Universidad Abierta Interamericana

Facultad de Ciencias Económicas · Licenciatura en Economía · Sede Centro

PREFERENCIAS ENDÓGENAS Y DOLARIZACIÓN EN ARGENTINA

Cómo las crisis monetarias moldearon estructuralmente la aversión al riesgo de los agentes económicos

Trabajo Final de Licenciatura

Estudiante: Lucas Mancinelli

lucas.mancinelli@alumnos.uai.edu.ar

lucas.manci98@gmail.com

Turno Noche

JULIO 2026

Índice

.

Índice ... 2
Resumen ... 4
Abstract ... 5
Introducción ... 6
Estructura del trabajo ... 7
Objetivo general ... 8
Objetivos específicos ... 8
Hipótesis ... 9
Recorte temporal y espacial ... 9
Metodología ... 9
Marco teórico y estado del arte ... 11
La teoría de la utilidad esperada ... 11
La teoría prospectiva ... 12
Preferencias endógenas: el aporte de Malmendier y Nagel ... 14
Economía conductual aplicada a los mercados: Shiller, Akerlof y Shiller ... 15
Explicaciones heterodoxas de la inflación estructural en Argentina ... 16
El estructuralismo cepalino y los orígenes del enfoque ... 16
Olivera y la formalización de la inflación estructural ... 17
Diamand y la estructura productiva desequilibrada ... 18
Inflación inercial y pugna distributiva ... 19
Síntesis: la heterodoxia como explicación del origen de los shocks ... 20
Estado del arte: estudios previos sobre la dolarización en Argentina y en economías comparables ... 21
Síntesis e integración del marco teórico ... 23
Capítulo 1. La problemática de la dolarización en Argentina: alcance y significado ... 26
1.1. ¿Qué es la dolarización? Definiciones y dimensiones ... 26
1.2. La dolarización en la Argentina contemporánea: manifestaciones concretas ... 27
1.3. Por qué importa: implicancias macroeconómicas y de política de la dolarización persistente ... 28
1.4. El enigma que aborda este trabajo: síntesis del planteo ... 29
Capítulo 2. Historia monetaria argentina (1975–actualidad) ... 31
2.1. Shocks formativos: entre la fragilidad estructural y el contagio externo ... 31

2.2. El Rodrigazo (1975) 32
2.3. La deuda externa, la tablita cambiaria y la política económica de la dictadura (1976–1981) 34
2.4. El Plan Austral (1985): estabilización heterodoxa y su colapso 36
2.5. La hiperinflación de 1989–1990 38
2.6. Convertibilidad (1991–2001) 39
2.7. La crisis de 2001 y el corralito 41
2.8. La pesificación asimétrica (2002) 42
2.9. El cepo cambiario (2011–2015) 45
2.10. Aceleración inflacionaria y pandemia (2018–2023) 46
2.11. Factores exógenos: la Argentina y los ciclos de la economía mundial 48
2.12. Síntesis histórica 49
Capítulo 3. Evidencia agregada: la dolarización de activos (1975–2025) 51
3.1. Fuentes y metodología 51
3.2. Evolución agregada y su correspondencia con los shocks formativos del Capítulo 2 52
3.3. La serie en detalle: Tabla 1 54
3.4. Análisis por subperíodo 55
Capítulo 4. Evidencia conductual 57
4.1. Indicadores de aversión al riesgo monetario 57
4.2. Encuestas de expectativas y preferencias de ahorro 58
4.3. Discusión 59
Capítulo 5. Implicancias de política 61
5.1. Los límites de la estabilización puramente monetaria 61
5.2. Reconstrucción de la confianza como problema de largo plazo 61
5.3. Consideraciones sobre instrumentos de política 62
Conclusiones 64
Referencias bibliográficas 66
Anexos 70
Anexo A. Glosario de términos 70
Anexo B. Serie completa de activos externos del sector privado argentino (1975-2025) . 71

Resumen

La dolarización de activos en Argentina constituye uno de los fenómenos más persistentes y mejor documentados de la economía argentina contemporánea, y sin embargo continúa resistiéndose a una explicación satisfactoria dentro de los marcos convencionales de expectativas racionales y fundamentos macroeconómicos. Este trabajo final propone una explicación alternativa, de naturaleza histórico-conductual, según la cual la preferencia estructural de los agentes económicos argentinos por la moneda extranjera no es una respuesta puntual a incentivos presentes, sino el resultado acumulativo de una exposición histórica reiterada a crisis monetarias severas desde 1975 hasta la actualidad.

El trabajo articula tres niveles teóricos —la teoría de la utilidad esperada, la teoría prospectiva y el enfoque de las preferencias endógenas— con el objeto de mostrar que la aversión al riesgo de los agentes no es un parámetro fijo, sino una variable que se modifica en función de las experiencias vividas, particularmente aquellas asociadas a pérdidas patrimoniales severas. A este andamiaje conductual se incorpora, atendiendo al pedido específico de profundizar el marco teórico, una revisión de las explicaciones heterodoxas de la inflación estructural argentina —el estructuralismo cepalino, el enfoque de Olivera sobre la inflación estructural, la tesis de la estructura productiva desequilibrada de Diamand y las teorías de la inflación inercial y la pugna distributiva— en tanto estas corrientes ofrecen la explicación macroeconómica de fondo que da origen, período tras período, a los shocks que terminan moldeando las preferencias de los agentes.

Sobre esta base se reconstruye la historia monetaria argentina desde el Rodrigazo de 1975 hasta la aceleración inflacionaria de 2018-2023, se analiza evidencia agregada sobre la composición de activos externos de residentes argentinos y se discuten indicadores de aversión al riesgo y

preferencias monetarias documentados en la literatura. El trabajo concluye que la dolarización argentina debe entenderse como una institución informal de cobertura, forjada por el aprendizaje histórico acumulado, y discute implicancias de política orientadas a reconstruir la confianza en la moneda local en el largo plazo.

Palabras clave: dolarización, aversión al riesgo, preferencias endógenas, teoría prospectiva, inflación estructural, heterodoxia económica, Argentina.

Abstract

Asset dollarization in Argentina is one of the most persistent and well documented phenomena of the country's contemporary economy, yet it remains difficult to reconcile with conventional rational-expectations and macroeconomic-fundamentals explanations. This thesis proposes an alternative, history-dependent behavioral account in which Argentine economic agents' structural preference for foreign currency is not a punctual response to present incentives but the cumulative outcome of repeated exposure to severe monetary crises since 1975. Building on expected utility theory, prospect theory and the endogenous preferences approach, and incorporating heterodox explanations of Argentina's structural inflation, the thesis reconstructs the country's monetary history, analyzes aggregate evidence on the foreign-asset holdings of Argentine residents, and discusses behavioral indicators of risk aversion, concluding that dollarization operates as an informal hedging institution shaped by accumulated historical learning.

Keywords: dollarization, risk aversion, endogenous preferences, prospect theory, structural inflation, heterodox economics, Argentina.

Introducción

La economía argentina exhibe, desde hace medio siglo, un rasgo distintivo dentro del concierto de las economías latinoamericanas: una preferencia estructural y persistente de sus residentes por resguardar valor en moneda extranjera. Este fenómeno, habitualmente denominado dolarización de portafolios o dolarización informal, no se circunscribe a los períodos de crisis abierta, sino que se mantiene —con oscilaciones de magnitud— incluso durante los intervalos de relativa estabilidad macroeconómica. Los enfoques convencionales, anclados en los supuestos de expectativas racionales y de optimización intertemporal bajo información completa, explican razonablemente la dolarización como respuesta a diferenciales de tasas de interés esperadas, expectativas de devaluación o cobertura ante la inflación corriente. Sin embargo, estas explicaciones enfrentan una dificultad persistente: la dolarización argentina excede sistemáticamente lo que los fundamentos contemporáneos permitirían anticipar, y se mantiene con una rigidez que las variables de corto plazo no logran justificar por sí solas.

Frente a esta insuficiencia explicativa, el presente trabajo final de licenciatura propone abordar el fenómeno desde la economía del comportamiento, incorporando el concepto de preferencias endógenas: la idea de que la aversión al riesgo de los agentes económicos no constituye un parámetro estable y dado exógenamente, sino una variable que se modifica en función de las experiencias vividas, en particular de aquellas asociadas a pérdidas patrimoniales severas. La pregunta que guía la investigación puede formularse en términos declarativos e interrogativos. En su forma declarativa: las preferencias endógenas y la dolarización en Argentina revelan que las crisis monetarias operaron como factor estructural en la aversión al riesgo de los agentes económicos. En su forma interrogativa: ¿cómo las crisis monetarias

moldearon estructuralmente la aversión al riesgo y las preferencias endógenas de los agentes económicos en Argentina?

El problema central de investigación puede sintetizarse así: la dolarización de portafolios en Argentina excede las explicaciones estándar basadas en fundamentos macroeconómicos contemporáneos o en expectativas racionales, lo que plantea la necesidad de indagar en qué medida la exposición histórica acumulada a crisis monetarias ha modificado estructuralmente las preferencias de los agentes económicos hacia el riesgo y hacia la moneda. Atendiendo a la orientación recibida en el proceso de elaboración de este trabajo, el marco teórico incorpora además una revisión de las explicaciones heterodoxas de la inflación estructural en Argentina, en el entendimiento de que la aversión al riesgo endógena no puede comprenderse en el vacío: es preciso explicar, en primer lugar, por qué la economía argentina generó reiteradamente los episodios inflacionarios y cambiarios que luego actuaron como shocks formativos sobre las preferencias. Las corrientes estructuralistas y neoestructuralistas latinoamericanas —que interpretan la inflación no como un fenómeno puramente monetario sino como la expresión de desequilibrios estructurales, pugna distributiva e inercia institucional— ofrecen ese eslabón macroeconómico que la literatura conductual, centrada en el agente individual, no provee por sí sola.

Estructura del trabajo

El trabajo se organiza en un apartado de Marco Teórico y Estado del Arte, seguido de cinco capítulos. El apartado de Marco Teórico y Estado del Arte articula la utilidad esperada, la teoría prospectiva y las preferencias endógenas con las explicaciones heterodoxas de la inflación estructural argentina, y sitúa esa articulación dentro de la literatura previa específica sobre dolarización. El Capítulo 1 desarrolla el contexto conceptual y cuantitativo general del problema

de la dolarización en la Argentina. El Capítulo 2 reconstruye la historia monetaria argentina desde 1975, identificando los episodios que funcionaron como shocks formativos. El Capítulo 3 presenta evidencia agregada sobre la dolarización de activos de residentes argentinos entre 1975 y 2025. El Capítulo 4 discute evidencia conductual sobre aversión al riesgo y preferencias monetarias. El Capítulo 5 analiza las implicancias de política de los resultados obtenidos. El trabajo cierra con las conclusiones generales y las referencias bibliográficas.

Objetivo general

Analizar de qué manera la recurrencia de crisis monetarias en Argentina durante el período 1975–actualidad contribuyó a moldear estructuralmente las preferencias endógenas de aversión al riesgo de los agentes económicos, expresadas en una demanda persistente de activos dolarizados.

Objetivos específicos

- Reconstruir históricamente los principales episodios de crisis monetaria en Argentina desde 1975, identificando sus características, magnitud y efectos sobre la confianza en la moneda local.
- Examinar los fundamentos teóricos de la teoría prospectiva (Kahneman & Tversky, 1979) y su capacidad explicativa para interpretar el comportamiento de los agentes frente al riesgo monetario.
- Conceptualizar el enfoque de las preferencias endógenas y analizar su pertinencia para comprender la formación histórica de la aversión al riesgo en contextos de inestabilidad recurrente.

- Identificar las manifestaciones concretas de la dolarización informal —ahorro, fijación de precios y reserva de valor en moneda extranjera— como expresión observable de las preferencias endógenas.
- Evaluar las implicancias de los resultados para el diseño de políticas orientadas a reconstruir la confianza en la moneda local en el largo plazo.

Hipótesis

La repetición de crisis monetarias genera mayor aversión al riesgo en moneda local y preferencia persistente por activos dolarizados, aun controlando por las condiciones macroeconómicas contemporáneas.

Recorte temporal y espacial

El trabajo se circunscribe a la República Argentina en el período comprendido entre 1975 y la actualidad, intervalo que incluye los principales puntos de inflexión de la historia monetaria argentina reciente: el Rodrigazo de 1975, la hiperinflación de 1989, el régimen de Convertibilidad (1991–2001), la crisis de 2001 y el corralito, el cepo cambiario iniciado en 2011 y la aceleración inflacionaria del período 2018–2023. La fundamentación bibliográfica de este recorte se apoya, entre otros, en Heymann y Leijonhufvud (1995), quienes analizan los efectos estructurales de la inflación crónica sobre el comportamiento y las expectativas de los agentes, y en Gerchunoff y Llach (2018), cuya periodización de los ciclos macroeconómicos argentinos desde 1880 permite situar el recorte elegido dentro de una dinámica de largo plazo de ilusión y desencanto.

Metodología

El trabajo adopta un enfoque metodológico mixto, de tipo exploratorio-descriptivo: cualitativo en su componente teórico e histórico, y cuantitativo en el análisis de la serie

estadística de largo plazo presentada en el Capítulo 3. Siguiendo la propuesta metodológica de Hernández Sampieri et al. (2014), se integran perspectivas teóricas complementarias —la economía conductual, la historia económica y el estructuralismo latinoamericano— bajo una lógica de triangulación conceptual, antes que de contrastación de un modelo único. La estrategia de investigación combina: (a) revisión bibliográfica sistemática de la literatura sobre utilidad esperada, teoría prospectiva y preferencias endógenas; (b) reconstrucción histórica de los episodios de crisis monetaria argentina a partir de fuentes secundarias de historia económica; (c) análisis de la serie de años con dato verificado sobre activos externos de residentes argentinos, elaborada a partir de Basualdo y Kulfas (2000) para 1975-1990 y de la Posición de Inversión Internacional del INDEC para 1991-2025, con las limitaciones de cobertura y de comparabilidad metodológica que se explicitan en la sección 3.1; y (d) discusión de evidencia conductual disponible sobre expectativas y preferencias monetarias de los agentes argentinos, con las limitaciones que se explicitan en la sección 4.3.

Marco teórico y estado del arte

Este apartado desarrolla el andamiaje teórico sobre el que se apoya el resto del trabajo. Se organiza en siete secciones. Las primeras tres reconstruyen la trayectoria conductual clásica —utilidad esperada, teoría prospectiva y preferencias endógenas— que constituye el núcleo microeconómico del análisis. La cuarta sección incorpora los aportes de la economía conductual aplicada a los mercados financieros, con especial atención a la obra de Robert Shiller. La quinta sección, atendiendo al requerimiento de profundizar la explicación macroeconómica del fenómeno, revisa las principales corrientes heterodoxas que explican la inflación estructural argentina, en el entendimiento de que estas corrientes proveen el mecanismo generador de los shocks que, período tras período, la literatura conductual explica que moldean las preferencias de los agentes. La sexta sección sitúa este trabajo dentro del estado del arte específico sobre dolarización, y la séptima integra los distintos niveles —conductual, estructural y de literatura previa— en un marco analítico único, que es el que se aplicará en los capítulos siguientes.

