

Integración monetaria en un contexto norte-sur: el caso de Argentina

LUIS MOLINA SÁNCHEZ*
JAVIER OYARZUN DE LAIGLESIA**

A comienzos de la década de los noventa la mayoría de países en vías de desarrollo de América Latina iniciaron sus procesos de estabilización macroeconómica, momento que coincidió en el tiempo con la necesidad de estabilizar las economías que habían operado bajo regímenes de planificación centralizada. Las teorías de integración monetaria cobraron, con ello, una gran relevancia, en especial en lo que se refiere a la elección del régimen cambiario que facilitaría esa estabilización y transición.

El presente artículo retoma parte de ese análisis al examinar, con los modelos tradicionales y más básicos de áreas monetarias óptimas, una vía poco estudiada hasta la fecha: la integración monetaria entre un país desarrollado y un país en vías de desarrollo. Se comprueba, mediante una serie de indicadores, que dos de las naciones que recientemente dieron ese paso, siempre de forma unilateral, dolarizando sus economías, no cumplían las condiciones de áreas monetarias óptimas con Estados Unidos, por lo que la razón de esta decisión hay que encontrarla en la necesidad imperiosa de lograr una estabilización monetaria que les permitiera retomar la senda del crecimiento. Finalmente, se señala alguna consecuencia de la dolarización en estos países, en especial en lo que se refiere a las dinámicas fiscales y sobre el mercado laboral que pueden generar ese tipo de acuerdos, y que han dado lugar al colapso del régimen en Argentina.

Palabras clave: integración económica, integración monetaria, países desarrollados, países en desarrollo, Argentina.

Clasificación JEL: F14.

1. Uniones monetarias, dolarización y currency board

Las Uniones Aduaneras y los Acuerdos de Libre Comercio, son fenómenos comunes en nuestros días, y el número de ellos viene aumen-

tando regularmente año tras año. El consenso general en el mundo parece ser, por tanto, que el comercio y su expansión dan lugar a una serie de efectos muy beneficiosos, especialmente para los consumidores. Sin embargo, hay pocas experiencias del siguiente paso lógico a tomar tras consolidar una Unión Aduanera, que sería la adopción de una moneda única, o dicho de otro modo, la creación de una Unión Monetaria (UM) (1): apar-

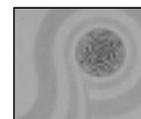
* Economista de la Oficina de Economía Internacional (Banco de España).

** Profesor Titular del Departamento de Economía Aplicada I (Universidad Complutense).

El artículo contiene reflexiones de los autores presentadas en los Congresos de la Sociedad de Economía Mundial, en mayo de 2000 y marzo de 2001. Los autores agradecen los comentarios y sugerencias de Enrique Alberola, Emilio Fontela, Paula Sánchez Pastor y Joaquín Zamorano. Los posibles errores que contenga el texto son responsabilidad únicamente de los autores, que reflejan,

además, su propia opinión, y no la de las instituciones en las que trabajan.

(1) ROSE (1999) presenta evidencia empírica en este sentido: según sus estimaciones, los países con UM comercian entre sí has-



COLABORACIONES

te de pequeños Estados con lazos fuertes con sus antiguas metrópolis, el único caso de avance hacia una UM de manera políticamente deliberada y planificada es el caso de la Unión Monetaria Europea (UME). En principio, no se conoce ningún proceso de creación de una UM entre un país desarrollado y un país en vías de desarrollo, ni entre dos países del Sur.

No obstante, encontramos experiencias de lo que se podría denominar «cuasi-UM» entre países del Norte y el Sur, la llamada *dolarización* de la economía, y la adopción de un régimen cambiario de *currency board*. Merece la pena destacar que este tipo de integración no ha venido precedida de ningún acuerdo para incrementar las relaciones comerciales. En definitiva, frente al proceso de avance hacia una moneda única tras veinte años de integración comercial y creación de lazos económicos vigentes en la Unión Europea, estos países se han limitado a integrarse monetariamente con Estados Unidos.

El término *dolarización* se refiere, en general, a la adopción de una divisa como moneda de curso legal en el interior de un país (sin que esta tenga que ser, necesariamente, el dólar (2)). Un *currency board* (CB) se define como un compromiso legislativo explícito de las autoridades de un país de intercambiar moneda nacional por divisas a la tasa previamente establecida (normalmente, una paridad fija), o, dicho de otro modo, a respaldar toda la moneda en circulación con una cantidad igual de reservas de divisas. De este modo, la moneda nacional es exactamente equivalente a la divisa, esto es, a todos los efectos es como si la moneda extranjera fuera de curso legal en el interior del país.

Como puede apreciarse, existen similitudes entre los tres tipos de regímenes (moneda única, *dolarización* y *currency board*) referidas, funda-

mentalmente, al compromiso explícito de los Gobiernos de llevar a cabo una profunda reforma monetaria y cambio institucional. Existen, no obstante, algunas diferencias relevantes entre una UM y los otros dos tipos de integración financiera, plasmadas en la capacidad de tomar la decisión (la *dolarización* y la adopción de un *currency board* son decisiones unilaterales); en el diseño de la política monetaria (mientras que en una UM a la europea se requiere el diseño consensuado de la estructura y funcionamiento del nuevo Banco Central, en los otros dos casos se adopta, directamente, la política monetaria del país a cuya moneda se ligan, sin poder influir en absoluto en el diseño del mismo, ni en su toma de decisiones, ni tener acceso las instituciones financieras nacionales a las «ventanillas» del Banco Central del país al que se ligan); y en el grado de reversibilidad de la medida (en principio, tiene un carácter más irreversible la creación de una UM). Por su parte, las diferencias entre un CB y una *dolarización* se refieren al grado de compromiso con el nuevo marco de la política monetaria (mayor en el caso de la *dolarización*, dado que en un CB siempre cabe la posibilidad de devaluar la paridad); a los ingresos derivados de la tenencia de reservas de divisas, que aparecen en un CB pero no en un país *dolarizado* (3); y al propio grado de circulación de la divisa en el interior del país (completo en el caso de la *dolarización*) (4).

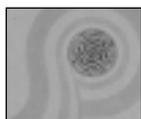
En resumidas cuentas, las diferencias entre la UM, el CB y la *dolarización* no impiden tratar a los tres regímenes como equivalentes, al menos en lo que se refiere a sus condicionantes teóricos: en los tres casos se trata de sustituir la divisa nacional por la moneda de una zona más amplia, bien sea esta una moneda de nueva creación (el euro), bien sea la de otro país.

ta tres veces más que los países que simplemente fijan su tipo de cambio y reducen la variabilidad del mismo. El comercio entre países de una UM crece, además, un 16 por 100 más rápido. Por tanto, se presentarían incentivos muy fuertes para que los Gobiernos que en su día apostaron por la integración comercial como modo de desarrollo adopten una moneda única. Entre las razones teóricas que cita Rose para explicar su resultado quizá la más relevante sea la de las expectativas que genera este compromiso del Gobierno en los agentes privados.

(2) Así, por ejemplo, Kosovo estaría, en la actualidad, *dolarizada*, al ser el marco alemán la moneda de curso legal en la zona.

(3) El Banco Central de Argentina obtiene una cantidad equivalente al 0,3 por 100 del PIB por los rendimientos de los dólares que respaldan los pesos emitidos.

(4) En Argentina el 70 por 100 de los depósitos, el 80 por 100 de los préstamos personales e hipotecarios y el 95 por 100 de la deuda pública están denominados en dólares. Sin embargo, en las transacciones no financieras (consumo, pago de salarios, etcétera) se utiliza el peso. Esto da una idea, además, del segmento de la población que sería el perdedor en el caso de una devaluación o abandono del régimen, y, por ello, del apoyo que recibe por parte de todos los partidos políticos.



COLABORACIONES

2. Beneficios y costes de la creación de una UM

El análisis de los costes y beneficios de la creación de una UM entre dos o más países está basado, en gran medida, en los desarrollos de la teoría de las Áreas Monetarias Óptimas (AMO), inaugurados por Mundell en 1961. En la presente sección se lleva a cabo una somera descripción de los principales argumentos de la teoría.

Respecto a los *beneficios* que reportaría la adopción de una moneda común, cabe destacar que tienden a aparecer a una escala *microeconómica*: se trata de la eliminación de determinados costes de transacción, y de la volatilidad de los movimientos del tipo de cambio. En el primer caso, al eliminar el coste de cambiar de moneda se evita la aparición de una pérdida irrecuperable de eficiencia (*deadweight loss*, dado que este coste es como un impuesto sobre los intercambios comerciales que va a parar a un fondo perdido) pero, además, se ponen obstáculos a la posibilidad de segmentar los mercados, esto es, a discriminar precios entre los distintos mercados en los que operan las empresas (5). Respecto a la eliminación de la incertidumbre cambiaria, señalar que así mejoraría la eficiencia de la asignación de recursos a través del sistema de precios (6), esto es, se elimina el coste de la pérdida de señales. Además, la mayor variabilidad cambiaria suele llevar asociada unos mayores tipos de interés reales, lo cual repercute negativamente sobre el crecimiento económico y genera problemas de azar moral y selección adversa en el sistema financiero (7).

