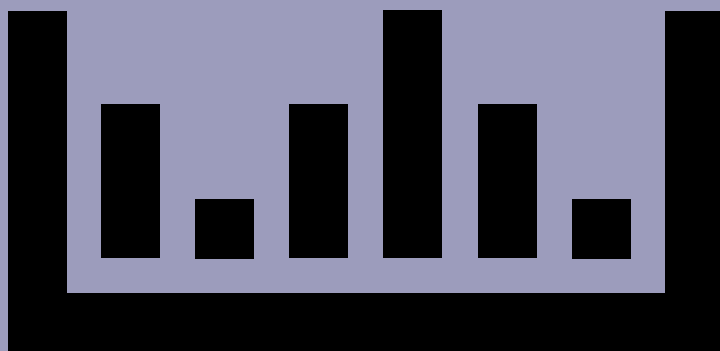


Más allá de la Competencia de Monedas: hacia una Convivencia entre el peso y el dólar



Economía

Jorge Carrera
Micaela Fernández Erlauer
Emiliano Libman
Tomás Canosa

Febrero 2025

Más allá de la Competencia de Monedas: hacia una Convivencia entre el peso y el dólar

Jorge Carrera
Micaela Fernández Erlauer
Emiliano Libman
Tomás Canosa

- Generar riqueza
- Promover el bienestar
- Transformar el Estado



Sobre Fundar

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

Nos dedicamos al estudio e investigación de políticas públicas sobre la base de evidencia. Como parte de nuestra política de promover la transparencia y promoción de la discusión pública, disponibilizamos los datos utilizados para nuestros análisis, para que cualquier persona que lo desee pueda replicar los análisis realizados y generar nuevas investigaciones.

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

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

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

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

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

Cita sugerida

Carrera, J., Fernández Erlauer, M., Libman, E., y Canosa, T (2025). [Convivencia de Monedas: una alternativa al cepo y a la dolarización](#). Fundar.

Licencias

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

Índice

Más allá de la Competencia de Monedas: hacia una Convivencia entre el peso y el dólar

5	<u>Motivación</u>
6	<u>Orígenes de la Competencia y la experiencia regional</u>
6	El germen teórico de la propuesta de Competencia
6	De la Competencia a la Convivencia
8	Perú y Uruguay como casos de Convivencia exitosa
10	<u>La estructura financiera de Argentina y la Convivencia de Monedas</u>
16	<u>Ejes institucionales y macroeconómicos para una ley de Convivencia de Monedas</u>
17	Principios de convivencia para fortalecer el peso
18	Coordinación Mesoeconómica-Institucional
19	Coordinación Macroeconómica
21	Otras consideraciones
21	<u>Claves Microeconómicas y Financieras para el diseño de una Convivencia de Monedas</u>
22	Rol excluyente del peso como unidad de cuenta
22	La moneda extranjera en el sistema financiero
27	Configuración del mercado cambiario en la Convivencia y regulación de los principales flujos de moneda extranjera
28	Regulaciones cambiarias y financieras en la Convivencia. El desarme del cepo
32	<u>Bibliografía</u>

Motivación

A lo largo de su historia, la economía argentina ha enfrentado distintas crisis de forma regular. En este marco de inestabilidad recurrente durante las últimas cinco décadas, se implementaron diversos programas con el objetivo de controlar la inflación e impulsar el crecimiento. Sin embargo, ninguno de los esquemas implementados perduró y la economía argentina fue lentamente mutando hacia una economía bimonetaria. Esto significa que expresamos en pesos argentinos los precios de la mayor parte de los bienes y servicios que compramos y vendemos, pero ahorramos en dólares estadounidenses. También utilizamos esta moneda para las transacciones de gran valor, como la compra y venta de inmuebles, automóviles o empresas.

Argentina no es el único lugar del mundo donde se utilizan otras monedas además de la local para realizar transacciones. En la mayor parte de los casos estudiados, esto ocurre de forma acotada. Sin embargo, cuando una economía experimenta de forma sostenida tasas de inflación elevadas, como es el caso de Argentina, los contratos comienzan a acortarse y los ahorristas en moneda local ven licuado su poder de compra. La moneda nacional pierde en parte la función de reserva de valor y en algunos casos, de unidad de cuenta. Por eso, es común que el público indexe los contratos a la evolución de los precios e incluso comience a operar utilizando una moneda extranjera, como el dólar.

Esta convivencia "cotidiana" entre el peso y el dólar genera desafíos a la hora de pensar un programa de estabilización y asegurar el normal funcionamiento de la economía. Las discusiones en torno al bimonetarismo de la economía argentina trascendieron los círculos técnicos y pasaron a ser tema central de discusión entre los diversos hacedores de política económica. El esquema de políticas parece orientarse hacia un esquema en el que la moneda extranjera tenga mayor prevalencia, lo que se suele denominar "Competencia de Monedas".

Desde Fundar, en base al análisis de la historia económica argentina y a la evidencia internacional de otros países similares al nuestro, entendemos que es preferible impulsar un esquema de Convivencia de Monedas, en lugar de fomentar una Competencia de Monedas "a secas". La Convivencia permite transformar la economía bimonetaria desordenada, cuyo funcionamiento actual es altamente ineficiente y una de las principales causas del estancamiento argentino, en una economía que se caracterice por la estabilidad económica. Esto se logra, fundamentalmente, generando incentivos e instituciones que propicien la demanda de la moneda nacional.

La Convivencia busca rescatar el rol de una moneda nacional sana y robusta, reconociendo que, dada la situación a la que llegó la economía argentina, esto sólo ocurrirá si el peso logra convivir eficientemente junto con otras alternativas. Es necesario tener presente que la salud del peso no depende sólo de una enunciación política o legislativa. Se necesita reconstruir la relación de la sociedad argentina con la moneda nacional. Para ello, además de establecer jurídicamente la Convivencia, será ineludible consensuar principalmente medidas monetarias, cambiarias, financieras, fiscales, entre otras, que tengan el objetivo preciso y claro de brindar robustez y estabilidad al peso.

En definitiva, la Convivencia busca asegurar que todas las monedas participantes del sistema puedan, en la medida de sus posibilidades, cumplir alguna función: unidad de cambio, unidad de cuenta y reserva de valor. La presente propuesta apuesta a impulsar la Convivencia para así:

1. Formalizar y encauzar eficientemente el gran volumen de moneda extranjera atesorada por los argentinos.
2. Recuperar el rol del peso sobre bases sólidas y perdurables.
3. Evitar los extremos: la dolarización o el cepo.



En este documento vamos a explicar qué entendemos por Convivencia, en qué aspectos se diferencia de una Competencia y una dolarización, y cuál es la mejor forma de implementarla para mejorar el funcionamiento y evitar la profundización de la crisis económica. Con tal fin, la segunda sección presenta el marco conceptual, discute qué es la Competencia de Monedas y releva la experiencia internacional de la región, luego se discute las características estructurales del sistema financiero argentino, finalmente se presentan los ejes institucionales y macroeconómicos para la implementación de una ley de Convivencia y, en una sección subsiguiente, se introducen las consideraciones microeconómicas y financieras para el diseño de un esquema de Convivencia.

Orígenes de la Competencia y la experiencia regional

El germen teórico de la propuesta de Competencia

La existencia simultánea de una o varias monedas con funciones amplias en la economía de un país es un evento relativamente común en Latinoamérica. Las propuestas que han tomado relevancia en Argentina respecto a la Competencia de Monedas pertenecen a una rama de la literatura muy particular que adquirió cierta repercusión en el debate académico durante los años 70s, al ser impulsadas por el economista Friedrich Hayek y discutidas por otros economistas. Sin embargo, el interés se disipó rápidamente.

Cuando en 1977 Hayek planteó el paradigma de Competencia de Monedas, confrontaba directamente con el *mainstream* académico dominante en Occidente en ese momento. Por ese entonces, propuso concebir a la Competencia de Monedas como un régimen monetario y cambiario a escala internacional y nacional. En lugar de concentrar el mercado monetario en una moneda nueva supranacional, Hayek apoyó la idea de permitir en Europa la competencia libre a nivel nacional e internacional de las distintas monedas públicas y privadas. Los países entonces tendrían que aceptar limitar la acción soberana de su gobierno nacional y del Banco Central para admitir legalmente la libre circulación de otras monedas de Bancos Centrales, bancos privados de otros países y la oferta de monedas privadas por parte de bancos u otras instituciones.

De la Competencia a la Convivencia

La pérdida de confianza en la capacidad de la moneda nacional de ser reserva de valor y, en algunos casos, de operar como unidad de cuenta, fomenta una mayor circulación o atesoramiento de monedas extranjeras, lo que popularmente se denomina "bimonetarismo". En contraste, la competencia, convivencia, o dolarización son conceptos que circulan como potenciales reformas del sistema monetario argentino frente a este hecho, los cuales presentan similitudes y diferencias que es necesario especificar. Las dos primeras involucran el uso de una o más monedas extranjeras (como el dólar) junto con la moneda local, mientras la dolarización directamente prescinde de la moneda nacional. El bimonetarismo ([Libman et al., 2023](#)) que caracteriza a la economía argentina, involucra la coexistencia desordenada de la moneda nacional con alguna moneda extranjera en el cumplimiento de algunas de las tres funciones tradicionales del dinero (unidad de cuenta, medio de pago y reserva de valor) pero sin ningún marco legal específico.

La **Competencia de Monedas** es una propuesta para que la moneda nacional compita en igualdad de condiciones con las monedas extranjeras, donde el gobierno asume un papel muy limitado para regular dicha competencia. Cabe aclarar que la Competencia de Monedas nunca fue implementada en la práctica, ya que en todas las experiencias el Estado siempre tuvo un rol regulador que modificó las reglas del juego en favor de una u otra moneda. En cambio, la **Convivencia de Monedas**, esquema por el que abogamos desde Fundar, busca un equilibrio entre la moneda nacional y las extranjeras, en donde se mantiene el curso legal de la moneda nacional, se la preserva como unidad de cuenta y se promueve su uso en algunas actividades claves.

El objetivo de la Convivencia es robustecer la moneda nacional y que la misma siga teniendo un rol relevante, pero se reconoce (en lugar de reprimir) cierta necesidad o conveniencia de utilizar monedas extranjeras.

El concepto más puro de Competencia de Monedas presenta serias dificultades en su validación teórica y empírica. Adoptar el modelo en su versión original no parece una opción de política económica ni razonable ni factible. En prácticamente ningún país del mundo existe la libertad plena de utilizar cualquier moneda (pública o privada). En todo caso, de existir dicha competencia nunca se da en igualdad de condiciones. No obstante, la existencia simultánea de una o varias monedas que cumplen diversas funciones en un país es algo relativamente común, particularmente en ciertos países de Latinoamérica. De hecho, Perú o Uruguay son buenos ejemplos de lo que entendemos por Convivencia dado el rol que dan a la moneda nacional.

En esta propuesta adoptamos el término de Convivencia de Monedas tal cual fue definido previamente con el fin de ser más precisos. La literatura más reciente ha incorporado el término "Competencia de Monedas" pero con una enorme variedad y amplitud de matices. Un ejemplo muy concreto que ilustra cómo se utiliza el concepto de "Competencia" se da cuando las regulaciones brindan posibilidad de que el sistema financiero intermedie utilizando moneda extranjera de forma generalizada (ya que es normal aceptar operar de esta forma con empresas o individuos que realizan operaciones de comercio exterior; Dancourt y Mendoza, 2002, capítulos 4-6). Es por ello que nosotros adoptamos el término más preciso de "Convivencia de Monedas".

Podríamos decir que hay mayor competencia en un país en donde los bancos captan depósitos en dólares y otorgan préstamos en dicha moneda libremente, que uno en donde, por ejemplo, no se le puede prestar dólares a quien no genera ingresos en dólares (Bitar 2021; 2022). Otro caso en donde suele ser muy común es la utilización de moneda extranjera para establecer el precio y operar es en el mercado inmobiliario, en donde el grueso de las operaciones son de alto valor.

Todos estos ejemplos provienen de economías en donde no es posible realizar cualquier transacción en cualquier moneda, como pregonaba Hayek. En cambio, ilustran en qué sentido podemos hablar de mayor o menor grado de competencia. Vemos entonces que Competencia de Monedas es un concepto que cubre una gran cantidad de variantes y cuyo uso es impreciso.

En este marco creemos que una propuesta de Convivencia como la que aquí realizamos es un camino más virtuoso, no sólo que la Competencia "pura", si no también de otras dos formas monetarias extremas como la dolarización unilateral —que elimina la moneda nacional— o el cepo —que mantiene el dominio del peso sobre bases "artificiales"—.