La teoría de la utilidad esperada

La teoría de la utilidad esperada, formalizada por Von Neumann y Morgenstern (1944) en el marco de la teoría de juegos, constituye durante buena parte del siglo XX el paradigma dominante para el análisis de la toma de decisiones bajo incertidumbre. Su formulación axiomática establece que un agente racional, enfrentado a un conjunto de alternativas riesgosas, ordena sus preferencias de manera consistente con los axiomas de completitud, transitividad, continuidad e independencia, de modo que sus decisiones pueden representarse como la maximización del valor esperado de una función de utilidad definida sobre los resultados posibles.

Aplicada al problema de la composición de portafolios, la teoría de la utilidad esperada predice que un agente asignará su riqueza entre activos en moneda local y activos en moneda extranjera en función de los rendimientos esperados de cada uno, ponderados por sus respectivas probabilidades, y de su grado de aversión al riesgo —entendida como la curvatura de su función de utilidad—. Dentro de este marco, la aversión al riesgo es tratada como un parámetro estable de las preferencias del individuo, determinado por características psicológicas más o menos permanentes, e independiente de la historia particular de pérdidas o ganancias que el agente haya atravesado.

Esta característica —la estabilidad del parámetro de aversión al riesgo— es precisamente el punto sobre el que el presente trabajo construye su crítica. Si la aversión al riesgo fuese, en efecto, un rasgo fijo de la personalidad económica de los agentes, la demanda de activos dolarizados debería responder principalmente a las condiciones contemporáneas —diferencial de tasas, expectativas de devaluación de corto plazo, brecha cambiaria— y no debería exhibir la persistencia estructural, casi independiente del ciclo, que la evidencia argentina muestra. La utilidad esperada ofrece, en este sentido, el punto de partida necesario pero insuficiente del análisis: describe cómo un agente con preferencias dadas decide bajo riesgo, pero no explica de dónde provienen esas preferencias ni por qué difieren sistemáticamente entre sociedades con historias monetarias distintas.

La teoría prospectiva

La teoría prospectiva de Kahneman y Tversky (1979) surge como respuesta a las violaciones sistemáticas de los axiomas de la utilidad esperada documentadas experimentalmente. Sus autores muestran que los individuos no evalúan los resultados en términos de niveles absolutos de riqueza, sino en términos de ganancias y pérdidas definidas

respecto de un punto de referencia; que la función de valor correspondiente es cóncava para las ganancias y convexa para las pérdidas, lo que da lugar a un comportamiento de aversión al riesgo ante ganancias y de búsqueda de riesgo ante pérdidas; y que esa función es más pronunciada en el dominio de las pérdidas que en el de las ganancias, un rasgo que los autores denominan aversión a la pérdida: la pérdida de una unidad monetaria pesa, en la evaluación subjetiva del agente, sensiblemente más que la ganancia de esa misma unidad.

Un segundo componente de la teoría, la función de ponderación de probabilidades, establece que los individuos tienden a sobreponderar los eventos de baja probabilidad y a subponderar los de alta probabilidad, lo cual resulta especialmente relevante para comprender la persistencia del temor a eventos catastróficos —como una hiperinflación o una confiscación de depósitos— aun décadas después de ocurrido el evento original y con una probabilidad objetiva de repetición que los propios agentes podrían considerar baja en el corto plazo.

Trasladada al problema de la dolarización, la teoría prospectiva permite entender por qué los agentes argentinos, una vez atravesada una experiencia de pérdida patrimonial severa asociada a la moneda local —ya sea por licuación inflacionaria de ahorros, por una devaluación abrupta o por la restricción del acceso a los depósitos, como ocurrió en 2001—, tienden a fijar ese episodio como un nuevo punto de referencia desde el cual evalúan toda tenencia futura de pesos como una exposición al riesgo de pérdida, y no meramente como una decisión de portafolio entre dos activos de rendimiento esperado comparable. La asimetría entre pérdidas y ganancias explica, además, por qué la desdolarización posterior a episodios de estabilización tiende a ser mucho más lenta y parcial que la dolarización que se produce durante las crisis: revertir una preferencia forjada por una pérdida severa exige, según el propio marco prospectivo, una acumulación mucho mayor de evidencia positiva que la que fue necesaria para generarla.

Preferencias endógenas: el aporte de Malmendier y Nagel

Mientras que la teoría prospectiva modifica el modo en que se evalúan los resultados, mantiene implícitamente el supuesto de que la función de valor y los parámetros de aversión a la pérdida son comunes a todos los individuos en un momento dado. El paso decisivo para el argumento de este trabajo lo da la literatura sobre preferencias endógenas, y en particular el trabajo de Malmendier y Nagel (2011), quienes muestran, utilizando datos de panel de hogares estadounidenses a lo largo de varias décadas, que la disposición a asumir riesgo financiero de un individuo depende de manera significativa y duradera de las experiencias macroeconómicas vividas a lo largo de su vida, con un peso mayor otorgado a las experiencias más recientes pero con efectos que persisten durante décadas: los individuos que atravesaron la Gran Depresión, o que vivieron períodos prolongados de rendimientos bursátiles pobres, exhiben una menor participación en mercados de riesgo incluso muchos años después, controlando por edad, riqueza e ingreso.

El aporte de Malmendier y Nagel (2011) resulta central porque desplaza el eje del análisis: la aversión al riesgo deja de considerarse un parámetro exógeno de la función de utilidad —dado por la genética, la personalidad o el marco institucional vigente en el momento de la decisión— para pasar a ser una variable endógena, path-dependent, que se construye a partir de la trayectoria histórica de experiencias vividas por cada cohorte de agentes. Trasladado al caso argentino, este enfoque permite formular la hipótesis central del trabajo en términos precisos: los sucesivos episodios de crisis monetaria vividos por la sociedad argentina desde 1975 no solo generaron pérdidas patrimoniales puntuales, sino que fueron progresivamente reconfigurando, generación tras generación, el parámetro mismo de aversión al riesgo monetario

de la población, en un proceso acumulativo que explica por qué la preferencia por el dólar se mantiene aun en ausencia de los incentivos de corto plazo que la originaron.

Economía conductual aplicada a los mercados: Shiller, Akerlof y Shiller

La obra de Robert J. Shiller, y en particular Irrational Exuberance (2000, con ediciones actualizadas en 2005 y 2015), aporta al presente trabajo la idea de que los mercados se desvían sistemáticamente de sus valores fundamentales por efecto de narrativas colectivas y de la memoria histórica compartida por los participantes del mercado. Shiller documenta cómo los episodios de euforia y de pánico no responden únicamente al procesamiento racional de nueva información, sino a la propagación social de relatos —lo que en trabajos posteriores el propio autor denominará narrativas económicas— que amplifican o atenúan la disposición colectiva a asumir riesgo. Esta perspectiva es especialmente relevante para el caso argentino, donde la memoria colectiva de episodios como el Rodrigazo o la hiperinflación de 1989 opera como un relato compartido, transmitido incluso a generaciones que no vivieron directamente esos episodios, que sostiene y retroalimenta la preferencia dolarizadora.

En Animal Spirits, Akerlof y Shiller (2009) profundizan esta línea al proponer que la confianza —entendida no como una creencia estática sino como una construcción social dinámica, que se retroalimenta y que se deteriora ante crisis sucesivas— constituye un motor autónomo de la actividad económica, comparable en importancia a los fundamentos materiales que la teoría convencional privilegia. Aplicado a la Argentina, este enfoque permite interpretar las crisis monetarias no como eventos aislados sino como una secuencia acumulativa de erosión de la confianza en la moneda y en las instituciones que la respaldan, en la que cada nuevo episodio encuentra una base de desconfianza previamente construida sobre la cual se apoya y a la que refuerza. La dolarización aparece, desde esta perspectiva, como el resultado acumulativo de

experiencias traumáticas reiteradas, y no como la respuesta racional puntual a un conjunto dado de incentivos presentes.

Explicaciones heterodoxas de la inflación estructural en Argentina

Las secciones anteriores explican cómo se forman y se transmiten las preferencias de aversión al riesgo, pero no explican por qué la economía argentina generó, con una frecuencia que no encuentra parangón en el resto de América Latina, los episodios de crisis monetaria que funcionaron como shocks formativos de esas preferencias. Responder a esa pregunta exige apartarse del instrumental estrictamente conductual e incorporar las explicaciones heterodoxas de la inflación estructural argentina, una tradición de pensamiento económico latinoamericano que, desde mediados del siglo XX, sostiene que la inflación de las economías periféricas no puede comprenderse adecuadamente como un fenómeno puramente monetario —resultado de un exceso de emisión frente a una demanda de dinero dada— sino como la manifestación superficial de desequilibrios estructurales más profundos, agravados por la dinámica de pugna distributiva y por mecanismos de propagación inercial.

El estructuralismo cepalino y los orígenes del enfoque

La matriz del estructuralismo latinoamericano se origina en los trabajos de la Comisión Económica para América Latina (CEPAL) bajo la dirección intelectual de Raúl Prebisch, cuyo diagnóstico sobre el deterioro de los términos de intercambio y la heterogeneidad estructural de las economías periféricas sienta las bases conceptuales de toda la escuela posterior. Sobre ese fundamento, autores como Juan Noyola Vázquez y Osvaldo Sunkel desarrollan, hacia mediados de la década de 1950, una interpretación de la inflación latinoamericana que distingue entre factores estructurales —el desequilibrio entre una oferta agropecuaria rígida y una demanda urbana en expansión, la restricción externa derivada de la dependencia de las exportaciones

primarias, la debilidad fiscal del Estado— y factores de propagación o circunstanciales, entre los que se cuentan la emisión monetaria y la indexación de precios y salarios. Para esta corriente, combatir la inflación exclusivamente por la vía monetaria o fiscal ortodoxa, sin atender a los desequilibrios estructurales subyacentes, condena a la política antiinflacionaria a resultados transitorios y a un costo recesivo desproporcionado.

Olivera y la formalización de la inflación estructural

Julio H. G. Olivera, en su trabajo sobre inflación estructural y estructuralismo latinoamericano, ofrece la formalización más influyente de esta corriente dentro de la tradición argentina. Olivera distingue entre economías con estructura de precios flexible en ambos sentidos —donde los precios relativos se ajustan libremente al alza y a la baja— y economías con estructura de precios rígida a la baja, en las que un desequilibrio sectorial que en una economía flexible se resolvería mediante una caída de precios en el sector con exceso de oferta se resuelve, en cambio, mediante un aumento de precios en el sector con exceso de demanda, sin que el primero ceda. En este contexto, cualquier cambio en los precios relativos —motivado, por ejemplo, por una restricción de divisas que encarece los insumos importados, o por una mala cosecha que encarece los alimentos— se traduce en un aumento del nivel general de precios, y no en una simple recomposición de precios relativos. La emisión monetaria, en el esquema de Olivera, no desaparece como factor, pero pasa a ser vista como una condición permisiva o acomodaticia, y no como la causa primera del proceso inflacionario: es la rigidez estructural la que genera la presión alcista recurrente, y la política monetaria la que decide si esa presión se convalida o se contiene a costa de una mayor recesión.

Este enfoque —conocido como el efecto Olivera-Tanzi cuando se aplica al deterioro de la recaudación fiscal real bajo inflación acelerada, dado que existe un rezago entre el momento del

devengamiento de los impuestos y el momento de su efectiva percepción por parte del Estado, rezago durante el cual la inflación licúa el valor real de lo recaudado— añade una dimensión adicional al análisis: en contextos de alta inflación, el propio déficit fiscal tiende a retroalimentarse por la vía de la erosión de los ingresos públicos, generando una espiral en la que la necesidad de financiamiento monetario del déficit se acentúa precisamente a causa de la inflación que ese financiamiento contribuye a sostener.

Diamand y la estructura productiva desequilibrada

Marcelo Diamand aporta, en su análisis sobre la estructura productiva desequilibrada de la economía argentina y el tipo de cambio, un diagnóstico específicamente centrado en el caso argentino que resulta de particular relevancia para este trabajo. Diamand caracteriza a la economía argentina como una estructura productiva dual, compuesta por un sector agropecuario de alta productividad internacional —capaz de exportar a los precios internacionales vigentes— y un sector industrial de productividad sensiblemente inferior a la internacional, que solo puede sostenerse mediante protección arancelaria o mediante un tipo de cambio que resulte competitivo para la industria pero que, precisamente por serlo, genera una renta extraordinaria para el sector agropecuario exportador. Este desequilibrio estructural da lugar a lo que Diamand denomina el péndulo argentino: los intentos de sostener un tipo de cambio favorable a la industria generan escasez de divisas y presión inflacionaria por el encarecimiento de los bienes salario de origen agropecuario, mientras que las devaluaciones destinadas a resolver la restricción externa trasladan de inmediato ese encarecimiento a los precios internos, en un mecanismo que Diamand describe como la transmisión directa del tipo de cambio a los precios domésticos, dada la incidencia de los bienes agropecuarios en la canasta de consumo popular.

El diagnóstico de Diamand es especialmente valioso para el argumento de este trabajo porque explica por qué, en la economía argentina, las devaluaciones —a diferencia de lo que ocurriría en una economía con estructura productiva más homogénea— tienden a ser simultáneamente recesivas e inflacionarias, combinación que en la literatura convencional resulta de difícil explicación pero que en el esquema de Diamand es la consecuencia directa y esperable de la estructura dual. Esta característica ayuda a comprender por qué los episodios devaluatorios argentinos —el Rodrigazo de 1975 es el caso paradigmático— generaron pérdidas de ingreso real tan severas y tan súbitas: la devaluación no operó como un simple realineamiento de precios relativos, sino como un shock de ingresos regresivo y de gran magnitud, precisamente el tipo de evento que, según la literatura conductual revisada más arriba, deja una marca duradera sobre las preferencias de los agentes.

Inflación inercial y pugna distributiva

Un tercer aporte heterodoxo relevante para este trabajo proviene de la literatura sobre inflación inercial, desarrollada por autores como Roberto Frenkel y Daniel Heymann para el caso argentino en el contexto de los procesos de alta inflación de las décadas de 1970 y 1980. Esta corriente sostiene que, una vez que una economía atraviesa episodios inflacionarios recurrentes, se consolidan mecanismos institucionales de indexación —contratos, salarios, tarifas y precios ajustados sistemáticamente en función de la inflación pasada— que confieren al proceso inflacionario una inercia propia, independiente de las condiciones de demanda agregada vigentes en cada momento. Bajo inflación inercial, la política de estabilización enfrenta el problema adicional de que reducir la inflación exige coordinar simultáneamente las expectativas de todos los formadores de precios, un problema de acción colectiva que explica por qué los intentos de desinflación gradual tienden a fracasar y por qué, en cambio, los programas de estabilización

heterodoxa argentinos —el Plan Austral de 1985 es el ejemplo paradigmático— apelaron a mecanismos de coordinación explícita de precios y salarios, y no exclusivamente a la restricción monetaria.