Al contrario que los beneficios, los *costes* se reflejan en mayor medida en la esfera *macroeco-*

(5) Una segmentación de mercados aparece cuando los costes de transacción entre el interior y el exterior son tan elevados que permiten cargar precios distintos al mismo producto. Estos costes dependen, de modo directo, de la distancia entre mercados, pero también, y de manera muy relevante, del número de "fronteras" (cambios de moneda) que el producto tiene que atravesar. Caber recordar, además, que esta segmentación puede dar lugar al dumping comercial.

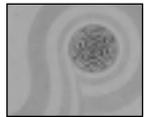
(6) Obviamente, se entiende aquí por incertidumbre cambiaria la variabilidad del tipo de cambio real de la moneda.

(7) En general, con un tipo de interés más elevado se presentan incentivos a aumentar el grado de riesgo de los proyectos de inversión (azar moral), y se hace más difícil distinguir los proyectos rentables y arriesgados de los inviables (selección adversa).

nómica, y se podrían resumir en que, tras la adopción de una moneda común, los países pierden un instrumento de política económica, la política monetaria. Dicho de otro modo, los países que crean una UM pierden la posibilidad de utilizar el tipo de cambio para contrapesar *shocks* negativos sobre la economía. Así, según la efectividad que se otorgue al instrumento cambiario (o a la política monetaria, en general) para afectar a las variables reales de la economía, se estimará que este coste es de mayor o menor entidad.

En este punto se abrirían, pues, dos posibilidades: en primer lugar, la que señalaría que el tipo de cambio es un instrumento poderoso de manejo de la demanda y oferta agregadas, que se podría inscribir en la tradición de Mundell y Kenen. Supongamos que, en dos países que han conformado una UM, se produce una perturbación que lleva al incremento de la demanda de productos de uno de ellos, disminuyendo la del otro. Esto daría lugar a un incremento del paro en el segundo país (además, de conducir a un fuerte déficit por cuenta corriente), en el que el ajuste tendría que ocurrir, necesariamente, mediante una reducción de los salarios reales (lo que implicaría, en este caso, una caída de los salarios nominales), o bien mediante la emigración de la mano de obra excedentaria hacia el país que ha visto crecer su demanda (lo cual reduciría a su vez, las presiones inflacionistas en la zona de destino). En ausencia de estos dos factores, el país que sufre el *shock* negativo tendría más paro de forma permanente, y su socio más inflación. Sin embargo, si el mencionado país no estuviera dentro de la UM, podría llevar a cabo una devaluación de la moneda que aumentara el atractivo de sus exportaciones (incremento de la demanda) y que redujera el salario real vía incrementos de la inflación (ajuste de la oferta) (8). Por último, si no hay flexibilidad ni movilidad, ni el país puede utilizar el tipo de cambio por encontrarse dentro de una UM, las transferencias de renta desde la zona que ve aumentar su demanda hacia el país que sufre el *shock* negativo aliviarían los costes del ajuste

(8) De la discusión anterior se desprende que, bajo flexibilidad de salarios y precios, es irrelevante el sistema de tipo de cambio elegido por un país, a efectos de los ajustes ante perturbaciones.



COLABORACIONES

mediante deflación (en este caso, las transferencias generarían movimientos de la demanda contrarios a los registrados inicialmente).

En resumen, según las teorías de AMO, una UM sería óptima entre países con la suficiente movilidad del factor trabajo o flexibilidad de salarios y precios, y entre los que hubiera una centralización de los presupuestos públicos que suavizara la organización de las transferencias fiscales que compensaran los *shocks* asimétricos.

Los desarrollos posteriores de la teoría de AMO apuntan a la aparición de costes de la constitución de una UM cuando las preferencias de las autoridades en términos de paro e inflación sean distintas (para que la UM sea sostenible ambos países deben alcanzar la misma tasa de inflación, lo cual supondría que el país de inflación más baja tendría que admitir un incremento de la misma); cuando las instituciones del mercado de trabajo sean muy diferentes (en este caso, incluso los *shocks* simétricos llevarían a insostenibilidad de la UM); cuando el ritmo de crecimiento de las economías sea desigual (el país que más crece verá aparecer un déficit por cuenta corriente, que sólo puede eliminar mediante políticas deflacionarias, esto es, creciendo menos); y cuando los sistemas fiscales sean distintos (cada país, según su sistema fiscal y capacidad recaudatoria, elegiría una combinación óptima de inflación-deuda para financiar su déficit); finalmente, cuando la UM toma la forma de CB o *dolarización*, el país pierde el prestamista en última instancia de los bancos nacionales, por lo que tendrían que tener, antes de dar ese paso, unas instituciones financieras robustas.

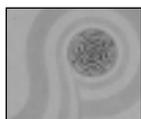
Los críticos de las teorías de AMO se han centrado, por un lado, en minimizar los factores que determinan la optimalidad de una UM. Así, se resalta que la propia integración comercial conducirá a una mayor sincronía de los ciclos, reduciendo con ello la probabilidad de que tenga lugar un *shock* asimétrico, y se señala que los países que más crecen también registran profundos cambios en las elasticidades-renta de sus exportaciones e importaciones, por lo que el mayor crecimiento no tiene por qué dar lugar a un déficit exterior.

Sin embargo, la línea más potente de críticas

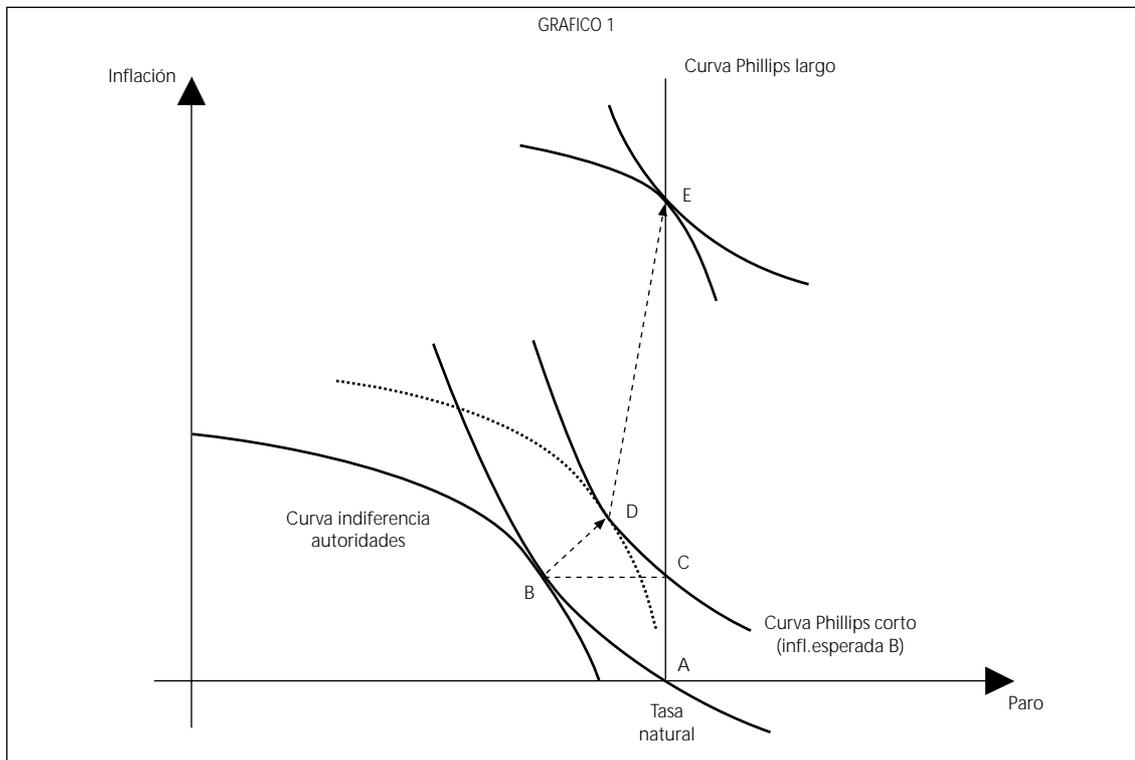
se centra, como ya se señaló al principio, en la efectividad de la política monetaria para alterar las variables reales de la economía. Si se estima, en la más pura tradición monetarista, que la política monetaria no puede afectar a la producción y empleo de la economía de modo permanente, los países que conforman una UM no tendrían ningún coste, en realidad, por abandonar el activismo de su política monetaria. Esta línea de críticas, apuntan, así, a la imposibilidad de que una devaluación nominal de la moneda conduzca a una devaluación real: de hecho, sólo conducirían a más inflación, por lo que los países que se integran monetariamente no sólo no perderían, sino que ganarían con el abandono de dicho activismo. Este argumento se basa, lógicamente, en la asunción de que la economía tiende a situarse en media sobre una tasa natural de paro (o tasa de crecimiento natural), que depende de las condiciones estructurales del país (mercados laborales, déficit estructural del sector público, inercias inflacionistas) que no pueden cambiarse mediante el uso de la política monetaria o cambiaria. Dicho de otro modo, sólo la inflación sorpresa (la no adelantada por los agentes privados) da lugar a expansiones de la actividad, que en cualquier caso son temporales.