La Convivencia debería permitir potenciar el "uso inteligente" de la moneda extranjera existente en la economía argentina para formalizarla en favor de un uso productivo ([Guzmán et al., 2024](#)). El motor de la Convivencia debe ser encontrar un sendero factible para aumentar significativamente la profundidad del sistema financiero. Esto se logra aprovechando que los argentinos ahorran en dólares

“en el colchón” y que una parte podría, de forma virtuosa, utilizarse para ofrecer financiamiento a sectores con potencial generador de divisas o, al menos, con capacidad de repago de obligaciones en moneda extranjera ante situaciones que involucran algún grado de volatilidad cambiaria. Esto implica lograr un mayor acceso al crédito bancario y un incremento del financiamiento en el mercado de capitales, el cual inicialmente deberá ser mayoritariamente en moneda extranjera. Además, debe estar diseñado de manera que se eviten crisis financieras. Complementariamente, la Convivencia en conjunto con una macroeconomía estable debe ser también un camino para recuperar voluntariamente la demanda genuina de pesos sea tanto con fines transaccionales como de ahorro.

Perú y Uruguay como casos de Convivencia exitosa

En América Latina hay varios casos en donde las autoridades decidieron implementar lo que nosotros entendemos por Convivencia, al tolerar que ciertas operaciones comiencen a pactarse utilizando el dólar —muchas de las cuales ya se realizaban de forma informal de esa manera—. Esta aceptación se dio en determinados casos después de atravesar un entorno inflacionario o hiperinflacionario en donde muchas transacciones se denominaban y saldaban utilizando moneda extranjera, incluso las de poco tamaño, y también cuando el ahorro en moneda nacional prácticamente había desaparecido. En algunos casos, como en Venezuela o Cuba, existe cierta tolerancia al uso de moneda extranjera, pero la utilización extensiva de controles cambiarios y políticas macroeconómicas inadecuadas impiden explotar las ventajas. Adicionalmente, existen experiencias de “pesificación” o “desdolarización forzada” que terminaron en crisis bancarias y financieras, lo que las torna una opción poco aconsejable.

La Convivencia en América Latina implica cierta libertad para fijar precios, comprar y vender, ahorrar, prestar o endeudarse, en moneda nacional o en dólares.

Las medidas que se toman, de manera más o menos directa, definen el campo de juego en el cual la moneda nacional y el dólar compiten entre sí. Si bien oficialmente nunca han presentado sus esquemas vigentes como uno de Convivencia de Monedas, Perú y Uruguay son, como se verá, dos ejemplos cercanos al esquema que describimos más arriba, dado el rol que dan a la moneda nacional. También Costa Rica puede ser otro ejemplo de convivencia exitosa. Durante los últimos años, en Perú y Uruguay se permitieron realizar ciertas operaciones en dólares (principalmente de intermediación financiera) que antes estaban vetadas, pero en ninguno se pueden realizar la totalidad de las transacciones en moneda extranjera.

La habilitación del uso de otras monedas se dio principalmente desde finales de los años 80s y principios de los 90s, cuando se combatía la inflación (concretamente, una hiperinflación en el caso de Perú). La utilización de una moneda distinta a la nacional para transacciones cotidianas fue quedando relegado a medida que la inflación se estabilizó en niveles similares a los de la mayor parte de los países del mundo (2-3% anual en el caso de Perú, 8-9% en el de Uruguay).



El caso peruano

La economía de Perú sufrió inestabilidad de precios y cayó en una hiperinflación en 1989. Con algo de anterioridad, las autoridades habían forzado —sin éxito— una conversión de los depósitos en moneda extranjera. Esto tuvo el esperable efecto de invitar a la población a ahorrar en dólares fuera del sistema financiero formal ([Savastano, 1992](#)). La estabilización posterior se logró sin sacrificar la moneda nacional (como sí lo hizo Ecuador, que dolarizó formalmente su economía en el año 2000). Sin embargo, el dólar siguió ocupando un papel significativo, incluso cuando se había derrotado la inflación.

Perú es un claro ejemplo de una economía bimonetaria, es decir, de adopción del dólar en paralelo con la moneda local para realizar transacciones ([Armas y Misaico, 2021](#)). El proceso hiperinflacionario culminó con la adopción de un programa de estabilización a comienzos de los años 90s, aunque quedó como legado un sistema bancario con un alto grado de dolarización de depósitos y créditos (que fueron nuevamente tolerados). Los ejes del programa incluyeron la unificación cambiaria (a un tipo de cambio muy elevado, eliminando restricciones cambiarias y paraarancelarias), un fuerte ajuste fiscal y la adopción de una meta de agregados monetarios restrictiva que elevó la tasa de interés y estimuló la repatriación de capitales, generando una apreciación de la moneda ([Velarde y Rodríguez, 1992](#); [Dancourt, 1997](#)).

El programa de estabilización peruano carecía de un ancla cambiaria explícita, lo cual es atípico considerando que el país estaba atravesando una hiperinflación. Desde fines de los 90s la economía de Perú ha venido transitando un persistente proceso de desdolarización. La clave fue la adopción de una política macroeconómica que ha permitido mantener una tasa de inflación baja y estable, mediante la implementación de un esquema de metas de inflación “flexible”, que privilegió el establecimiento de la tasa de interés como el principal mecanismo de intervención del Banco Central ([Armas y Misaico, 2021](#); [Dancourt, 2015](#); [2017](#)).

Dicha estrategia estuvo combinada con la acumulación de reservas internacionales —algunos especialistas sugieren que existe una meta implícita del 30% del PIB—. A esto se suman también la intervención del Banco Central para acotar la volatilidad del tipo de cambio, la consolidación de una estructura de tasas de interés en moneda nacional (que funciona como referencia) y la puesta en marcha de mecanismos regulatorios que actuaron sobre el sistema bancario, estableciendo encajes diferenciados más elevados para los depósitos en moneda extranjera (justificados por la menor capacidad del Banco Central de operar como prestamista de última instancia). Finalmente, se utilizaron mecanismos de coordinación, como la obligatoriedad de listar precios en moneda local.

Box 1

Box 2

La estructura
financiera de
Argentina y la
Convivencia de
Monedas



El caso uruguayo

El caso de Uruguay es ligeramente diferente al de Perú. Lo que se destaca en este caso es que la tasa de inflación durante las últimas décadas se mantuvo en niveles más elevados que en Perú, porque persisten algunos esquemas de indexación de salarios, partidas sociales y contratos financieros. Por este motivo, la moneda nacional aún no es lo suficientemente atractiva como para ir disminuyendo la importancia del dólar. Sin embargo, gracias a la adopción de medidas regulatorias, Uruguay ha logrado mitigar algunos de los riesgos asociados a la dolarización financiera ([Libman et al., 2023](#)).

Box 2

Debido al secreto bancario, Uruguay ha sido históricamente una plaza atractiva para captar depósitos en dólares de no residentes (argentinos y brasileros principalmente). Tras la crisis argentina de 2001, el sistema financiero uruguayo experimentó una fuerte corrida bancaria que obligó a un congelamiento de depósitos y un reperfilamiento de la deuda pública en 2003. Desde entonces, las autoridades han implementado políticas para fomentar la desdolarización, fundamentalmente la adopción de un esquema de seguro de depósitos que distingue por tipo de monedas y un mayor grado de flexibilidad cambiaria.

En síntesis, en la experiencia regional la Convivencia implica tolerar la utilización del dólar para transacciones comerciales y principalmente financieras, validando prácticas comunes que otrora permanecían en la informalidad. Esto no implica reducir el papel de la moneda nacional. Por el contrario —reconstruyendo el rol del peso—, posibilita un mejor funcionamiento de la economía y permite en el mediano plazo recuperar instrumentos valiosos, como la política monetaria y cambiaria o la posibilidad de que el Banco Central opere como prestamista de última instancia, algo que se vería reducido a su mínima expresión si se persiste en la represión financiera o se optara por una dolarización “oficial”.

La estructura financiera de Argentina y la Convivencia de Monedas

La economía argentina se caracteriza desde los años 80s por la creciente influencia de monedas extranjeras en su dinámica económica, predominantemente el dólar. Este fenómeno se observa principalmente en su rol como instrumento de ahorro y, en menor medida, como medio de pago. Para formalizar un sistema de Convivencia de Monedas, resulta esencial contar con un diagnóstico claro de las variables financieras claves relacionadas con este sistema (ver tabla 1). En esta sección se focalizará en: la centralidad de las entidades financieras y su relación con el BCRA; los préstamos, depósitos privados y reservas internacionales; la Posición Inversora Internacional (PII) y la liquidez que la caracteriza actualmente.

Tabla 1



Variables de la estructura financiera de Argentina (expresadas en millones) (2024)

Moneda de emisión	Base Monetaria (BM)		Depósitos Totales		Depósitos Sector Privado	
	\$	US\$	\$	US\$	\$	US\$
Pesos	22.715.300	22.927	90.204.721	91.047	69.359.764	70.007
Dólares			36.398.174	36.738	34.279.950	34.600
Total según moneda	22.715.300	22.927	126.602.895	127.785	103.639.714	104.607

Tabla 1

Moneda de emisión	Préstamos al Sector Privado				Fondos Comunes de Inversión (FCI)			
	\$	US\$	% dep tot	% dep priv	\$	US\$	% dep tot (FCI)	% dep priv (FCI)
Pesos	45.616.738	46.043	50,6%	65,8%	46.330.049	46.763	51,4%	66,8%
Dólares	8.398.588	8.477	23,1%	24,5%	3.396.187	3.428	9,3%	9,9%
Total según moneda	54.015.326	54.520	42,7%	52,1%	49.726.235	50.190	39,3%	48,0%

Fuente: Fundar, con base en BCRA y CNV (datos al 31/10/2024).

La **Base Monetaria (BM)**, como punto inicial para analizar los agregados monetarios, equivale al 3,6% del PIB (23 billones de pesos). La **Base Monetaria Amplia (BMA)**, que incluye depósitos del gobierno y las LEFIs¹, alcanza los 46 billones de pesos. Factores como la inflación elevada, la baja denominación de billetes (hasta 2023) y el crecimiento de pagos digitales han reducido el uso de efectivo y, consecuentemente, el volumen de la BM². Las billeteras digitales³ y las transferencias instantáneas, si bien tienen un uso transaccional similar al de un pago en efectivo, no se incluyen en la BM como el circulante si no que se incluyen en los agregados monetarios⁴.

Por ejemplo, en octubre de 2024, las transferencias inmediatas crecieron un 65,4% anual, alcanzando 52,4 billones de pesos. Las transferencias en dólares fueron más dinámicas, aumentando un 166,7% anual (USD 4082 millones). El uso de moneda extranjera en efectivo ("circulante") en la economía argentina carece de estimaciones precisas. Sin embargo, el proceso de blanqueo de efectivo impulsado en 2024 muestra que no siempre se utiliza para evitar el pago de impuestos en la economía informal.

Los depósitos totales del sistema, equivalentes al 19,8% del PIB, ascienden a 126,6 billones de pesos, de los cuales 36 billones corresponden a moneda extranjera. El sector privado concentra la mayor parte (94%) de los mismos.

¹ Las Letras Fiscales de Liquidez (LEFIs) se emitieron para transferir al Tesoro los pasivos remunerados del BCRA.

² La mayor inflación de los últimos años impulsó manejos de la liquidez (sobre todo en empresas) más sincronizados temporalmente, por ejemplo, mediante fondos comunes de inversión de mercado de dinero (*money market*).

³ Actualmente se encuentran registradas ante el BCRA 65 billeteras digitales interoperables. En septiembre sobre un total de 51,5 millones de cuentas, se registraron 14,5 millones de cuentas de pago con saldos mayores a 405,5 mil millones de pesos.

⁴ Sólo la proporción encajada de cada depósito (requisito de liquidez) se reporta en la BM.

Los depósitos son la principal fuente de fondeo de los bancos argentinos y son la contrapartida más relevante de los préstamos.

Si se analiza puntualmente el crédito al sector privado, vemos una asimetría entre pesos y dólares más acentuada que en los depósitos. En pesos los préstamos suman 46 billones y en dólares equivale sólo a 8,4 billones de pesos (representando sólo un 16% del total de préstamos en moneda nacional y dólares expresados en pesos). El relativamente reducido nivel de crédito en dólares es fruto principalmente de las regulaciones macroprudenciales que limitan el otorgamiento de financiaciones bancarias en moneda extranjera.