Estrechamente vinculada a la inflación inercial se encuentra la interpretación de la inflación como expresión de la pugna distributiva, desarrollada entre otros por Adolfo Canitrot en su análisis de la experiencia populista de redistribución de ingresos: en esta lectura, los distintos sectores sociales y económicos —trabajadores organizados, empresarios industriales, sector agropecuario exportador, Estado— disputan, mediante ajustes sucesivos de precios y salarios nominales, una determinada distribución del ingreso real, y la inflación es precisamente el mecanismo, o el síntoma, a través del cual esa pugna se dirime cuando ningún actor está dispuesto a resignar su participación relativa por la vía de una negociación explícita. Esta lectura resulta complementaria de la de Olivera y de la de Diamand: mientras estos últimos identifican el origen estructural de los desequilibrios recurrentes, la teoría de la pugna distributiva explica el mecanismo social concreto —la negociación conflictiva entre sectores— a través del cual esos desequilibrios se traducen, período tras período, en aumentos generalizados del nivel de precios.

Síntesis: la heterodoxia como explicación del origen de los shocks

Las cuatro vertientes heterodoxas reseñadas —el estructuralismo cepalino de Prebisch, Noyola y Sunkel; la formalización de la inflación estructural de Olivera; el diagnóstico de la estructura productiva desequilibrada de Diamand; y las teorías de la inflación inercial y la pugna distributiva de Frenkel, Heymann y Canitrot— comparten un rasgo común que resulta central para el argumento de este trabajo: todas ellas sostienen que la inflación argentina no puede reducirse a un fenómeno estrictamente monetario, corregible mediante el control de agregados nominales, sino que expresa desequilibrios estructurales de la economía real —heterogeneidad

productiva, restricción externa, conflicto distributivo no resuelto institucionalmente— que se reproducen mientras esos desequilibrios subyacentes no se corrigen. Esta lectura heterodoxa provee, para los fines de este trabajo, el eslabón macroeconómico que falta en la literatura conductual: explica por qué la economía argentina generó, con una recurrencia inusual en el contexto latinoamericano, los episodios de crisis monetaria y cambiaria que —según la teoría prospectiva y el enfoque de las preferencias endógenas desarrollados más arriba— terminaron moldeando estructuralmente la aversión al riesgo de sus agentes económicos. En otras palabras: la heterodoxia explica la oferta recurrente de shocks; la economía conductual explica cómo esos shocks, una vez producidos, se sedimentan en preferencias persistentes.

Estado del arte: estudios previos sobre la dolarización en Argentina y en economías comparables

Las secciones anteriores reconstruyeron el instrumental teórico —conductual y heterodoxo-estructural— sobre el que se apoya este trabajo, pero no agotan la literatura específica sobre dolarización que un trabajo final debe situar como antecedente directo. La dolarización financiera e informal constituye, en efecto, un campo de estudio propio dentro de la macroeconomía internacional, con una tradición de investigación que antecede en varias décadas a la aplicación del instrumental conductual que este trabajo propone, y que conviene reseñar brevemente para precisar cuál es el aporte específico de esta tesis dentro de ese campo.

Un primer conjunto de trabajos, de corte más cercano a la macroeconomía monetaria convencional, analiza la dolarización bajo la óptica de la sustitución de monedas (currency substitution): los agentes eligen la composición de su cartera de dinero y cuasidinero en función de los rendimientos relativos esperados y de la volatilidad relativa de cada moneda, en línea con los desarrollos clásicos de Calvo y Végh (1992) sobre sustitución monetaria en economías de alta

inflación. Un segundo conjunto de trabajos, más cercano al presente proyecto en su objeto pero todavía anclado en el instrumental de la macroeconomía financiera antes que en la economía del comportamiento, desarrolla el concepto de dolarización financiera —la denominación en moneda extranjera de activos y pasivos del sistema financiero doméstico— y estudia sus determinantes y sus consecuencias sobre la estabilidad financiera y la efectividad de la política monetaria; dentro de esta línea se destacan los trabajos de Ize y Levy Yeyati (2003) sobre los determinantes de la dolarización financiera de equilibrio, y de Levy Yeyati (2006), que sistematiza la evidencia empírica sobre los costos de la dolarización financiera para un panel amplio de economías emergentes, incluida la Argentina.

Un tercer conjunto de trabajos, de particular relevancia para la hipótesis de este trabajo, documenta específicamente el fenómeno de la histéresis o persistencia de la dolarización una vez adoptada: Reinhart et al. (2003), en un trabajo cuyo título —adicción al dólar— resulta por sí mismo elocuente, muestran con evidencia de panel para un amplio conjunto de economías que la dolarización, una vez alcanzado un determinado umbral, tiende a persistir durante períodos prolongados aun después de que las condiciones macroeconómicas que la originaron se hayan normalizado, un hallazgo que los propios autores interpretan en términos de costos de coordinación y de pérdida de credibilidad institucional, sin desarrollar, sin embargo, un mecanismo microfundado en el comportamiento del agente individual. En una línea relacionada, Broda y Levy Yeyati (2006) estudian el fenómeno de la dolarización endógena de depósitos bancarios, mostrando que la composición de moneda de los pasivos bancarios responde a la interacción entre el riesgo cambiario y el riesgo de default percibido por los depositantes, un mecanismo que anticipa, aunque en un lenguaje distinto, la lectura conductual de la pesificación asimétrica desarrollada en la sección 2.8 de este trabajo. Finalmente, Melvin (1988) constituye

uno de los primeros estudios sistemáticos sobre la dolarización latinoamericana como forma de reforma monetaria impuesta por el mercado antes que por decisión de política, con referencias específicas al caso argentino de las décadas de 1970 y 1980.

La revisión de esta literatura permite precisar con mayor claridad la contribución específica que este trabajo se propone realizar. La literatura sobre sustitución de monedas y dolarización financiera explica adecuadamente por qué los agentes dolarizan en un momento dado, a partir de un cálculo de rendimientos y riesgos relativos, pero no explica por qué ese cálculo se mantiene estable —y en el caso argentino, sistemáticamente sesgado hacia el dólar— aun cuando las condiciones que en principio lo justificarían se modifican; la literatura sobre histéresis documenta empíricamente esa persistencia con notable solidez estadística, pero la atribuye a costos de coordinación y de credibilidad institucional sin profundizar en el mecanismo por el cual la experiencia pasada se traduce en preferencias individuales estables. Este trabajo se propone, precisamente, ocupar ese espacio: proveer, a partir de la teoría prospectiva y del enfoque de preferencias endógenas, un mecanismo microfundado a nivel del agente individual que explique la histéresis documentada por Reinhart et al. (2003), y complementarlo, a nivel macroeconómico, con el diagnóstico heterodoxo-estructuralista que explica por qué la economía argentina generó, con la recurrencia documentada en el Capítulo 2, los shocks que alimentaron ese proceso de aprendizaje conductual.

Síntesis e integración del marco teórico

La articulación de los bloques teóricos revisados en este apartado, junto con el estado del arte reseñado en la sección anterior, permite proponer un esquema causal de tres eslabones que estructura el resto del trabajo. El primer eslabón es estructural-macroeconómico: la heterogeneidad productiva y la restricción externa de la economía argentina, combinadas con una

dinámica no resuelta de pugna distributiva, generan una propensión recurrente a episodios de aceleración inflacionaria y de crisis cambiaria, tal como documentan Olivera, Diamand, Frenkel, Heymann y Canitrot. El segundo eslabón es conductual-individual: cada uno de esos episodios constituye, para los agentes que lo atraviesan, una pérdida patrimonial severa evaluada respecto de un punto de referencia, que —según la teoría prospectiva de Kahneman y Tversky (1979)— se pondera de manera asimétricamente más intensa que una ganancia equivalente, y que —según el enfoque de las preferencias endógenas de Malmendier y Nagel (2011)— deja una marca duradera sobre la disposición del agente a asumir riesgo en moneda local, marca que se transmite, mediante mecanismos de socialización y memoria colectiva, incluso a quienes no vivieron directamente el episodio original, tal como sugiere la obra de Shiller (2000) y de Akerlof y Shiller (2009), y que resulta consistente con la histéresis documentada empíricamente por Reinhart et al. (2003). El tercer eslabón es agregado-institucional: la acumulación de sucesivos episodios de este tipo a lo largo de cinco décadas termina por consolidar la dolarización informal como una institución social de facto, una suerte de seguro colectivo contra un riesgo que la experiencia histórica ha enseñado a la sociedad argentina a considerar recurrente, y no excepcional.

Este esquema de tres eslabones —estructural, conductual e institucional— constituye la hipótesis interpretativa que los capítulos siguientes someten a contrastación con la evidencia histórica y estadística disponible. El Capítulo 1 sitúa el problema de la dolarización argentina en su contexto conceptual y cuantitativo general; el Capítulo 2 reconstruye el primer eslabón, identificando los episodios concretos de crisis monetaria argentina entre 1975 y la actualidad y situándolos, en cada caso, dentro del diagnóstico estructural correspondiente; el Capítulo 3 aporta evidencia agregada sobre el tercer eslabón, documentando la evolución de la dolarización

de activos de residentes argentinos a lo largo del período; y el Capítulo 4 discute evidencia conductual sobre el segundo eslabón, referida a indicadores de aversión al riesgo y de preferencias monetarias de los agentes argentinos.

Capítulo 1. La problemática de la dolarización en Argentina: alcance y significado

Antes de avanzar hacia la reconstrucción histórica y la evidencia empírica que ocupan los capítulos siguientes, resulta necesario detenerse en el propio objeto de estudio de este trabajo: qué se entiende por dolarización, qué formas concretas asume en la Argentina contemporánea, por qué constituye un problema relevante desde el punto de vista de la política económica, y en qué sentido preciso su persistencia constituye el enigma que este trabajo se propone explicar. Este capítulo cumple, en ese sentido, una función de contextualización más desarrollada que la que puede ofrecer la Introducción, y sienta las bases conceptuales sobre las que se apoyará la lectura histórica del Capítulo 2 y la evidencia empírica de los Capítulos 3 y 4.

1.1. ¿Qué es la dolarización? Definiciones y dimensiones

El término dolarización admite, dentro de la literatura económica, al menos tres acepciones que conviene distinguir con precisión porque no son equivalentes ni tienen las mismas implicancias de política. La dolarización oficial o de jure refiere a la adopción legal de una moneda extranjera —típicamente el dólar estadounidense— como moneda de curso legal exclusiva o principal de un país, en reemplazo de la moneda nacional; es el caso de Ecuador desde el año 2000 o de Panamá desde su fundación como Estado independiente. La dolarización financiera refiere a la denominación en moneda extranjera de una porción significativa de los activos y pasivos del sistema financiero doméstico —depósitos bancarios, créditos, títulos de deuda— aun cuando la moneda de curso legal para las transacciones corrientes siga siendo la moneda nacional; este fue, como se discutirá en el Capítulo 2, el caso de la Argentina durante buena parte del régimen de Convertibilidad. Finalmente, la dolarización real o transaccional —a veces denominada dolarización informal— refiere al uso de la moneda extranjera como unidad de cuenta para la fijación de precios de determinados bienes, como reserva de valor para el

ahorro de los hogares, o como medio de pago en transacciones específicas, sin que medie necesariamente una intermediación financiera formal ni un cambio en el estatus legal de la moneda nacional.

El objeto de estudio de este trabajo es, fundamentalmente, la dolarización real o transaccional en su función de reserva de valor: la preferencia de los hogares y las empresas argentinas por mantener una porción relevante de su ahorro denominada en dólares estadounidenses, ya sea en el sistema financiero local, en el sistema financiero internacional, o —de manera particularmente característica del caso argentino, como se documentará en el Capítulo 3— en efectivo fuera de todo circuito bancario. Esta precisión conceptual resulta importante porque permite distinguir el fenómeno que aquí se analiza de la dolarización oficial —que la Argentina nunca adoptó de manera plena, más allá de propuestas de política recurrentes en distintos momentos de su historia reciente— y de la dolarización financiera en sentido estricto, que fue una manifestación institucional particular de un fenómeno más amplio y más antiguo: la desconfianza estructural de los agentes económicos argentinos hacia la capacidad de la moneda nacional de preservar valor en el tiempo.

1.2. La dolarización en la Argentina contemporánea: manifestaciones concretas

La preferencia dolarizadora argentina se manifiesta, en la práctica cotidiana, de una multiplicidad de formas que exceden ampliamente la tenencia de depósitos bancarios en moneda extranjera. La más documentada y cuantificable, que constituye el objeto del Capítulo 3, es la acumulación de activos externos por parte de residentes argentinos, ya sea en forma de efectivo y depósitos en el exterior o de inversión en bienes inmuebles y rodados. Una segunda manifestación, de naturaleza más cotidiana, es la fijación de precios en dólares estadounidenses para bienes de alto valor unitario y baja frecuencia de transacción —inmuebles y automotores

son los casos paradigmáticos, aunque la práctica se extiende en determinados momentos a otros bienes durables—, práctica que persiste como convención social aun en períodos de relativa estabilidad cambiaria. Una tercera manifestación es la existencia de un mercado cambiario paralelo desarrollado y de uso extendido —conocido popularmente como el dólar blue o, según el momento y el mecanismo utilizado, con otras denominaciones coloquiales asociadas a instrumentos bursátiles—, que opera con un volumen y una liquidez muy superiores a los que cabría esperar de un mercado estrictamente marginal o excepcional.

Una cuarta manifestación, menos visible pero igualmente relevante para los fines de este trabajo, es de naturaleza lingüística y cultural: la centralidad que ocupa el dólar —su cotización diaria, sus distintas variantes de mercado, sus expectativas de corto plazo— en la conversación pública y mediática cotidiana de la Argentina, en un grado que no encuentra parangón en la mayor parte de las economías de la región. Esta centralidad discursiva no es un dato anecdótico: en línea con el enfoque de Akerlof y Shiller (2009) sobre las narrativas económicas, que se desarrollará en el Marco Teórico, la presencia permanente del dólar en el discurso público opera como mecanismo de transmisión y de reactualización constante de la preferencia dolarizadora, incluso durante los períodos en que las condiciones macroeconómicas contemporáneas no justificarían, por sí solas, un grado de atención tan elevado sobre la cotización de una moneda extranjera.

1.3. Por qué importa: implicancias macroeconómicas y de política de la dolarización persistente

La persistencia de la dolarización informal no constituye meramente una curiosidad sociológica o una anécdota cultural: tiene implicancias macroeconómicas concretas y significativas, que justifican su tratamiento como problema de investigación relevante para la

disciplina económica. En primer lugar, la dolarización de los ahorros implica una pérdida de base monetaria disponible para el financiamiento del sistema financiero local en moneda nacional, lo cual restringe el crédito de largo plazo denominado en pesos —particularmente el crédito hipotecario— y limita, por esa vía, el desarrollo del mercado de capitales doméstico. En segundo lugar, la existencia de un mercado cambiario paralelo desarrollado erosiona la efectividad de la política monetaria y cambiaria oficial, en la medida en que las expectativas de los agentes se forman, en un grado significativo, en referencia a la cotización paralela antes que a la oficial, lo que reduce el margen de maniobra del Banco Central para anclar expectativas mediante el tipo de cambio oficial.