Se puede resumir este argumento utilizando un modelo de inconsistencia temporal de políticas monetarias (Barro y Gordon, 1983). Este conocido modelo parte de una economía en la que se presentan dos tipos de Curvas de Phillips, la de corto plazo (que mantiene la relación inversa entre tasa de paro, o de crecimiento, y tasa de inflación), y la de largo plazo, que señala que, una vez los agentes hayan modificado sus expectativas en base a la actuación de las autoridades monetarias, los incrementos de la oferta monetaria (o las devaluaciones de la moneda) sólo generan más inflación (9). Por su parte, las autoridades se enfrentan a la «estructura» de las economías (las curvas a corto y largo plazo) eligiendo entre una combinación de paro e inflación, que pretenden alcanzar gestionando la

(9) La velocidad de ajuste del comportamiento de los agentes al de la autoridad determina cuán cerca está el largo plazo del día de hoy. Si los agentes son capaces de generar expectativas racionales (para lo cual se requiere un amplio conjunto de información y un periodo de aprendizaje), el largo plazo llega inmediatamente.



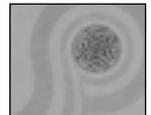
COLABORACIONES



oferta monetaria, o el tipo de cambio (10). La representación geométrica del modelo se recoge en el Gráfico 1.

En el gráfico se presentan las curvas de Phillips a corto y largo plazo. La diferencia entre ambas es, como hemos señalado, que en la primera los agentes mantienen sus expectativas respecto a la actuación del Banco Central inalterada, mientras que la de largo plazo es el resultado del proceso de aprendizaje sobre el comportamiento de las autoridades. Las preferencias de estas se representan mediante curvas de indiferencia, esto es, combinaciones de paro e inflación que obtienen un determinado valor de pérdida social. Veamos qué ocurre, en estas circunstancias, cuando el Banco Central sigue una política monetaria activista, entendiendo como tal el hecho de que modifica la oferta monetaria (o el tipo de cambio) en base a las condiciones que estima existen en la

economía. Partamos de una inflación cero (punto A). En este punto, los agentes se encuentran maximizando el bienestar (están sobre la curva de Phillips a corto y largo plazo, esto es, mantienen sus expectativas inalteradas). Sin embargo, las autoridades podrían alcanzar una curva de indiferencia más cercana al origen (que representa una menor pérdida social, dado que, para cada tasa de inflación se obtiene menos paro, y viceversa) mediante un aumento por sorpresa de la oferta monetaria. La economía caminaría así hacia el punto B, donde hay más inflación, pero menos paro. Evidentemente, los agentes se encuentran fuera de su equilibrio de largo plazo, por lo que modifican sus expectativas, adelantando que las autoridades llevarán a cabo, de modo permanente, una inflación de la economía a la tasa B. La curva de Phillips se eleva (punto C), y las autoridades reestiman las condiciones de la economía, presentándose incentivos para que ahora eleven la tasa de inflación hasta D. La repetición sucesiva de este juego no cooperativo entre las autoridades y los agentes lleva a la economía a un punto como el E, en el que las autoridades no tienen incentivos para generar más inflación sorpresa. De este modo, el activismo de la política monetaria da



COLABORACIONES

(10) Este comportamiento se representa, matemáticamente, mediante una función de pérdida como $L = (p - p^*)^2 + b(U - U^*)^2$, donde p es la tasa de inflación, U la tasa de paro, los asteriscos representan los objetivos de la sociedad, y b es el parámetro que determina la mayor o menor firmeza de las autoridades en la lucha contra la inflación. Un b bajo implicaría unas autoridades más duras en cuanto al control de los precios.

CUADRO 1
CONDICIONES ECONÓMICAS DE ARGENTINA Y ECUADOR:

	Argentina	Ecuador
Grado de apertura (a).....	11,9	57,7
Rigidez de los mercados.....	Alta	Alta
Precios de importación (b).....	-3,9	3,7
Precios de exportación (c).....	-0,7	0,9
Propensión a importar (d).....	3,7	2,4
Orientación del comercio.....	Brasil	Estados Unidos
Shocks asimétricos (e).....	-0,05	-0,43
Estructura de exportaciones.....	Industria	Materias primas
Índice de inmiseración (f).....	615,4	126,3
Pérdida social (g).....	835,6	20,7

(a) Suma de exportaciones e importaciones como porcentaje del PIB. Dato de 1990/1991 para Argentina, y de 1997/1998 para Ecuador.
 (b) Variación del IVU de importaciones en 1991 (Argentina) y 1990/1998 (Ecuador).
 (c) Variación del IVU de exportaciones en 1991 (Argentina) y 1990/1998 (Ecuador).
 (d) Variación de las importaciones entre variación del PIB en 81-91 (Argentina) y 90-98 (Ecuador).
 (e) Coeficiente de correlación de las tasas de variación del PIB entre ambos países y Estados Unidos. Argentina, de 1969 a 1991. Ecuador, de 1990 a 1998.
 (f) Diferencia entre la tasa de inflación y la tasa de crecimiento del PIB. Base 100 en 1991.
 (g) Suma de las desviaciones de la tasa de inflación y la de paro respecto a las medias históricas.
Fuente: FMI y elaboración propia.

lugar a que se alcance un equilibrio subóptimo (11, 12).

3. La dolarización en América Latina

En base a las condiciones descritas en la anterior sección, cabe preguntarse por la situación económica de los dos países de América Latina que han *dolarizado* sus economías en los años noventa: Ecuador y Argentina. En el Cuadro 1 quedan recogidas, *grosso modo*, las principales variables que podrían influir sobre la optimalidad de adoptar una moneda común, esto es, la integración monetaria unilateral con Estados Unidos. En efecto, el *grado de apertura* determinaría las ganancias por eliminar los costes de transacción, y se aprecia como Ecuador es una economía mucho más abierta hoy día de lo que lo era Argentina cuando se *dolarizó*.

(11) El desarrollo requiere alguna matización: las autoridades descritas en el texto son profundamente «cortoplacistas». Si no lo fueran, podría alcanzarse el punto A desde un primer momento. Además, la repetición sucesiva de juegos no cooperativos con resultados no deseados por las autoridades incentivaría la adquisición, por parte de estas, de «reputación». Finalmente, destacar que la posición del punto E depende de la dureza del Gobierno en la lucha contra la inflación (gobiernos más duros alcanzarían una inflación consistente más baja), y del valor de la tasa natural.

(12) Otras razones que llevarían a incrementos de la oferta monetaria por parte del Banco Central serían la financiación monetaria de los déficit públicos, que fue, básicamente, lo que ocurrió en Argentina hasta 1991, la monetización de las deudas de bancos privados en quiebra, como es el caso de Ecuador recientemente, o la reducción del coste real de la deuda pública interna.

En segundo lugar, la *rigidez de los mercados* de ambas economías es muy elevada en comparación con la del país ancla. Respecto a la *efectividad del tipo de cambio*, el grado de repuesta de los precios ante variaciones del mismo parece haber sido, en el caso de Ecuador, bastante favorable: entre 1991 y 1999, periodo en el que su moneda, el sucre, ha sufrido reajustes continuos en su cotización frente al dólar, los precios de exportación han aumentado muy poco (los exportadores habrían aprovechado la ganancia de competitividad para aumentar su presencia en los mercados, antes que para incrementar sus márgenes), al igual que los de importación (13). La propensión a importar apuntaría en el mismo sentido (en Argentina los aumentos de renta se transformaron en mayor medida en importaciones que en Ecuador), al igual que la estructura del comercio exterior (dirigido mayoritariamente hacia Brasil en un caso y hacia el país ancla, en el otro). La composición mayoritaria de las exportaciones, por el contrario, señalaría que una devaluación tendría menores efectos sobre el sector exterior de Ecuador (las materias primas tienen una elasticidad de respuesta al tipo de cambio menor, en principio, que las manufacturas, al medirse su precio en dólares). Finalmente, respecto a la probabilidad de sufrir un *shock* asimétrico, se observa como tanto en Argentina como en Ecuador la correlación con el ciclo estadounidense era negativa. En definitiva, tanto Argentina como Ecuador presentaban unas condiciones macroeconómicas que apuntaban, por un lado, a que la integración monetaria no presentaría grandes beneficios en términos de comercio, a que la economía podría sufrir *shocks* asimétricos sin contar con mecanismos de ajuste como la emigración a Estados Unidos o las transferencias fiscales por parte de este país, y a que aparecerían costes por la pérdida de la posibilidad de devaluar la moneda.

