracaso de esta política: En Ecuador, “la adopción del dólar no trajo consigo la estabilidad buscada”. “Lo primero a destacar es que, al igual que la caja de conversión argentina y tal como lo sostiene la teoría económica, la dolarización contribuyó a contener y reducir la inflación a expensas de una mayor volatilidad del ciclo económico -aunque en línea con la volatilidad de la región. Sin embargo, al igual que lo sucedido

Cuadro 4. Ecuador. Déficit en % de PBI, deuda en USD y % de PBI y deuda per cápita. (2008-2021)

Año	Déficit (% PIB)	Deuda total (USD)	Deuda (% PIB)	Deuda Per Cápita
2008	0,56%	15.207	24,62%	USD 1.051,00
2009	-3,57%	11.819	18,90%	USD 802,00
2010	-1,36%	12.564	18,06%	USD 837,00
2011	-0,13%	14.697	18,54%	USD 963,00
2012	-2,97%	16.473	18,74%	USD 1.061,00
2013	-8,40%	22.123	23,26%	USD 1.402,00
2014	-8,44%	28.456	27,97%	USD 1.776,00
2015	-7,19%	34.968	35,22%	USD 2.148,00
2016	-10,13%	44.555	44,58%	USD 2.696,00
2017	-5,79%	49.051	47,03%	USD 2.924,00
2018	-2,80%	52.763	49,05%	USD 3.100,00
2019	-3,45%	55.580	51,41%	USD 3.219,00
2020	-7,13%	60.471	60,90%	USD 3.453,00
2021	-1,61%	66.117	62,28%	USD 3.723,00

Fuente: CEPA en base a DatosMacro.

El caso ecuatoriano forma parte de una acotada lista de países que perdió soberanía monetaria, tales como Panamá, El Salvador, Montenegro, Palaus, Kosovo, Islas Marshall, Estados Federados de Micronesia y Timor Oriental, y que se encuentran muy lejos de los ejemplos de desarrollo económico occidental que la literatura – incluso liberal – propone seguir.

en El Salvador, **la dolarización no logró reducir y estabilizar el costo financiero externo ni hacerlo converger a los niveles de la región**, ni siquiera durante el proceso de acumulación de reservas en los 2000, fruto del boom de los precios del petróleo, principal exportación ecuatoriana. Son muchas las razones detrás de las penurias macroeconómicas de Ecuador -la dependencia del petróleo, que exacerba los choques reales y marida mal con una fijación cambiaria, el coqueteo con políticas populistas, la fragmentación política- que **hoy combina un bajo crecimiento con una creciente fragilidad financiera que lo llevó a reestructurar su deuda y a acudir de urgencia al FMI.**" Link: https://www.eldiarioar.com/economia/dolarizacion-solucion-economia-no-paises-latinoamericanos-adoptaron_1_8863724.html

6. Conclusiones

¿Es posible dolarizar la economía con la conversión de pasivos del BCRA por sus activos de la manera que propuso Milei?