En tercer lugar, y de manera más directamente vinculada al argumento de este trabajo, la dolarización persistente implica una pérdida de señoreaje para el Estado argentino —el ingreso que un Estado obtiene de la emisión de su propia moneda— y, más en general, una limitación estructural sobre el conjunto de instrumentos de política monetaria disponibles, en la medida en que una porción creciente de las transacciones y del ahorro de la economía queda por fuera del alcance directo de las herramientas de política monetaria convencionales. En cuarto lugar, la dolarización de los ahorros de los hogares implica, en los momentos de crisis cambiaria aguda, un canal adicional de transmisión de la volatilidad internacional hacia la economía doméstica, en la medida en que la revalorización súbita de los activos dolarizados frente a los ingresos nominados en pesos —típicamente salarios y jubilaciones— genera efectos redistributivos regresivos de magnitud considerable, tal como se documentará para episodios específicos en el Capítulo 2.

1.4. El enigma que aborda este trabajo: síntesis del planteo

La literatura convencional sobre elección de portafolio explica razonablemente por qué un agente racional, en un momento dado, puede preferir mantener una porción de su riqueza en moneda extranjera: diferenciales de tasas de interés esperadas, expectativas de devaluación, o cobertura frente a la inflación corriente son todos motivos legítimos y consistentes con el comportamiento optimizador estándar. Lo que esa literatura explica con mayor dificultad es por qué esa preferencia, en el caso argentino, se sostiene con una rigidez que excede sistemáticamente lo que las condiciones contemporáneas permitirían anticipar: por qué la dolarización no se revierte de manera proporcional durante los períodos de estabilidad relativa, por qué se transmite a generaciones que no vivieron directamente los episodios de crisis que en principio la originaron, y por qué persiste con una intensidad diferencial respecto de otras economías latinoamericanas que atravesaron episodios de inestabilidad macroeconómica de magnitud comparable.

Este trabajo sostiene que responder a ese enigma exige apartarse del supuesto de preferencias estables y exógenas que caracteriza a buena parte de la literatura convencional, e incorporar en su lugar el instrumental de la economía del comportamiento —en particular, la teoría prospectiva y el enfoque de las preferencias endógenas—, articulado con una explicación macroeconómica heterodoxa de por qué la economía argentina generó, con la recurrencia que el Capítulo 2 documenta, los shocks que dieron origen a ese proceso de aprendizaje conductual. El Marco Teórico que sigue a este capítulo desarrolla ese instrumental en detalle; los Capítulos 2 a 5 lo aplican a la reconstrucción histórica, a la evidencia agregada y conductual, y a sus implicancias de política.

Capítulo 2. Historia monetaria argentina (1975–actualidad)

Este capítulo reconstruye, a partir de la literatura de historia económica argentina —fundamentalmente Gerchunoff y Llach (2018)— los principales episodios de crisis monetaria y cambiaria ocurridos entre 1975 y la actualidad, en tanto estos episodios constituyen los shocks formativos sobre los que se apoya la hipótesis central del trabajo. Se incorpora, además, una distinción que las secciones siguientes retoman de manera sistemática: la que separa el componente endógeno de cada crisis —es decir, la parte que se explica por los desequilibrios estructurales propios de la economía argentina reseñados en el Marco Teórico— de su componente exógeno o de contagio, esto es, la parte que se origina en perturbaciones de la economía mundial que Argentina no genera pero que la afectan por su condición de economía pequeña, abierta y endeudada en moneda extranjera. Esta distinción resulta relevante para el argumento del trabajo porque permite matizar una posible objeción: que la recurrencia de crisis argentina no reflejaría una falla estructural propia sino, simplemente, una exposición mayor a la volatilidad internacional. Como se mostrará, ambos factores operan de manera simultánea y potenciada, y es precisamente esa combinación —fragilidad estructural interna más exposición a shocks externos— la que explica la frecuencia particular de los episodios argentinos.

2.1. Shocks formativos: entre la fragilidad estructural y el contagio externo

Gerchunoff y Llach (2018) proponen leer la historia económica argentina desde 1880 como una sucesión de ciclos de ilusión y desencanto: fases de auge, sostenidas por un diagnóstico económico predominante y por condiciones externas favorables, seguidas de fases de crisis en las que ese diagnóstico se revela insuficiente y da paso a un nuevo consenso, hasta que este, a su turno, también entra en crisis. Un rasgo que los propios autores destacan de esta periodización es que rara vez el desencadenante inmediato de cada quiebre es puramente

doméstico: con notable regularidad, el quiebre de cada ciclo coincide con —o es precipitado por— una perturbación originada fuera de las fronteras argentinas: una caída del precio internacional de las materias primas exportables, un endurecimiento de las condiciones de financiamiento externo, o una crisis financiera en otra economía emergente o desarrollada que interrumpe abruptamente el acceso argentino al crédito internacional.

Sin embargo, el propio análisis de Gerchunoff y Llach —y, en un plano más formal, el diagnóstico de Diamand sobre la estructura productiva desequilibrada reseñado en el Marco Teórico— sugiere que el origen externo del disparador inmediato no debe confundirse con la causa última de la crisis. Una economía con una estructura productiva más homogénea, con menor dependencia del financiamiento externo en moneda extranjera y con instituciones fiscales más sólidas, podría absorber una misma perturbación externa sin que esta se traduzca en una crisis monetaria y cambiaria de la magnitud de las argentinas. En este sentido, el marco adoptado en este trabajo distingue entre el disparador (trigger), habitualmente exógeno, y el mecanismo de amplificación (la estructura productiva desequilibrada, la restricción externa crónica y la pugna distributiva no resuelta institucionalmente), que es endógeno y es el que explica por qué el mismo tipo de shock externo que otras economías de la región absorben con relativa moderación produce, en el caso argentino, una crisis de magnitud desproporcionada. Las secciones siguientes aplican esta distinción a cada uno de los episodios reseñados en este capítulo, y la sección 2.11 la retoma de manera sistemática para el conjunto del período.

2.2. El Rodrigazo (1975)

El programa de estabilización implementado en junio de 1975 bajo la gestión del ministro Celestino Rodrigo —conocido popularmente como el Rodrigazo— constituye, para los fines de este trabajo, el primer gran shock formativo del período analizado. El programa combinó una

devaluación abrupta del peso del orden del cien por ciento, junto con fuertes aumentos de tarifas públicas y combustibles, en un intento de corregir un atraso cambiario y un déficit fiscal que se habían vuelto insostenibles hacia el final del tercer gobierno peronista. El resultado inmediato fue una aceleración inflacionaria sin precedentes hasta ese momento en la historia argentina, con una fuerte licuación del salario real y una ruptura de los mecanismos previos de indexación.

El componente exógeno de este episodio, que Gerchunoff y Llach (2018) sitúan como telón de fondo del ciclo que se quiebra en 1975, remite al primer shock petrolero internacional de 1973 y a la crisis del orden monetario internacional tras el fin de la convertibilidad dólar-oro de Bretton Woods en 1971: el encarecimiento internacional de la energía y la mayor volatilidad cambiaria global deterioraron los términos de intercambio y las condiciones de financiamiento de buena parte de las economías periféricas hacia mediados de la década de 1970, Argentina entre ellas. Sin embargo, el componente endógeno resulta determinante para explicar por qué esa perturbación externa, moderada en comparación con shocks posteriores, derivó en una crisis de la magnitud del Rodrigazo: el atraso cambiario y fiscal acumulado durante los años previos —producto de una dinámica de pugna distributiva no resuelta, en los términos de Canitrot (1975) reseñados en el Marco Teórico— dejó a la economía argentina sin margen alguno para absorber el deterioro externo sin una corrección abrupta.

Desde la perspectiva del marco teórico desarrollado en el Marco Teórico, el Rodrigazo ilustra con particular nitidez el mecanismo descripto por Diamand: la corrección de un atraso cambiario en una economía con estructura productiva desequilibrada se trasladó de manera prácticamente directa a los precios internos, por la incidencia de los bienes agropecuarios y energéticos en la canasta de consumo, generando un shock de ingresos regresivo y súbito. Para la cohorte de agentes económicos que atravesó este episodio como adultos jóvenes, el Rodrigazo

representa, en términos del enfoque de Malmendier y Nagel (2011), la primera experiencia formativa de pérdida patrimonial severa asociada a la tenencia de moneda local, un antecedente sobre el cual se apoyarán los episodios posteriores.

2.3. La deuda externa, la tablita cambiaria y la política económica de la dictadura (1976–1981)

Aunque este trabajo no se propone analizar la deuda externa argentina como objeto en sí mismo, resulta indispensable incorporar a la reconstrucción histórica el proceso de endeudamiento externo iniciado bajo la dictadura militar instaurada en marzo de 1976, en la medida en que ese proceso constituye el antecedente directo tanto de la crisis de la deuda de la década de 1980 (sección 2.5) como de buena parte de la fragilidad estructural que explica, según el diagnóstico desarrollado en el Marco Teórico, la magnitud de los shocks posteriores. La gestión económica encabezada por José Alfredo Martínez de Hoz entre 1976 y 1981 llevó adelante una reforma financiera de apertura y desregulación del mercado de capitales —la Ley de Entidades Financieras de 1977— que, combinada con una fuerte liberalización de la cuenta capital y con un diferencial de tasas de interés favorable a la toma de deuda en moneda extranjera, indujo un endeudamiento externo acelerado tanto del sector público como del sector privado argentino, que pasó de un stock de deuda externa total relativamente moderado a comienzos de la década de 1970 a una cifra varias veces mayor hacia 1981.

El instrumento central de la política cambiaria del período fue la denominada tablita cambiaria, implementada desde diciembre de 1978: un cronograma de devaluaciones preanunciadas y decrecientes del peso frente al dólar, concebido como mecanismo de desinflación por la vía de anclar las expectativas cambiarias y, por esa vía, las expectativas de precios internos. El esquema, sin embargo, fijó un ritmo de devaluación sistemáticamente

inferior al diferencial entre la inflación doméstica y la internacional, lo que produjo un atraso cambiario creciente y sostenido durante casi tres años. Ese atraso cambiario, combinado con tasas de interés domésticas en dólares que resultaban atractivas para el capital financiero internacional, alimentó el fenómeno conocido como la bicicleta financiera: el ingreso de capitales de corto plazo atraídos por el diferencial de tasas, antes que por inversión productiva, en un esquema que resultaba sostenible únicamente mientras se mantuviera la credibilidad en el cronograma cambiario preanunciado.

La combinación de atraso cambiario, apertura comercial acelerada y bicicleta financiera generó, hacia 1980-1981, una fuerte pérdida de competitividad de la producción industrial local y una salida creciente de capitales ante la percepción, cada vez más generalizada, de que la tablita resultaba insostenible; el propio Martínez de Hoz debió abandonar el esquema en 1981, dando paso a una sucesión de devaluaciones abruptas bajo los ministros que lo sucedieron. Un episodio de particular relevancia para la historia de la deuda argentina, ocurrido ya en 1982 bajo la gestión de Domingo Cavallo al frente del Banco Central, fue la estatización de la deuda externa privada, mediante la cual el Estado argentino asumió, a través de mecanismos de seguro de cambio, una porción sustancial de las obligaciones en moneda extranjera que habían sido contraídas por empresas privadas durante el período de la bicicleta financiera, en un contexto además signado por el estallido de la guerra de Malvinas y por el inicio, meses después, de la crisis de la deuda latinoamericana desatada por el shock Volcker reseñado en la sección 2.5.

Para el argumento de este trabajo, el ciclo de endeudamiento, tablita cambiaria y estatización de la deuda privada entre 1976 y 1982 resulta relevante por dos motivos. En primer lugar, porque deja a la economía argentina, hacia el inicio de la década de 1980, con un stock de deuda externa pública sensiblemente mayor y con una capacidad de maniobra fiscal

sensiblemente menor que la que tenía antes de 1976, condición estructural que —en línea con el diagnóstico de la sección 2.1— amplificó el impacto del shock Volcker sobre la economía argentina en comparación con otras economías de la región menos endeudadas. En segundo lugar, y de manera más directamente vinculada a la hipótesis conductual del trabajo, porque el colapso de la tablita cambiaria en 1981 constituye, para la cohorte de agentes económicos que había depositado sus ahorros en el sistema financiero local confiando en el cronograma cambiario preanunciado por el propio Estado, un nuevo episodio de pérdida de confianza en la palabra oficial sobre el valor futuro de la moneda, que se suma al del Rodrigazo seis años antes y antecede, con apenas ocho años de diferencia, al colapso hiperinflacionario de 1989.

2.4. El Plan Austral (1985): estabilización heterodoxa y su colapso

Antes de examinar la hiperinflación de 1989-1990 resulta necesario dejar sentado, aunque sin pretender agotar su análisis, el antecedente inmediato de mayor relevancia dentro de la política económica del gobierno democrático de Raúl Alfonsín: el Plan Austral, lanzado en junio de 1985 bajo la conducción del ministro Juan Vital Sourrouille. El programa combinó una reforma monetaria —la sustitución del peso argentino por una nueva moneda, el austral— con un congelamiento simultáneo y coordinado de precios, salarios y tipo de cambio, y con la introducción de una cláusula de desagio para desindexar los contratos vigentes, en un diseño analizado en detalle por Machinea y Fanelli (1988). A diferencia de los programas de estabilización de corte estrictamente monetario u ortodoxo, el Plan Austral fue diseñado explícitamente sobre el diagnóstico de la inflación inercial reseñado en el Marco Teórico: si la inflación argentina de mediados de la década de 1980 se explicaba en buena medida por mecanismos de indexación que reproducían hacia adelante la inflación pasada, entonces una

desinflación exitosa exigía coordinar de manera simultánea las expectativas de todos los formadores de precios, y no únicamente restringir los agregados monetarios.

El Plan Austral logró, en su primer año de aplicación, una desaceleración marcada y rápida de la inflación, sin el costo recesivo que los programas ortodoxos de estabilización solían implicar, lo que le valió un reconocimiento internacional considerable como caso paradigmático de estabilización heterodoxa exitosa, estudiado y en cierta medida emulado por programas de estabilización de otras economías latinoamericanas con procesos inflacionarios crónicos, como el Plan Cruzado brasileño, lanzado pocos meses después bajo un diseño de inspiración similar. Sin embargo, hacia 1986-1987 el programa comenzó a mostrar signos de agotamiento: la persistencia del déficit fiscal estructural no resuelto por el congelamiento de precios, la acumulación de atraso en los precios relativos congelados y el resurgimiento de la puja distributiva descripta en el Marco Teórico —a medida que los distintos sectores buscaban recuperar, mediante sucesivos realineamientos, las posiciones relativas cedidas durante el congelamiento— fueron erosionando progresivamente la credibilidad del esquema, hasta su abandono definitivo hacia 1987-1988.