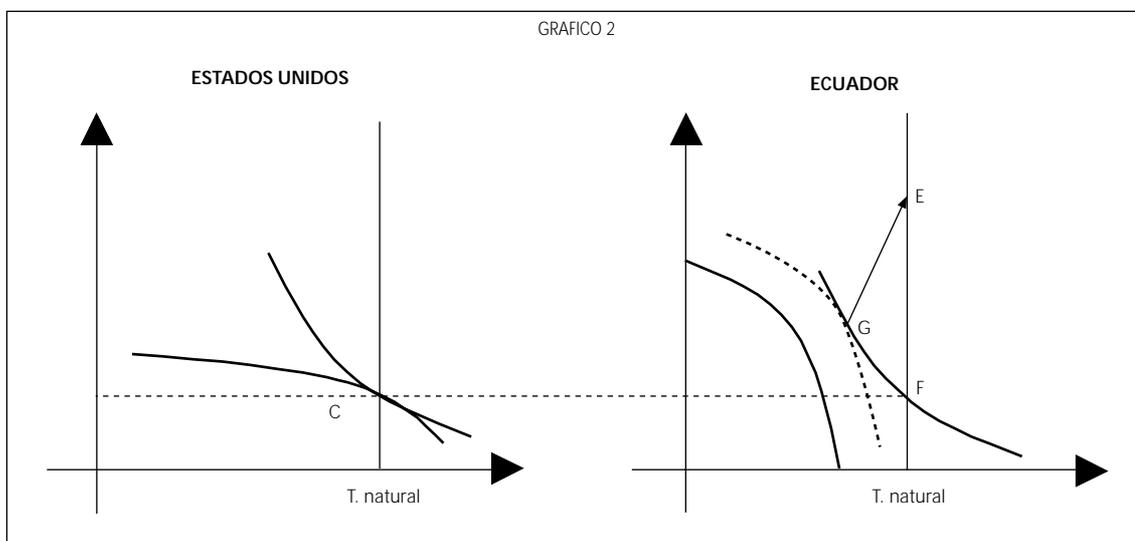
4. ¿Por qué dolarizar?

De lo dicho hasta ahora podría desprenderse que Argentina y Ecuador no constituían un área

(13) En Molina (1998) se señala, por ejemplo, que en los dos años siguientes a la devaluación de la lira italiana los precios de importación aumentaron más de un 15 por 100.



COLABORACIONES

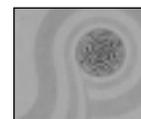


monetaria óptima, en el momento de la toma de decisión, con el país cuya moneda adoptaron. La razón de esta elección habría que buscarla, por tanto, en los problemas que habrían ocasionado, en ambos Estados, la discrecionalidad de la política monetaria. En el cuadro anterior se recogen dos aproximaciones a la efectividad del activismo de la política monetaria en ambos países, el índice de inmiseración y el nivel de las desviaciones del paro y la inflación respecto a su nivel medio histórico (14). Así, si algo, la discrecionalidad de la política monetaria habría causado enormes costes, más que beneficios. Sin embargo, no sería necesario, en principio, una medida tan radical como la *dolarización* para frenar estos procesos de depauperización social (15). Una primera alternativa puede ser el establecimiento de un tipo de cambio fijo respecto al dólar.

Volvamos de nuevo al modelo Barro-Gordon para ver que, a veces, la fijación al dólar no basta. Supongamos que Ecuador, cuyas autoridades tradicionalmente han sido menos duras contra la inflación que las norteamericanas (lo que se representa mediante unas curvas de indiferencia

con una pendiente mayor), decide fijar el sucre al dólar (Gráfico 2).

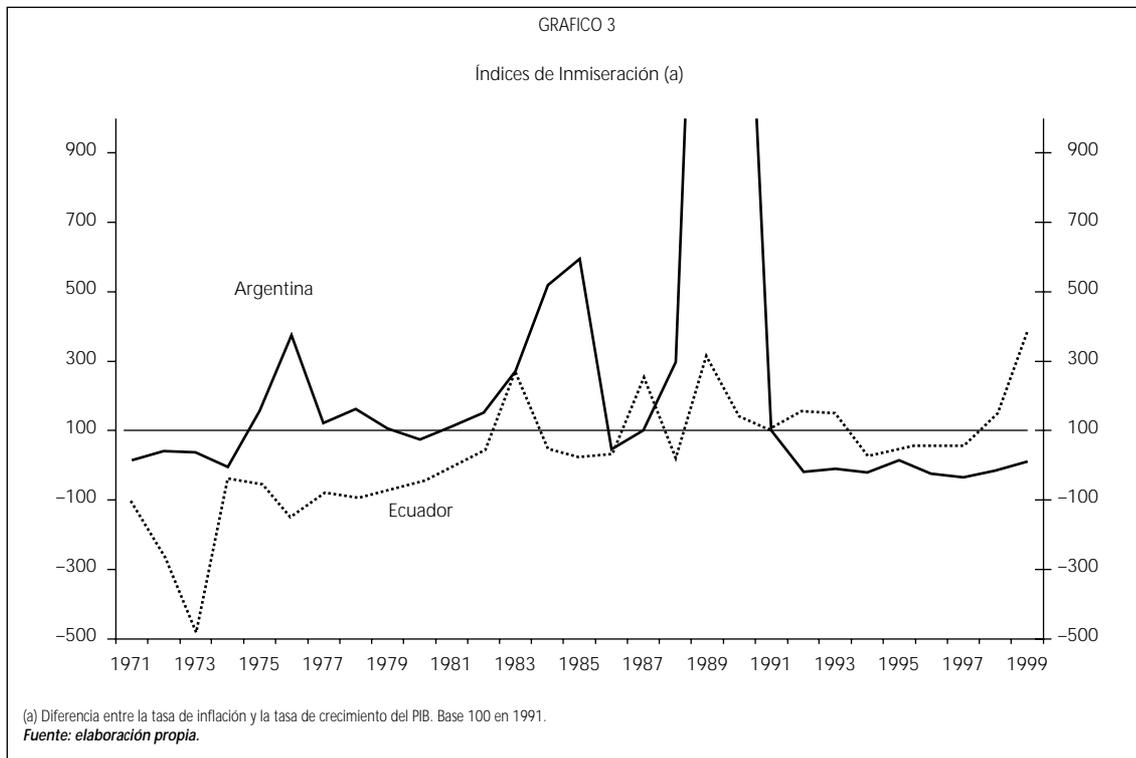
La fijación de la paridad del sucre equivale al anuncio de una política monetaria que alcance una tasa de inflación como la de Estados Unidos (puntos C y F del gráfico). No obstante, en el punto F aparecen incentivos para que las autoridades ecuatorianas devalúen el sucre, generando una inflación sorpresa que lleve a la economía al punto G. De nuevo, el equilibrio se alcanzaría en el punto E, que implica, en un sistema de tipos de cambio fijos, continuas pérdidas de competitividad. En estas condiciones, lo más probable es que la paridad sufra ataques especulativos, y termine por abandonarse el régimen cambiario. ¿Qué puede hacer Ecuador? La respuesta sería abandonar todo intento de llevar a cabo políticas monetarias discrecionales, o crear una agencia independiente que gestione, de manera autónoma del Gobierno, dicha política, siendo esta entidad más dura en la lucha contra la inflación que la anterior (impidiendo, igualmente, la monetización de los déficit y deuda públicos), adoptando, por ejemplo, las mismas preferencias en términos de inflación y paro que la Reserva Federal. Esta última alternativa, que es la que se habría seguido en la UME, está vedada para países con el historial intervencionista y de sucesivos fracasos de planes de estabilización de todo tipo, y en los cuales la presión para contrapesar el largo ajuste al equilibrio de inflación baja podría incluso acabar con la reforma. Así, la



COLABORACIONES

(14) Esta cifra constituye una aproximación al la cuantía de bienestar o pérdida social derivada del activismo.

(15) Haciendo un inciso, cabe recordar que la inflación afecta en mayor medida a las clases medias y bajas, que no tienen capacidad para acceder a determinados instrumentos que salvaguardarían el poder de compra de sus ingresos (como deuda en dólares, depósitos en divisas, fugas de capitales, etcétera). La inflación es, por ello, la manera más regresiva de financiar los déficit públicos.



