

# EL COSTO DE OPORTUNIDAD DEL SEÑOREAJE EN ARGENTINA

*Jorge C. Ávila<sup>1</sup>*

recibido: 22 de octubre 2022

aceptado: 28 de marzo 2023

## **Resumen**

En los últimos veinte años, cada vez que se propone la dolarización oficial de la economía argentina la invariable respuesta enfatiza la pérdida del señoreaje, y la propuesta se descarta. Pero todo bien supone un costo. ¿Cuál es el costo de oportunidad del señoreaje? Aquí estimamos tanto el costo del señoreaje que se pierde como los beneficios que se sacrifican por conservarlo. Nuestra conclusión es que los beneficios superan ampliamente el costo.

**Palabras claves:** dolarización oficial, ingreso per cápita relativo, cuantificaciones.

## **Abstract**

In the last twenty years, every time someone puts forward the official dollarization of the Argentine economy, the usual answer emphasizes the loss of seigniorage, and the proposal is discarded. Yet every good has a cost. Which is the opportunity cost of seigniorage? We estimate here both the cost of the lost seigniorage and the forgone benefits from keeping it. We conclude that the benefits are much higher than the cost.

**Key words:** official dollarization, relative per-capita income, estimates.

---

<sup>1</sup> Profesor e investigador full time. Universidad del CEMA. Av. Córdoba 374, (C1054AAP) CABA, Argentina. [jca@ucema.edu.ar](mailto:jca@ucema.edu.ar)

JEL: E49

Las opiniones y los posibles errores de esta nota son de mi exclusiva responsabilidad.

## Introducción

*Con la dolarización se pierde el señoreaje.* Esta es la frase que repiten los economistas que se oponen a la dolarización oficial de la economía argentina. Pero, si el señoreaje fuera un beneficio, cuál sería entonces su costo. ¿Cuál es el costo de oportunidad de conservar el señoreaje?

Para conservarlo, Argentina tendría que seguir usando una moneda de mala calidad como el peso. El costo de oportunidad del peso son los beneficios que se sacrifican por no dolarizar. Si el país adoptase una moneda de primera clase no tendría más devaluaciones ni inflación, más controles ni corridas cambiarias, más capitales golondrina ni bicicletas financieras, más paritarias ni huelgas, más tarifazos ni apagones, más congelamientos de precios ni amenazas de expropiación por incumplimiento, más bloqueos de exportaciones ni de importaciones. En el caso argentino, estos traumas se deben en buena medida a la existencia de una moneda nacional. La eliminación de esas distorsiones y la rebaja de la prima de riesgo argentino que acompañarían a una dolarización oficial sostenible<sup>i</sup> impulsarían un no despreciable proceso de acumulación de capital y crecimiento económico.

El propósito de esta nota es cuantificar dos variables: el ingreso por señoreaje que genera la moneda nacional y el costo de oportunidad del mantenimiento de la moneda nacional, y compararlas. Haremos la comparación para un período de 20 años.

## I. Definiciones y Supuestos

En sentido estricto, el señoreaje es igual a la emisión monetaria que abastece exactamente el crecimiento de la demanda de base monetaria, o la emisión monetaria consistente con la estabilidad del nivel de precios. Hay otra definición que se usa mucho en los últimos años: el flujo de intereses de los depósitos y letras en moneda extranjera de corto plazo en los que el gobierno invierte las reservas internacionales que respaldan a la base monetaria. Para los países de Europa Central, Schobert (2003) discute ambas definiciones y compara el costo de la pérdida del señoreaje con el beneficio por reducción de tasas de interés de largo plazo que supone la adopción del euro como moneda propia. Por simplicidad, usaremos aquí la primera definición del señoreaje.

