



DOLARIZACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO

Beneficios a corto plazo y riesgos
de una futura crisis bancaria

CLAVES DEL INFORME

- Los depósitos en dólares del sector privado continúan creciendo y ya alcanzan los USD 40.000 millones, lo que contribuyó a la acumulación de reservas brutas a través de los encajes bancarios desde octubre de 2025. En este contexto, el gobierno evalúa flexibilizar los préstamos en dólares —actualmente restringidos desde 2002 solo a empresas que generan divisas— con el objetivo de ampliar el crédito y fortalecer el nivel de reservas.
- La particularidad de estos préstamos es que, aunque se pactan nominalmente en dólares, el desembolso se realiza por el equivalente en pesos en la cuenta del deudor. Como los bancos deben financiar esos préstamos con sus tenencias en dólares, deben canjear esos dólares por pesos al banco central, al momento de acreditar los préstamos. Así, las reservas del banco central crecen cuando se expanden los créditos bancarios en dólares.
- La expansión de depósitos y créditos en dólares puede generar un circuito de “argen-dólares”, donde los depósitos en moneda extranjera se expanden sin respaldo real en reservas. En un contexto donde (por el bajo nivel actual de RRII) el BCRA no puede actuar plenamente como prestamista de última instancia en esa moneda, se incrementa el riesgo de no poder responder a un retiro de depósitos.
- El riesgo de que las corridas cambiarias se contagien al sistema bancario aparece si el crédito en dólares se expande hacia familias y empresas que no generan divisas, ya que, en caso de una devaluación, se incrementaría fuertemente el peso de las deudas en dólares de agentes con ingresos en pesos, generando un vínculo directo entre tensiones en el frente externo y la estabilidad del sistema bancario. Esto ocurre además en un contexto de morosidad creciente del crédito en pesos (cerca del 10% en hogares y 2,5% en empresas).
- A lo anterior se suma que el tipo de cambio real se encuentra en niveles históricamente apreciados (más de 10% por debajo del promedio de los últimos diez años) y la cuenta corriente presenta déficits persistentes, lo que vuelve plausible una futura corrección cambiaria. En un contexto internacional crecientemente volátil, avanzar hacia una argen-dolarización del crédito implica asumir riesgos macrofinancieros poco recomendables.



DOLARIZACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO

Beneficios a corto plazo y riesgos de una futura crisis bancaria

El crecimiento sostenido de los depósitos en dólares en Argentina —que alcanzan casi USD 40.000 millones al momento de redactarse este informe— abre la posibilidad de que el gobierno impulse una herramienta que no se utiliza en el país desde la crisis de 2001: la flexibilización de los préstamos en dólares.

En un contexto mundial atravesado por conflictos bélicos que aumentan la incertidumbre en los mercados financieros internacionales, y el regreso del riesgo país a niveles cercanos a los 600 puntos básicos, el experimento libertario busca nuevas alternativas para sostener la estabilidad cambiaria. Mucho más cuando la inflación mantiene una tendencia creciente agudizada por la suba del precio internacional del petróleo, que podría acelerarse ante una suba abrupta de la cotización del dólar.

Con el objetivo de fortalecer el nivel de reservas y reencauzar la actividad económica, la estrategia oficial parece orientarse hacia un esquema con ciertas similitudes al de la Convertibilidad: facilitar la expansión del crédito en dólares para empresas y familias. En la actualidad, quienes explican el crecimiento del endeudamiento en moneda extranjera son principalmente ciertas empresas —aquellas que generan ingresos en dicha moneda— y algunas provincias. Sin embargo, en los despachos oficiales circula el proyecto de extender el financiamiento en dólares a familias y empresas con ingresos en pesos.

La modalidad de este crecimiento del endeudamiento en dólares desde octubre del año pasado fue un aumento considerable de las emisiones de Obligaciones Negociables (más de USD 8.000 millones) por parte de empresas energéticas y bancos, junto con colocaciones de deuda provincial por alrededor de USD 2.000 millones. Este incremento del endeudamiento en moneda dura vía ONs no parece revestir, en principio, mayores riesgos sistémicos por una razón sencilla: se trata de un acuerdo directo entre partes que en caso de incumplimiento no tiene canales de contagio relevantes hacia el resto del sistema. El riesgo sistémico del aumento del endeudamiento en dólares aparece cuando quienes se endeudan en esa moneda lo hacen a través de créditos bancarios, comprometiendo en caso de incumplimiento los fondos que cubren los depósitos de los ahorristas.



Hasta el momento, el sistema financiero argentino mantenía una serie de regulaciones macroprudenciales heredadas de la crisis de la Convertibilidad y su “corralito” bancario. Para evitar que una devaluación de la moneda genere el incumplimiento de quienes estaban endeudados en dólares, sólo se permitía préstamos en moneda extranjera a quienes tuvieran ingresos en divisas: exportadores mayormente. Esa regulación se relajó hace algunos meses al permitir que los bancos den préstamos en dólares a sectores con ingresos en pesos, pero financiados sólo con divisas provenientes de colocaciones de ONs por parte de los bancos. Pero en estos días, circula un proyecto impulsado por los grandes bancos que operan en el país, para permitir usar los fondos de los depósitos en dólares no encajados para otorgar préstamos en dólares a empresas no exportadoras y familias.