Para el argumento de este trabajo, el ciclo completo del Plan Austral —éxito inicial, reconocimiento internacional y posterior colapso— resulta especialmente relevante porque ilustra, de manera anticipada, el mismo mecanismo de pérdida de confianza que la teoría prospectiva y el enfoque de preferencias endógenas revisados en el Marco Teórico identifican como más dañino para las expectativas de los agentes: no se trató de una política que fracasara desde su inicio, sino de una que primero generó una experiencia positiva y verificable de estabilidad —y, con ella, una recomposición transitoria de la confianza en la moneda local— para luego revertirse y desembocar, en el lapso de apenas cuatro años, en el episodio

hiperinflacionario más severo de la historia argentina contemporánea. En términos del Marco Teórico, este patrón de éxito seguido de colapso resulta, si cabe, más costoso en términos de aprendizaje conductual que una crisis lineal sin fase de mejora previa, en la medida en que refuerza en los agentes la percepción de que incluso los períodos de aparente estabilidad monetaria en Argentina son transitorios y revertibles.

2.5. La hiperinflación de 1989–1990

El colapso definitivo del Plan Austral y de los sucesivos intentos de reencauzarlo (Plan Primavera, 1988) desembocó, hacia mediados de 1989, en la pérdida de reservas y en la imposibilidad de financiar el déficit fiscal que precipitaron un proceso hiperinflacionario, con la renuncia anticipada del presidente Alfonsín y la asunción adelantada de Carlos Menem en julio de 1989, y una repetición del fenómeno en 1990. Los registros de inflación mensual durante los picos del proceso alcanzaron niveles que licuaron en cuestión de semanas el valor real de los salarios y de los ahorros denominados en moneda local, generando episodios de saqueos y una ruptura completa de la confianza social en la capacidad del Estado para preservar el valor de su propia moneda.

El componente exógeno de este episodio remite a la crisis de la deuda externa latinoamericana desatada a partir de 1982, cuando el fuerte incremento de las tasas de interés internacionales dispuesto por la Reserva Federal de los Estados Unidos bajo la presidencia de Paul Volcker —conocido en la literatura como el shock Volcker— encareció abruptamente el servicio de una deuda externa que buena parte de los países de la región, Argentina incluida, habían contraído a tasa variable durante la década anterior. Este shock externo, común a la llamada década perdida latinoamericana, dio inicio a un proceso de deterioro fiscal y de acceso al financiamiento externo que, en el caso argentino, se prolongó durante toda la década de 1980 sin

que el país lograra recomponer un sendero fiscal sostenible, hasta desembocar en la hiperinflación de 1989. Nuevamente, sin embargo, el componente endógeno resulta decisivo para explicar la severidad particular del caso argentino: economías de la región con estructuras fiscales más sólidas o con mecanismos institucionales de coordinación de expectativas más desarrollados atravesaron la misma década de restricción externa sin llegar a un proceso hiperinflacionario de la magnitud del argentino.

La hiperinflación de 1989-1990 constituye, dentro del esquema interpretativo de este trabajo, el episodio de mayor intensidad formativa del período completo. En términos de la teoría prospectiva, la magnitud de la pérdida experimentada —la evaporación casi completa del poder adquisitivo de los activos denominados en pesos en un lapso de semanas— excede ampliamente cualquier pérdida financiera ordinaria contemplada en los estudios experimentales que dieron origen a la teoría, y permite anticipar que su efecto sobre la aversión al riesgo de la cohorte que la vivió directamente haya sido proporcionalmente mayor y más persistente. Asimismo, el episodio se inscribe con claridad en el diagnóstico de inflación inercial y pugna distributiva reseñado en el Marco Teórico: la incapacidad de coordinar una desaceleración ordenada de precios y salarios, en un contexto de deterioro fiscal agudo por el efecto Olivera-Tanzi, condujo a la aceleración autoalimentada característica de los procesos hiperinflacionarios.

2.6. Convertibilidad (1991–2001)

El régimen de Convertibilidad, instaurado en abril de 1991 bajo la conducción del ministro Domingo Cavallo, fijó por ley la paridad entre el peso y el dólar estadounidense y estableció un esquema de caja de conversión con respaldo pleno de la base monetaria en reservas internacionales. El programa logró, en su primera fase, una estabilización rápida y profunda de los precios internos, poniendo fin al proceso inflacionario crónico de la década anterior, y generó

además un fenómeno adicional relevante para este trabajo: al fijar la paridad cambiaria, el régimen habilitó una dolarización formal parcial de la economía, con depósitos y créditos bancarios denominados indistintamente en pesos o en dólares, lo que institucionalizó y profundizó, dentro del propio sistema financiero, la preferencia dolarizadora que las crisis previas habían sembrado en las preferencias de los agentes.

La década de la Convertibilidad ofrece, además, un ejemplo particularmente claro de contagio externo directo sobre la economía argentina, en un sentido más estricto que el de los episodios anteriores: la crisis mexicana de diciembre de 1994 —el llamado efecto Tequila— provocó, durante los primeros meses de 1995, una fuerte corrida de depósitos del sistema financiero argentino, no obstante que los fundamentos fiscales y cambiarios argentinos del momento no guardaban relación directa con los que habían desencadenado la crisis mexicana; los inversores internacionales, al reevaluar el riesgo de las economías emergentes en su conjunto tras el shock mexicano, retiraron posiciones de manera indiscriminada también de la Argentina, en un fenómeno que la literatura de crisis financieras internacionales denomina contagio. De modo análogo, la crisis financiera asiática de 1997, el default ruso de 1998 y la megadevaluación brasileña de enero de 1999 —esta última de especial relevancia por el peso de Brasil como principal socio comercial argentino— fueron erosionando progresivamente, entre 1997 y 1999, la sostenibilidad de la paridad cambiaria fija, sin que mediara, en ninguno de estos episodios, una decisión de política interna argentina como causa inmediata.

El mismo mecanismo que garantizó la estabilidad inicial de la Convertibilidad —la rigidez cambiaria absoluta— resultó, en los términos del diagnóstico de Diamand sobre la estructura productiva desequilibrada, cada vez más difícil de sostener a medida que se acumulaba un atraso cambiario real frente a los principales socios comerciales, particularmente tras la

devaluación brasileña de 1999. Aquí se observa con claridad la interacción entre el componente exógeno y el endógeno que este capítulo viene subrayando: los shocks externos de 1995 y 1997-1999 encontraron a la economía argentina en una posición de particular vulnerabilidad —tipo de cambio fijo sin posibilidad de ajuste, fuerte endeudamiento externo en moneda extranjera y una estructura productiva que la rigidez cambiaria había vuelto crecientemente menos competitiva— que amplificó el impacto de esas perturbaciones muy por encima del que produjeron sobre otras economías de la región con regímenes cambiarios más flexibles.

2.7. La crisis de 2001 y el corralito

El colapso del régimen de Convertibilidad a fines de 2001 constituye, junto con la hiperinflación de 1989-1990, el episodio de mayor impacto formativo sobre las preferencias de los agentes económicos argentinos documentado en la literatura. La restricción a la extracción de depósitos bancarios conocida como el corralito, dispuesta en diciembre de 2001, y su posterior conversión compulsiva y asimétrica de depósitos en dólares a pesos —la denominada pesificación asimétrica— en enero de 2002, implicaron una pérdida patrimonial severa para los ahorristas que habían depositado sus ahorros en el sistema bancario formal, incluso para quienes lo habían hecho en dólares con el objetivo explícito de resguardarse de un riesgo cambiario.

A diferencia de los episodios de 1995 y 1997-1999, la crisis de 2001 tuvo un componente exógeno comparativamente menor: hacia 2001 la percepción de riesgo de los inversores internacionales sobre Argentina ya se había deteriorado por razones fundamentalmente domésticas —la recesión iniciada en 1998, la trayectoria creciente del ratio de deuda pública sobre producto y la ausencia de una salida ordenada de la Convertibilidad— antes que por un nuevo shock externo de origen ajeno al país. En este sentido, y en línea con el marco de la sección 2.1, la crisis de 2001 constituye, dentro del recorte temporal de este trabajo, el episodio

en el que el componente endógeno —la acumulación de desequilibrios estructurales no resueltos durante toda la década de la Convertibilidad— pesa proporcionalmente más que el componente de contagio externo inmediato.

Este último rasgo del episodio de 2001 resulta especialmente relevante para el argumento de este trabajo: la crisis no solo penalizó la tenencia de pesos, sino que quebró la confianza en que la dolarización bancaria formal constituyera, en sí misma, una cobertura suficiente frente al riesgo sistémico, dado que el propio Estado dispuso la conversión compulsiva de depósitos denominados en moneda extranjera. En términos de la teoría prospectiva, el corralito desplazó el punto de referencia de los agentes: la amenaza percibida dejó de limitarse al riesgo cambiario para extenderse al riesgo de intermediación financiera formal en su conjunto, lo cual explica el fenómeno, ampliamente documentado en la literatura posterior, de una preferencia creciente por la tenencia de dólares billete fuera del sistema bancario —bajo lo que coloquialmente se denomina el colchón— por sobre los depósitos bancarios denominados en moneda extranjera, aun cuando estos últimos ofrecieran, en teoría, mayor rendimiento.

2.8. La pesificación asimétrica (2002)

Si el corralito de diciembre de 2001 restringió el acceso a los depósitos, la salida de la Convertibilidad en enero de 2002 —bajo la Ley de Emergencia Pública y Reforma del Régimen Cambiario— introdujo un segundo golpe, de naturaleza distinta y, para buena parte de la literatura y de los propios ahorristas afectados, de mayor gravedad: la conversión compulsiva de los depósitos y las deudas denominados en dólares a pesos, a una relación que no fue simétrica entre unos y otros. Los depósitos bancarios en dólares se convirtieron a razón de 1,40 pesos por dólar, mientras que las deudas de los particulares con el sistema financiero, en su mayoría hipotecarias, se convirtieron a la par, a razón de 1 peso por dólar. Dado que el tipo de cambio

libre, liberado pocas semanas después, superó rápidamente los 3 pesos por dólar y llegó a cotizar por encima de 3,80 hacia mediados de 2002, el resultado neto fue que los ahorristas recuperaron sus depósitos convertidos a un valor real muy inferior al que habían depositado, mientras que los deudores en dólares vieron licuado, en la misma proporción, el valor real de sus pasivos.

La magnitud y la naturaleza de esta medida —que alcanzó a millones de cuentas de ahorristas particulares, muchos de los cuales habían optado deliberadamente por el dólar como estrategia de resguardo frente al riesgo cambiario que la propia experiencia histórica reseñada en este capítulo les había enseñado a temer— generaron una reacción social y jurídica de una intensidad pocas veces vista en la historia económica argentina. Asociaciones de ahorristas, un amplio sector de la prensa económica y numerosos actores del sistema judicial calificaron la medida, en foros públicos y en presentaciones judiciales, como una verdadera confiscación del ahorro privado; la expresión terrorismo financiero, acuñada en ese contexto, y la descripción del episodio como uno de los mayores despojos patrimoniales sufridos por los ahorristas en la historia económica contemporánea del país, se instalaron con fuerza en el debate público y continúan citándose hasta la actualidad en la literatura sobre el período. La Corte Suprema de Justicia de la Nación llegó a declarar, en *Smith* (2002), la inconstitucionalidad del corralito, aunque la pesificación posterior fue en gran medida convalidada por decisiones judiciales sucesivas y por la propia dinámica de los hechos consumados.

Resulta importante para el rigor de este trabajo señalar que la caracterización de la pesificación asimétrica no es unánime en la literatura económica: una lectura alternativa, sostenida por parte de los responsables de la política económica de la época y por algunos análisis posteriores, argumenta que una pesificación simétrica a la par —es decir, sin licuar tampoco las deudas— hubiera provocado una cadena de incumplimientos generalizados de

deudores hipotecarios y una quiebra masiva del sistema bancario, con un costo social eventualmente mayor al de la asimetría adoptada; bajo esta lectura, la medida, aun dolorosa e inequitativa en su reparto de la pérdida, habría evitado un colapso financiero de consecuencias todavía más profundas. Este trabajo no toma partido en esa discusión de política económica, que excede su alcance, pero registra ambas lecturas porque son ellas mismas parte de la evidencia relevante: incluso entre quienes matizan la caracterización más severa de la medida, no se discute que el resultado neto fue una transferencia de magnitud extraordinaria del patrimonio de los ahorristas hacia otros sectores de la economía, ni que esa transferencia se produjo sobre depósitos que, en una proporción significativa, habían sido constituidos específicamente en moneda extranjera como estrategia de cobertura frente al riesgo que la propia experiencia argentina había enseñado a temer.

Para el argumento central de este trabajo, la pesificación asimétrica constituye, dentro de la secuencia de crisis 2001-2002, el episodio de mayor poder explicativo específico sobre la desconfianza posterior hacia la intermediación financiera formal en moneda extranjera. Si el corralito había mostrado que el Estado podía restringir el acceso a los depósitos, la pesificación asimétrica mostró, además, que podía alterar retroactivamente y de manera unilateral la moneda de denominación de un contrato privado, aun cuando ese contrato hubiera sido celebrado precisamente para eludir el riesgo cambiario. En términos de la teoría prospectiva desarrollada en el Marco Teórico, este episodio no solo generó una pérdida severa evaluada respecto del punto de referencia previo, sino que invalidó el mecanismo de cobertura mismo en el que los agentes habían confiado, un tipo de pérdida —la pérdida de la cobertura mientras se sufre el evento contra el cual se pretendía estar cubierto— para el cual la literatura conductual anticipa un impacto psicológico y una revisión de preferencias particularmente severos y duraderos. Este

mecanismo explica, en el capítulo siguiente, por qué la reconstrucción posterior de la confianza se orientó no hacia el sistema bancario formal sino hacia la tenencia de dólar billete fuera de él.

2.9. El cepo cambiario (2011–2015)

La reinstauración de restricciones cuantitativas a la compra de moneda extranjera en octubre de 2011 —conocida como el cepo cambiario— respondió a una creciente pérdida de reservas del Banco Central en un contexto de atraso cambiario y de expectativas devaluatorias crecientes tras varios años de aceleración inflacionaria posteriores a la salida de la Convertibilidad. El cepo generó, durante los años siguientes, un desdoblamiento de facto entre el tipo de cambio oficial y una multiplicidad de tipos de cambio paralelos o implícitos —el denominado dólar blue, entre otros—, cuya brecha respecto del oficial llegó a superar el cien por ciento en determinados momentos del período.

El trasfondo externo de este episodio remite a la crisis financiera internacional de 2008-2009 y a la posterior crisis de deuda soberana europea de 2010-2012, que si bien no impactaron a la Argentina con la inmediatez de los episodios de 1995 o 1997-1999 —en parte porque, tras la reestructuración de deuda de 2005, la economía argentina se encontraba parcialmente desconectada del financiamiento voluntario en los mercados internacionales de capital—, sí contribuyeron, por la vía del deterioro de los términos de intercambio hacia el final del período y de una mayor cautela global hacia los activos de economías emergentes, a la pérdida de reservas que precipitó la implementación del cepo. Con todo, el peso relativo del componente endógeno resulta, también en este episodio, predominante: la política de atraso cambiario deliberado sostenida desde 2007 como instrumento antiinflacionario, en un contexto de expansión del gasto público financiado con emisión monetaria, constituye la explicación principal de la pérdida de reservas que el propio Banco Central documentó en el período previo al cepo.

