

La dolarización de la economía: un shock de licuación salarial

22 de abril 2023

Introducción

El Foro Liao Liao del día 18 de abril tuvo a Javier Milei como uno de los principales expositores. Su propuesta económica, que repite ante distintos públicos, consiste en dolarizar la economía: “La dolarización de la economía lejos de traer problemas, trae muchas soluciones” (..) “El principal beneficio de eliminar la moneda es terminar para siempre con la inflación”.

Lo cierto es que la inflación de 7,7% correspondiente al mes de marzo y en ascenso respecto del dato de febrero (6,6%), coloca nuevamente al fenómeno como el eje de las propuestas de campaña en este año electoral y foco de las preocupaciones del conjunto de la población, atravesada por la consiguiente pérdida de poder adquisitivo.

Este breve informe se compone de cuatro segmentos. Primero, se analiza el tipo de cambio resultante de una eventual dolarización, considerando diferentes escenarios de conversión de pesos por dólares. Segundo, se estima la licuación salarial resultante en cada caso. En tercer lugar, se detalla la pérdida de herramientas de política económica que una dolarización implicaría. Como cuarto apartado, el caso Ecuador.

1. Pesos por dólares: posibles escenarios de salto del tipo de cambio

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 significó mayores reservas, sino al contrario, las mismas se redujeron en USD -2 mil millones.

En el contexto actual (y recurrente en la economía argentina) de escasez de dólares, la dolarización implicaría una mega devaluación para reemplazar los pesos existentes con los dólares que tiene en forma neta el BCRA.

Base monetaria: De mínima se requeriría reemplazar la base monetaria, que es de \$ 5,15 billones, por las reservas netas que tiene el BCRA, que rondan los USD 1.800 millones. De ahí surge un tipo de cambio en torno a los **\$2.860 por dólar**.

Títulos de BCRA: No alcanzaría con reemplazar solamente 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” 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 suman \$

12,64 billones. Sumando estos otros pesos, el tipo de cambio de conversión sería de alrededor de **\$9.880**.

Otros activos del BCRA: Quienes proponen la dolarización, plantean que el BCRA tiene otros activos además de sus reservas netas (que se ubican en USD 1.800 millones). Dado que proponen también cerrar el Banco Central, estos activos deberían ser liquidados. Se trata de los activos que no forman parte de las reservas, ya que los que forman parte de las reservas ya asumimos su liquidación al sólo considerar las reservas netas y no las brutas. Esos activos son bonos y letras de deuda emitidos por el Estado Nacional -en pesos y en dólares-, las Letras intransferibles que le fueron entregadas en los distintos pagos de deuda con reservas internacionales y los Adelantos Transitorios otorgados al Tesoro Nacional.

Como su nombre lo indican esas letras son intransferibles, es decir no las puede vender a otro en el mercado el BCRA. De hecho, no tienen cotización. Su vencimiento es entre 2024 y 2032, totalizando USD 61.707 millones de valor nominal. Está claro que el Tesoro no tiene ese dinero, con lo cual para cancelarlas necesitaría de una ley del Congreso -si es con quita-, o bien tener acceso por esa cifra a los mercados voluntarios de crédito en moneda extranjera, lo que no se visualiza como factible en el corto plazo, y para cual también necesitaría autorización del Congreso.

Suponiendo que el BCRA pretenda vender al sector privado todos los títulos con cotización que tiene y exista demanda del sector privado para comprarlos, por los bonos en moneda extranjera obtendría alrededor de USD 3.500 millones a los precios actuales de esos bonos y por los bonos en moneda local alrededor de USD 2.000 millones.

Con estas estimaciones, se podrían sumar **reservas netas por unos USD 5.500 millones. Estos son los activos que podrían reemplazar la totalidad de los pasivos en pesos del BCRA.** Recordemos, eso siempre que aparezca demanda del sector privado para comprar esa importante cantidad de bonos sin que se vea afectado el precio.

En este escenario, el tipo de cambio por convertir solamente la base monetaria sería de alrededor de **\$705**. Incluyendo, además de la base monetaria, las LELIQ, NOTALIQ y los pases pasivos, el tipo de cambio de conversión sería de alrededor de **\$ 2.430**.

2. La licuación salarial

El análisis realizado significa que, en distintos casos, la conversión de pesos por dólares supone un gran ajuste en el valor del tipo de cambio. **Una gran devaluación con impacto en salarios e ingresos de la población.**

Escenarios de devaluación:

- Reemplazo de base monetaria con respaldo de reservas netas: dólar a \$2.860

- Reemplazo de base monetaria y títulos con respaldo de reservas netas: dólar a \$9.880
- Reemplazo de base monetaria con respaldo de reservas netas y liquidación de otros activos BCRA: dólar a \$705
- Reemplazo de base monetaria y títulos con respaldo de reservas netas y liquidación de otros activos BCRA: dólar a \$2.430

Un salario bruto promedio del sector privado asciende a \$276.375 y equivale a un neto (menos el 17%) de \$187.900. su valor en dólares podría reducirse drásticamente en todos los escenarios:

- Dólar de \$224: salario de USD 840 (actual)
- Dólar de \$705: salario de USD 266 (-68%)
- Dólar de \$2.430: salario de USD 77 (-90%)
- Dólar de \$2.860: salario de USD 66 (-92%)
- Dólar de \$9.880: salario de USD 19 (-98%)

La pérdida de poder adquisitivo en dólares se ubicaría entre el 68% y el 98%, en este último caso tratándose del escenario de menor respaldo en dólares. La perspectiva es de lisa y llana licuación salarial.