El interés de los grandes bancos de expandir los potenciales clientes de sus créditos en divisas responde a que tienen un exceso de liquidez en esa moneda de aproximadamente USD 10.000 millones. Por su parte, la expansión del crédito bancario en dólares beneficia el objetivo oficial de incrementar las reservas del banco central, en el corto plazo. Cuando se otorga un préstamo en dólares, el desembolso se acredita en pesos en la cuenta del deudor. Para ello, los dólares del crédito son vendidos al Mercado Único Libre de Cambios. Si el BCRA interviene comprando esas divisas, la operación se traduce en un aumento inicial de las reservas internacionales.

La transferencia de dólares desde los depósitos bancarios al banco central producto de los préstamos en dólares acreditados en pesos abre la posibilidad de que esos dólares vuelvan a ser comprados por ahorristas para depositarlos en el sistema bancario. Puede generarse así un circuito iterativo de depósitos y créditos de “argen-dólares” que no gozan de respaldo real en moneda dura. En ese caso, el sistema financiero puede expandir sus pasivos en dólares a través del multiplicador bancario, aun cuando la disponibilidad efectiva de divisas no crezca en la misma proporción.

El resultado es una situación potencialmente paradójica: el Banco Central puede acumular reservas en términos absolutos —por la compra inicial de los dólares asociados al crédito— pero, al mismo tiempo, el sistema financiero incrementa sus pasivos denominados en moneda extranjera. Dado que actualmente el Banco Central no puede actuar plenamente como prestamista de última instancia en dólares por su bajo nivel de RRII, el respaldo relativo frente a una eventual demanda de liquidez en moneda extranjera podría debilitarse. Por lo tanto, no sería recomendable habilitar este tipo de flexibilización en un contexto de falta robustez de las reservas internacionales, ya que, a diferencia de lo que ocurre con los préstamos en pesos, el BCRA no



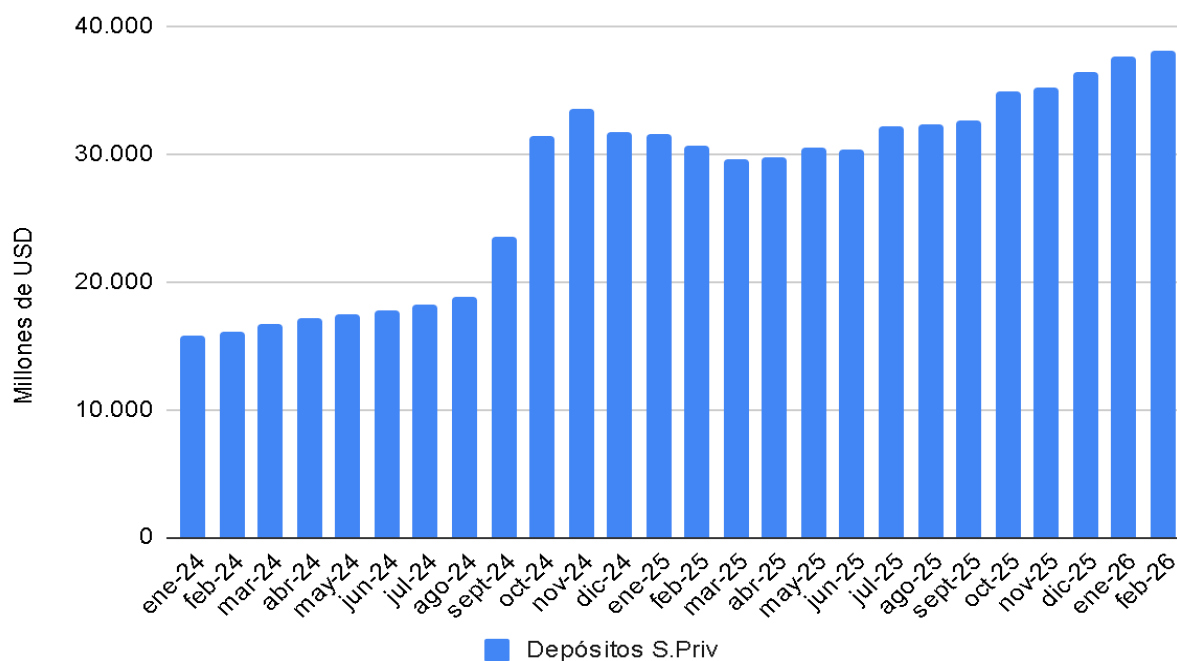
emite la moneda en la que eventualmente podría verse obligado a intervenir como prestamista de última instancia.