COLABORACIONES

única alternativa que restaría sería la propia eliminación de las autoridades monetarias del país, esto es, la adopción del dólar como la moneda de curso legal en Ecuador. Este tipo de reformas monetarias implican, por definición, la eliminación de la posibilidad de financiar, a través del Banco Central, los desequilibrios fiscales, imponiendo, de este modo, una mayor disciplina financiera al sector público (Alberola y Molina, 2000), al menos en teoría.

¿Cuán verosímil puede ser esta historia? En Zamorano (2000), Zamorano y Molina (2000) y Molina, Sánchez Pastor y Zamorano (1999) se señala el fracaso sistemático de los planes de estabilización con tipos de cambio fijos en Argentina (hasta el último, el Austral), el impago de la deuda exterior de Ecuador y la cancelación de deudas del sistema bancario mediante la creación de dinero, lo que disparó al inflación hasta el 100 por 100 anual en enero de 2000. En el Gráfico 3 se aprecia, mediante el indicador sintético de inmiseración, el punto insostenible al que habían llegado ambos países antes de llevar a cabo su reforma monetaria.

Para cerrar esta sección quedaría por tratar una cuestión importante, la del *nivel del tipo de con-*

versión entre la moneda local y el dólar. Aquí se vuelven a presentar dos alternativas, la fijación de un tipo de cambio muy apreciado, que mantendría (e incluso elevaría) el poder adquisitivo de los saldos de moneda nacional en manos de los residentes, o bien llevar a cabo una última devaluación previa a la conversión, hasta alcanzar un tipo de cambio fuertemente depreciado, lo cual sostendría, al menos temporalmente, la competitividad exterior de las empresas nacionales. En el primer caso es muy probable que el país se enfrente a una profunda recesión y fuertes tensiones inflacionistas, especialmente si el saldo en manos de residentes era muy elevado (existencia de inflación reprimida), y, en el segundo caso, a una depauperización de las rentas no indicadas y de los agentes con pasivos denominados en moneda extranjera, y a fuertes inercias en el proceso de reducción de la inflación. La primera vía fue la elegida por las autoridades alemanas, y la segunda la de los Gobiernos de Argentina y Ecuador, que llevaron a cabo la reforma monetaria tras devaluaciones acumuladas del 82,9 por 100 del peso entre enero de 1990 y abril de 1991, y del 77 por 100 del sucre desde septiembre de 1998 a marzo de 2000.

5. La integración financiera: efectos fiscales y sobre el mercado laboral

En la sección anterior se ha puesto de manifiesto al razón por la que, a nuestro juicio, ciertos países deciden unilateralmente adoptar el dólar como moneda. No obstante, los resultados de esta medida no son siempre los que se esperarían, y el mantenimiento de estos acuerdos cambiarios bajo ciertas circunstancias generan dinámicas insostenibles en al menos tres parcelas vitales de la economía: el ajuste ante perturbaciones, la política fiscal y el mercado laboral

5.1. La dolarización y el mecanismo de ajuste ante perturbaciones

La pérdida de la política monetaria supone que el país sólo tiene un modo de ajustarse ante perturbaciones externas: supongamos que se produce una salida de capitales a causa, por ejemplo, del impago de deuda de una nación emergente. Esta salida requerirá un ajuste del saldo comercial de igual cuantía, esto es, un aumento de las exportaciones y una disminución de las importaciones. El traslado de recursos del sector de bienes no comerciables hacia el de bienes comerciables, que eliminaría dicho déficit en el medio plazo, se logra, en economías dolarizadas, con una reducción del precio relativo de los bienes del primer sector, lo cual implicará, con toda probabilidad, una fuerte recesión (con el consiguiente aumento del paro, en gran cuantía dado que los sectores de bienes comerciables suelen ser más intensivos en trabajo que el resto), salvo que los precios y salarios en el interior del país sean muy flexibles (o exista libre emigración a Estados Unidos). Finalmente, en el caso de una huida de capitales, los agentes nacionales que tuvieran la mayoría de sus pasivos denominados en dólares (que en países con un tipo de cambio fijo suelen ser la mayoría de los intermediarios financieros nacionales, algo que se explica por los incentivos que surgen, bajo acuerdos de este tipo, para tomar prestado en dólares en el exterior y prestar a tipos de interés más elevados en el interior, en moneda nacional) sufrirían un deterioro de sus balances, lo cual amplificaría el efecto de la huida de capitales

sobre el sector real, sin que exista, además, un prestamista de última instancia que palie el riesgo sistémico.

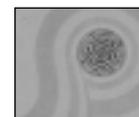
Por tanto, la *dolarización* implicaría, de hecho, la reducción de la volatilidad de las variables nominales de la economía, volatilidad que se vería trasladada a las variables reales. En otras palabras, los argentinos y ecuatorianos debían acostumbrarse a no tener inflación, y a tener un ciclo mucho más volátil, aunque posiblemente más robusto. Para reducir esta volatilidad, el país debería avanzar en la senda de las reformas estructurales que le permitieran ir creando las condiciones requeridas para constituir una AMO con Estados Unidos. Así, la adopción de la dolarización requeriría reforma el sector público para reducir los déficit estructurales, flexibilizar el mercado laboral, y aumentar la solvencia del sector bancario.

5.2 La dolarización y la política fiscal

Para examinar qué papel puede tener la política fiscal en un país dolarizado podemos acudir a las teorías de Áreas Monetarias Óptimas (AMO): según estos desarrollos, la política fiscal puede actuar para suavizar los efectos sobre el ciclo en los países que, habiendo conformado una Unión Monetaria (UM), sufren algún *shock* de carácter asimétrico (16), que dan lugar a una caída de la demanda y la producción en el país afectado negativamente (en este caso el del Sur). En definitiva, según estas teorías los países que conforman una UM deberían poseer una política fiscal independiente, y utilizarla de manera contracíclica (17).

(16) La probabilidad de que estos países sufran este tipo de *shocks* es bastante elevada, como ya mostramos en el anterior artículo. Ejemplos de este tipo los encontraríamos en la devaluación del real brasileño en enero de 1999, que habría generado una desviación de las importaciones desde Argentina hacia Brasil por parte de EE UU, o en la caída de los precios del petróleo desde mediados de 1997, que afecta negativamente a Ecuador y positivamente a EE UU, al ser importador neto de esta materia prima. Además, según los modelos de economía abierta al uso, la política fiscal es la única capaz de afectar a la renta en un contexto de tipos de cambio fijos y movilidad del capital.

(17) Una alternativa sería la centralización del presupuesto, de tal modo que éste generara de manera automática transferencias desde las zonas en expansión a las zonas deprimidas, algo que no se aplica en este caso, dado el carácter unilateral de la medida.



COLABORACIONES

Sin embargo, en estos países la política fiscal ha sido acíclica o procíclica (Velasco, 1998) y Alberola y Molina, 2002), lo cual no hace sino agravar las consecuencias de los *shocks*. La explicación de este hecho podría ser la especial dinámica del gasto y la deuda pública que puede general la dolarización de las economías. Trataremos de explicar a continuación con más detenimiento este punto, partiendo de la restricción presupuestaria del sector público:

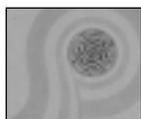
$$G - t(Y) + iB + (i^* + de^e)B^* = dM + dB + dB^*$$

El primer término de la ecuación es el déficit primario, el segundo el pago de los intereses de la deuda emitida en moneda nacional, el tercero el pago de los intereses (incluyendo la variación esperada del tipo de cambio, es decir, la prima por riesgo cambiario que cargan los inversores internacionales) por la deuda emitida en moneda extranjera, todo lo cual se financia a través bien de la emisión de dinero, bien mediante la venta de bonos públicos denominados en moneda nacional o extranjera. Lo que nos está indicando esta restricción, en definitiva, es que el mantenimiento de cualquier tipo de régimen monetario exige una cierta flexibilidad presupuestaria, un acceso fluido a los mercados internacionales de financiación, una política de gestión de la deuda responsable, y un alto grado de credibilidad del acuerdo monetario o cambiario.