Visto de otro modo, mientras que los préstamos en pesos al sector privado representan el 65,8% de los depósitos en pesos de ese sector, los préstamos en dólares al sector privado alcanzan sólo una proporción del 24,5% de los depósitos privados en esa moneda. Esto sugiere un fuerte potencial de crecimiento a futuro. La relación **depósitos en dólares contra depósitos totales** es uno de los indicadores de dolarización más relevantes en economías bimonetarias (Libman *et. al.*, 2023). Actualmente se sitúa en torno al 30% o al 10% (tomando depósitos a plazo fijo y la vista, respectivamente), cercano al máximo alcanzado durante la presidencia de Mauricio Macri pero menor al nivel alcanzado durante finales de la Convertibilidad (cuando alcanzaron cerca del 70 o el 80%, dependiendo de si se consideran depósitos a la vista o a plazo fijo).

Fuera del sistema financiero regido por la ley de Entidades Financieras y regulado por el BCRA, las inversiones en **Fondos Comunes de Inversión (FCI)**⁵ también han ganado relevancia frente a los depósitos tradicionales debido a su protección contra la inflación⁶. Los FCI en pesos suman 46,3 billones, de los cuales los fondos *money market* en pesos alcanzaron una cifra de 29 billones (62%) mientras que los fondos en dólares representan 3,4 billones de pesos.

La baja relevancia que hasta el presente tienen los FCI en moneda extranjera respecto a los depósitos bancarios, junto con las distintas características implícitas entre ambos tipos de activos —particularmente en términos de ley rectora, regulación, volatilidad, asunción de riesgos, liquidez y tipo de inversores— justifica que nuestro análisis se focalice en el sistema de intermediación financiera regulado por el BCRA.

La economía argentina cuenta con dos canales principales de financiamiento directo: por un lado, el **crédito bancario** otorgado por instituciones reguladas directamente por el BCRA, y por el otro, el **mercado de capitales** con emisiones de títulos reguladas por la Comisión Nacional de Valores (CNV) e influenciadas indirectamente por las políticas del BCRA. De acuerdo con el Informe Ejecutivo de Gestión de la CNV (septiembre 2024, ver tabla 2), el mercado de capitales se caracteriza por la predominancia de **Obligaciones Negociables (ON)** y las acciones con cotización. Las ON, con un stock equivalente a 29 billones de pesos, no sólo son el instrumento más relevante, sino también el más dinámico. En los últimos 12 meses, se emitieron 8,56 billones de pesos en ON, de los cuales el 88% fue en dólares (USD 7688 millones) y el resto en pesos (0,95 billones). Por comparación, los Fideicomisos Financieros (FF) emitieron 0,7 billones de pesos y las acciones apenas \$0,1 billones.

Cabe destacar que, operativamente, la emisión de ON o FF implica transferencias iniciales de fondos entre cuentas bancarias, lo que asegura que los recursos permanezcan dentro del sistema financiero mientras no se destinen a pagos al exterior. Este dinamismo refuerza la importancia del mercado de capitales como complemento del crédito bancario, especialmente en economías bimonetarias como la argentina.

⁵ Los FCI no realizan intermediación financiera en el sentido de la [Ley 21.526 de Entidades financieras](#). Los FCI no captan depósitos ni otorgan créditos ni asumen el riesgo financiero. Los inversores compran participaciones en el fondo y asumen el riesgo del rendimiento de los activos subyacentes. La administración del fondo invierte el dinero en base a una estrategia determinada. Están regulados por la CNV al amparo de la [Ley 24.083](#).

⁶ Durante el período analizado, los llamados fondos *money market* en pesos alcanzaron una cifra de 29 billones (62% sobre el total de los FCI).

Financiamiento a través de Mercado de Capitales (en millones de pesos constantes) (septiembre 2024)

Tabla 2

Instrumento	Stock en pesos
Free Float Acciones	24.660.607
Obligaciones Negociables	28.999.306
Fideicomisos Financieros	1.068.932
Fondos Cerrados	516.131
Cheque de Pago Diferido + Pagaré + Factura de Crédito Electrónica	3.370.120
Total Mercado de Capitales	58.615.096

Fuente: Fundar, con base en CNV (2024)

La deuda pública nacional es un elemento clave en la economía argentina, ya que está presente en los activos de bancos, fondos comunes de inversión, empresas y personas, tanto residentes como no residentes. Al segundo trimestre de 2024, la deuda bruta de la Administración Central alcanzaba USD 442.512 millones (110% del PIB), con un 58% nominada en moneda extranjera. Del total, el 39,4% estaba en manos privadas (USD 155.312 millones), distribuyéndose en un 84% en títulos públicos y un 14,3% en Letras del Tesoro. La deuda con el sector privado es mayoritariamente en moneda extranjera (55,4% en dólares y 3,5% en euros), mientras que en pesos el 25,6% está ajustado por Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER) y el 3,6% por el dólar oficial.

En una economía bimonetaria, algunos instrumentos de deuda pública adquieren especial relevancia, por tener su cotización tanto en pesos como en moneda extranjera. Esta dualidad genera tipos de cambio financieros clave, como el dólar CCL y el dólar MEP. Además, la intervención estatal en estos mercados mediante deuda pública ha sido una herramienta recurrente de política económica, contribuyendo a la estabilización y regulación del mercado cambiario en momentos críticos.

La infraestructura del sistema financiero argentino resulta una pieza clave para implementar y expandir un sistema de Convivencia dado que el grueso del volumen de operaciones sucede en torno a los bancos, tanto para funciones transaccionales como de intermediación del ahorro. Aunque existen tensiones con nuevos actores *fintech*, las entidades financieras tradicionales conservan un papel central por varias razones:

1. Su tamaño relativo, medido por sus activos.
2. Por el rol exclusivo de intermediación financiera reconocido por la [Ley 21.526 de Entidades Financieras](#), donde los depósitos bancarios son contrapartida de otros activos financieros usados para todo tipo de financiaciones de la actividad económica a su propio riesgo.
3. Como centro concentrador y distribuidor de los flujos financieros internos y con el exterior de la economía. Nótese que, incluso en los casos en los que hay una relación directa de intermediación bancaria entre inversor y emisor de activos financieros como serían las ONs, los FFs, las acciones, los bonos, etc., la compra o venta de esos activos implica el pasaje de fondos desde una cuenta bancaria a otra.

4. Los bancos tienen en sus activos, como contrapartida de los depósitos, el mayor stock de deuda pública en manos privadas. Al ser un sujeto altamente regulado y supervisado respecto a los cambios y la valuación de sus activos, esto les da a sus tenencias de deuda una mayor estabilidad que la de otros actores como FCI, empresas o fondos de inversión del exterior.
5. La conexión entre *fintechs* y bancos. Todos los bancos han creado o comprado billeteras virtuales para competir con otras autónomas generadas originalmente por *fintechs* y, a la vez, varias *fintechs* ya tienen o han manifestado la intención de comprar o generar bancos para profundizar la intermediación financiera⁷.

Por lo tanto, dada la centralidad de las entidades financieras como eje neurálgico en la configuración de un sistema monetario con varias monedas, resulta esencial establecer al sistema de intermediación financiera regulado por el BCRA como base fundamental para la propuesta de regulación financiera de la Convivencia.

Siempre estará presente la posibilidad de “multiplicar” los dólares u otra moneda extranjera depositada en los bancos⁸ en todo sistema financiero tradicional que no tenga encajes del 100% sobre los depósitos en moneda extranjera⁹. Esto conlleva la creación de “argendólares”, es decir, dólares no generados orgánicamente a través de un flujo de capitales registrado en el balance de pagos o como resultados de un superávit de la cuenta corriente externa. Esa creación endógena de dólares ha sido normalmente un punto muy crítico de las economías bimonetarias y fue uno de los motivos del colapso de la Convertibilidad, ya que ante una corrida cambiaria esos “argendólares” no están respaldados por dólares líquidos en las reservas del Banco Central. [Más adelante](#) profundizamos este punto al analizar la regulación sobre depósitos y financiaciones en moneda extranjera y las particularidades del caso argentino.

Dentro de las entidades financieras, los depósitos bancarios son un punto clave en un sistema monetario con varias monedas como es el caso de la Convivencia. Los depósitos bancarios en moneda extranjera son la fuente de los préstamos u otras financiaciones que otorgan los bancos en esas monedas. Estos préstamos bancarios son los que tienen la capacidad de hacer crecer endógenamente la cantidad de moneda extranjera del sistema financiero y en la economía (por el efecto “multiplicador” que se mencionó más arriba), lo cual puede ser una fuente de grandes desequilibrios y de inestabilidad del sistema financiero y la macroeconomía.

El análisis de la evolución y dinámica de los depósitos del sector privado en dólares revela fluctuaciones marcadas (ver gráfico 1). Tras el colapso de la Convertibilidad, los depósitos alcanzaron un primer pico de USD 15.000 millones en 2011, año en el que el gobierno instaura las primeras restricciones cambiarias y controles de capitales de lo que comúnmente sería llamado el “cepo”. El blanqueo propuesto por el gobierno de Mauricio Macri fue exitoso e hizo subir los depósitos abruptamente al inicio en 2016. Esta dinámica continuó a buen ritmo hasta agosto de 2019 cuando, luego de las elecciones presidenciales, se reintroduce el cepo. Las restricciones cambiarias posteriores limitaron su crecimiento, estabilizándolos en torno a USD 18.500 millones entre 2020 y 2023. El blanqueo de 2024 propuesto por el gobierno de Javier Milei impulsó un aumento significativo, llevando los depósitos

⁷ Más incierto es el devenir de la relación entre los bancos tradicionales y la otra faceta muy activa de las *fintech* que es la operación de criptomonedas. Hoy está limitada fuertemente por la regulación, pero bajo una presión que apunta a eliminar las trabas para el libre funcionamiento de dichos segmentos del mercado.

⁸ Para entender la importancia de este mecanismo, consideremos el siguiente ejemplo. Se puede iniciar este proceso con un depósito en efectivo de USD 100 que enfrenta un encaje del 20%, es decir que el banco puede aplicar USD 80 a otorgar un crédito. Eso genera un nuevo depósito en el sistema por USD 80. Nuevamente ese depósito enfrenta encajes por USD 16, quedando disponibles para aplicar USD 64 a un nuevo crédito. Y así se repite el esquema hasta agotar su efecto. Como se puede deducir, el sistema financiero como un todo sólo incorporó USD 100 en efectivo de los cuales USD 20 fueron a las Reservas Brutas del Banco Central. Sin embargo, existe un monto mucho más alto de depósitos bancarios que podrían querer convertirse en efectivo, es decir, querer ser retirados del banco. En este caso simplificado, los USD 100 en efectivo depositados crean un total de depósitos en el sistema de USD 500 dólares.

⁹ La llamada banca Simons es justamente una propuesta que, para evitar el efecto multiplicador del crédito bancario y los consecuentes riesgos de crisis e inestabilidad financiera, propone encajes del 100% para los depósitos bancarios con fines transaccionales, mientras que el financiamiento del sistema productivo y del consumo estaría asignado exclusivamente al mercado de capitales a través de bancos de inversión. Esta separación evita la necesidad de un prestamista de última instancia como sería un banco central.

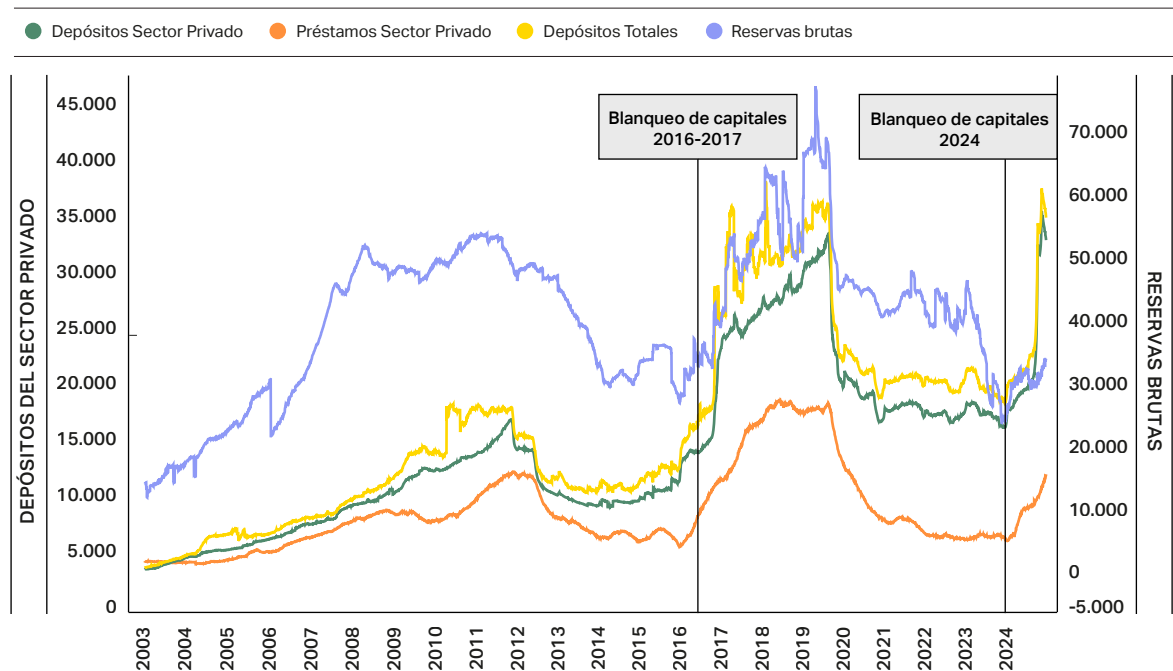
a un récord de casi USD 34.000 millones en noviembre. El comportamiento de los préstamos en dólares está altamente correlacionado con los depósitos, aunque con cierto rezago. En 2018, los créditos alcanzaron su pico máximo de USD 16.000 millones, equivalente al 63% de los depósitos en esa moneda. Sin embargo, la crisis de 2018 y las restricciones regulatorias limitaron su crecimiento.