El riesgo de una potencial crisis bancaria es mayor si se tiene en cuenta la creciente morosidad del sistema financiero en pesos (cerca del 10% en hogares y 2,5% en empresas). En ese contexto, extender el crédito nominado en dólares a empresas y familias con ingresos en pesos, aumenta el riesgo de disparar incumplimientos en caso de una suba de la cotización de la moneda norteamericana. En el esquema actual —con un tipo de cambio que fluctúa dentro de bandas cambiarias que se amplían constantemente— tomar un préstamo en dólares implica asumir un riesgo adicional asociado a la posibilidad de una futura devaluación, especialmente en un contexto de tipo de cambio históricamente apreciado.

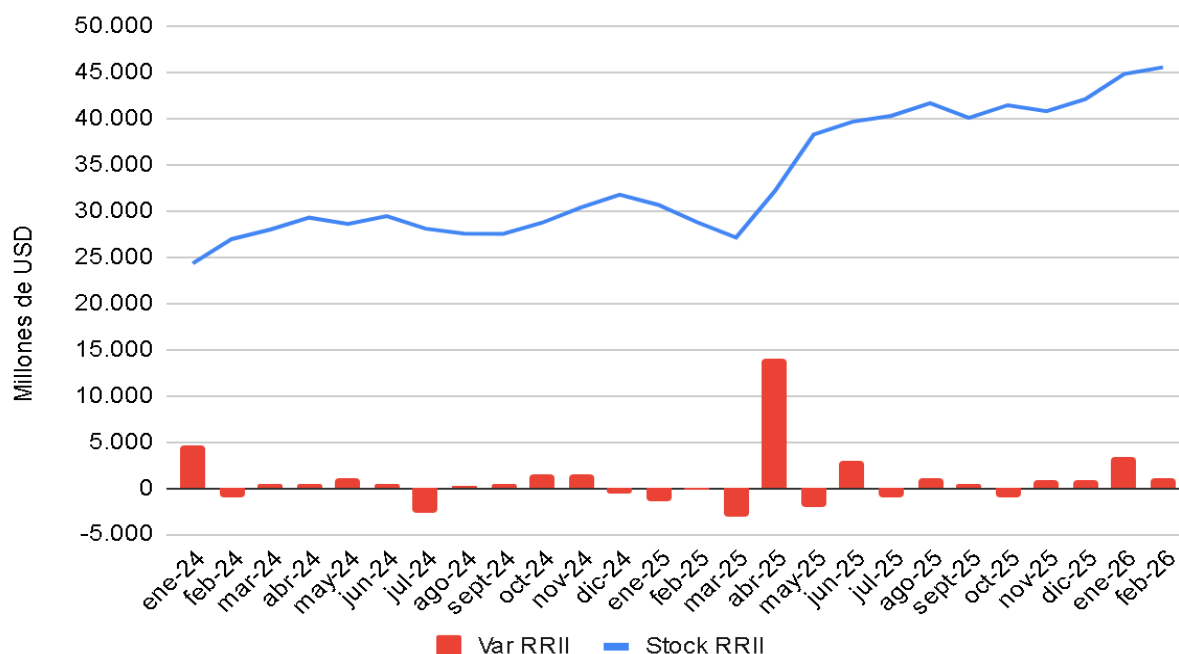
La dolarización de los depósitos bancarios tiene el aspecto positivo desde la perspectiva de la estabilidad cambiaria de corto plazo. Al incentivar que los dólares permanezcan dentro del sistema bancario en lugar de ser retirados y guardados fuera del circuito financiero, se reduce la presión inmediata sobre las reservas y sobre el mercado cambiario. En ese sentido, la materialización de los riesgos antes mencionados depende crucialmente en no avanzar en medidas imprudentes sobre el uso de esos fondos, que generen riesgo de contagio de las corridas cambiarias hacia el sistema bancario, aumentando la vulnerabilidad sistémica ante shocks externos en un contexto internacional muy inestable.

Un mecanismo alternativo para engrosar las reservas

Los depósitos en dólares vienen mostrando un franco aumento, en simultáneo con la emergencia de una campaña política y comunicacional orientada a profundizar la reinserción de la divisa estadounidense en el sistema bancario-financiero. Si bien los depósitos en dólares son propiedad de los particulares, una fracción de ellos se mantiene como encajes exigidos por el Banco Central, lo que explica parte del incremento observado en las reservas brutas desde octubre del año anterior.