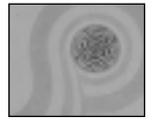
En una economía *dolarizada* o con un *currency board* la financiación monetaria del déficit no existe, por definición, y el riesgo cambiario, supuestamente, es muy reducido (en el primer caso sería nulo). Supongamos ahora que esa economía sufre un *shock* consistente en la devaluación de la moneda de su primer socio comercial. La pérdida de mercados internos y externos derivada de esta devaluación generará una caída de la producción y de la renta, y por lo tanto un incremento del déficit primario. Este exceso de déficit puede compensarse bien con una caída del gasto público o con un incremento de otros impuestos. En el caso de las economías que estamos analizando estas medidas son difíciles de poner en práctica, dado que, en el caso

del gasto, existen una serie de compromisos adquiridos que limitan su flexibilidad a la baja, y además se encuentra muy descentralizado, lo cual dificulta su control. Por otro lado, dada la distribución de la renta existente en estos países, la composición de los ingresos impositivos (sesgados hacia los impuestos con un base imponible más volátil), y los compromisos en materia de reducción arancelaria adquiridos, la vía de aumento de los ingresos públicos estaría muy limitada. Alternativamente el exceso de déficit se puede financiar mediante la emisión de bonos en los mercados internos o internacionales: la aceptación de los mismos dependerá del nivel inicial de deuda pública, y de la «relación» que mantenga el país con los inversores internacionales. Normalmente, los países en vías de desarrollo sufren restricciones de liquidez en el acceso a estos mercados en tiempos de recesión: los inversores pueden pensar que, ante la presencia de una recesión que dificulte el pago de los intereses y principal de la deuda, el Gobierno de estos países tendrá incentivos a devaluar su moneda, o a repudiar parte de sus obligaciones (18), con lo cual estas nuevas emisiones de deuda se colocan a tipos de interés superiores, con unos plazos de vencimiento menores, o bien se genera un sesgo hacia la emisión en moneda extranjera (que está libre de riesgo cambiario para el inversor). Esta dinámica de la deuda genera un incremento de la carga de los intereses para el presupuesto en los periodos subsiguientes, lo cual reduce a su vez el grado de flexibilidad de la política fiscal. Con estas premisas, observemos la evolución de los tipos de interés, el déficit público, la actividad y los pagos por intereses de la deuda en Argentina: como puede verse en el Gráfico 4, los pagos por intereses de la deuda iban creciendo, al

(18) Para una explicación mas detallada, véanse las teorías de SUDDEN STOP de CALVO y REINHART (1999). Puede compararse la situación actual de Argentina, que ha atravesado dos años en recesión, con una deuda en torno al 40 por 100 del PIB, y con súbitas elevaciones de los tipos de interés de las emisiones cada vez que aparece una «noticia» desfavorable en los mercados (como la crisis turca), con la de Japón, que lleva doce años en recesión, con una deuda en torno al 140 por 100 del PIB, y que, sin embargo, sigue emitiendo activos públicos regularmente, a tipos de interés del 2 por 100.



COLABORACIONES



COLABORACIONES

tiempo que la recesión reducía el superávit primario (19). Paralelamente, los tipos de interés de las emisiones crecían.

En definitiva, la dinámica que hemos descrito se podría resumir de la siguiente manera: un país

(19) Este desarrollo se comprueba empíricamente en ALBEROLA y MOLINA (2002): la relación entre el ciclo y del superávit primario es estadísticamente nula, salvo en los momentos de

crisis, en los que el superávit es fuertemente procíclico (aumenta con el empeoramiento del ciclo). La relación entre los pagos por intereses y el superávit primario es, igualmente, reveladora: un incremento de los pagos implica un aumento del superávit, que se lleva a cabo normalmente mediante un incremento de los ingresos.

que ha dolarizado su economía ve cómo, en un momento determinado, su principal socio comercial aumenta en cerca de un 50 por 100 su competitividad. La caída de la demanda interior y externa que esto supone da lugar a una recesión que, de manera casi automática, eleva el déficit primario, algo que podría contrapesar en cierto modo el mencionado descenso de la demanda. Sin embargo el nuevo déficit no puede financiarse mediante la emisión de dinero, por lo que hay que acudir a los mercados de deuda internos y externos, se produce un aumento de los intereses cargados a esas emisiones y un descenso de los plazos de vencimiento, lo cual a su vez da lugar a que en los siguientes periodos el déficit sea todavía mayor. De este modo, al país la única solución que le quedaría sería reducir el gasto público en aquellas partidas que controle de manera directa (que son pocas, dado el grado de descentralización fiscal presente en estas economías), que suelen ser las que afectan de un modo más directo a la actividad, vía consumo e inversión (transferencias, sueldos e inversión pública) agravando, al menos en un primer momento, la recesión (20).

¿Es diferente la dinámica en un país no dolarizado?: en principio no lo es, pero éste cuenta con otras vías de financiación del déficit, o bien con otros mecanismos de ajuste (política monetaria, etcétera) que atemperan la recesión. En definitiva,

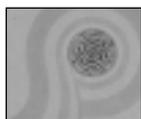
(20) Esta ha sido la política seguida por Argentina prácticamente desde 1999 hasta enero de 2002, periodo en el que acudió en tres ocasiones al FMI, y presentó al menos cinco planes de reducción de gastos corrientes, con independencia del partido que estuviera en el poder. En diciembre de 2000, sin embargo, pareció que iba a producirse un cambio en la orientación de las políticas fiscales, que contaba con el respaldo económico del FMI y que consistía en permitir unos mayores desequilibrios presupuestarios en la primera parte de 2001, que apoyaran una ligera recuperación de la actividad, para así elevar los ingresos públicos a partir del segundo semestre del año, encauzando de este modo la reducción del déficit en el año 2002 y sucesivos. En definitiva se trataba de cambiar una política fiscal independiente ejercida por las autoridades argentinas y financiada mediante la emisión de deuda por una política fiscal expansiva diseñada y financiada por el FMI. Sin embargo el experimento tuvo una duración muy corta: el posible incumplimiento de las holgadas metas de déficit público fijadas para el primer trimestre de 2001, junto a la crisis de la lira turca, generaron un nuevo rebrote de la desconfianza de los inversores internacionales, y, finalmente, la sustitución del Ministro de Economía (LOPEZ MURPHY por MACHINEA), y el anuncio de nuevas medidas de reducción del gasto público. La reacción social ante este anuncio generó la dimisión de LOPEZ MURPHY a las tres semanas de haber sido nombrado, y su sustitución por DOMINGO CAVALLO, el «padre» de la Ley de Convertibilidad.

el problema que se plantea en un país dolarizado es que, tras haber eliminado sus autoridades monetarias de forma unilateral y voluntaria, lo que le hizo perder un instrumento de política anticíclica, tampoco puede contar, en momentos de recesión, con la política fiscal. La única vía de ajuste que le restaría, aparte de la ruptura del compromiso cambiario, sería, entonces, el movimiento de factores desde los sectores deprimidos por el *shock* a los sectores que pueden beneficiarse del mismo, lo cual exige un largo periodo de tiempo (con el que estos países, en términos de financiación exterior, no suelen contar), o bien requiere la flexibilidad de los mercados de factores (algo que aparece, igualmente, en todos los planes de ajuste de las mencionadas economías). Visto lo visto, parece que, en el caso de este tipo de integraciones, ni siquiera la recomendación de que se instauren unas autoridades presupuestarias independientes del Gobierno (al estilo del modelo de Barro y Gordon sobre la credibilidad de la política monetaria) funcionaría: posiblemente éstas aumentarían el nivel de gasto en presencia de una recesión, dando lugar a una salida de capitales y un aumento de los tipos de interés.

Otra manera de ver la dinámica de la deuda y el déficit descrita es utilizar la conocida fórmula que relaciona la política monetaria y la política fiscal, desarrollada inicialmente por Sargent y Wallace (1978):

$$(dB/dt) = (g - t) + (r - x) b - (dM/dt)$$

Esta igualdad relaciona la evolución de la deuda pública en el tiempo (dB/dt) con el nivel de déficit primario como porcentaje del PIB ($g - t$), la diferencia entre el tipo de interés real de dicha deuda (r) y la tasa de crecimiento de la economía (x), y la política monetaria, en sentido amplio (dM/dt). Lo que estaría indicando esta relación sería, pues, que en aquellos casos en los que la actividad (y , por tanto, los recursos tributarios que pueden extraerse de ella) crece a un ritmo inferior que el pago de los intereses de la deuda, la deuda pública crecerá de forma exponencial a menos que se consiga un superávit primario, o se financie parte del déficit mediante la emisión de dinero. En el desarrollo original de Sargent y Wallace, los



COLABORACIONES

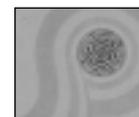
autores concluían que la política monetaria nunca es independiente de la política fiscal, y que, de hecho, en presencia de un déficit primario, tener menos inflación hoy (haciendo el Banco Central independiente de las autoridades, por ejemplo, o prohibiendo por ley la financiación monetaria de los desequilibrios presupuestarios), supone tener más inflación mañana (cuando el nivel de deuda sea insostenible, y haya que recurrir a la monetización parcial del déficit). Si añadimos expectativas racionales, el comportamiento de las autoridades es conocido hoy por los agentes, que «adelantan» el estallido futuro de la inflación.