Como experiencia útil para un sistema de Convivencia es importante destacar de la experiencia de 2011 y 2019 cómo, ante señales de una crisis, los retiros abruptos de depósitos en moneda extranjera pueden generar inestabilidad, obligando a cancelar préstamos y utilizando reservas del BCRA. Estas dinámicas subrayan la importancia de garantías sólidas para los depositantes en cualquier propuesta de Convivencia.

Las Reservas Internacionales desempeñan un papel crítico en la sostenibilidad de un sistema bimonetario, ya que actúan como respaldo para operaciones cambiarias y como indicador de confianza. Entre 2003 y 2008, las reservas crecieron significativamente, pero enfrentaron caídas debido a crisis recurrentes y políticas de *carry trade*. En 2023, sequías y tensiones electorales exacerbaron la reducción de reservas, aunque el blanqueo de 2024 apunta a una recuperación sostenida (ver gráfico 1).

Un sistema de Convivencia debe entonces regular depósitos y créditos en moneda extranjera para mitigar estos riesgos asociados a la dolarización endógena y fortalecer la estabilidad del sistema financiero.

Evolución de préstamos y depósitos del sector privado (eje izquierdo) y Reservas Brutas (eje derecho) (en millones de USD) (2003-2024)



Fuente: Fundar, con base en INDEC.

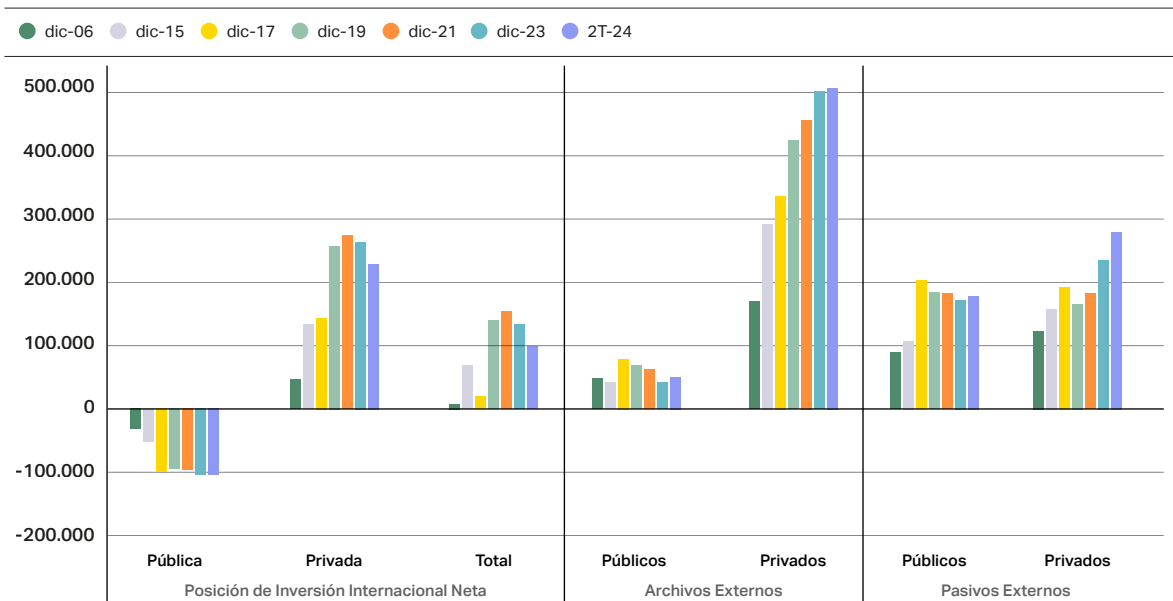
Ejes institucionales y macroeconómicos para una Ley de Convivencia de Monedas

Finalmente, un aspecto crucial para comprender una economía bimonetaria y abierta al mundo es analizar sus activos y pasivos externos, así como su distribución entre sectores. **La Posición Inversora Internacional (PII)**, que resulta de calcular el neto de activos y pasivos externos, muestra que Argentina es acreedora neta del resto del mundo, aunque con una marcada asimetría entre el sector público (deudor neto) y el privado (acreedor neto).



Posición de Inversión Internacional, por sector, a valor de mercado (millones de dólares) (2006-2024)

Gráfico 2



Fuente: Fundar, con base en INDEC (datos al tercer trimestre 2024).

El sector público tiene una PII negativa de USD 107.653 millones, habiendo duplicado su deuda neta desde 2015. En contraste, el sector privado incrementó su PII en un 69% (un USD 76.000 millones), alcanzando USD 183.539 millones. Una porción significativa de los activos externos corresponde a dólares en efectivo o depósitos bancarios. Según datos del INDEC, los activos líquidos superan los USD 280.000 millones, representando el 62% de los activos externos totales de Argentina. **Esta marcada liquidez subraya la importancia estratégica de gestionar tanto los activos como los pasivos externos para asegurar la sostenibilidad económica en un esquema bimonetario.**

Ejes institucionales y macroeconómicos para una Ley de Convivencia de Monedas

Desde Fundar identificamos una serie de lineamientos y cambios específicos centrales para llevar adelante un esquema de Convivencia en Argentina. El objetivo no consiste en lograr que los agentes económicos mantengan el mínimo de la moneda nacional inducidos o forzados por distintas obligaciones normativas (por ejemplo, el cepo), sino que se logre una auténtica recuperación del peso como unidad monetaria. Esto implica que se debe construir una propuesta de Ley de Convivencia de Moneda que permita hacer atractiva en forma genuina a la moneda nacional.

Una modificación de estas características implica llevar adelante múltiples variaciones en tres niveles: una primera instancia vinculada a la Coordinación Macroeconómica, otra que contemple la Coordinación Meso-económica-Institucional, y por último que se incorpore la Coordinación Micro-económica y Financiera (ver [siguiente sección](#)).

Principios de convivencia para fortalecer el peso

La Convivencia requiere que se establezcan ciertas precondiciones o principios regulatorios que fortalezcan el rol del peso frente a otras monedas extranjeras en la entrada a un nuevo régimen. Consideramos que el peso argentino debería ser la única moneda habilitada para ciertas transacciones y para la registración contable. Además, se deben establecer fundamentos para la interoperabilidad entre monedas, un eje que le da solidez institucional a la Convivencia de Monedas.

Administrar la utilización de otras monedas para garantizar la estabilidad del peso

La Convivencia implica una definición fundamental que establece al peso como la moneda de curso legal. A diferencia de la Competencia de Monedas, donde existe una permanente tensión entre las distintas monedas, la Convivencia busca asegurar condiciones mínimas que garanticen la estabilidad y las funcionalidades del peso argentino. Esto implica que, aunque otras monedas coexisten libremente, el peso sigue siendo la referencia principal para todas las funciones relevantes de una moneda: actúa como medio de intercambio, unidad de cuenta y reserva de valor. Por lo tanto, si bien la Convivencia permite que existan distintas monedas para la función transaccional y de ahorro, impulsa que la función de unidad de cuenta (precios y contabilidad) se reserve al peso a fin construir un marco monetario ordenado y eficiente.

Se trata de gestionar el libre albedrío estableciendo el orden que a la vez propicie el uso de la moneda nacional.

En una primera instancia se propone que participen de este régimen de Convivencia aquellas monedas que ya son admitidas por la autoridad regulatoria en varias operatorias en Argentina: el dólar estadounidense y el euro. Si bien el régimen comenzará con esas dos monedas en paridad de condiciones, se incorporará en la ley un mecanismo abierto para habilitar la participación de otras monedas internacionales.

Potestades especiales del peso como medio de pago

Será obligatorio el uso del peso en ciertas transacciones. Entre ellas:

- Pago de impuestos realizados al Estado en los tres niveles (Nacional, Provincial y Municipal). Esto implica mantener el eje del [artículo 110 de la Ley de Procedimiento Tributario \(Ley 11.683\)](#) que establece que la liquidación de operaciones y créditos en moneda extranjera serán convertidas al equivalente en moneda de curso legal.
- Pago de erogaciones de bienes y servicios realizadas por el Estado en sus tres niveles (salvo excepciones definidas taxativamente). Las empresas y entidades públicas lo pueden hacer en forma optativa según los requerimientos de su ámbito de actuación.
- Los créditos comerciales y a entidades subnacionales (provincias y municipios) deberán ser otorgados en pesos, salvo casos específicos donde se admita el endeudamiento en moneda

extranjera¹⁰. Esto implica mantener el eje del artículo 25 de la [Ley 25.917 de Responsabilidad Fiscal](#) y las posteriores modificaciones que establecieron que los Gobiernos Locales puedan realizar emisiones de deuda en los mercados externos siempre y cuando cuenten con autorización expresa por parte de la autoridad nacional (Ministerio del Interior y Ministerio de Economía).

Rol excluyente del peso en la registraci3n contable

Será obligatorio en materia de registraci3n contable que:

- Los estados contables de Personas Humanas (PPHH) y Personas Jurídicas (PPJJ) residentes en Argentina se produzcan en pesos en línea con el [artículo 325 del Código Civil y Comercial](#).
- Los estados y la registraci3n contable en el sector público sean realizados exclusivamente en pesos.
- La base tributaria para los impuestos en todos los niveles se determine en pesos, salvo que específicamente se establezca otra moneda.

Interoperabilidad entre las monedas

La capacidad de realizar operaciones entre una moneda y otra de forma sencilla y con bajos costos aumenta la confianza en el sistema. La facilidad para cambiar pesos por moneda extranjera y viceversa debería generar incentivos para evitar movimientos cambiarios disruptivos. Como propone la secci3n de Coordinaci3n Macroecon3mica, la propuesta de Convivencia debe fijar una cantidad mínima de divisas (reservas de moneda extranjera netas de encajes en dólares) necesarias para que sea indistinto y automático operar con una y otra moneda. En el caso argentino, a diciembre del ańo 2024, hay alrededor de 75 billones de pesos de dep3sitos privados y 28 billones de base monetaria. Es deseable que se genere confianza en la fortaleza de las Reservas Internacionales para asegurar prudencia ante eventos extremos. Por lo tanto, definir escalas y grado de interoperabilidad debe ser una prioridad para el r3gimen propuesto.

A su vez, la reducci3n de los controles cambiarios deberían ser llevados adelante de manera gradual. Un elemento importante para emparejar el campo de juego será mantener un nivel de máxima denominaci3n en los billetes en pesos cercana al máximo en dólares, solucionando el hist3rico problema de la baja denominaci3n de la moneda nacional, lo cual genera demanda para el uso de efectivo en moneda extranjera.

Coordinaci3n Mesocon3mica-Institucional

La ley de Convivencia establecerá la existencia de una autoridad de aplicaci3n, que será el BCRA, y tendrá incidencia principal en colaboraci3n con otras entidades, cuando corresponda¹¹.

¹⁰ Son pocos los países que permiten a sus Estados subnacionales tomar deuda externa.

¹¹ La superintendencia de entidades financieras permanecerá en la órbita del BCRA y todo lo referido a pagos virtuales y *fintech* que realicen transacciones con clientes estarán supervisados por el BCRA.