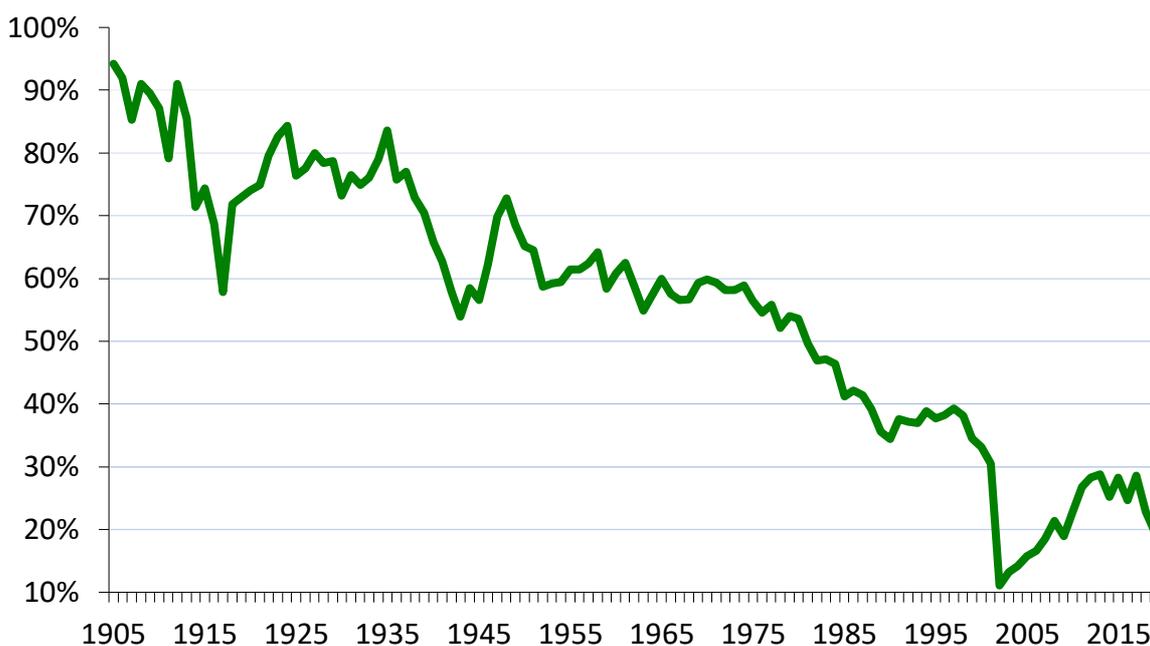
Definimos el costo de oportunidad del señoreaje como la diferencia entre el PBI que puede esperarse de la reducción del riesgo argentino y la eliminación de otras distorsiones en razón de la dolarización oficial sostenible, y el PBI que cabe esperar del mantenimiento del sistema monetario fundado en el peso. Entre otros, Guidotti y Powell (2001) señalan que el principal beneficio de la dolarización sería la reducción del riesgo país y “el ambiente económico más estable” que así resultaría. Aquí damos un paso más en la definición de este beneficio.

Las cuantificaciones que presentamos en la próxima sección se derivan de estos supuestos:

1. El PBI argentino del año cero es igual al PBI promedio del período 2013-2017. El PBI per cápita argentino de ese período representó 27% del PBI per cápita promedio del Grupo Anglosajón (Estados Unidos, Gran Bretaña, Canadá y Australia).
2. El PBI per cápita del Grupo Anglosajón para el período 2013-2017 fue u\$s 51.100 p.a. (IMF 2019). Suponemos que crece a una tasa constante de 1,5% p.a. durante el período de comparación. En el período 1981-2000 la tasa fue apenas superior a 2% p.a. y en el período 2001-2019, apenas superior a 1%.
3. El PBI per cápita argentino converge en 40% del PBI per cápita anglosajón en el período de comparación. El Gráfico N°1 muestra la evolución del ingreso per cápita relativo de Argentina entre los años 1905 y 2019.<sup>ii</sup>

Note los escalones que describió la trayectoria de esta variable en el último medio siglo. El ingreso per cápita relativo de Argentina rondaba 60% a principios de la década de 1970; se acercó a 40% a mediados de la década de 1990 y, como dijimos, promedió 27% en el período 2013-2017. Como consecuencia de la cantidad y la gravedad de los traumas económicos que una dolarización oficial sostenible permitiría eliminar, la convergencia en 40% del PBI per cápita anglosajón parece una hipótesis de trabajo conservadora.