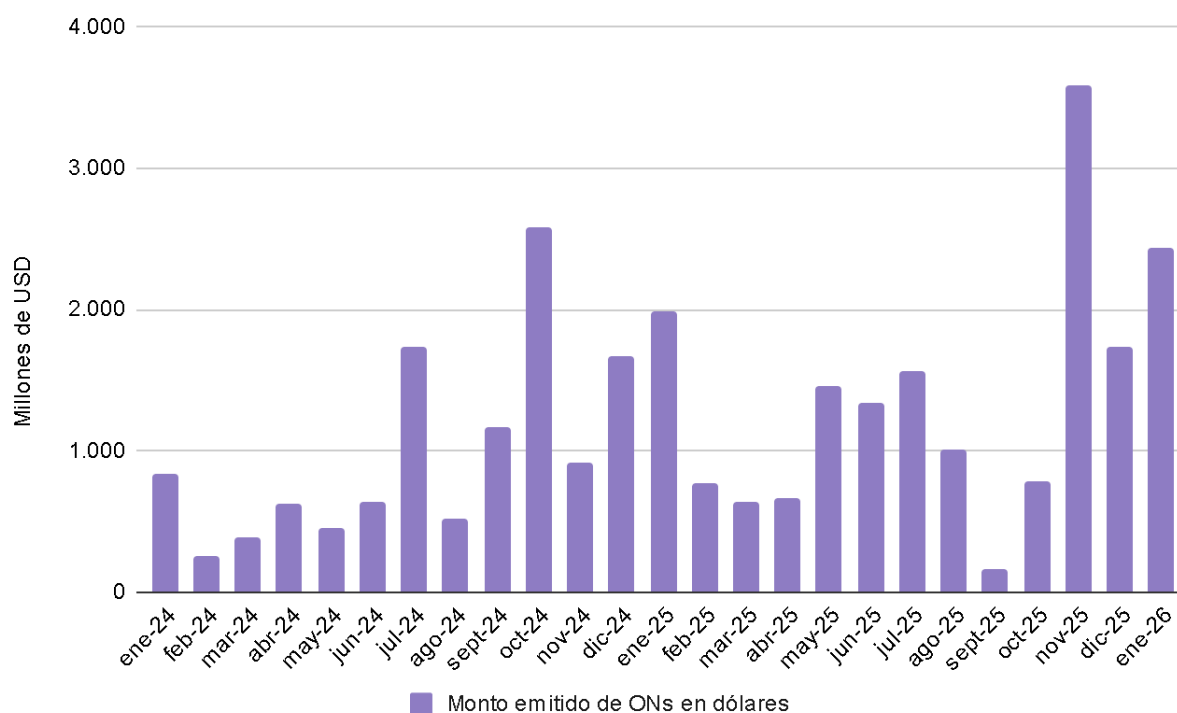
**Gráfico 1. Evolución mensual del nivel de depósitos en dólares del Sector Privado**

Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

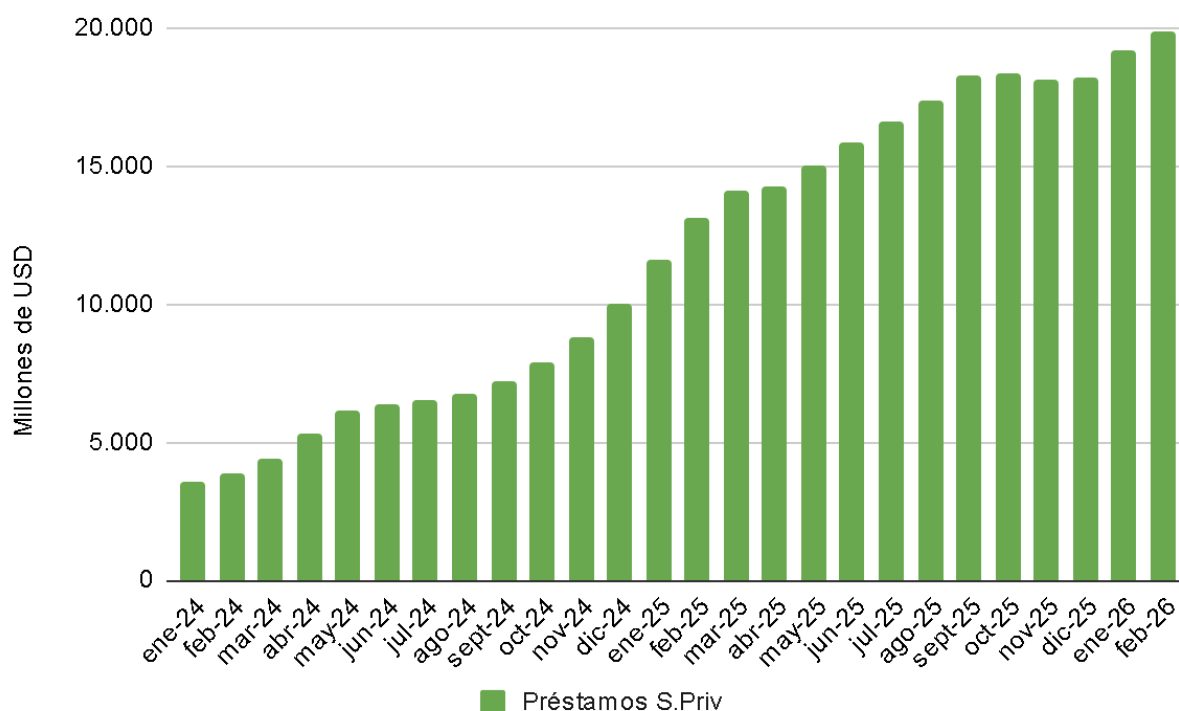

Gráfico 2. Evolución mensual del nivel y variación de Reservas internacionales


Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

Luego del salto de los depósitos en dólares por el blanqueo de finales de 2024, parte de su incremento se explica por la dolarización de los ahorros de particulares tras el fin del cepo cambiario y el aumento en la emisión de Obligaciones Negociables. El crecimiento de estas emisiones se concentra principalmente en empresas energéticas y en el sector bancario, que —ante la victoria del oficialismo, el proceso de blanqueo de capitales y la reducción del riesgo país (que llegó a ubicarse por debajo de los 500 puntos básicos)— aprovecharon un contexto de menor costo de financiamiento para emitir cerca de USD 8.000 millones en moneda dura desde octubre del año anterior. Este proceso también contribuye al aumento de reservas mencionado previamente. Cuando una empresa emite una Obligación Negociable en dólares y esta es adquirida por inversores y depositada en una entidad bancaria, una parte de esas divisas termina siendo encajada en el Banco Central, lo que incrementa las reservas brutas.

**Gráfico 3. Obligaciones Negociables en dólares emitidas mensualmente**

Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

**Gráfico 4. Evolución mensual del nivel de préstamos en dólares del Sector Privado**

Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

Los préstamos en dólares también evidencian un ciclo de crecimiento sostenido, alcanzando actualmente casi USD 20.000 millones. El gobierno busca complementar este mecanismo con la posibilidad de ampliar el otorgamiento de préstamos en dólares no solo a empresas que generan ingresos en esa moneda, sino también a personas y firmas que no lo hacen. Esta iniciativa se inscribe, además, en el período previo a la liquidación de la cosecha gruesa, que estacionalmente tiende a reforzar la acumulación de reservas.

En caso de que la flexibilización de las restricciones prudenciales impuestas tras la crisis del 2001 genere un crecimiento significativo del crédito en moneda extranjera, el gobierno podría acceder a una vía adicional para incrementar sus reservas internacionales. Cuando se otorga un crédito en dólares, el desembolso suele acreditarse en pesos en la cuenta del deudor. Para ello, los dólares asociados al préstamo son vendidos en el Mercado Único Libre de Cambios. Si el BCRA interviene comprando esas divisas, la operación se traduce en un aumento inicial de las reservas internacionales.



Sin embargo, este mecanismo también puede generar efectos colaterales. A medida que se expande el crédito en dólares, se transfieren los dólares de los ahorristas como propiedad del banco central. Ello genera la posibilidad de que sean recomprados por nuevos ahorristas con sus tenencias en pesos para volver a depositarlos en el sistema bancario. De esta forma, se generan los denominados argen-dólares, depósitos en dólares sin respaldo real en moneda dura.

En la medida en que este proceso se retroalimenta, el sistema financiero puede expandir sus depósitos en dólares mediante el multiplicador bancario, aun cuando la disponibilidad efectiva de divisas no crezca en la misma proporción. El resultado es un aumento de los pasivos en moneda extranjera del sistema en relación con las reservas disponibles.

En ese contexto, una eventual corrida con retiros de depósitos en dólares requeriría que el Banco Central de la República Argentina disponga de un nivel de reservas suficiente para proveer liquidez en moneda extranjera —mediante redescuentos u otros mecanismos— y garantizar la estabilidad del sistema bancario. Por esta razón, la habilitación de una expansión significativa del crédito en dólares debería estar acompañada por un nivel de reservas internacionales considerablemente mayor al actual y normas prudenciales que eviten escenarios de pánico.

Riesgo cambiario del crédito en dólares y morosidad de la deuda en pesos

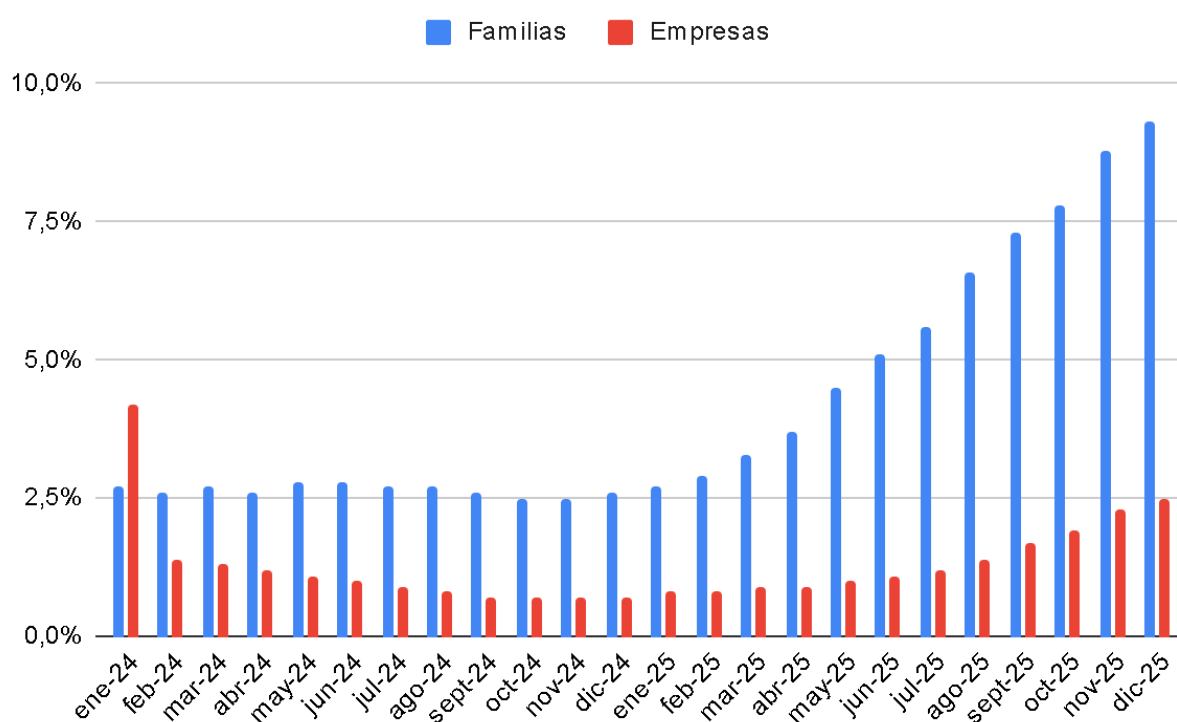
La posible apuesta del gobierno presenta varias aristas positivas en el corto plazo: ingreso de dólares al sistema financiero, aumento del crédito, dinamización de la actividad derivada de su utilización y una eventual mejora en el nivel de reservas del Banco Central. No obstante, dichos beneficios deben contrapesarse con el riesgo sistémico implícito que conlleva la expansión del crédito en dólares hacia personas —físicas o jurídicas— que no generan sus ingresos en esa moneda.