Definir las entidades estatales involucradas en la normativización y regulación del sistema

Para implementar y hacer operativa la Convivencia se contempla la participación de entidades del Estado Nacional que conforman el ecosistema normativo y de regulación específica del sistema, en la medida de sus competencias o facultades: Ministerio de Economía, Agencia de Recaudación y Control Aduanero (ARCA), Comisión Nacional de Valores (CNV), Superintendencia de Seguros de la Nación (SSN), Inspección General de Justicia (IGJ), Unidad de Información Financiera (UIF) y Auditoría General de la Nación (AGN).

Establecer el rol institucional del BCRA

A continuación, se enumeran los principales lineamientos a seguir para alcanzar la configuración institucional propicia para la Convivencia:

- Reivindicación de la independencia del BCRA como condición necesaria.
- Control del Congreso sobre el BCRA. El organismo deberá rendir informes taxativos regulares al Congreso sobre inflación, evolución de agregados monetarios y tasas, reservas internacionales, eventuales financiamientos otorgados al sector público o privado, y sobre la estabilidad financiera y regulación del sistema financiero.
- Creación de un Consejo Monetario Nacional, como organismo máximo de coordinación integrado por el BCRA, el Poder Ejecutivo Nacional y el Congreso¹².
- Reforma de la Carta Orgánica del BCRA, que establezca:

La prohibición de que el BCRA realice préstamos monetarios directos, en pesos ni en monedas extranjeras al Gobierno Nacional¹³ o gobiernos provinciales, salvo en períodos que se haya declarado un estado de crisis o excepcionalidad monetaria que así lo requiera. Estos préstamos deberán contar con la aprobación previa del Congreso con la misma lógica que se procede en la ley de endeudamiento público. Esto implica que la participación mercantil del BCRA se limitará a las compras en el mercado secundario y de futuros, eliminando los Adelantos Transitorios y las Letras Intransferibles. El objetivo de incorporar estos puntos es garantizar el éxito de la salud macroeconómica del programa.

- Establecimiento del objetivo primordial y excluyente del BCRA: preservar el valor de la moneda y mantener la estabilidad nominal y financiera.

Coordinación Macroeconómica

Las monedas podrán convivir establemente en Argentina en tanto y en cuanto se sostenga una política macroeconómica coordinada y estable. Desde Fundar entendemos que la mejor alternativa para impulsar el régimen es establecer la Convivencia mediante una **Ley Nacional integradora**, que evite la acumulación de decretos y resoluciones de distintos organismos involucrados en el tema como forma de darle marco a la implementación. Establecer el sistema mediante una ley tiene varios

¹² Una alternativa a analizar puede ser el Consejo Monetario Nacional en Brasil.

¹³ Como fue el caso de los Adelantos Transitorios o las Letras Intransferibles.

aspectos positivos, al ser sometida a votación por el Congreso Nacional dotaría de solidez y continuidad al sistema. La experiencia del régimen de Convertibilidad, como el antecedente más cercano de modificación del régimen monetario, se efectivizó a partir de una ley. Esto muestra que tener un instrumento jurídico del máximo nivel es un ordenador jurídico, político, económico y social muy relevante.

Se plantean a continuación las políticas concretas a realizar sobre las cuentas públicas, la administración de la cuenta capital, el régimen cambiario, la acumulación de reservas y la política monetaria.

Mantener un régimen cambiario flexible

La propuesta a partir, tanto de la historia económica argentina como de la evidencia, es mantener un régimen de tipo de cambio flexible del peso con el dólar y con el resto de las monedas que se admitan al sistema. El caso paradigmático es Perú, donde el tipo de cambio flota entre una banda definida implícitamente por la intervención compradora y vendedora del Banco Central. Si bien una flotación más libre es ideal, la Convivencia lo impide (por ejemplo, por los problemas de descalce de monedas). Por otra parte, las lecciones aprendidas de la Convertibilidad nos sugieren evitar fijación cambiaria con el dólar o con una canasta de monedas.

La flotación será administrada los primeros años para reducir volatilidad intradiaria e intramensual pero sin ninguna tabla o tasa de *crawl* prefijadas. Esto sería a los efectos de minimizar el compromiso formal del BCRA con un determinado tipo de cambio o volatilidad máxima del tipo de cambio. El esquema de flotación administrada, además, es un complemento adecuado para las regulaciones cambiarias que buscan evitar movimientos de corto plazo altamente especulativos de no residentes. Adicionalmente, un sistema de Convivencia evita el exceso de movimientos cambiarios domésticos entre el peso y otras monedas.

Establecer una meta de reservas

El esquema de política económica tiene que tener como prioridad la acumulación de reservas tanto brutas como netas para que el país logre tener el equivalente a un determinado porcentaje del PIB. Como se mencionó en la sección 2, Perú estableció una meta implícita equivalente al 30% del PIB.

Para llevar adelante esta propuesta es indispensable, a su vez, que todas las exportaciones se canalicen hasta 180 días después del embarque a través del Mercado Libre de Cambios (MLC) y evitar que operaciones de comercio exterior se puedan liquidar por fuera del mismo. En el transcurso del 2024 se fueron extendiendo los plazos de liquidación, por ejemplo, a partir de la [Comunicación 8137](#). El esquema conocido como "dólar blend" ([Decreto 28/2023](#)) implementado durante 2023 y 2024 en Argentina estableció que el 20% de las exportaciones no se liquidan en el mercado oficial de cambios, sino que parcialmente se liquidan a través del dólar Contado con Liquidación (CCL). En condiciones de brecha cambiaria el "blend" mejoraba la ecuación para el exportador, a costa de la acumulación de reservas por parte del BCRA.



Otras consideraciones

El conjunto de modificaciones que plantea la Convivencia tiene que complementarse con una regulación prudente de los flujos de capitales, en línea con la propuesta de [Guzmán et al. \(2024\)](#). Esto implica avanzar en una regulación que tenga en cuenta las características imperfectas de los mercados internacionales, los caminos que han tomado otros países con mayor éxito y un aprendizaje sobre los errores históricos de la administración argentina a la hora de diseñar un esquema que incentive la inversión productiva, pero que desaliente el ingreso de capitales especulativos de muy corto plazo.

Un objetivo fundamental de la Convivencia debe ser fortalecer al peso, es decir, generar incentivos para la demanda de moneda doméstica. Para eso, es necesario generar incentivos de forma sostenida para el ahorro en pesos argentinos ([Libman et al., 2023](#)). Esto significa que el BCRA debe establecer una tasa de interés de los instrumentos en pesos que sea positiva en términos reales, es decir, mayor a la inflación esperada, y mayor a la expectativa de rentabilidad de las alternativas en dólares. Al mismo tiempo, el esquema tiene que complementarse con una estrategia de tasas de interés en dólares que atraiga las divisas que están fuera del sistema formal al sistema bancario, pero que al mismo tiempo se pague una remuneración tal que garantice la seguridad y sostenibilidad del sistema. En la misma línea, deberían existir encajes diferenciados de forma elevar la tasa pasiva de los depósitos en moneda extranjera y reflejar su mayor riesgo por falta de prestamista de última instancia.

El resultado de las cuentas públicas del Gobierno Nacional fue deficitario en 7 de cada 10 años en el transcurso de las últimas dos décadas. Como plantean [De la Vega et al. \(2022\)](#), la consolidación fiscal es central para avanzar hacia un camino sostenible de reducción de la inflación.

Derrotando la inflación no se resuelve el problema del bimonetarismo: se requieren políticas que lo reconozcan y le hagan frente.

Finalmente, en una economía bimonetaria como la argentina, cuando el déficit fiscal se cubre con emisión monetaria, el impacto que puede tener sobre el sistema de precios se potencia. La consolidación fiscal permite que el BCRA lleve a cabo una política monetaria consistente con el objetivo de lograr una Convivencia de Monedas. Este esquema tributario debe realizarse de manera articulada con un esquema simplificado y que promueva la agregación de valor como en el marco de un sistema tributario armónico como se planteó en [Lódola et al. \(2024\)](#).

Claves Microeconómicas y Financieras para el diseño de una Convivencia de Monedas

El funcionamiento de la Convivencia dependerá de la coordinación y articulación de cuestiones regulatorias de la microeconomía y financieras. Con estas se busca fomentar la acumulación de reservas, incentivar la demanda de pesos, garantizar una demanda de pesos mínima, fomentar la interoperabilidad entre las monedas del sistema sin desestabilizar la macroeconomía, entre otras cuestiones. A continuación, se presentan las principales características que deberían resguardarse a fin de sostener la Convivencia.

Rol excluyente del peso como unidad de cuenta

En línea con los principios establecidos en los principios de convivencia, se propone que el peso argentino sea la única moneda obligatoria en la cual se expresan los precios públicamente en la economía. Esto implica mantener el eje de la [Resolución 50/2002 del Ministerio de Economía](#), y sus posteriores ratificaciones, que establece que los precios deben consignarse en la moneda de curso legal. La fijación y publicidad de precios será obligatoria en pesos, pudiendo adicionalmente ser expresada en cualquier otra moneda; es decir los precios se pueden exhibir en todas las monedas que se desee, siempre que muestre el importe en pesos. Esta condición fue fundamental en la experiencia peruana, que mantuvo la exclusividad de la moneda local para fijar precios. Cabe resaltar que la fijación y promoción no incluye otros factores donde se utilizan los precios, como la realización de contratos, según la interpretación del Código Civil y Comercial en la actualidad.

La moneda extranjera en el sistema financiero

Uno de los pilares claves de la Convivencia será el rol de la moneda extranjera en el pasivo y el activo de las entidades financieras. Dependiendo de cómo se regule el uso de la moneda extranjera en los bancos, también se deberá regular su rol en otras entidades financieras, como los Agentes de Liquidación y Compensación (ALyCs) y las *fintechs*. Esta propuesta contempla que existirán mayores restricciones del lado de los pasivos de los bancos (depósitos) que los pasivos que son regulados por la CNV (inversiones financieras en el mercado de capitales). Esto se debe a que los depósitos bancarios son un pasivo que debe presentar un mínimo riesgo para sus tenedores. En cambio, para las inversiones en el mercado de capitales, los agentes económicos conocen los riesgos de volatilidad que afrontan las inversiones en moneda extranjera y está más internalizada la disciplina de mercado como mecanismo de regulación.

La regulación propenderá a que la hoja de balance de las entidades financieras se mantenga relativamente equilibrada entre activo y pasivo en moneda extranjera tanto en el corto como en el mediano y largo plazo. Para ello se usarán diversos instrumentos, entre los cuales se encuentran, la política de encajes, la regulación del crédito en moneda extranjera, la liquidación de los financiamientos en moneda extranjera, los requisitos de capital y liquidez, la calificación de los deudores, los seguros de depósitos y el control de la posición cambiaria neta de las entidades. A continuación se profundizará en estas aristas.

Política de encajes: impacto en los depósitos y el crédito

Los encajes o exigencia de efectivo mínimo son uno de los principales instrumentos de la política monetaria para proteger los depósitos y, a la vez, regular el crédito bancario. El propio nombre muestra que su fin principal es ser la primera barrera que defiende la liquidez de los depósitos frente a eventuales retiros de los depositantes. El efectivo mínimo exigido por la normativa se deposita en el BCRA y, en el caso de que sean en moneda extranjera, forman parte de las Reservas Internacionales. En principio, una vez cumplimentada la exigencia de efectivo mínimo correspondiente a cada tipo de depósito, el banco puede “aplicar” el resto de los fondos para préstamos o inversiones en moneda extranjera que se reflejarán en su activo, o dejarlos depositados en el BCRA¹⁴.

¹⁴ Las exigencias de efectivo mínimo son mayores para los bancos medianos y grandes (Grupo A) y los Global Systemic Important Banks (G-SIB), en comparación con el resto de los bancos de menor dimensión (que aproximadamente tienen la mitad de exigencia de efectivo mínimo). También son distintos si se refieren a depósitos a la vista o a plazo. Los depósitos a la vista, dada la posibilidad teórica de ser retirados inmediatamente, tienen una cobertura mayor que los que son a plazo.

A su vez, la política de efectivo mínimo cumple un rol central en el marco de la contabilización de la liquidez del BCRA¹⁵. El efectivo mínimo es considerado como parte de las Reservas Brutas, pero también se incluye en las mismas otra parte importante de los depósitos en dólares que es aquella no aplicada a los usos permitidos llamada "defecto de aplicación"¹⁶. En un régimen de fijación, las reservas sirven para intervenir y defender la paridad cambiaria. En uno de flotación libre, en teoría, ni siquiera se necesitan reservas, todo lo ajusta el tipo de cambio. En una Convivencia con flotación administrada, las reservas sirven para intervenir, dar dólares a los bancos si hay una corrida o retiro de depósitos y son recurso del prestamista de última instancia en dólares. Por eso, los encajes se cuentan en las Reservas Brutas. Se deduce entonces que las Reservas Brutas en un sistema de Convivencia tienen un rol adicional: que el Banco Central pueda ser el auxilio de liquidez principal para los bancos frente a una salida de depósitos en dólares.