Desde la perspectiva conductual de este trabajo, el cepo cambiario de 2011-2015 ilustra un mecanismo distinto de los episodios anteriores: no se trató de una pérdida patrimonial súbita, sino de la imposición de una restricción cuantitativa al acceso al activo de cobertura preferido por los agentes, lo cual —en línea con la literatura sobre aversión a la pérdida— intensificó, antes que redujo, la demanda de dolarización, en la medida en que la restricción misma fue interpretada como una señal adicional de fragilidad de la moneda local y del compromiso del Estado con su convertibilidad futura. El episodio consolidó, además, la sofisticación de los mecanismos informales de dolarización de ahorros a través de operaciones bursátiles y de mercados paralelos, evidenciando la profundidad institucional que había alcanzado, para ese momento, la preferencia dolarizadora de los agentes.

2.10. Aceleración inflacionaria y pandemia (2018–2023)

El período comprendido entre la crisis cambiaria de 2018 —que puso fin al régimen de flotación administrada iniciado en 2015— y el año 2023 estuvo signado por una aceleración sostenida de la tasa de inflación, que pasó de guarismos anuales de un dígito bajo hacia mediados de la década de 2010 a superar el cien por ciento anual hacia el final del período, en un contexto de sucesivos reordenamientos cambiarios, reestructuración de la deuda soberana en 2020 y fuertes controles cambiarios reinstaurados desde 2019.

El disparador inmediato de la crisis cambiaria de abril-mayo de 2018 tuvo, a diferencia del episodio de 2001, un componente exógeno claramente identificable: el endurecimiento de la política monetaria de la Reserva Federal de los Estados Unidos iniciado en 2017-2018 revirtió el ciclo de abundante liquidez internacional que había financiado, hasta ese momento, el fuerte endeudamiento externo contraído por la Argentina desde 2016, y provocó una salida generalizada de capitales de las economías emergentes con mayores necesidades de

financiamiento externo, entre las cuales la Argentina se contaba en un lugar particularmente expuesto por la magnitud de su déficit de cuenta corriente. A este episodio se sumó, dos años después, un shock exógeno de naturaleza completamente distinta: la pandemia de COVID-19, declarada en marzo de 2020, que impactó a la economía argentina —como al resto del mundo— por la vía de la caída de la actividad económica y del comercio internacional, y que en el caso argentino se combinó con un fuerte incremento del gasto público de emergencia financiado en gran medida con emisión monetaria, profundizando los desequilibrios fiscales y cambiarios previos.

Como en los episodios anteriores, sin embargo, el componente endógeno resulta indispensable para explicar por qué estos shocks externos —el endurecimiento monetario estadounidense de 2018 y la pandemia de 2020— produjeron en la Argentina una crisis de magnitud sensiblemente mayor que en el resto de las economías emergentes comparables: la fragilidad fiscal estructural, la historia de sucesivos incumplimientos de deuda que restringía el acceso al financiamiento en condiciones favorables, y la ausencia de una moneda local que funcionara como reserva de valor confiable —precisamente el fenómeno que este trabajo busca explicar— dejaron a la economía argentina con un margen de maniobra sensiblemente menor que el de países como Chile, Perú o Paraguay para absorber los mismos shocks externos sin una crisis cambiaria e inflacionaria de magnitud comparable.

Este último tramo del recorte temporal confirma, para una nueva cohorte de agentes económicos, la pauta identificada en los episodios anteriores: la reiteración de la aceleración inflacionaria y de la ampliación de la brecha cambiaria opera, según el marco de preferencias endógenas desarrollado en el Marco Teórico, como refuerzo de un aprendizaje ya consolidado en la sociedad argentina, antes que como un evento nuevo que deba procesarse desde cero. La

persistencia de la dolarización informal durante todo este período, documentada en el Capítulo 3, resulta consistente con la hipótesis de que la aversión al riesgo en moneda local no depende únicamente de las condiciones contemporáneas, sino de la memoria acumulada de los episodios reseñados en este capítulo.

2.11. Factores exógenos: la Argentina y los ciclos de la economía mundial

La revisión episodio por episodio realizada en las secciones 2.2 a 2.10 permite construir, de manera transversal, un cuadro de los principales canales de contagio externo que atravesaron la historia monetaria argentina del período: el shock petrolero y la crisis del sistema de Bretton Woods hacia 1973-1975; el shock Volcker y la crisis de la deuda latinoamericana de 1982; el efecto Tequila de 1994-1995; la secuencia de crisis asiática, default ruso y devaluación brasileña de 1997-1999; la crisis financiera internacional de 2008-2009 y la crisis de deuda europea de 2010-2012; y, más recientemente, el endurecimiento monetario estadounidense de 2018 y la pandemia de COVID-19 de 2020. Esta enumeración confirma la observación de Gerchunoff y Llach (2018) según la cual pocos de los grandes quiebres de la historia económica argentina moderna carecen de un correlato, más o menos inmediato, en la economía internacional.

No obstante, la lectura transversal de estos episodios permite también precisar el argumento central de este capítulo: la condición de economía pequeña, abierta, dependiente de la exportación de un número reducido de productos primarios y crónicamente demandante de financiamiento externo en moneda extranjera —la restricción externa que constituye uno de los pilares del diagnóstico estructuralista reseñado en el Marco Teórico— es la que determina que la Argentina resulte sistemáticamente más vulnerable que otras economías de tamaño y nivel de desarrollo comparable a perturbaciones que se originan fuera de sus fronteras y sobre las cuales no tiene ningún grado de control. En este sentido, el contagio externo no debe leerse como una

explicación alternativa a la hipótesis estructuralista desarrollada en el Marco Teórico, sino como su corolario: es precisamente la fragilidad estructural interna —heterogeneidad productiva, restricción externa, pugna distributiva no resuelta— la que transforma perturbaciones externas que otras economías absorben sin mayores costos en crisis monetarias y cambiarias de magnitud desproporcionada para la Argentina. Para los fines de la hipótesis conductual de este trabajo, esta distinción resulta relevante porque implica que, desde la perspectiva del agente económico argentino que atraviesa cada uno de estos episodios, la experiencia subjetiva de la pérdida patrimonial es la misma exista o no un disparador externo identificable: lo que el agente aprende, período tras período, no es a distinguir entre crisis de origen doméstico y crisis de contagio, sino, más simplemente, que la moneda local resulta sistemáticamente vulnerable, cualquiera sea el origen inmediato de la perturbación.

2.12. Síntesis histórica

La reconstrucción histórica de los episodios reseñados en este capítulo —Rodrigazo, endeudamiento y tablita cambiaria de la dictadura, Plan Austral y su colapso, hiperinflación, Convertibilidad y su colapso, corralito, pesificación asimétrica, cepo cambiario y aceleración inflacionaria reciente— muestra un patrón de recurrencia que no encuentra equivalente en la magnitud ni en la frecuencia dentro del resto de las economías latinoamericanas de tamaño comparable. Ese patrón resulta consistente con el diagnóstico estructural desarrollado en el Marco Teórico: una economía con heterogeneidad productiva no resuelta, restricción externa recurrente y una dinámica de pugna distributiva sin canales institucionales estables de resolución tiende, en los términos de Olivera, Diamand, Frenkel y Heymann, a generar este tipo de episodios con una frecuencia mayor que otras economías de la región, aun cuando el disparador inmediato de buena parte de ellos —como se mostró en la sección 2.11— provenga de la

economía internacional y escape, por tanto, al control de la política económica doméstica. Vale destacar, además, que no todos los episodios reseñados fueron de signo negativo en su origen: el Plan Austral (sección 2.4) muestra que la sociedad argentina también atravesó, dentro del mismo medio siglo, un intento de estabilización heterodoxa exitoso y reconocido internacionalmente, cuyo colapso posterior resultó, para los fines de este trabajo, tan formativo sobre la desconfianza de los agentes como los episodios de crisis abierta. El Capítulo 3 examina en qué medida esta secuencia de shocks, endógenos y exógenos por igual en su origen pero homogéneos en su efecto sobre la confianza de los agentes, se tradujo en términos cuantitativos en una trayectoria ascendente y persistente de la dolarización de activos de residentes argentinos.

Capítulo 3. Evidencia agregada: la dolarización de activos (1975–2025)

3.1. Fuentes y metodología

La reconstrucción de la serie de activos externos de residentes argentinos utilizada en este capítulo combina tres fuentes primarias, articuladas en el tiempo. Para 1975-1990 se utiliza la estimación propia de Basualdo y Kulfas (2000), publicada en la revista Realidad Económica del Instituto Argentino para el Desarrollo Económico (IADE), que aplica el método residual de balanza de pagos para reconstruir, año por año, el stock acumulado de capitales de residentes argentinos colocados en el exterior. Para 1991-2011 se utiliza la serie oficial y directa de Posición de Inversión Internacional (PII) del INDEC —sector privado no financiero, rubro activos externos—, publicada en su informe La Posición de Inversión Internacional de Argentina al 31 de diciembre de 2011 (INDEC, 2012), que releva año por año, sin discontinuidad, el mismo concepto para todo ese tramo. Para 2015, 2020, 2024 y 2025 se utilizan cifras de la misma serie oficial del INDEC, relevadas y sistematizadas por El Cronista (2016), Chequeado (2025) e iProfesional (2026). En conjunto, estas tres fuentes permiten verificar en fuente primaria 41 de los 51 años del período 1975-2025; los diez años restantes —2012-2014, 2016-2019 y 2021-2023— se interpolan linealmente en el Gráfico 1 exclusivamente a fines de visualización, y se excluyen de la Tabla 1, que presenta únicamente años con dato verificado.

Corresponde señalar una limitación metodológica relevante: entre 1991 y 1998, período en el que se superponen la serie de Basualdo y Kulfas (método residual) y la serie oficial del INDEC (método directo), ambas muestran una tendencia común pero valores que difieren entre un 8% y un 20% para el mismo año —por ejemplo, 40.897 millones de dólares según Basualdo y Kulfas contra 50.063 millones según el INDEC para 1991—, diferencia consistente con la magnitud de discrepancia entre ambos métodos que documentaron oportunamente la Auditoría

General de la Nación (1997, 1999) y Damill (1998). Frente a esta superposición, este trabajo utiliza la serie de Basualdo y Kulfas únicamente para el tramo 1975-1990, en el que no existe una alternativa oficial directa, y adopta la serie del INDEC como fuente exclusiva a partir de 1991, por tratarse de la fuente oficial, metodológicamente estable y de acceso público. Esta decisión implica que el pequeño escalón visible en el Gráfico 1 entre 1990 y 1991 no debe leerse como parte del fenómeno bajo estudio, sino como un artefacto del cambio de fuente, y así se advierte para evitar una interpretación errónea de ese punto específico de la serie.

3.2. Evolución agregada y su correspondencia con los shocks formativos del Capítulo 2

El Gráfico 1 presenta la evolución del stock total de activos externos de residentes privados argentinos, con los años verificados marcados sobre la curva, junto con las líneas verticales que señalan cada uno de los shocks formativos reconstruidos en el Capítulo 2: el Rodrigazo de 1975 (sección 2.2), la tablita cambiaria y el ciclo de endeudamiento externo de la dictadura hacia 1978-1981 (sección 2.3), el Plan Austral de 1985 y su posterior colapso (sección 2.4), la hiperinflación de 1989-1990 (sección 2.5), el inicio de la Convertibilidad en 1991 (sección 2.6), la crisis y el corralito de 2001 (sección 2.7), la pesificación asimétrica de 2002 (sección 2.8), el cepo cambiario de 2011 (sección 2.9) y la crisis cambiaria de 2018 que abre la aceleración inflacionaria reciente (sección 2.10).

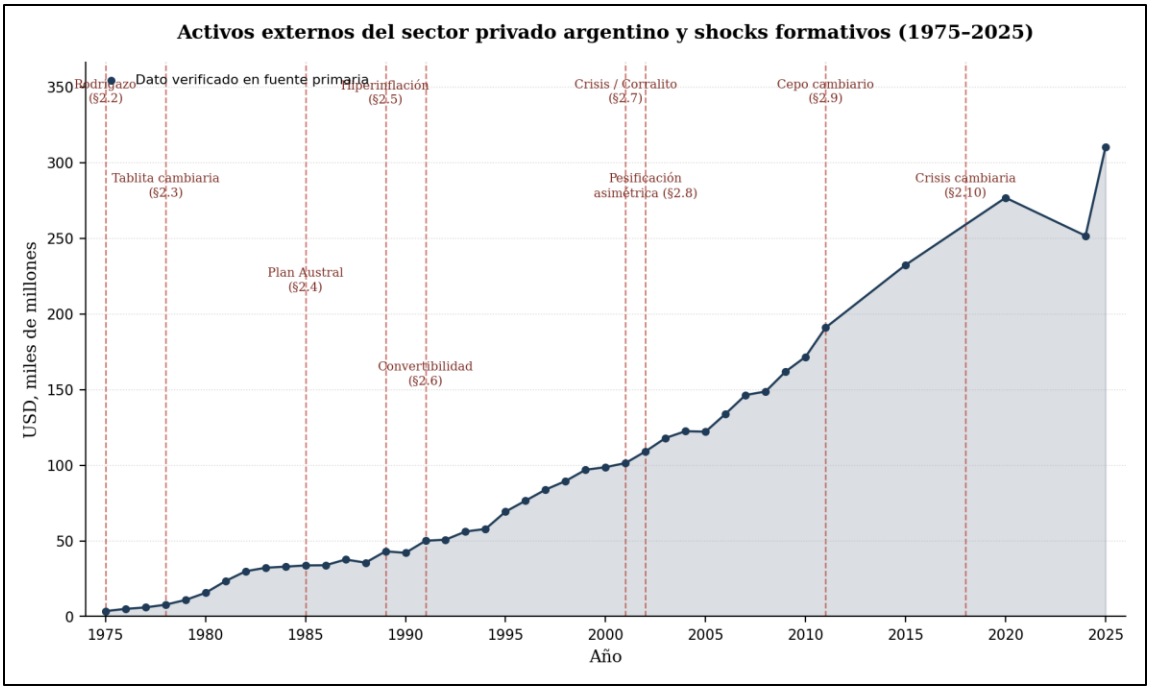


Gráfico 1. Activos externos del sector privado argentino y shocks formativos (1975–2025). Los puntos marcados son años con dato verificado en fuente primaria (41 de 51 años); los tramos 2012-2014, 2016-2019 y 2021-2023 son interpolación lineal solo a fines de visualización.