- Javier Milei, en su limitada explicación (Programa A Dos Voces, 16 de agosto de 2023), dentro de los activos del Banco Central toma en cuenta a las reservas internacionales netas sólo de determinados pasivos en divisa del BCRA, los cuales selecciona arbitrariamente.⁹ Milei no netea de las reservas internacionales el Seguro de Depositantes SEDESA (que se encuentra en forma de repo), o la línea crediticia que tiene la entidad con el Banco de Pagos Internacionales (BIS). Usar los fondos provenientes del Seguro de Depositantes, implicaría afectar los activos que sirven de garantía de los depósitos bancarios en nuestro país y que pertenecen a un ente distinto al BCRA, mientras que usar recursos del BIS requiere una autorización del organismo, algo que no se explica cómo se lograría.
- Lo que más llama la atención es que tampoco netea de las reservas internacionales los encajes de los depósitos bancarios constituidos en dólares estadounidenses (que son un pasivo en divisa para el BCRA y forman parte del activo de los bancos del sistema). **De esta forma, el candidato de La Libertad Avanza estaría valiéndose de activos que ofician de respaldo de los ahorros en dólares de las y los argentinos: es tomar los encajes que no le pertenecen y violar contratos. Ello rememora el fatídico Plan Bonex, como fue advertido por el ministro de Economía y candidato a presidente por UxP, Sergio Massa.**
- Aun así, avanzando en un ejercicio de cuantificación de la idea, tomados correctamente los activos del BCRA compuestos por la posición de oro y de divisas de las reservas internacionales, arrojan un total de USD 6.400 millones. La base monetaria al 31/07 era de \$ 6,39 billones y, por otro lado, las Leliq, Notaliq y los pases pasivos ascendían a la fecha de corte a la suma de \$ 17,09 billones. El número total de pasivos en pesos asciende a \$ 23,48 billones, por lo que el tipo de cambio de conversión sería de alrededor de **\$ 3.670** (contra el mismo activo de USD 6.400 millones).
- **Pero, no debe dejar de advertirse que, este tipo de cambio, aun siendo por demás elevado, se combina con la pérdida del principal respaldo de los depósitos en dólares de los ahorristas, los encajes que los bancos tienen depositados en el BCRA, lo que hace impracticable la propuesta.**
- Por otro lado, Milei indicó que existen otros activos del BCRA a partir de los cuales podría obtener dólares para el rescate de pasivos: *“Nosotros nos sentamos con fondos de inversión de alto riesgo y están dispuestos a*

⁹ Cabe indicar que el cálculo de la dolarización debiera realizarse teniendo en cuenta, por un lado, las reservas internacionales netas por la liquidación del patrimonio del BCRA que incluye la propuesta (así se realizó en el informe de CEPA publicado en el mes de abril de este año) y por el otro, el total de pasivos monetarios del BCRA.

poner los 30.000 millones de dólares contra esa posición de títulos públicos usted rescata los 30.000 millones de dólares de Leliq”.

- ¿Es posible realizar esto? Primero, la valuación en pesos de los títulos públicos del BCRA al tipo de cambio “A” 3500 (lo que implica su sobredimensionamiento) nunca arroja ese valor total. Segundo, la mayor parte de esa cartera se compone de Letras intransferibles que no tienen cotización de mercado (USD 64.983 millones de valor nominal) y resulta bastante discutible asignarle un potencial valor de mercado en línea con las paridades actuales de los bonos del Tesoro en dólares. Es difícil sostener que una ampliación de la emisión de un bono en esa magnitud tan significativa no tenga impacto en su cotización. Todo ello, desde ya, dejando de lado el análisis de viabilidad jurídica de esa operación. Tercero, del resto de los títulos que el BCRA posee, los segundos en importancia relativa en su cartera son bonos y letras en pesos ajustados por CER o duales que el BCRA adquiere a partir de sus intervenciones en el mercado secundario. No pareciera que en el corto plazo puedan colocarse en su totalidad en el sector privado dada su importancia relativa sobre el total de deuda en pesos del Tesoro en circulación, más allá de que tampoco le serviría para obtener divisas, sino, en todo caso, absorber pesos. Por último, los bonos en dólares (Bonares y Globales) suman 15 mil millones de USD a valor nominal y 5 mil millones a valor de mercado y difícilmente puedan venderse al sector privado sin que se vean afectadas las paridades.

El verdadero plan detrás de la dolarización: tomar más deuda empeñando las “joyas de la abuela”

- La dolarización propuesta por Javier Milei tiene como uno de sus mentores a **Emilio Ocampo**, quien formalizó el punto crucial de la propuesta de manera muy clara: **sólo cierra tomando más deuda. En efecto, la dolarización resulta inviable sólo con los valores de los activos del BCRA.**
- **Emilio Ocampo, sin muchas vueltas, se ocupó de calificar a su propuesta como el “empeño de las joyas de la abuela” dado que se usarían como colaterales de un fideicomiso en el exterior, a los activos de YPF y del FGS para solicitar financiamiento por los organismos de crédito.**
- Para cumplir este objetivo, se ensayaron **3 escenarios** donde se estima qué tipo de cambio y qué nivel de endeudamiento se requeriría. Se trata de una relación inversamente proporcional: dado que el objetivo es cancelar pasivos del Banco Central (en pesos y divisa) con dólares, **a más devaluación, menor deuda requerida por la mayor licuación de los pesos y al revés, a menor devaluación, más deuda.** En los distintos escenarios se asume que se cancelan todos los pasivos en divisa que tiene el BCRA, incluyendo los encajes de los depósitos en moneda extranjera, por lo que además de cubrir la totalidad de los pasivos monetarios del BCRA (pesos) se cubren los encajes de depósitos en divisa que a la fecha de corte