Esta normativa cumple adecuadamente con el objetivo de concentrar los recursos en moneda extranjera "no usados", pero proponemos que las tasas aplicables a la exigencia de efectivo mínimo para moneda extranjera sean claramente superiores a las establecidas para la moneda nacional, tanto en los depósitos a la vista como a plazo. Dado el uso dual que tienen los encajes (como protección de los depósitos y como regulador de la dinámica del ciclo de crédito) este nivel más alto brindará una indicación clara de las mayores precauciones que se consideran necesarias para este tipo de depósitos en moneda extranjera, debido a que tenderá a elevar el costo de los préstamos en moneda extranjera y a reducir la remuneración de los depósitos en dicha moneda.

Adicionalmente, para los depositantes en moneda extranjera en el sector bancario, proponemos potenciar el actual sistema de seguro de garantía de los depósitos. Actualmente, la aplicación del sistema de seguro de garantía mediante SEDESA establece que los depósitos en pesos y en moneda extranjera cuentan con una garantía de hasta 25.000.000 de pesos. Es decir, en ningún caso, el total de la garantía por persona y por depósito podrá exceder de 25.000.000 de pesos, cualquiera sea el número de cuentas y/o depósitos. Este número parece bajo para un sistema que desea dinamizar el uso de ambas monedas y atraer pequeños y medianos depositantes, por lo cual se debería acordar con las entidades del sistema financiero un sendero gradual de suba (intentando así minimizar el costo adicional de fondeo que implica para los bancos constituir los aportes para subir las garantías). Se busca entonces garantizar un seguro que minimice el costo para los bancos, para asegurar que a su vez puedan remunerar los depósitos.

Crédito en moneda extranjera y descalce de monedas

La Convivencia permite potenciar el desarrollo financiero a partir de aumentar la cantidad de depósitos y créditos en moneda extranjera a los clientes locales. El aumento del crédito promueve la creación de agregados monetarios por el efecto de la creación de dinero bancario. Tanto el crédito en moneda extranjera como en moneda local generan un aumento en los depósitos, gracias al efecto del multiplicador del crédito bancario (expuesto en la [nota 11](#)). En el caso de la moneda extranjera, este incremento en los agregados monetarios en moneda extranjera conlleva un riesgo financiero considerable.

¹⁵ Las Reservas Brutas son el total de las Reservas Internacionales que contabiliza el BCRA, mientras que para obtener las Reservas Netas se restan los pasivos del BCRA a menos de un año entre otros ítems. Los encajes entonces están neteados de las Reservas Brutas.

¹⁶ Se define como "defecto de aplicación", según se desprende del punto 1.8 de la Norma de Efectivo Mínimo, al monto de los recursos que no fue utilizado para cumplir la exigencia de efectivo mínimo o no figura en el activo como préstamo o alguna de las inversiones permitidas. Ese defecto de aplicación neto del efectivo en las bóvedas propias de los bancos o en situación de transporte, pasa a ser considerado exigencia adicional. De esto se deduce que la exigencia de efectivo mínimo en moneda extranjera no solo abarca el porcentaje estipulado si no una parte importante de lo no aplicado. Esto, recordemos, se contabiliza en las Reservas Internacionales del balance del BCRA.

Por este motivo, una vez abandonado el régimen de Convertibilidad y habiendo pasado la crisis del 2001, Argentina incorporó limitaciones al endeudamiento en moneda extranjera de aquellos sectores que no son generadores genuinos de divisas. Dicha regulación se plasmó en una normativa específica, en línea con la [Sección 2 del Texto Ordenado de Política de Crédito](#). Las razones de la incorporación responden a una estrategia preventiva: evitar el descalce de la moneda entre activo y pasivo en la hoja de balance de los bancos.

El crédito en moneda extranjera es un tema financiero que requiere especial atención en economías bimonetarias. Si, por alguna razón, los depositantes en moneda extranjera deciden convertir sus depósitos en efectivo, se presentaría un problema, ya que no hay un prestamista de última instancia tradicional para respaldar esta salida. Esto contrasta con el caso de los depósitos en pesos, donde el BCRA puede emitirlos y realizar redescuentos sobre la cartera solvente de cada banco que enfrenta retiros de depósitos.

Las regulaciones macroprudenciales deberán lograr que el crecimiento del crédito en moneda extranjera se mantenga en un nivel controlable y no generar, a través del efecto multiplicador del crédito bancario, un aumento riesgoso del volumen de nuevos depósitos en moneda extranjera ([Guzmán et al., 2024](#)). El grado de control dependerá del respaldo existente para sostener un eventual desplazamiento de la demanda de moneda extranjera que desee pasar de los depósitos bancarios a efectivo. Esto implica mantener las limitaciones actualmente existentes en [el Texto Ordenado de Política de Crédito](#) respecto a:

- 1. La cantidad potencial de crédito en moneda extranjera por institución:** será influenciada por el nivel de encajes.
- 2. Los destinos sectoriales de los créditos en moneda extranjera:** serán para actividades asociadas a la producción de bienes y servicios en sectores con capacidad de generar directa o indirectamente ingresos de divisas correlacionados con mayores exportaciones o sustitución de importaciones¹⁷. Esto se justifica en que los precios de estos bienes sufren, potencialmente, menos variaciones entre los ingresos en pesos y los pagos en dólares que debería hacer el prestatario de actividades típicamente no transables. Actualmente existe incluso un límite taxativo al uso de crédito en moneda extranjera para la importación de bienes insumos o bienes de capital. Este ítem podría relajarse de establecerse una nueva normativa.
- 3. La forma operativa de desembolso de las financiaciones en moneda extranjera:** existe en Argentina una obligación taxativa, que no es común en otros países bimonetarios, de que las financiaciones bancarias en moneda extranjera (excepto las suscripciones primarias de deuda) se liquiden en el Mercado Libre de Cambios (MLC). Esta obligación también incluye a la deuda financiera con el exterior o la emisión de deuda en moneda extranjera (como las ON) emitidas en Argentina, si es que se desea tener acceso posteriormente al MLC para el pago de los servicios de la deuda, tanto de capital como de intereses¹⁸. Este requisito no es meramente operativo y conlleva una preocupación macroeconómica y monetaria fundamental: no acentuar el multiplicador del crédito bancario en moneda extranjera generando la creación de "argendólares" o "argeneuros". Este punto ha sido siempre un centro de preocupación en las economías bimonetarias como Perú o Uruguay.

¹⁷ Para una lista taxativa de los destinos del crédito en moneda extranjera, ver el [punto 2.1 del TO de Política de Crédito, sección 2](#).

¹⁸ Como se explica en la sección de los controles cambiarios, se propone quitar la restricción cruzada. Si el emisor ingresara los fondos por el CCL, dada la restricción cruzada que existe actualmente entre CCL/MEP con el MLC no tendría acceso al MLC y debería esperar los 90 días para importar o exportar. Esta restricción opera tanto al inicio como en cada pago de capital y/o intereses que se realice a través del mercado financiero. No tener garantizado el acceso al MLC para el pago futuro de los servicios de esa deuda, potencialmente generaría mayor riesgo de repago y una menor calificación crediticia del instrumento.

- 4. Los requisitos de capital por riesgo de tipo de cambio:** representa el riesgo de mercado asociado a la variación del precio de un activo o pasivo dentro o fuera del balance de las entidades financieras ([Texto Ordenado de Capitales Mínimos](#)). En economías bimonetarias o en las que los bancos tienen alta exposición a otras monedas (un porcentaje elevado del activo y del pasivo están colocados en instrumentos denominados moneda extranjera), la fluctuación del tipo de cambio puede pasar a representar un rol preeminente en la generación de riesgo. Esto no era ni es tenido en cuenta con tal énfasis en las distintas evoluciones de las regulaciones estándar del Comité de Basilea.

Desde el 2002, Argentina acumuló mucha experiencia en el tratamiento del riesgo asociado a movimientos en el tipo de cambio (como se refleja en el [Texto Ordenado de Capitales Mínimos de las Entidades Financieras](#) en la sección sobre Capital mínimo por riesgo de mercado). Luego de más de 20 años donde la macroeconomía vivió varias crisis cambiarias, no se experimentaron crisis bancarias. A pesar de este logro, es debatible si el esquema actualmente vigente es suficiente para un sistema que busca tener una actitud más proactiva en la generación de crédito en moneda extranjera.

Desde Fundar contemplamos dos propuestas adicionales al respecto: (i) una opción sería aumentar en el margen los requisitos de capital por riesgo de tipo de cambio para todas las instituciones suponiendo que va a existir una mayor exposición a créditos en dólares; (ii) otra alternativa sería establecer un porcentaje adicional de capital de, por ejemplo, el 0,5% para las entidades donde los activos asociados al riesgo cambiario superen un límite especial del 50 o 60% del total del activo. Esto funcionaría además como un incentivo a mantener activos en pesos.

- 5. Las pautas de clasificación de deudores y de provisionamiento:** sugerimos que se mantenga el criterio de clasificación de deudores establecido en la normativa vigente en el [Texto Ordenado de Clasificación de Deudores](#). Esto implica evaluar detalladamente la capacidad de repago del deudor poniendo énfasis en la medición del grado de exposición que se registre en moneda extranjera, en función de su endeudamiento y de la capacidad de generación de ingresos en esa divisa. En particular, se deberá analizar cuidadosamente si el cliente cuenta con una capacidad de pago suficiente que permita cubrir los vencimientos aún ante variaciones significativas en el tipo de cambio¹⁹. En el mismo sentido, creemos que la normativa actual sobre las pautas mínimas de provisionamiento por riesgo de incobrabilidad tienen un nivel de protección adecuado en cada una de las categorías: (i) situación normal, (ii) con seguimiento especial/ riesgo bajo, (iii) con problemas/riesgo medio, (iv) con alto riesgo de insolvencia/riesgo alto y (v) irrecuperable. El objetivo prudencial en este caso implica que, dentro del balance de los bancos, la prioridad es evitar una intermediación que genere riesgos elevados frente a cambios en el tipo de cambio. Cuando el sistema esté implementado se podrá hacer una sintonía fina gradual que vaya agregando actividades, sectores y tipos de prestatarios a los admitidos para crédito bancario tradicional en dólares pero con gran precaución de no afectar la percepción de riesgo de la parte bancaria del segmento en moneda extranjera del sistema financiero.
- 6. El rol de los bancos como entidad fuertemente regulada:** sugerimos en una primera instancia mantener lo establecido en las operaciones de compra de moneda extranjera a través de operaciones MEP y CCL, que hoy deben ser transferidas a una cuenta bancaria. Esta normativa garantiza que las operaciones pasen por la vista del BCRA que es la entidad con capacidad y atributos para supervisar el sistema bancario. También el pasaje a través de cuentas bancarias permite tener una mejor trazabilidad y mejorar la reputación de Argentina como mercado que no

¹⁹ Según punto 6.2 del Texto Ordenado de la Clasificación de Deudores, en el apartado "Clasificación de los deudores de la cartera comercial": "Respecto de clientes por financiaciones en moneda extranjera, cualquiera sea la fuente de recursos que se aplique, deberá ponerse énfasis en analizar si el cliente cuenta con una capacidad de pago suficiente que permita cubrir los vencimientos aún ante variaciones significativas en el tipo de cambio. A tal fin, deberán tenerse en cuenta al menos dos escenarios en los que se contemplen variaciones significativas en el tipo de cambio de diferentes magnitudes en el término de hasta un año".

propicia el lavado de dinero y las otras cuestiones combatidas por el Grupo de Acción Financiera Internacional (GAFI).

El equilibrio de la hoja de balance de los bancos respecto a la moneda extranjera

Hasta ahora vimos la regulación prudencial en sentido amplio (macro y micro) de flujos y stocks de moneda extranjera dentro de cada banco. Corresponde, complementariamente, tener una regulación que contemple la totalidad de la hoja de balance de cada entidad y la relación existente entre activos y pasivos en moneda extranjera, así como también entre activos y pasivos en moneda extranjera y en moneda local. La regulación deberá velar por el hecho de que la mayor flexibilidad general en la operación con moneda extranjera esté balanceada. Esto significa que la Posición General Neta de Moneda Extranjera (PGNME), la diferencia entre el valor de los activos en moneda extranjera y los pasivos en dicha moneda, deberá ser equilibrada ([Texto Ordenado sobre la PGNME](#)). En la actualidad la posición global neta negativa de moneda extranjera tiene un límite máximo del 30%, pero la posición neta positiva debe observar un límite de sólo de 5%. Esta asimetría es potencialmente un desequilibrio generado por la escasez de reservas que condiciona la optimalidad de la regulación desde un punto de vista que privilegie aspectos prudenciales.