Elaboración propia en base a: Basualdo, E. M., & Kulfas, M. (2000). Fuga de capitales y endeudamiento externo en la Argentina. Realidad Económica, (173), IADE (años 1975-1990, estimación propia por método residual de balanza de pagos); Instituto Nacional de Estadística y Censos [INDEC]. (2012). La Posición de Inversión Internacional de Argentina al 31 de diciembre de 2011. Dirección Nacional de Cuentas Internacionales (años 1991-2011, sector privado no financiero, serie oficial); INDEC, Posición de Inversión Internacional, tal como fue relevada por El Cronista (9 de julio de 2016), Chequeado (6 de mayo de 2025) e iProfesional (24 de mayo de 2026) (años 2015, 2020, 2024 y 2025). Líneas verticales: elaboración propia en base a la periodización histórica desarrollada en el Capítulo 2 de este trabajo.

La lectura del gráfico resulta consistente con el argumento desarrollado en el Capítulo 2. En el tramo 1975-1990, cubierto en su totalidad por la serie de Basualdo y Kulfas, el stock crece de 3.566 a 42.087 millones de dólares, con los mayores incrementos anuales concentrados exactamente en los años posteriores al Rodrigazo (1975-1976), al ciclo de tablita cambiaria y bicicleta financiera (1980-1982) y a la hiperinflación (1989, con una variación de +7.481 millones respecto de 1988, el mayor salto interanual de todo el tramo). En el tramo 1991-2011, cubierto por la serie oficial del INDEC sin discontinuidades, el stock crece de manera sostenida de 50.063 a 190.954 millones de dólares, sin que la crisis de 2001-2002 revierta la tendencia: por el contrario, el activo externo del sector privado no financiero pasa de 97.003 millones en 1999 a

109.166 millones en 2002 y a 118.008 millones en 2003, es decir, continúa creciendo durante los años del corralito y la pesificación asimétrica, lo que constituye, dentro de la evidencia disponible en este trabajo, la confirmación más directa de la hipótesis de que esos shocks intensificaron —y no interrumpieron— la acumulación de activos dolarizados. Los años verificados más recientes (2015, 2020, 2024 y 2025) muestran que el stock se estabilizó en un nivel muy superior —entre 232.000 y 310.000 millones de dólares—, sin una reversión significativa aun frente a la desaceleración inflacionaria de los últimos años del período, lo que resulta consistente con la hipótesis de persistencia (histéresis) desarrollada en el Marco Teórico a partir de Reinhart et al. (2003).

3.3. La serie en detalle: Tabla 1

La Tabla 1 presenta, para los años seleccionados de mayor relevancia analítica, los valores de la serie completa representada en el Gráfico 1. Por razones de extensión no se reproducen aquí los 41 años verificados en su totalidad; la serie completa, año por año, se documenta en el Anexo B.

Año	Activos externos totales (USD mil millones)	Fuente primaria
1975	3.6	Basualdo y Kulfas (2000)
1976	5.0	Basualdo y Kulfas (2000)
1980	15.6	Basualdo y Kulfas (2000)
1981*	23.4	Basualdo y Kulfas (2000)
1985*	33.8	Basualdo y Kulfas (2000)
1988	35.6	Basualdo y Kulfas (2000)
1989*	43.1	Basualdo y Kulfas (2000)
1990	42.1	Basualdo y Kulfas (2000)
1991*	50.1	INDEC (2012), serie oficial
1995	69.3	INDEC (2012), serie oficial
1999	97.0	INDEC (2012), serie oficial

Año	Activos externos totales (USD mil millones)	Fuente primaria
2001*	101.4	INDEC (2012), serie oficial
2002*	109.2	INDEC (2012), serie oficial
2003	118.0	INDEC (2012), serie oficial
2005	122.2	INDEC (2012), serie oficial
2007	146.4	INDEC (2012), serie oficial
2009	161.9	INDEC (2012), serie oficial
2011*	191.0	INDEC (2012), serie oficial
2015	232.4	INDEC (vía El Cronista, 2016)
2020	276.9	INDEC (vía Chequeado, 2025)
2024	251.7	INDEC (vía Chequeado, 2025)
2025	310.5	INDEC (vía El Cronista e iProfesional, 2026)

Tabla 1. Activos externos totales del sector privado argentino, años seleccionados con dato verificado (1975-2025; serie completa de 41 años en el Anexo B). (*) Años que coinciden con shocks formativos reseñados en el Capítulo 2. Entre 1975 y 1990: Basualdo y Kulfas (2000). Entre 1991 y 2011: INDEC (2012), serie oficial y directa. 2015 en adelante: INDEC vía prensa especializada (véase Gráfico 1 para el detalle completo de fuentes).

3.4. Análisis por subperíodo

El subperíodo 1975-1990, cubierto por la serie de Basualdo y Kulfas, muestra el crecimiento proporcionalmente más pronunciado de toda la serie: el stock se multiplica por un factor superior a once en quince años, impulsado sucesivamente por el Rodrigazo (§2.2), el ciclo de endeudamiento externo y tablita cambiaria de la dictadura (§2.3) —con el salto más marcado de todo el subperíodo entre 1980 y 1981, de 15.633 a 23.424 millones—, el Plan Austral y su colapso (§2.4) y la hiperinflación (§2.5), cuyo año, 1989, registra la mayor variación interanual absoluta de toda la serie disponible para el siglo XX.

El subperíodo 1991-2011, cubierto en su totalidad y sin discontinuidades por la serie oficial del INDEC, constituye el hallazgo empírico más sólido de este capítulo: la serie no exhibe ninguna caída sostenida en todo el tramo, ni siquiera durante los años de la crisis de 2001-2002 y la pesificación asimétrica (§2.7 y §2.8) —el stock pasa de 101.437 millones en 2001 a 109.166

millones en 2002, es decir, sigue creciendo durante el año de la pesificación—, lo que contradice la hipótesis de que una crisis de esa magnitud debería, al menos transitoriamente, reducir el acceso a activos externos por parte de los residentes, y confirma en cambio que el efecto neto de la crisis fue intensificar la salida hacia el dólar y no restringirla. El cepo cambiario de 2011 (§2.9), último año cubierto por esta fuente, encuentra al stock en su nivel máximo de la serie oficial hasta ese momento (190.954 millones), lo que resulta coherente con la lectura desarrollada en el Capítulo 2 según la cual el cepo intensificó, en lugar de contener, la demanda de cobertura en moneda extranjera.

El tramo 2015-2025 confirma la persistencia de niveles elevados de dolarización de activos: entre el cepo cambiario de 2011 (191.000 millones, último dato oficial de esa etapa) y 2015 (232.400 millones) el stock continuó creciendo pese a los controles cambiarios vigentes; el pico de la serie completa se registra en 2020 (276.900 millones), durante el primer año de la aceleración inflacionaria y cambiaria abierta en 2018 (§2.10); y los años más recientes (2024-2025) muestran una relativa estabilización en niveles elevados, sin que la desaceleración inflacionaria posterior a 2023 haya producido una reversión comparable en magnitud a la acumulación previa, un patrón que —de acuerdo con la hipótesis central de este trabajo— resulta más consistente con una preferencia estructural moldeada por el aprendizaje histórico acumulado que con una respuesta mecánica a los incentivos de corto plazo vigentes en cada momento.

Capítulo 4. Evidencia conductual

4.1. Indicadores de aversión al riesgo monetario

Mientras que el Capítulo 3 documentó la magnitud agregada de la dolarización de activos, este capítulo discute evidencia de naturaleza más directamente conductual: indicadores que permiten inferir, más allá del stock acumulado de activos externos, la disposición subyacente de los agentes argentinos a asumir riesgo en moneda local. Un primer indicador surge de la propia composición de los depósitos del sistema financiero argentino a lo largo del período, que exhibe una participación estructuralmente elevada de depósitos denominados en moneda extranjera —incluso en los tramos del período en que la normativa vigente permitió su constitución—, así como una elasticidad marcadamente asimétrica de esa composición ante noticias negativas y positivas: los episodios de deterioro de expectativas producen migraciones rápidas y de gran magnitud hacia depósitos en dólares, mientras que la recomposición posterior hacia depósitos en pesos, cuando ocurre, se produce de manera considerablemente más lenta y parcial. Esta asimetría es consistente con la función de valor cóncava-convexa postulada por la teoría prospectiva de Kahneman y Tversky (1979), que predice precisamente una reacción más pronunciada ante las pérdidas percibidas que ante las ganancias equivalentes.

Un segundo indicador relevante es la persistencia de la práctica de fijación de precios en dólares para bienes de alto valor unitario y baja frecuencia de transacción —fundamentalmente inmuebles y automotores—, práctica que se mantiene aun durante los períodos de menor inflación relativa del período analizado, y que sugiere que la función de unidad de cuenta del peso se encuentra estructuralmente debilitada para ese segmento de transacciones, independientemente del nivel de inflación corriente. Esta evidencia resulta consistente con el diagnóstico de Akerlof y Shiller (2009) sobre el papel de la confianza como determinante

autónomo del comportamiento económico: la elección de la unidad de cuenta para este tipo de transacciones no responde únicamente al cálculo de costos de transacción, sino a una convención social consolidada por la experiencia histórica compartida.

4.2. Encuestas de expectativas y preferencias de ahorro

El Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) que publica mensualmente el Banco Central de la República Argentina (BCRA), que sistematiza los pronósticos de tipo de cambio e inflación de decenas de consultoras, centros de investigación y entidades financieras locales y extranjeras, permite aproximar la sensibilidad de las expectativas cambiarias a los episodios de incertidumbre política y macroeconómica, en línea con la centralidad del dólar en la formación de expectativas discutida en el Capítulo 1. Debe señalarse, no obstante, una limitación relevante: el REM releva pronósticos de analistas profesionales sobre el tipo de cambio y la inflación, y no una encuesta directa de preferencias de ahorro de los hogares, por lo cual no permite, por sí solo, documentar la composición de cartera de las familias argentinas. Con esa salvedad, la magnitud y la persistencia de la brecha entre el tipo de cambio oficial y los tipos de cambio financieros a lo largo del período reciente, junto con la evidencia sobre la persistencia del stock de activos externos documentada en el Capítulo 3, resultan difíciles de reconciliar con un modelo de expectativas racionales puro, en el que la elección de portafolio debería responder centralmente al diferencial de rendimientos esperados, y resultan en cambio consistentes con la hipótesis de preferencias endógenas desarrollada en el Marco Teórico: la elección del dólar como refugio no se revisa continuamente en función de las condiciones de rendimiento relativo, sino que opera como una heurística estable, forjada por la experiencia histórica acumulada, que se activa de manera prácticamente automática ante cualquier señal de incertidumbre.

Un rasgo adicional que resulta especialmente relevante para el enfoque de preferencias endógenas de Malmendier y Nagel (2011), aunque su verificación empírica específica para el caso argentino excede el alcance de la evidencia reunida en este trabajo, es la posible persistencia intergeneracional de la preferencia dolarizadora: cabría esperar que los hogares encabezados por individuos que no vivieron directamente los episodios de hiperinflación de 1989-1990 exhiban, sin embargo, patrones de preferencia por el dólar de magnitud comparable a los de las cohortes que sí los vivieron, lo cual sugeriría un mecanismo de transmisión cultural e intrafamiliar de la aversión al riesgo monetario que excede la experiencia individual directa, en línea con la noción de narrativas económicas propuesta por Shiller para explicar la persistencia de creencias colectivas más allá de la experiencia vivida por cada individuo. Contrastar esta hipótesis de manera rigurosa exigiría datos de panel o encuestas estratificadas por cohorte de nacimiento, que constituyen una línea de investigación futura antes que un resultado de este trabajo.

4.3. Discusión

La evidencia conductual reseñada en este capítulo, tomada en conjunto con la evidencia agregada del Capítulo 3, resulta consistente con el esquema causal de tres eslabones propuesto en el Marco Teórico: el eslabón estructural-macroeconómico —documentado históricamente en el Capítulo 2— genera episodios recurrentes de pérdida patrimonial severa; el eslabón conductual-individual —discutido en este capítulo— muestra que esas pérdidas se procesan de manera asimétrica y dejan una marca duradera sobre las preferencias, incluso transmitida a generaciones que no las vivieron directamente; y el eslabón agregado-institucional —cuantificado en el Capítulo 3— muestra el resultado acumulado de ese proceso en la composición del patrimonio de los residentes argentinos. Es importante señalar, no obstante, una limitación metodológica relevante: la evidencia disponible es de naturaleza fundamentalmente correlacional y no permite,

por sí sola, descartar de manera concluyente explicaciones alternativas basadas exclusivamente en expectativas racionales sobre la persistencia de la inflación estructural documentada en el Marco Teórico; el argumento de este trabajo es que ambas explicaciones no son mutuamente excluyentes, sino complementarias, y que la evidencia revisada resulta más consistente con un modelo mixto —de expectativas racionales sobre un trasfondo de preferencias endógenamente moldeadas— que con cualquiera de los dos extremos por separado.

Capítulo 5. Implicancias de política

5.1. Los límites de la estabilización puramente monetaria

El esquema causal desarrollado a lo largo de este trabajo tiene una implicancia de política directa: si la dolarización argentina responde, en un grado significativo, a preferencias endógenamente moldeadas por la experiencia histórica acumulada, entonces una política de estabilización que actúe exclusivamente sobre las variables monetarias y cambiarias contemporáneas —por ejemplo, mediante la fijación de una nueva ancla cambiaria o mediante una desinflación puramente monetaria— puede lograr, en el mejor de los casos, una reducción transitoria de la brecha entre el tipo de cambio oficial y el paralelo, pero difícilmente revierta por sí sola la preferencia estructural por el dólar, en la medida en que esa preferencia no depende únicamente de las condiciones presentes sino de una memoria histórica que ningún anuncio de política puede desactivar de manera inmediata. Este diagnóstico es consistente con la literatura sobre inflación inercial reseñada en el Marco Teórico: del mismo modo en que la inercia inflacionaria exige mecanismos explícitos de coordinación de expectativas y no solo restricción monetaria, la reversión de la dolarización estructural exigiría, siguiendo el argumento de este trabajo, una acumulación sostenida de nueva evidencia positiva a lo largo de un horizonte temporal considerablemente más extenso que el de un programa de estabilización convencional.

5.2. Reconstrucción de la confianza como problema de largo plazo

Si se acepta el diagnóstico de Akerlof y Shiller (2009) según el cual la confianza constituye una variable social dinámica y no un dato estático, la reconstrucción de la confianza en la moneda local emerge como un objetivo de política que debe pensarse en el largo plazo, y no como un subproducto automático de la estabilidad macroeconómica de corto plazo. En términos del marco de preferencias endógenas de Malmendier y Nagel (2011), la única vía

disponible para revertir gradualmente la aversión al riesgo en moneda local consiste en generar, de manera sostenida a lo largo de varias cohortes sucesivas, una experiencia consistente de estabilidad de precios y de previsibilidad cambiaria, de modo que las nuevas generaciones de agentes económicos incorporen a su propia función de preferencias una experiencia formativa distinta de la vivida por las cohortes de 1975, 1989, 2001 o 2018-2023.