Durante el régimen de la Convertibilidad, los préstamos en dólares a tasas considerablemente más bajas que los créditos en pesos funcionaron como un dinamizador de la demanda agregada. En un contexto de estancamiento del mercado interno y deterioro del empleo, este tipo de financiamiento permitió sostener niveles de consumo e inversión. En la coyuntura actual podría producirse un efecto similar. Sin embargo, existen al menos dos interrogantes que invitan a analizar con cautela la implementación de este mecanismo.



En primer lugar, la economía argentina atraviesa una etapa de deterioro en la capacidad de pago de familias y empresas. La morosidad del crédito al sector privado muestra una tendencia creciente que comienza a encender señales de alerta dentro del sistema financiero. Actualmente, casi un 10% de las familias presenta problemas para afrontar sus deudas en pesos, mientras que este número alcanza aproximadamente al 2,5% de las empresas. La dinámica resulta aún más preocupante cuando se observa su evolución en el tiempo: en apenas un año, la proporción de familias en situación de irregularidad de pagos casi se cuadruplicó, mientras que en el caso de las empresas más que se duplicó.

Gráfico 5. Tasa de morosidad de los créditos del sector privado



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

Un fenómeno que señalamos en el [informe de noviembre de 2025](#) parece profundizarse. Si un número creciente de hogares y empresas enfrenta dificultades para honrar deudas denominadas en la misma moneda en la que generan sus ingresos, resulta razonable preguntarse qué fundamentos económicos permitirían suponer que la situación sería más favorable en el caso de deudas contraídas en una moneda que dichos agentes no producen.



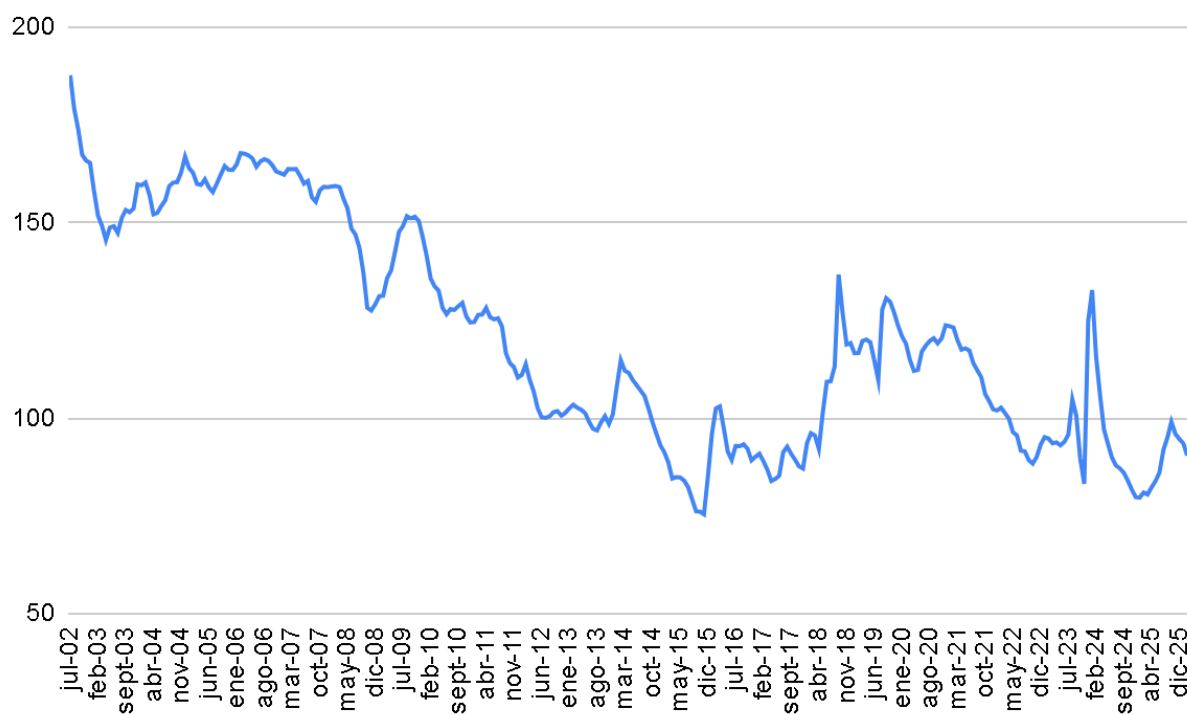
Este interrogante se vuelve aún más relevante ante un escenario de eventual devaluación de la moneda. En el caso de deudas en pesos, la inflación tiende —dependiendo de las condiciones contractuales— a favorecer a los deudores y perjudicar a los acreedores, ya que el valor real del capital adeudado se reduce con el tiempo. Con deudas en moneda extranjera ocurre el fenómeno inverso: una devaluación incrementa abruptamente la carga real de la deuda para el deudor.