3. 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.¹

¹ Informe de Política Monetaria. Mayo 2020. Banco Central de la República Argentina.

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:

- (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.

4. Las experiencias de dolarización: 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).**

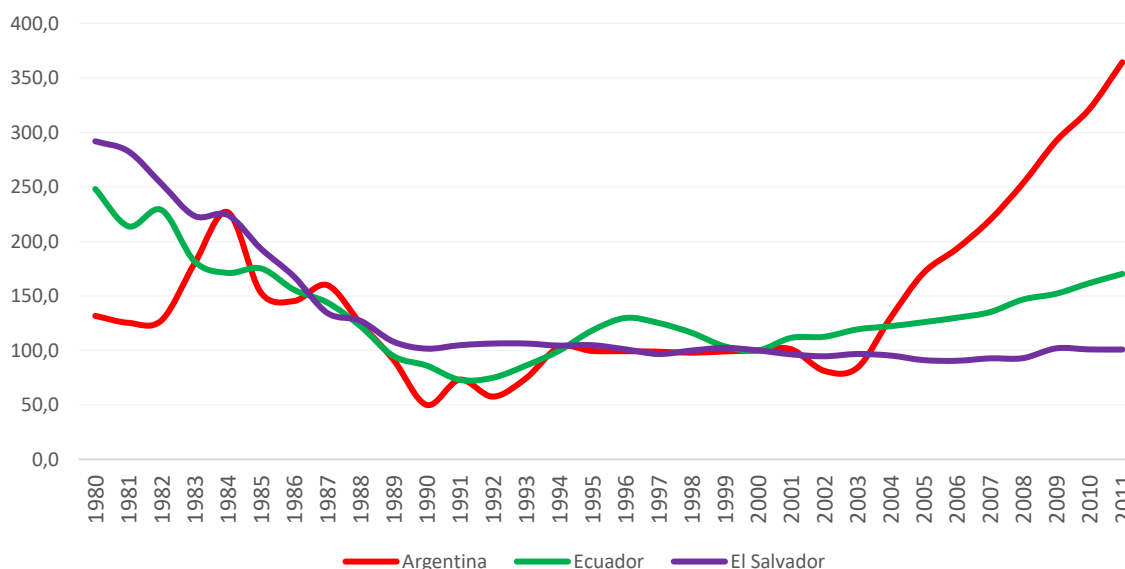
Como se observa en el gráfico debajo, el caso de El Salvador, cuya dolarización fue en 1999, es aún más traumático: el salario mínimo perdió casi 65% de su valor en los 20 años previos y la dolarización no le permitió recuperar nada de lo perdido hasta 2011 (y sólo una pequeña porción si se llega hasta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

Evolución del salario mínimo real en Argentina, Ecuador y El Salvador, 1980-2011

(Base 100= año 2000)

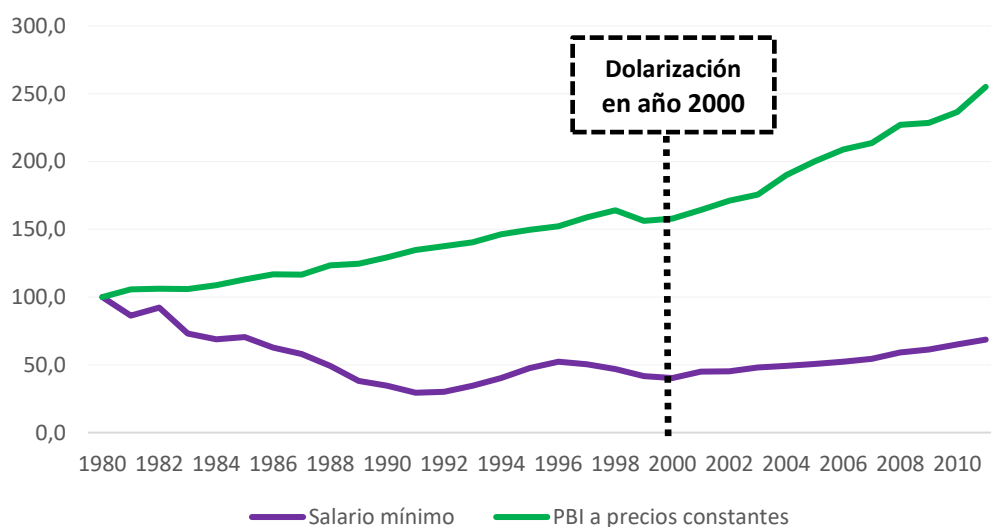


Fuente: Cepalstat

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.