Este diagnóstico no implica, sin embargo, que la política económica de corto y mediano plazo resulte irrelevante: por el contrario, atendiendo al diagnóstico estructural desarrollado en el Marco Teórico, resulta condición necesaria —aunque no suficiente— abordar los desequilibrios estructurales identificados por Olivera y por Diamand: la heterogeneidad productiva entre el sector transable de alta productividad y el resto de la economía, la recurrencia de la restricción externa y la ausencia de mecanismos institucionales estables de resolución de la pugna distributiva. En la medida en que estos desequilibrios estructurales continúen generando episodios recurrentes de crisis cambiaria y aceleración inflacionaria, cualquier proceso de reconstrucción gradual de la confianza en la moneda local corre el riesgo de verse interrumpido por un nuevo shock formativo que renueve, en lugar de atenuar, la memoria colectiva de inestabilidad.

5.3. Consideraciones sobre instrumentos de política

Sin pretender agotar el análisis de instrumentos específicos —que excede el alcance de este trabajo final y que podría constituir, en sí mismo, una línea de investigación futura—, el marco desarrollado permite señalar al menos tres orientaciones generales. En primer lugar, la conveniencia de que los programas de estabilización incorporen mecanismos explícitos de coordinación de expectativas, en línea con la experiencia y las limitaciones de los programas heterodoxos de la década de 1980 analizados por Frenkel y Heymann y con el caso concreto del

Plan Austral reseñado en la sección 2.4, cuyo colapso posterior a un éxito inicial reconocido internacionalmente ilustra que la sola adopción de un esquema heterodoxo de coordinación no basta si no se sostiene, además, la disciplina fiscal que permita evitar su reversión, antes que depender exclusivamente de anclas monetarias o cambiarias. En segundo lugar, la relevancia de sostener la estabilidad de precios durante horizontes prolongados y no solo durante ventanas electorales o de corto plazo, dado que —según el marco de preferencias endógenas— es la duración y la consistencia de la experiencia de estabilidad, y no su sola ocurrencia puntual, lo que puede eventualmente modificar las preferencias estructurales de las nuevas cohortes. En tercer lugar, la necesidad de atender los desequilibrios estructurales de la economía real identificados por el estructuralismo argentino, en el entendimiento de que una estabilización que no aborde la heterogeneidad productiva subyacente corre el riesgo de resultar, como sugiere la experiencia de la Convertibilidad reseñada en la sección 2.6, transitoria.

Conclusiones

Este trabajo se propuso analizar en qué medida la recurrencia de crisis monetarias en Argentina entre 1975 y la actualidad contribuyó a moldear estructuralmente las preferencias endógenas de aversión al riesgo de los agentes económicos, expresadas en una demanda persistente de activos dolarizados. El recorrido realizado a lo largo de los cinco capítulos permite sostener, con las limitaciones propias de un trabajo final de licenciatura, que la evidencia revisada resulta consistente con la hipótesis planteada: la dolarización argentina no puede explicarse satisfactoriamente como una respuesta puntual a los incentivos macroeconómicos contemporáneos, sino que debe entenderse como el resultado acumulativo de un aprendizaje histórico forjado por la exposición reiterada a episodios de pérdida patrimonial severa.

El aporte específico de este trabajo, respecto de la literatura conductual disponible sobre el caso argentino, radica en la articulación explícita de dos cuerpos teóricos que habitualmente se abordan por separado: la economía del comportamiento —a través de la teoría prospectiva y del enfoque de preferencias endógenas— y las explicaciones heterodoxas de la inflación estructural argentina —el estructuralismo cepalino, la formalización de Olivera, la estructura productiva desequilibrada de Diamand y las teorías de la inflación inercial y la pugna distributiva—. Esta articulación permite dar cuenta no solo de cómo se forman y se transmiten las preferencias de aversión al riesgo una vez ocurrido un shock, sino de por qué la economía argentina generó, con la recurrencia documentada en el Capítulo 2, los shocks que dieron origen a ese proceso.

En relación con los objetivos específicos planteados en la Introducción, el trabajo reconstruyó los principales episodios de crisis monetaria del período, examinó los fundamentos de la teoría prospectiva y su capacidad explicativa, conceptualizó el enfoque de las preferencias endógenas, identificó las manifestaciones concretas de la dolarización informal a partir de

evidencia agregada y conductual, y discutió las implicancias de política orientadas a la reconstrucción de la confianza en la moneda local. La hipótesis central —según la cual la repetición de crisis monetarias genera mayor aversión al riesgo en moneda local y preferencia persistente por activos dolarizados, aun controlando por las condiciones macroeconómicas contemporáneas— encuentra respaldo en la evidencia histórica, agregada y conductual revisada, aunque, como se señaló en la sección 4.3, esa evidencia es de naturaleza fundamentalmente correlacional y no permite una contrastación causal estricta dentro de los límites metodológicos de este trabajo.

Quedan planteadas, para una eventual profundización posterior, al menos tres líneas de trabajo futuro: en primer lugar, la estimación econométrica formal de quiebres estructurales sobre la serie de dolarización de activos presentada en el Capítulo 3, que permita contrastar con mayor rigor la asociación temporal sugerida entre los episodios de crisis y los saltos de nivel de la serie; en segundo lugar, el desarrollo de estudios experimentales o cuasi-experimentales que permitan aislar, dentro de la población argentina, el efecto específico de la exposición directa a episodios de crisis sobre la disposición a asumir riesgo en moneda local, en la línea metodológica de Malmendier y Nagel (2011); y en tercer lugar, un análisis comparado con otras economías latinoamericanas de historia inflacionaria similar —Bolivia, Perú, Brasil— que permita evaluar la especificidad del caso argentino dentro del marco heterodoxo desarrollado en este trabajo.

Referencias bibliográficas

Akerlof, G. A., & Shiller, R. J. (2009). Animal spirits: How human psychology drives the economy, and why it matters for global capitalism. Princeton University Press.

Auditoría General de la Nación [AGN]. (1997). Cambios recientes en la metodología del balance de pagos en la Argentina. Buenos Aires: AGN.

Auditoría General de la Nación [AGN]. (1999). Análisis del balance de pagos de la Argentina: los cambios metodológicos recientes y el desempeño observado en 1998. Buenos Aires: AGN.

Banco Central de la República Argentina [BCRA]. (2026). Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM). Informes mensuales. https://www.bcra.gob.ar/relevamiento-expectativas-mercado-rem/

Basualdo, E. M. (1987). Deuda externa y poder económico en la Argentina. Nueva América.

Basualdo, E. M., & Kulfas, M. (2000). Fuga de capitales y endeudamiento externo en la Argentina. Realidad Económica, (173), 76–101. IADE.

Broda, C., & Levy Yeyati, E. (2006). Endogenous deposit dollarization. Journal of Money, Credit and Banking, 38(4), 963–991.

Calvo, G. A., & Reinhart, C. M. (2000). When capital inflows come to a sudden stop: Consequences and policy options. En P. B. Kenen & A. K. Swoboda (Eds.), Reforming the international monetary and financial system. International Monetary Fund.

Calvo, G. A., & Végh, C. A. (1992). Currency substitution in developing countries: An introduction. Revista de Análisis Económico, 7(1), 3–27.

Canitrot, A. (1975). La experiencia populista de redistribución de ingresos. Desarrollo Económico, 15(59), 331–351.

Canitrot, A. (1980). La disciplina como objetivo de la política económica: Un ensayo sobre el programa económico del gobierno argentino desde 1976. Desarrollo Económico, 19(76), 453–475.

Chequeado. (2025, 6 de mayo). Luis Caputo fomenta el uso de dólares: cuántos tienen los argentinos "bajo el colchón" y qué pasó en los últimos 20 años. https://chequeado.com/el-explicador/

Corte Suprema de Justicia de la Nación [CSJN]. (2002, 1 de febrero). Smith, Carlos Antonio c/ Poder Ejecutivo Nacional s/ sumarísimo. Fallos, 325:28.

Damill, M. (1998). Cambios en la metodología del balance de pagos en la Argentina y fragilidad externa. Estudios de Política Económica y Finanzas, Universidad de Palermo.

Diamand, M. (1972). La estructura productiva desequilibrada argentina y el tipo de cambio. Desarrollo Económico, 12(45), 25–47.

El Cronista. (2016, 9 de julio). Los argentinos tienen activos fuera del país por u$s 232.411 millones. https://www.cronista.com

Frenkel, R. (1979). Decisiones de precio en alta inflación. Desarrollo Económico, 19(75), 291–330.

Gerchunoff, P., & Llach, L. (2018). El ciclo de la ilusión y el desencanto: Un siglo de políticas económicas argentinas. Crítica.

Hernández Sampieri, R., Fernández Collado, C., & Baptista Lucio, P. (2014). Metodología de la investigación (6.ª ed.). McGraw-Hill.

Heymann, D. (1986). Tres ensayos sobre inflación y políticas de estabilización. Documento de trabajo, CEPAL.

Heymann, D., & Leijonhufvud, A. (1995). High inflation: The Arne Ryde memorial lectures. Oxford University Press.

Instituto Nacional de Estadística y Censos [INDEC]. (2012). La Posición de Inversión Internacional de Argentina al 31 de diciembre de 2011. Dirección Nacional de Cuentas Internacionales. https://www.indec.gob.ar

iProfesional. (2026, 24 de mayo). Dolarización endógena: ¿cómo abrir la llave del colchón de los argentinos? https://www.iprofesional.com

Ize, A., & Levy Yeyati, E. (2003). Financial dollarization. Journal of International Economics, 59(2), 323–347.

Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. Econometrica, 47(2), 263–291.

Levy Yeyati, E. (2006). Financial dollarization: Evaluating the consequences. Economic Policy, 21(45), 61–118.

Machinea, J. L., & Fanelli, J. M. (1988). Stopping hyperinflation: The case of the Austral Plan in Argentina, 1985–1987. En M. Bruno, G. Di Tella, R. Dornbusch, & S. Fischer (Eds.), Inflation stabilization: The experience of Israel, Argentina, Brazil, Bolivia, and Mexico. MIT Press.

Malmendier, U., & Nagel, S. (2011). Depression babies: Do macroeconomic experiences affect risk taking? The Quarterly Journal of Economics, 126(1), 373–416.

Melvin, M. (1988). The dollarization of Latin America as a market-enforced monetary reform: Evidence and implications. Economic Development and Cultural Change, 36(3), 543–558.

Noyola Vázquez, J. F. (1956). El desarrollo económico y la inflación en México y otros países latinoamericanos. Investigación Económica, 16(4), 603–648.

Olivera, J. H. G. (1964). On structural inflation and Latin-American structuralism. Oxford Economic Papers, 16(3), 321–332.

Prebisch, R. (1949). El desarrollo económico de la América Latina y algunos de sus principales problemas. CEPAL / Naciones Unidas.

Reinhart, C. M., Rogoff, K. S., & Savastano, M. A. (2003). Addicted to dollars (NBER Working Paper No. 10015). National Bureau of Economic Research.

Shiller, R. J. (2000). Irrational exuberance. Princeton University Press. (Eds. actualizadas 2005, 2015).

Sunkel, O. (1958). La inflación chilena: Un enfoque heterodoxo. El Trimestre Económico, 25(100), 570–599.

Von Neumann, J., & Morgenstern, O. (1944). Theory of games and economic behavior. Princeton University Press.

Anexos

Anexo A. Glosario de términos

Aversión al riesgo: disposición de un agente a evitar situaciones de resultado incierto, aun cuando el valor esperado de esa situación sea igual o superior al de una alternativa cierta.

Dolarización informal: tenencia de activos en moneda extranjera fuera de los circuitos regulados o declarados, con fines de ahorro, cobertura o reserva de valor.

Inflación estructural: interpretación de la inflación como resultado de desequilibrios de la estructura productiva y de la restricción externa, y no exclusivamente de la expansión de agregados monetarios.

Inflación inercial: componente de la inflación explicado por mecanismos de indexación y expectativas adaptativas, independiente de las condiciones de demanda agregada corrientes.

Preferencias endógenas: enfoque según el cual las preferencias de los agentes —en particular su aversión al riesgo— no son fijas, sino que se modifican en función de las experiencias vividas.

Pugna distributiva: disputa entre sectores sociales y económicos por la distribución del ingreso real, dirimida mediante ajustes sucesivos de precios y salarios nominales.

Dolarización financiera: denominación en moneda extranjera de una porción significativa de los activos y pasivos del sistema financiero doméstico, aun cuando la moneda de curso legal para las transacciones corrientes siga siendo la moneda nacional.

Histéresis (en dolarización): fenómeno por el cual la dolarización, una vez alcanzado un determinado umbral, tiende a persistir durante períodos prolongados aun después de que las condiciones macroeconómicas que la originaron se hayan normalizado (Reinhart et al., 2003).

Año verificado: en este trabajo, año para el cual se cuenta con un dato publicado y verificable en una fuente primaria sobre el stock de activos externos, a diferencia de los años intermedios sin dato directo, que se interpolan solo a fines de visualización en el Gráfico 1 (véase Capítulo 3, sección 3.1).

Anexo B. Serie completa de activos externos del sector privado argentino (1975-2025)

Este anexo reproduce, año por año, los 41 datos verificados en fuente primaria que sustentan el Gráfico 1 y la Tabla 1 del Capítulo 3, con el detalle exacto de cada fuente.

1975-1990 (Basualdo y Kulfas, 2000, estimación propia, en millones de dólares): 1975: 3.566 · 1976: 5.012 · 1977: 6.001 · 1978: 7.779 · 1979: 10.928 · 1980: 15.633 · 1981: 23.424 · 1982: 29.875 · 1983: 32.214 · 1984: 32.952 · 1985: 33.760 · 1986: 33.862 · 1987: 37.659 · 1988: 35.597 · 1989: 43.078 · 1990: 42.087.

1991-2011 (INDEC, 2012, serie oficial, sector privado no financiero, en millones de dólares): 1991: 50.063 · 1992: 50.768 · 1993: 56.182 · 1994: 57.859 · 1995: 69.314 · 1996: 76.567 · 1997: 83.872 · 1998: 89.549 · 1999: 97.003 · 2000: 98.714 · 2001: 101.437 · 2002: 109.166 · 2003: 118.008 · 2004: 122.520 · 2005: 122.169 · 2006: 133.986 · 2007: 146.409 · 2008: 148.733 · 2009: 161.918 · 2010: 171.673 · 2011: 190.954.

2015-2025 (INDEC, vía prensa especializada, en millones de dólares): 2015: 232.411 (El Cronista, 2016) · 2020: 276.868 (Chequeado, 2025) · 2024: 251.693, promedio anual (Chequeado, 2025) · 2025: 310.461, suma de activos fuera del sistema bancario (254.898) e inversión directa en inmuebles y empresas (55.563) al cuarto trimestre (El Cronista e iProfesional, 2026).

Nota sobre el escalón 1990-1991: como se explica en la sección 3.1, el pequeño salto entre 1990 (42.087, Basualdo y Kulfas) y 1991 (50.063, INDEC) corresponde a un cambio de

fuente y de método de estimación, no a un evento económico específico; no debe interpretarse como un shock adicional a los reseñados en el Capítulo 2.