Si examináramos ahora la situación de Argentina a la luz de la relación descrita, veríamos que la actividad se encuentra en recesión prácticamente desde enero de 1999 (el PIB cayó, en términos acumulados desde esa fecha hasta diciembre de 2001, un 13,1 por 100, y la producción industrial cerca de un 30 por 100 entre julio de 1998 y finales de 2001), esto es, $x < 0$; por otro lado, los persistentes problemas políticos, el efecto contagio de otras regiones con mercados emergentes en crisis (Turquía, Rusia, etcétera), y el fracaso de los sucesivos planes de contención del gasto lanzados desde noviembre de 1999 elevaron los tipos de interés nominales de la deuda (el diferencial medio respecto al dólar de las emisiones en el año 1998 fue de 429 puntos básicos, mientras que en el año 1999 fue de 531,2 puntos, de 528 puntos en 2000, y de 763 en las escasísimas emisiones de 2001, con algo más de 1000 puntos en la última, en el mes de junio), lo que, combinado con unas tasas de inflación negativas en los dos últimos años hicieron que los tipos de interés reales se situaran en el 12,7 por 100 en 1999, en el 13,3 por 100 en enero de 2001, y en el 33,5 por 100 en diciembre, la tasa más elevada desde el inicio de la Convertibilidad (21). De este modo, el término $(r - x)$ es positivo y muy elevado, lo cual puede generar un bola de deuda imparable (de hecho, la

(21) Para añadir una complicación más a esta situación, debemos mencionar que el tipo de interés al que se hace aquí referencia incluye dos términos, el tipo de interés de los Estados Unidos y la prima de riesgo que se carga a Argentina. El gobierno argentino sólo tiene un control indirecto sobre este último componente, y a través de algo tan difuso como la credibilidad de sus políticas económicas y las expectativas que esto genere sobre los inversores internacionales.

deuda como porcentaje del PIB pasó del 28 por 100 en 1992 al 53,8 por 100 en 2001), u obligar al Gobierno a reducir a toda costa el déficit primario, lo que, en un contexto de recesión, implica un recorte de los gastos, que a su vez puede repercutir sobre el nivel de actividad, agravando la recesión. Los inversores internacionales, conscientes de que, a medida que avance el tiempo, el Gobierno argentino tendrá más incentivos a repudiar parte de su deuda, estarán dispuestos a adquirir activos del país a cambio de tipos de interés más elevados y plazos de vencimiento más cortos que antes, lo cual, de nuevo, alimenta el círculo vicioso descrito anteriormente. Finalmente, el Gobierno puede dejar de emitir deuda (de hecho, así lo hizo en el segundo semestre de 2000), y tratar de financiar el desequilibrio mediante privatizaciones (lo cual implica tan sólo ganar algo de tiempo), o simplemente, suspender el pago de la misma (como hizo Ecuador antes de *dolarizarse*). La solución final, el impago de la deuda exterior, fue adoptada por el Presidente Rodríguez Saá el 27 de diciembre de 2001, tras haber intentado Cavallo la contención del gasto, tanto primario como de pago de intereses (recordemos el canje llevado a cabo a mediados de 2001), de múltiples maneras, y el sostenimiento del régimen a toda costa (el famoso *corralito*, o prohibición de retirar depósitos del sistema bancario, estaba pensado para evitar la pérdida masiva de reservas del Banco de la República, que hacía peligrar la convertibilidad entre el peso y el dólar).

De nuevo, cabe resaltar que la dinámica recogida en la formulación de Sargent y Wallace es idéntica para los países con otro tipo de régimen cambiario, con la salvedad de que estos disponen de otros instrumentos tanto para enfrentar las recesiones como para financiar el déficit primario. Igualmente, esta dinámica aparecerá en los Estados Federales que hayan cedido a los gobiernos regionales competencias en temas fiscales, como por ejemplo Estados Unidos. De hecho, podría pensarse que la situación de Argentina sería similar a la que sufrirían los Estados de la Unión que registren perturbaciones negativas sobre su actividad. Sin embargo, los tipos de interés de las emisiones de los Estados Unidos son más reducidos que los de Argentina, y



COLABORACIONES

ello se debería a una diferencia sustancial, referida al compromiso implícito de evitar el repudio de la deuda en el primer caso por parte de la entidad supraestatal. Dicho de otro modo, en el caso de los Estados de la Unión los inversores advierten la existencia de un compromiso implícito de *bail-out* de la deuda de cualquiera de sus asociados, algo de lo que no goza Argentina por ser su *dolarización* unilateral e incondicional. Por tanto, según este punto de vista, cualquier paso que se hubiera dado en favor de una *dolarización* oficial acordada con los Estados Unidos, o del compromiso por parte de éstos de transferencia de parte del señoreaje del que disfrutaban por la *dolarización* argentina podría haber sido bien acogido por los mercados.

5.3. La dolarización y el mercado laboral

Para describir muy brevemente los efectos de la dolarización sobre el mercado laboral podemos acudir, una vez más, a los desarrollos de la AMO: ante la presencia de *shocks* asimétricos, los países que conforman una UM pueden ajustar sus niveles de actividad y empleo mediante el traslado de factores desde las zonas en recesión a las zonas en expansión, esto es, una de las condiciones para conformar una AMO será, por tanto, la libre movilidad de factores entre las regiones que conforman una UM. En el caso de los países del Sur, esto implicaría la libertad de emigración a los Estados Unidos, de modo que la oferta de trabajo en estos países se redujera, y se completara la escasa oferta existente en la zona en expansión. Además, la emigración actuaría, igualmente, para compensar el desequilibrio exterior que se generaría tras una perturbación negativa, a través de la balanza de transferencias. Por desgracia, esta vía de ajuste está cerrada (22). El resultado será, por tanto, que en un país dolarizado una perturbación de carácter negativo llevará a un incremento de las tasas de paro, que será más elevado cuanto más rígida sea la estructura de los mercados de

factores (presencia de histéresis, esto es, de una elevación de la tasa natural de paro después de cada perturbación negativa), y a un agravamiento de la recesión. No es de extrañar, visto esto, que las tasas de paro más elevadas de toda América Latina estén en Argentina y Panamá. En el Gráfico 5 presentamos la tasa de paro en Argentina y Panamá, señalando los momentos en lo que se producen *shocks* de carácter asimétrico con Estados Unidos, para observar cómo cada *shock* supone un salto de nivel en la tasa, que luego no retorna a su nivel inicial.

6. Conclusiones

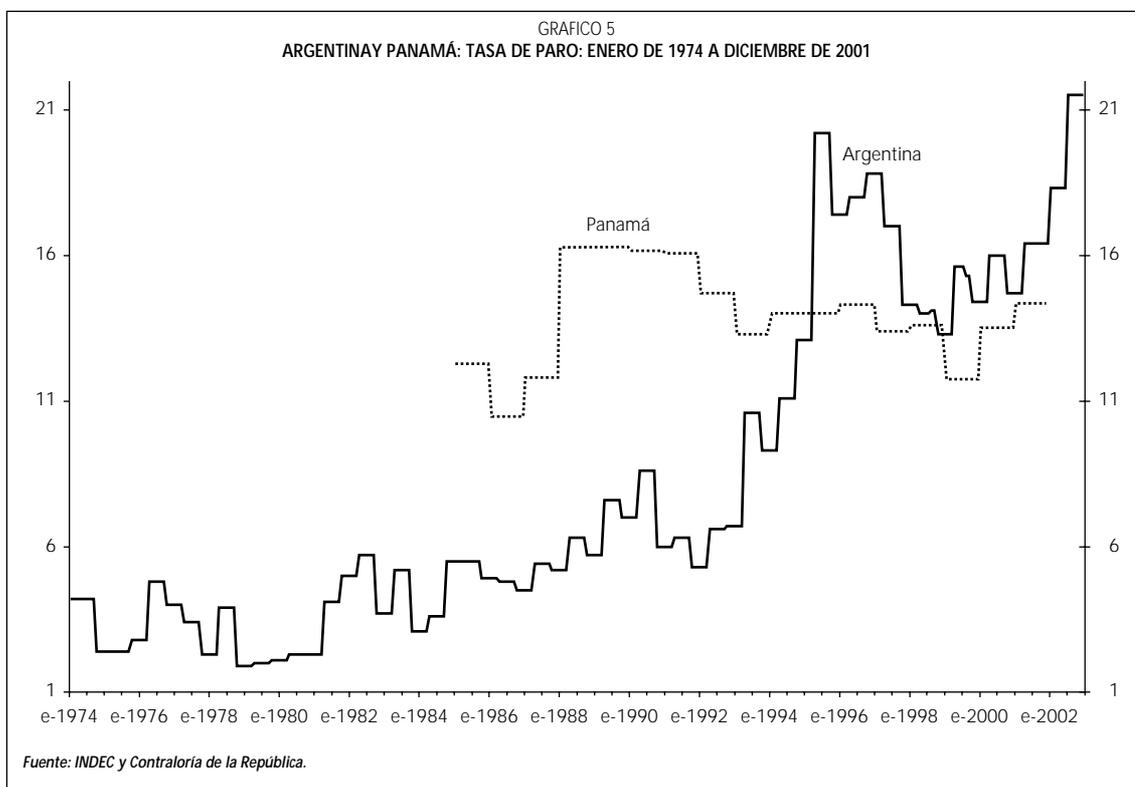
En el artículo se ha tratado de poner de manifiesto como los dos países de América Latina que *dolarizaron* su economía en fechas recientes no cumplían los requisitos teóricos para conformar un AMO con Estados Unidos, y que, por tanto, era posible que registraran ciertas pérdidas de bienestar al integrarse. Sin embargo, la imposibilidad de que la política económica, tal y como se había llevado a cabo hasta entonces, lograra una mínima estabilización de las economías, que les permitiera reintegrarse a los mercados de capitales internacionales y evitara la fuerte depauperización de la sociedad habría impulsado el abandono de la política monetaria del modo más radical posible, la *dolarización*. Sería posible, por tanto, que las ganancias de bienestar derivadas de esta pérdida de activismo lleguen a compensar las mencionadas pérdidas, e incluso, tal y como señala Rose (1999), y ha apuntado reiteradamente la Comisión Europea, que la integración monetaria transforme las economías argentina y ecuatoriana de modo que pasen a cumplir los requisitos de AMO con Estados Unidos (23), bien transformando las estructuras productivas, bien incentivando a agentes y autoridades a cambiar su comportamiento con objeto de reducir las consecuencias negativas de los *shocks* de carácter asimétrico que van a registrar Argentina y Ecuador. En este sentido, el