El objetivo de financiarizar y formalizar la moneda extranjera existente en la economía argentina promoverá que las entidades financieras tengan una mayor participación en operaciones activas y pasivas relacionadas con la moneda extranjera. Esta mayor exposición podría generar potenciales descalces de moneda (adicionales a los usuales descalces de plazo y tasa) en la hoja de balance de las entidades. Por lo tanto, la implementación de un sistema estable de Convivencia debe contar con un esquema regulatorio (más concretamente, la que define la Posición Global Neta de Moneda Extranjera ya aludida) que apunte a tener un sistema financiero con un equilibrio entre activos y pasivos en moneda extranjera y en moneda local, tanto en cada entidad, como a nivel agregado.

Es comprensible que las entidades quieran cubrir con activos en moneda extranjera más largos, pasivos en moneda extranjera transaccionales como los depósitos a la vista o plazos fijos a 30 días. Sin embargo, dado el nivel muy restrictivo de las regulaciones actuales, se requiere una liberalización gradual de estas normas altamente limitantes. En la práctica, el manejo de las posiciones en moneda extranjera de las entidades financieras es una de las partes clave del llamado "cepo". En momentos de volatilidad cambiaria, aceptar traspasos masivos de las entidades financieras reguladas (bancos, ALyCs, *fintech*, compañías de seguros) desde sus activos en pesos a moneda extranjera sería altamente desestabilizante para el sistema.

Es difícil entonces pensar que las entidades de todo tipo no tengan limitaciones para traspasos abruptos o masivos desde los activos en moneda nacional a otra moneda. Pero, para lograr un escenario donde se privilegien los aspectos prudenciales en la relación activos-pasivos en moneda extranjera se requiere contar con un stock adecuado de Reservas Netas del BCRA y no tener que usar este tipo de normativa para reducir el potencial drenaje que podría significar que las entidades deseen estar más líquidas en moneda extranjera.

La aplicación financiera de la moneda extranjera fuera del sistema bancario

El esquema crediticio y de aplicaciones financieras admisibles para los actores financieros no bancarios (ALyCs, *fintechs*, compañías de seguros, entre otras entidades) difiere del propuesto para los bancos. El objetivo es que estos actores capten moneda extranjera para que se canalice a través del mercado de capitales.

En la actualidad, los instrumentos en moneda extranjera (sobre todo en dólares) son una parte importante de las financiaciones totales de la economía y están mayormente concentradas en la emisión de ON por empresas medianas y grandes. Estos actores no bancarios podrán aumentar la oferta de FCI, ON, fideicomisos, y otros instrumentos en moneda extranjera a través de sus áreas de inversiones, pero disociadas taxativamente del balance de los bancos y cumplimentando estrictos requisitos de transparencia y prevención de riesgos de la inversión en el mercado de capitales a través de ALyCs y *fintechs*. Se considera que el esquema de regulación del mercado de capitales implementado por la CNV al respecto es general. Sin embargo, si se espera un aumento de las inversiones en dólares del público minorista “por fuera” de los canales de los bancos, deberán acentuarse las prevenciones sobre los riesgos de cada tipo de inversión y más en concreto, deberá expandirse la educación financiera.

Aun cuando toda la nueva inversión que estimule la Convivencia se volcara hacia el segmento del mercado de capitales a través, por ejemplo, de ON o FCI en dólares donde los clientes tienen bien especificados los riesgos asumidos, esos fondos circularán luego por el sistema financiero bancario tradicional o el *fintech*, lo cual implica mayores depósitos, mayores encajes, mayor capacidad prestable y mayores reservas.

Configuración del mercado cambiario y regulación de los principales flujos de moneda extranjera

Un esquema de Convivencia con tipos de cambio flexible o de flotación administrada tiene en el centro de su estructura al mercado cambiario entre el peso y las monedas extranjeras. En ese mercado, se determinan diariamente las paridades entre las divisas y un determinado rango de períodos futuros. En Argentina, el concepto de mercado cambiario engloba varios mercados: el MLC, el mercado financiero legal con las operatorias en el MEP y el CCL, y el mercado paralelo ilegal llamado “blue”.

En la experiencia internacional, se considera que tener un mercado único y profundo para la determinación del tipo de cambio es lo más adecuado para reducir excesos de volatilidad de las cotizaciones.

Evitar los tipos de cambio múltiples se trata, además, de un compromiso que se le requiere a los países signatarios del Convenio Constitutivo del FMI (artículo VIII del [Convenio constitutivo del FMI](#)). En un esquema cambiario de flotación administrada como el propuesto para los primeros años de la Convivencia, un mercado único y profundo permite mayor eficiencia en el uso de los recursos de la intervención.

En este marco es central mantener la obligatoriedad de la liquidación de los ingresos en dólares provenientes de exportaciones a los efectos de potenciar, al menos en los periodos iniciales del sistema, el flujo de divisas en el mercado y la acumulación de reservas netas. Esto implica mantener en el [Texto Ordenado de Exterior y Cambios del BCRA la sección 7](#) vinculada a la “Obligación de ingreso y liquidación en los plazos establecidos”²⁰. También implica revertir el efecto del [Decreto 28/2023](#) que establece que el 20% de las exportaciones no se liquidan a través del mercado oficial.

²⁰ Las potestades que otorga el Régimen de Incentivo para Grandes Inversiones (RIGI) para mantener fondos en moneda extranjera en el exterior luego de los primeros años de exportaciones debería ser la única excepción al esquema obligatorio de liquidación de los ingresos en dólares, contemplando el texto del [Decreto 749/2024](#).

En el mismo sentido, y como fuera mencionado previamente, hay que mantener la Liquidación en el Mercado Libre de Cambios de los créditos en dólares tanto de origen local como extranjero²¹. La contrapartida es habilitar el acceso a este mercado cambiario para realizar todos los egresos de divisas admitidos en la legislación, entre ellos, importaciones de bienes y servicios, servicios de deuda, pago de utilidades a no residentes, etc. (según [Texto Ordenado de Exterior y Cambios del BCRA](#) la sección 7 vinculada a la "Obligación de ingreso y liquidación en los plazos establecidos").

Dadas las distintas experiencias que tuvo Argentina, la mejor opción es mantener un mercado único en donde se determine en la forma más competitiva posible el precio de las divisas en base a la oferta y la demanda. La condición necesaria para que este mercado funcione fluidamente es minimizar las regulaciones y prohibiciones que generan como subproducto la aparición de distintos mercados paralelos. En general, cuando los tipos de cambio se determinan en varios mercados pequeños y segmentados, proliferan las señales de precios, a pesar de que en algunos casos pueden estar distorsionados e incluso sujetos a riesgos de manipulación.

La unificación cambiaria es una condición necesaria para que los mercados en donde se transan las monedas sean profundos. También hace viable implementar más eficientemente la regulación prudencial sobre flujos de capitales y tener una adecuada registración de los movimientos de la cuenta corriente y de capital, lo cual genera importantes externalidades fiscales, estadísticas y respecto al lavado de activos. La experiencia ha demostrado que la interfaz operativa de los usuarios con el mercado no debe ser administrado por el BCRA o el Estado, si no que se debe delegar la intermediación de acceso en las entidades financieras.

Un mercado formal con las menores restricciones posibles en el acceso necesita garantizar que concentra la mayor cantidad de oferta y demanda de divisas para, así, reflejar eficientemente el mejor precio posible y los menores costos transaccionales. Por otro lado, como señalamos, un esquema como este estaría alineado con los organismos internacionales y las reglas de la arquitectura financiera internacional, que promueven los regímenes cambiarios que eviten los tipos de cambios múltiples que surgen de la existencia de mercados cambiarios segmentados.

Regulaciones cambiarias y financieras: el desarme del cepo

Avanzar con el esquema de Convivencia implica abordar el llamado cepo que es esencialmente un conglomerado de regulaciones cambiarias, financieras y monetarias que se fue construyendo a partir de la crisis de la Convertibilidad en 2002. A lo largo de los años pasó por distintos períodos donde tuvo fuertes cambios en los cuales se incrementó su grado de restrictividad, sobre todo a partir de 2011 y hasta 2016. Luego pasó por un período de virtual liberalización absoluta entre 2016 y 2018 que terminó en una crisis cambiaria y fiscal, pero no bancaria. En 2019 fue reimplantado por el gobierno del presidente Mauricio Macri y, a lo largo del gobierno de Alberto Fernández, fue creciendo nuevamente el grado de restrictividad. El actual gobierno de Javier Milei ha postulado la necesidad de un enfoque gradual para su desmantelamiento definitivo. La evolución de algunas de estas aristas han sido abordadas en [Guzman et al., \(2024\)](#).

La tabla 3 muestra las distintas regulaciones cambiarias que han configurado el llamado cepo agrupadas por el tipo de transacción.

21 La sección 5 del [Texto Ordenado de Exterior y Cambios del BCRA](#) establece la liquidación en el MLC del endeudamientos en moneda extranjera con entidades locales, mientras que la sección 2 del [Texto Ordenado de Exterior y Cambios del BCRA](#) lo establece con el endeudamiento financiero con el exterior. En este último caso, la liquidación permite que después puedan adquirir las divisas en el mercado libre de cambios para atender los servicios de capital e intereses.

Taxonomía de las principales regulaciones cambiarias en Argentina

Tabla 3

<p>1. Restricción cruzada entre mercado cambiario y financiero. Restricción de arbitraje (cepo cruzado)</p> <p>Son restricciones cambiarias que se derivan de limitaciones en el acceso al mercado de cambios para realizar pagos o transferencias por transacciones internacionales corrientes, que impiden el acceso al mercado de cambios a menos que el solicitante no haya realizado en los 90 días anteriores y posteriores ciertas transacciones en el mercado de valores.</p>
<p>2. Egresos de la balanza comercial (bienes y servicios)</p> <p>Son restricciones cambiarias derivadas de restricciones a los pagos por importaciones de bienes y servicios, como las siguientes:</p> <ul style="list-style-type: none"> (i) limitaciones en los montos de divisas y plazos que se pueden acceder para pagos de importaciones; (ii) limitaciones a los pagos anticipados de importaciones; (iii) limitaciones a los pagos por importaciones de bienes de lujo; (iv) un requisito de preautorización para pagos de servicios a partes relacionadas.
<p>3. Transacciones invisibles</p> <p>Son restricciones cambiarias sobre pagos por transacciones invisibles, como:</p> <ul style="list-style-type: none"> (i) limitaciones en el acceso al mercado de divisas para realizar transferencias de moneda extranjera al exterior como ganancias y dividendos a accionistas no residentes; (ii) limitaciones en el acceso a divisas por parte de individuos residentes para transacciones invisibles (por ejemplo, sueldos, salarios, remesas familiares, gastos médicos, gastos educativos) y otras transferencias de cuenta corriente, y para no residentes para transferir al exterior los ingresos provenientes de transacciones internacionales corrientes.
<p>4. Deuda externa y pago de intereses</p> <p>Son restricciones cambiarias sobre los pagos de intereses y montos moderados de amortización de préstamos externos, de la siguiente manera:</p> <ul style="list-style-type: none"> (i) limitaciones en el acceso a divisas para el pago de endeudamiento externo, que requieren que todos los ingresos por deuda externa hayan sido liquidados en el mercado de cambios local antes de acceder a divisas para el servicio de la deuda externa; (ii) requisitos obligatorios de refinanciamiento; (iii) limitaciones a los pagos anticipados de deuda; (iv) consentimiento previo del BCRA para los pagos de capital (incluida la amortización) a partes relacionadas.
<p>5. Tipo de cambios múltiples basados en impuestos y reintegros</p> <p>Abarcan distinto tipo de regulaciones como:</p> <ul style="list-style-type: none"> (i) una restricción cambiaria y un régimen de múltiples tipos de cambio (MCP, por sus siglas en inglés) derivado de un impuesto del 30% sobre la compra de divisas por parte de individuos y sobre pagos por consumos en el exterior; (ii) una percepción del 30% del Impuesto a las Ganancias que puede ser acreditada contra otras obligaciones fiscales al final del año fiscal; (iii) se cobran derechos de exportación (retenciones) sobre ciertas exportaciones; (iv) se cobran aranceles a la importación de ciertos bienes y servicios; (v) se pagan reintegros a las exportaciones para determinados productos.