Evolución del salario mínimo real y del PBI a precios constantes en Ecuador, 1980-2011

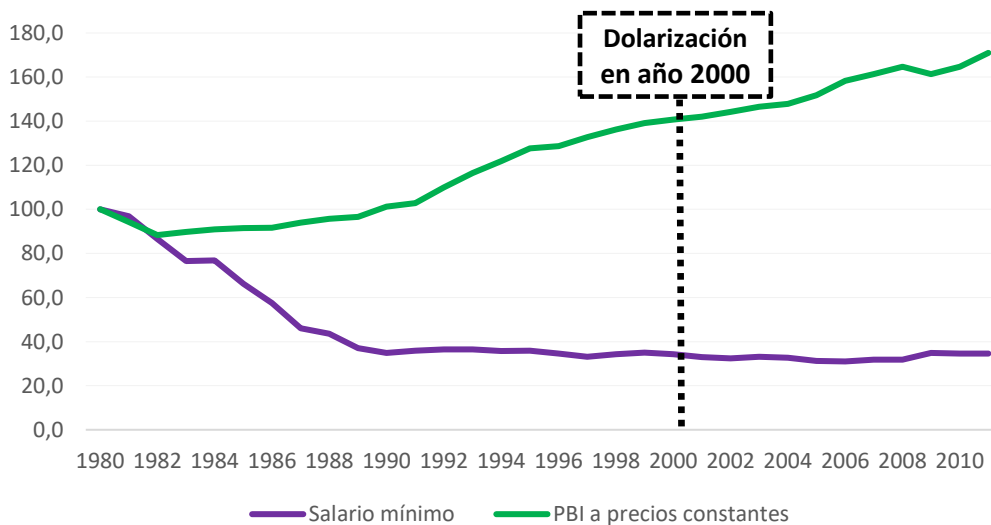
(Base 100= año 1980)



Fuente: Cepalstat y Banco Mundial

Evolución del salario mínimo real y del PBI a precios constantes en El Salvador, 1980-2011

(Base 100= año 1980)

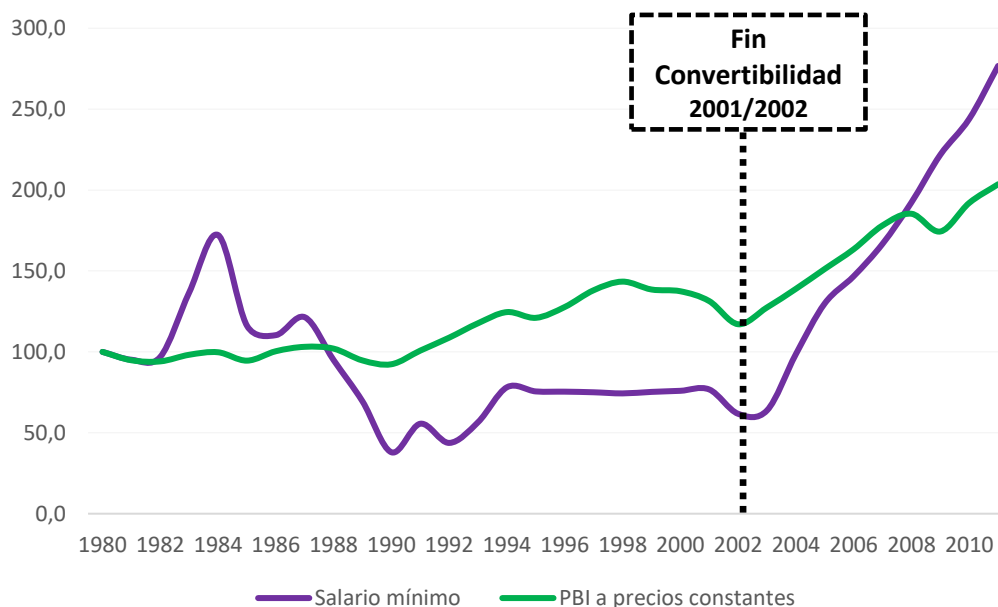


Fuente: Cepalstat y Banco Mundial

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

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.² 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.

²Cabe 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.

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.

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.³

³ 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 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

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.

5. Reflexiones finales

Como se analizó anteriormente, la dolarización implica dos momentos: el ajuste inicial (esencialmente una reducción de la participación de los salarios en la economía), y las limitaciones posteriores derivadas del corset dolarizador.

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) y licúa salarios, 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.

¿Por qué se ha instalado, entonces, que conviene dolarizar? La dolarización aparece como recurso facilista para reunir consensos en torno al camino de licuación salarial que, hasta ahora en Argentina, no pudieron lograr de manera definitiva en cada avance neoliberal.