La experiencia de la crisis del 2001 ilustra los riesgos asociados a este tipo de descalces. En ese contexto, el gobierno implementó una “pesificación asimétrica”, mediante la cual los préstamos en dólares fueron convertidos a un tipo de cambio de uno a uno mientras que los depósitos se transformaron a 1,4 pesos por dólar. Aquella medida implicó, en los hechos, un rescate de los deudores y constituyó uno de los antecedentes que motivaron la posterior decisión de restringir el otorgamiento de créditos en dólares a agentes que no generan ingresos en esa moneda.

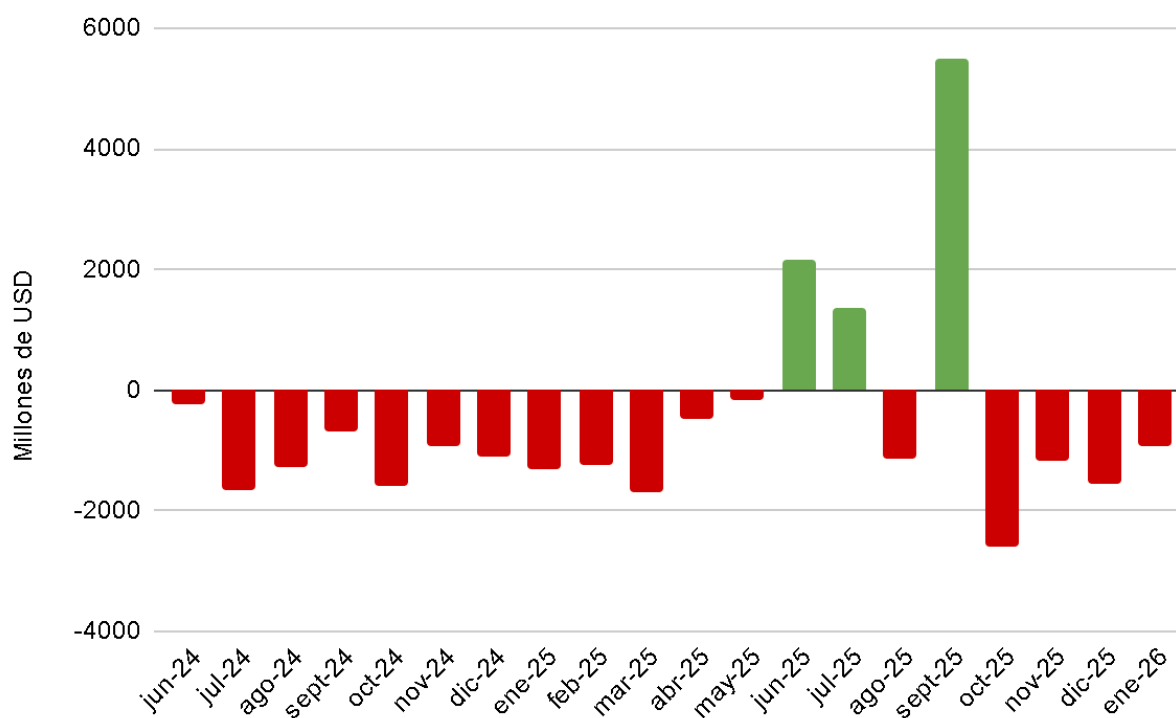
Si bien actualmente no se vislumbra un escenario idéntico, la flexibilidad del esquema cambiario vigente —que permite fluctuaciones significativas dentro de las bandas— no elimina la posibilidad de episodios de volatilidad cambiaria. En un contexto de expansión del crédito en dólares hacia sectores con ingresos en pesos, una corrección cambiaria podría generar un fuerte deterioro en la solvencia de los deudores, afectando simultáneamente la estabilidad del sistema financiero.