ascendían a USD 10 mil millones. Se asume a su vez, que la deuda se emite en las mismas condiciones de los Globales 2030.

- **El escenario 1 supone una devaluación a \$3.000 y deuda equivalente a un nuevo FMI.** Un tipo de cambio a \$3.000 licuaría pasivos en pesos hasta los USD 7.800 millones, a ello se debería agregar la indispensable cobertura de los encajes de depósitos en dólares, por lo que los dólares frescos a conseguir en el mercado, adicionales a los que se cuentan en las reservas internacionales, ascenderían a USD 17.500 millones, que a los precios de la deuda soberana argentina significaría una emisión nominal de USD 48.000 millones.
- **En el escenario 2 la devaluación a \$5.000 se combina con colocación de deuda nominal a USD 39.700 millones.**
- **En el escenario 3, aún devaluando 130%, se necesitan más de 2 préstamos con el FMI para dolarizar.**
- **En suma, la dolarización basada en el uso de los títulos del Tesoro que tiene el BCRA no aporta dólares suficientes para el respaldo de pasivos, y por ende supone el incumplimiento de contratos con los depositantes como señaló el ministro de Economía Sergio Massa.**
- **Por otro lado, la propuesta integral que fuera formalizada por Ocampo, introduce la variable endeudamiento como eje central para financiar la dolarización, a través de la creación de un fideicomiso bajo “jurisdicción segura” (metáfora de jurisdicción extranjera) compuesto por las Letras de Liquidez del BCRA, y garantizado por las acciones de YPF y los activos del Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS). Este endeudamiento puede asumir distintas magnitudes (1 o 2 FMI de USD 45 mil millones, adicionales) según sea el salto devaluatorio (de \$3.000 o de \$800, respectivamente), siendo en todos los casos una combinación altamente perjudicial para el bolsillo de las y los argentinos y la sustentabilidad de la deuda del Tesoro.**

Licucción salarial y pérdida de herramientas de política económica

- **Pretender dolarizar la economía, sin introducir la variable endeudamiento, supone una gran devaluación y la violación de contratos con ahorristas. La pérdida de poder adquisitivo en dólares se ubicaría entre 86% y el 93%. La perspectiva es de lisa y llana licucción salarial.**
- **Un salario bruto promedio del sector privado asciende a \$375.000 aproximadamente a agosto de 2023, lo que equivale a \$312.000 netos. Su valor en dólares podría reducirse drásticamente en todos los escenarios en un análisis de estática comparativa:**
 - **Dólar de \$350: salario de USD 891 (actual)**
 - **Dólar de \$998,86 (conversión de Base Monetaria con activos de oro y divisa): salario de USD 312 (-65,0%)**
 - **Dólar de \$3.670 (conversión de Base Monetaria, Leliqs y Pases con activos de oro y divisa): salario de USD 85 (-90,5%)**

- Si se realizara un sencillo ejercicio de estimación de la evolución de precios seleccionados, con los escenarios de devaluación mencionados y un *pass through* similar al de las devaluaciones del 16 de diciembre de 2015 (a sabiendas de las particularidades que puede tener el pasaje a precio según los contextos históricos específicos), **los incrementos de precios se aproximarían al valor del kilo de pan de hasta \$5,8 mil pesos, y el kilo de asado de hasta \$14,7 mil pesos.** Todo ello sin una compensación de ingresos mediante, sino todo lo contrario: la cristalización de esta nueva distribución regresiva por los años venideros.
- Por otro lado, en un esquema de desaparición del peso argentino, también se trastoca la caja de herramientas de la administración de la política económica: **desaparecen la política cambiaria, fiscal y monetaria. Ello significa el abandono de la diversificación productiva vía política industrial, de cualquier forma de financiamiento de déficit que no sea tomando deuda en dólares y del rol contracíclico del Estado frente a crisis de magnitud, como la pandemia.**