Tabla 3



Tabla 3

6. Régimen de múltiples tipos de cambio (MCP)

Refiere a la existencia de varios mercados cambiarios relevantes provocada tanto por las limitaciones en la disponibilidad de divisas que canalizan las transacciones internacionales corrientes hacia el mercado paralelo, como por la diferencia entre el tipo de cambio oficial y en dichos mercados.

Existen simultáneamente mercados paralelos legales como el MEP y CCL que operan a través de bonos soberanos y otros instrumentos financieros con doble cotización en pesos y moneda extranjera, y mercados paralelos ilegales como el llamado "mercado blue" que escapan a la regulación cambiaria y tributaria.

Las prácticas cambiarias ilegales están tipificadas en una ley penal severa, pero de difícil aplicación.

7. Ingresos al mercado cambiario

Refiere a la obligatoriedad que tienen los exportadores de bienes y servicios, de los receptores de ingreso provenientes de transacciones invisibles, de endeudamiento financiero con el exterior y de fondos provenientes de la emisión de títulos de deuda en moneda extranjera, de liquidar dichos fondos en el Mercado Libre de Cambios.

El primer objetivo que se busca alcanzar con el desmantelamiento del cepo es un impacto neto positivo en la entrada de divisas y en la dinámica de la economía. En principio la apertura puede generar tanto ingresos como salidas de fondos, aunque cabe esperar que el resultado neto sea positivo. En un contexto de un bajo nivel de reservas, esa entrada de nuevos fondos debería ser mayor o similar a la hipotética salida de agentes que, teniendo stocks acumulados en moneda local, pudieran estar esperando esa liberación²². Luego, en los primeros años, durante su funcionamiento como una economía sin cepo, el sistema de Convivencia debería ser capaz de procesar shocks negativos locales o globales usando la flexibilidad cambiaria pero evitando la volatilidad excesiva (teniendo presente que en un sistema de Convivencia la amplia interoperabilidad entre monedas y el crédito en moneda extranjera pueden potenciar endógenamente la volatilidad cambiaria).

Por cuestiones de prudencia macroeconómica resulta preferible la estrategia de un desarme persistente y gradual, por lo que, la mejor opción es hacer una clara separación entre flujos y stocks. Así, se puede comenzar por liberar los flujos comerciales y financieros para personas humanas y empresas excluyendo a las entidades de carácter financiero, y dejar para una segunda etapa los stocks acumulados. Se puede reducir el pago de importaciones de los actuales 30 días al contado para bienes y servicios, y admitir el pago por anticipado para compras de bienes de capital y dar un plazo de 30 días para los pagos de dividendos a generar a partir del corriente año. Asimismo, todos los flujos de inversión extranjera nuevos tendrán acceso al MLC a partir de un plazo prudencial de dos años de su ingreso.

Respecto a los stocks acumulados que desean egresar por el MULC se propone un plan temporal de egresos para los stocks referidos a pagos de utilidades de períodos anteriores y deudas con la casa matriz o empresas vinculadas a tres años en el caso de grandes empresas y de un año para medianas y pequeñas. Complementariamente, para descomprimir esa deuda, se puede usar limitadamente un bono específico. No necesariamente un BOPREAL, sino bonos del Tesoro que se canjeen por parte de las Letras Intransferibles del Tesoro en poder del BCRA. De esta forma, el BCRA licita esos bonos y esteriliza pesos. Lo ideal es que esta emisión sea en un contexto donde hayan crecido las Reservas Netas, por ejemplo, por aportes externos o un resultado positivo de la cuenta corriente.

Es importante trabajar separadamente con los distintos agentes de la economía, tomando como criterio el potencial efecto disruptivo que podría tener movimientos abruptos de los mismos sobre el régimen de flotación administrada. La primera separación debe ser entre personas humanas, empresas no financieras y entidades de carácter financiero. Para las personas humanas, los límites de acceso son básicamente montos mensuales. Para las empresas, en general también se graduarán límites cuantitativos decrecientes. En el caso de las 300 principales empresas que operan en el mercado cambiario,

²² Ante la liberación de restricciones cambiarias, al inicio podrían salir más dólares de los que entran. Esto genera que el tipo de cambio aumente y que se requieran reservas para contener la suba. Los que deseen reingresar optarán por esperar a la estabilización. Quienes ya entraron, optarán por quedarse (ya que deberían salir a un tipo de cambio más alto).

se puede avanzar en forma más gradual, debido al efecto disruptivo de movimientos cambiarios asociados a sus compras y ventas. Finalmente, para las entidades financieras de todo tipo (bancos, ALyCs, *fintech* y compañías de seguros), tal como hemos señalado en lo referido a las posiciones en moneda extranjera, si bien enfrentan en la actualidad un estándar muy restrictivo en las regulaciones actuales, la liberación de las restricciones debe ser más gradual por su rol central en el sistema de Convivencia.

Como se especifica arriba, el llamado “cepo cruzado” es la restricción que impide a un mismo agente operar en el MLC en un rango de 90 días antes y después de una operación en el CCL/MEP²³. Esta restricción busca evitar arbitrajes entre los dos tipos de mercado (el MLC y los financieros). La Convivencia en general y una plena liberación del cepo que no sea traumática, en particular, requieren que las variables macroeconómicas claves (reservas, tipo de cambio, mercados cambiarios, inflación, tasas de interés, resultado fiscal etc.) se encuentren en niveles adecuados. En este contexto, es posible reducir gradualmente la exclusión del MLC a un período de 30 días y luego a cero. En la transición, esta liberación puede ser completa para la gran mayoría de las empresas no financieras y mantener algunos límites cuantitativos para las 300 empresas con mayor actividad en el mercado cambiario.

Respecto a la Formación de Activos Externos (FAE) por parte de personas humanas y empresas no financieras, si la brecha es baja y convergente, se puede seguir canalizando por el mercado financiero, particularmente para las personas humanas. Respecto a las personas jurídicas, la gradual reducción de la restricción cruzada permitirá también que las empresas adquieran activos externos a través del mercado financiero mientras procede la convergencia de tipos de cambio entre MLC y CCL/MEP (reducción de la brecha).

Se mantendrá en los primeros años una percepción a cuenta del impuesto a las ganancias del 30% (con posibilidades de reducción gradual) para viajes y gastos de turismo, así como para el uso de la tarjeta en el exterior. Esto genera además una externalidad positiva en términos de control tributario.

Con relación a la entrada y salida de fondos de agentes no residentes, es posible actualizar el [Decreto 616/2005](#) que fijaba un depósito temporal de los fondos que entran, observando el principio general de que las restricciones macroprudenciales a la entrada son la forma más transparente para evitar flujos especulativos de corto plazo ([Guzman et al., \(2024\)](#)).

En síntesis, hace décadas que el peso viene perdiendo sus funciones frente al dólar. Cómo está planteada, esta coexistencia de monedas no es deseable: pone presión sobre el tipo de cambio, complica el desarrollo del mercado de inversiones en pesos y limita las opciones de financiamiento, entre otras cosas. Plantear una economía en pesos no es realista y por eso proponemos un esquema de Convivencia de Monedas. Las medidas macroeconómicas, regulatorias e institucionales que aquí proponemos buscan rescatar el rol de una moneda nacional sana y robusta, reconociendo que —dada la situación a la que llegó la economía argentina— esto sólo ocurrirá si el peso logra convivir eficientemente junto con otras alternativas.

23 Esta restricción está establecida en la Sección 3 del [Texto Ordenado Exterior y Cambios](#).

Bibliografía



- Armas, A., y Misaico, Z. (2021). [Dinámica de la dolarización y políticas de desdolarización en el Perú](#). Ensayos Económicos, 77, pp. 6-32.
- Carrera, J. (2002). [Hard peg and monetary unions. Main lessons from the Argentine experience](#). Joint edition CPER (London) and Fordham University (New York). Fordham University New York.
- Comisión Nacional de Valores. (2024). Informe Ejecutivo de Gestión (Sep 2024).
- Dancourt, O. (1997). [Reformas estructurales y política macroeconómica en el Perú: 1990-1996](#). Pontificia Universidad Católica del Perú.
- Dancourt, O. (2015). [Inflation Targeting in Peru: The Reasons for the Success](#). Comparative Economic Studies, 57(3), pp. 511-538.
- Dancourt, O. (2017). [The lean times in the Peruvian economy](#). Journal of Post Keynesian Economics, 40(1), pp. 112-129.
- Dancourt, O., y Mendoza, W. (2002). [Modelos macroeconómicos para una economía dolarizada](#). Colección Textos Universitarios. Pontificia Universidad Católica del Perú.
- De la Vega, P., Zack, G. y Calvo, J. (2022). [Un análisis de los determinantes de la inflación en Argentina](#). Fundar.
- Guzmán, M., Morra, F., Tosi, R., Zack, G. y De la Vega, P. (2024). [Ni cepo ni liberalización completa: hacia una regulación prudente de los flujos de capitales](#). Fundar.
- Hayek, F. A. (1976). Denationalisation of money: an analysis of the theory and practice of concurrent currencies (Vol. 70). Ludwig von Mises Institute.
- Libman, E., Ianni, J. M. y Zack, G. (2023). [Argentina bi-monetaria: cómo salvar al peso sin morir en el intento](#). Fundar.
- Lódola, A., Moskovits, C. y Zack, G. (2024). [Hacia un sistema tributario federal armónico: diagnóstico y propuestas](#). Fundar.
- Savastano (1992). [The Pattern of Currency Substitution in Latin American: An Overview](#). Revista de Análisis Económico, 7(1), pp. 29-72.
- Velarde, J., y Rodríguez, M. (1992). [El Programa Económico de agosto de 1990: Evaluación del Primer Año](#). Documento de trabajo, 2. CIUP.

Acerca del equipo autoral

Jorge Carrera

Licenciado en Economía por la Universidad Nacional de La Plata y Doctor en Investigaciones en Economía por la República Italiana. Se ha desempeñado como Jefe del Área Investigaciones Económicas del BCRA y como Gerente Principal de Investigaciones Económicas del BCRA, como vice-director del Centro de Economía Internacional de Cancillería Argentina, y como Director del Área de Integración Económica y Mercosur del Centro de Asistencia a las Ciencias Económicas y Sociales (UBA). Es Profesor Titular de Finanzas Internacionales en la Universidad Nacional de La Plata, y ha dictado clases en la UBA, las universidades de Pavia, Lyon, Madrid, Bolonia y Roma.

Micaela Fernandez Erlauer

Investigadora del área de Economía de Fundar

Licenciada en Economía por la UBA y maestranda en Planificación y Evaluación de Políticas Públicas en la UNSAM. Sus áreas de interés incluyen política fiscal, mercado laboral y distribución del ingreso. Se especializa en análisis de presupuesto con perspectiva de género.

Emiliano Libman

Investigador del área de Economía de Fundar

Licenciado y magíster en Economía por la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Buenos Aires y doctor en Economía por la Universidad de Massachusetts, Amherst. Es investigador asistente del CONICET y miembro del CIMaD (Escuela de Economía y Negocios de la Universidad Nacional de General San Martín) y del CEDES. Dictó cursos de macroeconomía de grado y posgrado en la Universidad de Buenos Aires, la Universidad Nacional de San Martín, la Universidad Torcuato Di Tella, la Universidad de San Andrés y la Universidad Nacional de Salta. Fue Director de la Unidad de Relaciones Técnicas con el FMI, Ministerio de Economía de la Nación. Se especializa en macroeconomía y economía del desarrollo.

Tomás Canosa

Coordinador del área de Economía de Fundar

Licenciado en Economía por la Universidad de Buenos Aires y magíster en Economía Internacional y Desarrollo Económico en la HTW-Berlin. Es doctorando en Desarrollo Económico en la Universidad Nacional de Quilmes. Es profesor de la Universidad de Buenos Aires, la Universidad Nacional de Mar del Plata y la Universidad Nacional de Entre Ríos. Sus áreas de interés son el desarrollo económico, desarrollo productivo, financiamiento PyME y el impacto de la macroeconomía en la industria. Se desempeñó como Jefe del Departamento PyME de la Unión Industrial Argentina, Director de Estudios Económicos de la Asociación de Industriales Metalúrgicos de la República Argentina y Subsecretario PyME del Ministerio de Economía de la Nación.

Equipo de Fundar

Dirección ejecutiva: Martín Reydó

Dirección de Proyectos: Lucía Álvarez

Coordinación editorial: Juan Abadi

Revisión institucional: Juan Martín Ianni

Diseño: Micaela Nanni

Edición de gráficos: Maia Pérsico