En este sentido, la generación de argen-dólares podría aumentar el grado de vinculación entre el frente externo y el sistema bancario. Un aumento del tipo de cambio derivado de una caída en la oferta de divisas o de un incremento en su demanda podría trasladarse rápidamente a un deterioro de los balances privados, elevando la incertidumbre tanto para deudores como para acreedores.

A ello se suma que el tipo de cambio actual se ubica en niveles históricamente apreciados (más de un 10% por debajo del promedio de los últimos 10 años), junto con una cuenta corriente cambiaria casi permanentemente deficitaria desde junio de 2024. En un escenario de inflación cercana al 3% mensual con un tipo de cambio nominal descendente, las alternativas para una corrección futura son limitadas —salvo un escenario de deflación o un aumento abrupto de la competitividad de la economía argentina— debido a la creciente apreciación real.

**Gráfico 6. Evolución del Tipo de Cambio Real Multilateral**

Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

**Gráfico 7. Saldo mensual de la Cuenta Corriente Cambiaria**

Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

Si esta apreciación se corrigiera en el futuro, el aumento en la cantidad de pesos necesarios para adquirir dólares implicaría un deterioro significativo en la capacidad de pago de quienes hayan contraído deudas en moneda extranjera mientras perciben ingresos denominados en pesos.

Uno de los factores que podría tensionar el frente externo argentino en el corto plazo no proviene necesariamente de la dinámica doméstica, sino del contexto internacional. La reactivación del conflicto bélico en Medio Oriente introduce un elemento adicional de incertidumbre global, con implicancias directas e indirectas para la economía argentina: por un lado, el posible aumento en el precio internacional del petróleo; por otro, un incremento en la volatilidad de los mercados financieros internacionales.



Un conflicto no tan lejano

El éxito o fracaso de una eventual “argen-dolarización” del sistema financiero en Argentina quedaría entonces fuertemente condicionado por la estabilidad del frente externo. En este caso, las principales fuentes de incertidumbre provienen tanto de la dinámica interna de la economía nacional como del contexto internacional. El orden económico global atraviesa una etapa de creciente fragmentación: la conformación de nuevos bloques geopolíticos, la intensificación de tensiones comerciales y la escalada de conflictos militares en distintas regiones del mundo sugieren un escenario de mayor volatilidad económica internacional.

En este marco se inscribe la reciente escalada de tensiones en Medio Oriente, que involucra a Estados Unidos, Israel e Irán como actores centrales. Más allá de las razones e implicancias políticas del conflicto, sus efectos económicos merecen especial atención. Entre ellos se destaca el impacto potencial sobre el mercado energético global.

Irán no solo es uno de los principales productores de petróleo del mundo, sino que además ejerce un control estratégico sobre el Estrecho de Ormuz, corredor marítimo que conecta el Golfo Pérsico con el océano Índico y por donde transita más de un tercio del comercio marítimo mundial de petróleo. El cierre de este paso generó —al momento de redactarse este informe— un aumento en el precio internacional del barril de petróleo a los niveles a los que escaló al iniciarse el conflicto entre Rusia y Ucrania, en 2022. Las consecuencias de este shock energético son potencialmente significativas para la economía global y, en particular, para países emergentes como Argentina.

En el caso de Europa occidental, que debió reorganizar intempestivamente su matriz energética tras la interrupción parcial del suministro de gas derivada de la Guerra entre Rusia y Ucrania, un aumento del precio del petróleo podría traducirse en mayores presiones inflacionarias a través del encarecimiento de la energía. Para Estados Unidos, una aceleración de la inflación internacional podría limitar el interés de la Reserva Federal de Estados Unidos para continuar reduciendo las tasas de interés. En este contexto, las condiciones de financiamiento para economías emergentes, como la Argentina, tenderían a endurecerse.

Para nuestro país, los efectos de un aumento del precio internacional del petróleo son ambiguos. Por un lado, el país presenta actualmente una balanza energética superavitaria, lo que implicaría un impacto positivo sobre la cuenta corriente. Sin embargo, el encarecimiento del petróleo también presionaría sobre los precios internos, dado el peso de los costos energéticos en la



estructura de precios de la economía. Esto podría dificultar aún más el proceso de desinflación, especialmente en un contexto en el cual la estabilización inflacionaria aún presenta fragilidades estructurales.

En el escenario planteado, la flexibilización de los préstamos en dólares aparece como una apuesta macroeconómica riesgosa. La expansión del crédito en moneda extranjera hacia agentes que generan ingresos en pesos incrementa la vulnerabilidad del sistema financiero frente a eventuales movimientos del tipo de cambio.

La pregunta clave es entonces cuáles son las probabilidades de una corrección cambiaria. Una cuenta corriente persistentemente deficitaria, combinada con un contexto internacional de crédito más costoso y con dificultades para acceder plenamente a los mercados financieros internacionales, torna muy probables futuros escenarios de tensiones cambiarias. En un sistema financiero crecientemente dolarizado, estos episodios no solo afectarían el frente externo, sino que podrían trasladarse rápidamente al sistema bancario.