Dolarización en Ecuador: caso difícil de reivindicar

- En términos de poder adquisitivo, la historia previa de Ecuador había mostrado una sensible reducción: desde 1980 hasta la dolarización en el año 2000, Ecuador pierde casi 60% de su salario mínimo en términos reales. Es decir, se llega a la dolarización con una situación social de emergencia. **La dolarización a su vez significó una fuerte devaluación, con un dólar multiplicándose cinco veces,** que pulverizó los ahorros, los salarios y las jubilaciones, como corolario de una caída pronunciada a lo largo de varios años previos.
- En los años siguientes la mejora salarial no logró recuperar lo perdido desde 1980, sino la mitad. Aunque se produjo una recuperación del salario mínimo desde el año 2000, el valor al que ascendió en 2011 se ubicó 30 puntos por debajo de 1980. Incluso en 2021, el salario mínimo se sostiene en 12 puntos por debajo de 1980. Dicho de otro modo: **en Ecuador la dolarización consolidó la erosión salarial y solidificó un estado de situación de distribución desigual del ingreso que no pudo revertirse en los años posteriores (a diferencia del caso argentino, con flotación del peso y políticas distributivas durante los gobiernos de NK y CFK).**
- Sobre el mentado ordenamiento macro, en Ecuador, mientras la balanza comercial pudo registrar saldos favorables producto de su exportación primaria con precios internacionales en alza, se registró mayor estabilidad que la experimentada en los 80 y 90, pero la acumulación de desequilibrios para sostener la dolarización (que lo llevaron al FMI en el año 2019) y el decidido abandono de un camino de diversificación productiva, sin un correlato contundente en mejora de vida de la población, son un balance muy difícil de reivindicar.
- Para financiar su déficit, Ecuador tomó deuda en dólares, la cual hoy asciende a 62% sobre su PBI.

- El caso ecuatoriano forma parte de una acotada lista de países que perdió soberanía monetaria, tales como Panamá, El Salvador, Montenegro, Palaus, Kosovo, Islas Marshall, Estados Federados de Micronesia y Timor Oriental, y que se encuentran muy lejos de los ejemplos de desarrollo económico occidental que la literatura – incluso liberal – propone seguir.

A la luz de los cálculos realizados sobre la dolarización en el caso argentino y su carácter impracticable, y en virtud del estudio del caso ecuatoriano, se observa que **la dolarización implica dos momentos**: en primera instancia, el ajuste devaluatorio (esencialmente una reducción de la participación de los salarios en la economía), que en Argentina requiere el incremento del nivel de endeudamiento como vehículo para financiar el nuevo esquema, y en una segunda instancia, una economía condicionada por el corset dolarizador.

Lo que la propuesta libertaria ofrece como mejora y bienestar de los asalariados, prometiendo mayor poder adquisitivo, no se consigue ni en el momento uno, ni luego del sacrificio inicial.

Por otro lado, la dolarización no resuelve la raíz estructural de los desequilibrios macroeconómicos en Argentina, sino que elimina la moneda propia, ajusta drásticamente el déficit fiscal (con lógico impacto en partidas sociales), licúa salarios e incrementa el endeudamiento, abandonando la opción productiva. Es un cambio de ordenamiento profundo para virar hacia una economía para unos pocos.

Si en cambio, se avanzara en resolver de manera sostenible la dinámica bimonetaria de la economía argentina -principal vehículo de la suba de precios e inestabilidad macro-, con una más eficiente administración del comercio exterior sostenida en el tiempo (evitando desregulaciones cíclicas), financiación en el mercado local del déficit fiscal y solución a la salida de capitales, ¿para qué serviría una dolarización?

Precisamente, en ese camino la economía requiere una moneda propia, cuya fortaleza se sostenga en el tiempo, otorgue previsibilidad y permita crecimiento con distribución.