### **Gráfico N°1: PBI per cápita argentino/PBI per cápita del Grupo Anglosajón**



4. La población argentina crece a una tasa de 1% p.a. en el período de comparación. La tasa declinó más o menos linealmente desde 1,6% p.a. en 1973 hasta estabilizarse en aquel nivel en años recientes.<sup>iii</sup>

5. De manera que el PBI argentino crece a una tasa anual acumulativa de 4,6% en el período de comparación, por el efecto combinado del crecimiento poblacional y la convergencia.

6. La tasa de descuento que se aplica tanto al flujo de señoreaje como al incremento del PBI es 5% p.a. Si la comparamos con la tasa de descuento para la economía argentina desde 1981, es baja. Pero parece razonable para una economía con dolarización oficial sostenible.

7. La demanda de base monetaria se mantiene constante en 8,5% del PBI y la de circulante en poder del público, en 5,8%, según los niveles observados en el período 2013-2017.

## II. Cuantificaciones

Si el PBI argentino creciera al ritmo previsto, el señoreaje promedio sería u\$s 2.100 millones p.a. en valor presente.<sup>iv</sup> Este cálculo es apropiado para los primeros años de la

dolarización oficial, pero es una sobrestimación en el más largo plazo. En virtud de la internacionalización de la banca comercial, el encaje sobre los depósitos disminuiría en forma significativa y la demanda de base monetaria se acercaría a la demanda de circulante en poder del público más una modesta reserva de liquidez, tal como ilustra la experiencia panameña (Moreno Villalaz 2001). En este caso, el señoreaje promedio sería u\$s 1.400 millones p.a. en valor presente.

Aunque la dolarización oficial tiene un costo adicional: el stock monetario inicial, que hemos supuesto igual a 8,5% del PBI o u\$s 50.600 millones. Luego, el costo total, que es la suma del stock inicial y el valor presente del flujo de señoreaje, ascendería a u\$s 92.600 millones.

Cabe un párrafo aclaratorio sobre el stock monetario inicial. Este concepto puede prestarse a confusión. Si la dolarización oficial se implementara como una continuación, sin crisis de por medio, de una convertibilidad monetaria, no habría motivo para incluir el stock inicial como un costo adicional. Pero la Convertibilidad fue abandonada hace más de 20 años y el gobierno perdió la mayor parte de las reservas internacionales que respaldaban a la base monetaria. De forma que tendría que recuperarlas. ¿En su totalidad o en parte? Creemos que en el momento del lanzamiento de la dolarización oficial tendría que recuperar sólo una parte. Como quizá la decisión de dolarizar no sea tomada por el método del debate y el consenso sino apurada por una crisis y la consiguiente huida del dinero nacional, la base monetaria sería inferior al referido 8,5% del PBI; quizá, la mitad. El gobierno obtendría esta mitad por medio de la suma del revalúo contable de las reservas internacionales existentes y el impuesto excepcional sobre las tenencias de dinero que genera la devaluación de la moneda nacional. La otra mitad se obtendría con el paso del tiempo gracias a superávits de balanza de pagos, hasta que la demanda de dinero alcance el citado stock inicial: 8,5% del PBI del período 2013-2017.

A cambio de este costo, el PBI argentino crecería al ritmo señalado en el punto cinco de la sección anterior. Esto significa que el valor presente del PBI sería u\$s 100.000 millones más grande cada año; en otras palabras, 1/6 más grande que el PBI promedio del período 2013-2017. Los beneficios de la dolarización oficial, o el costo de oportunidad del señoreaje, sumarían dos billones de dólares en valor presente en el período de comparación.

El costo de oportunidad del señoreaje sería realmente superior al ingreso por señoreaje. Esta conclusión resiste prácticamente cualquier retoque de los supuestos sobre los que se basa.

### III. Conclusiones

La dolarización de facto de la economía argentina habría comenzado en 1975 impulsada por el así llamado Rodrigazo, se habría agudizado en la década de 1980 y no habría evidencia de una reversión de tendencia en la década de 1990, a pesar de la estabilidad monetaria que trajo la ley de Convertibilidad. Desde fines de la década de 1980, la dolarización oficial habita en el inconsciente colectivo argentino como una alternativa, a un tiempo querida y no querida, a la moneda nacional. Cuando se dice que hay que repesificar la economía argentina, en rigor se está diciendo que no hay que dolarizarla de jure.

Quienes se oponen a la dolarización oficial esgrimen tres argumentos. Que dejaría a la banca comercial sin un prestamista de última instancia y, por tanto, presa fácil de una corrida de los depositantes; que provocaría ‘atraso cambiario’ y, luego, destrucción de la industria nacional y estancamiento, y que se perdería el señoreaje derivado de la emisión monetaria. En otra parte (Ávila 2021), tratamos de responder los dos primeros argumentos. En esta nota, hemos tratado de responder el tercero.

La profesión económica repite que la pérdida del señoreaje es un gran costo de la dolarización oficial, sin reconocerle un beneficio equiparable. Que el beneficio no sea tangible no quiere decir que no exista. Es nada más ni nada menos que el costo de oportunidad de conservar el señoreaje. Con el fin de cuantificarlo, hemos supuesto que la dolarización oficial permitiría la convergencia del ingreso per cápita argentino en el 40% del ingreso per cápita promedio del Grupo Anglosajón. La convergencia vendría impulsada por las ganancias de eficiencia estática y dinámica que arrojaría la eliminación de una cantidad de distorsiones y la reducción de la prima de riesgo argentino.

Así arribamos a la siguiente conclusión: en valor presente y para un período de comparación de veinte años, el señoreaje que se perdería por dolarizar rondaría u\$s 0.09 billones en tanto que el costo de oportunidad de conservar el señoreaje rondaría u\$s 2 billones. Dicho de otro modo, el señoreaje que se pierde representa menos de 5% de los

beneficios que se ganan por medio de la dolarización oficial. Este resultado resiste prácticamente cualquier cambio de supuestos. En este aspecto específico, podemos concluir que la dolarización oficial resultaría claramente beneficiosa para Argentina.

## Referencias bibliográficas

Ávila J. (2015): Macroeconomía del Riesgo Argentino. Grupo Unión.

Ávila J. (2021): Economía Bimonetaria y Dolarización Sostenible. Revista de Instituciones, Ideas y Mercado, N°72 Economía y Política, octubre. <https://riim.eseade.edu.ar/wp-content/uploads/2021/09/RIIM-72-1.-Jorge-Avila-Economia-Bimonetaria-y-Dolarizacion-Sostenible.pdf>

Guidotti, P. y A. Powell (2001): The Dollarization Debate in Argentina and Latin America. Working paper, UTDT.

<https://www.utdt.edu/download.php?fname=126883056617755900.pdf>

IMF (2021): World Economic Outlook, April.

Moreno-Villalaz, J. (2001): El Costo Operacional del Dólar como Moneda: El Caso de Panamá. Nueva Sociedad N°172, marzo-abril.

[https://static.nuso.org/media/articles/downloads/2954\\_1.pdf](https://static.nuso.org/media/articles/downloads/2954_1.pdf)

Schobert, F. (2003): Euroisation. Assessing the Loss of Seigniorage and the Impact on the Interest Premium in Central European Countries. Presses de Sc. Po. – Revue économique, vol. 54. <https://www.cairn.info/revue-economique-2003-5-page-913.htm>

---

<sup>i</sup> Por dolarización oficial sostenible entendemos una dolarización apoyada en un sistema bancario comercial bajo ley extranjera y acuerdos de libre comercio con superpotencias (Ávila 2021).

<sup>ii</sup> El Gráfico N°1 se basa en los siguientes datos: para el período 1905-1991, Ávila (2015), capítulo II, y para el período 1992-2019, IMF (2021).

<sup>iii</sup> La población argentina promedió 43,1 millones en el período 2013-2017, según el Banco Mundial.

<sup>iv</sup> Dólares corrientes del período 2013-2017.