COLABORACIONES

(22) De hecho, a los argentinos y ecuatorianos les resulta más sencillo emigrar al otro gran bloque económico, la UE, cuya moneda ha perdido valor frente al dólar desde su lanzamiento, en 1999.

(23) En este sentido, por ejemplo, Argentina ha aumentado su grado de apertura en ocho puntos de PIB desde 1991, y el coeficiente de correlación entre el PIB argentino y el de Estados Unidos es, para el periodo 1992 a 1998, de +0,38.

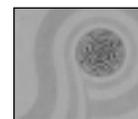


avance en las reformas del mercado laboral y de bienes y servicios es requisito imprescindible para aumentar la velocidad de ajuste de los precios y salarios ante las mencionadas perturbaciones.

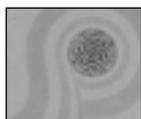
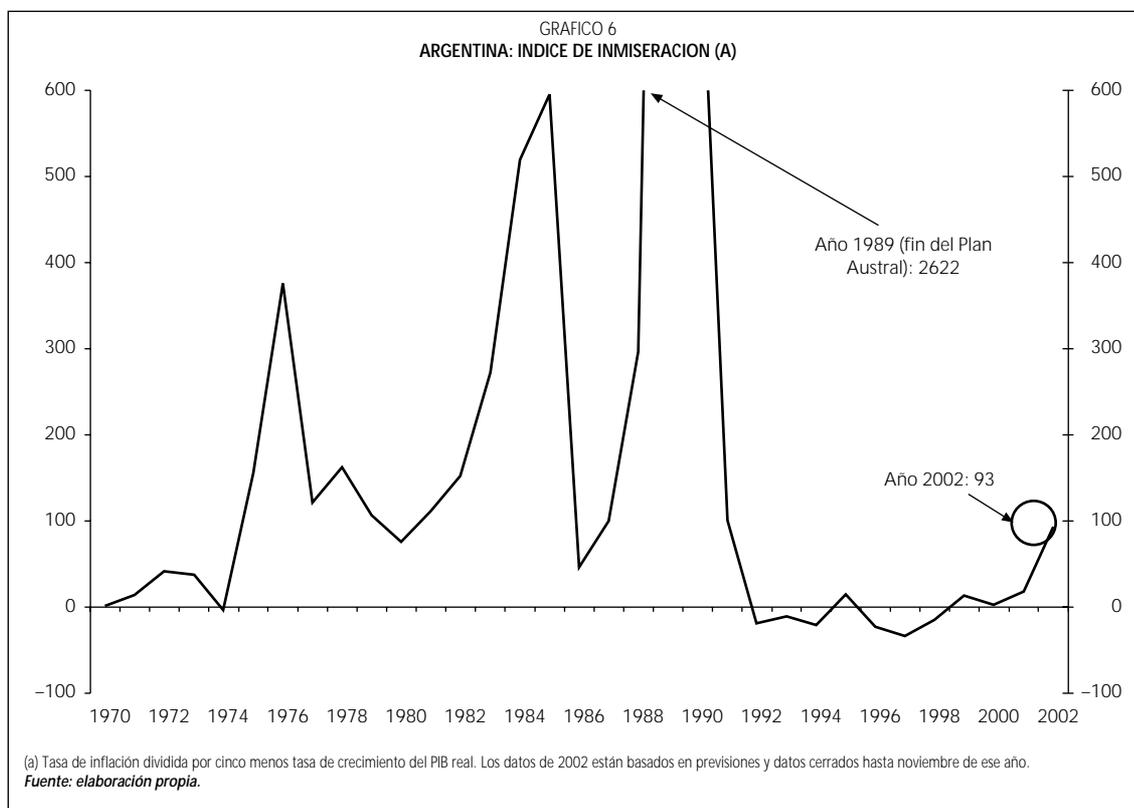
En este contexto, podrían realizarse dos reflexiones más. En primer lugar, es evidente que a Estados Unidos no le interesa la formación de una UM al estilo europeo con estos países, dado que los beneficios microeconómicos que obtendría afloran sin necesidad de que los norteamericanos admitan una elevación de la tasa de inflación, que sería el resultado de un Banco Central que tuviera en cuenta las preferencias y necesidades de los tres países. En segundo lugar, cuando Argentina estaba *dolarizada* se hacía difícil la creación de una UM en el MERCOSUR: Brasil hubiera tenido ganancias en términos de una inflación más baja, pero se vería obligado a aceptar la política monetaria que instrumentase un Banco Central de fuera de la zona (la Reserva Federal); por su parte, Argentina podría haber ganado en términos microeconómicos con la adopción de una moneda conjunta, pero perdería en términos de tasa de inflación.

Hemos examinado, igualmente, la situación en la que se encontraba Argentina a finales de 2001,

sometida a presiones continuas por parte de los mercados internacionales de financiación, y esforzándose por reducir un nivel de gasto público ya de por sí muy bajo, en el contexto de una recesión que duraba cerca de 48 meses. Argentina, con su *dolarización* de facto, podría considerarse, a efectos económicos, como un Estado de la Unión más, con la diferencia fundamental de que ni contaba con transferencias presupuestarias que paliaran las perturbaciones negativas que sufría, ni sus agentes podían emigrar a las regiones *dolarizadas* en expansión para ajustar el nivel de la oferta de trabajo, ni tenía un acceso privilegiado a los mercados de financiación derivado de las garantías implícitas para su deuda prestadas por el gobierno Federal de Estados Unidos. Por tanto, sólo le quedaba un mecanismo de ajuste, la depreciación real de su «dólar», algo que sólo podía lograr con descensos de los precios relativos de los bienes comerciables. Dado que este proceso requiere largo tiempo, al ser la economía poco flexible, y que no ocurra durante el mismo alguna otra perturbación negativa (algo que no está garantizado, ni mucho menos), el ajuste puede no llegar a producirse nunca, mientras que las condiciones de vida de la población en general



COLABORACIONES



COLABORACIONES

se deterioraban a ojos vista: el índice de inmisericordia alcanzó en el año 2001 su nivel máximo desde 1991 (Gráfico 6). La salida del régimen cambiario ha supuesto un repunte adicional de este índice, en una evolución que podría recordar a la crisis sufrida tras el abandono del Plan Austral, en 1988.

¿Cuál era la salida más factible?: algunos analistas han comparado alguna vez a Argentina y su sistema cambiario con un ciervo atrapado en un círculo de cazadores, de modo que si se movía hacia un lado (y suspendía la convertibilidad), recibía disparos de todas partes, y si no se movía, y mantenía su acuerdo a toda costa, moriría de inanición. El Gobierno de De la Rúa eligió esta última vía, hasta que en un mes el corralito desbordó los ánimos de la población.

En este sentido, cabe reflexionar, brevemente, sobre tres cuestiones: la eliminación de las autoridades monetarias para controlar la inflación es una medida que, a nuestro entender, debe tener fecha de caducidad, esto es, una vez reducida la variación de los precios a niveles normales, y acostumbrados los agentes al nuevo entorno de inflación baja y expectativas sobre el comportamiento de

sus autoridades, debe tenerse prevista una opción de salida de un acuerdo cambiario que restringe enormemente los mecanismos de ajuste ante perturbaciones negativas. El mantenimiento artificial de este tipo de acuerdos, una vez se ha producido un fuerte *shock* externo que no se puede ajustar con un cambio rápido en precios relativos, no hace sino generar unas dinámicas en la economía que acaban multiplicando el coste del abandono, inevitable en última instancia, del acuerdo. En otras palabras, es muy probable que el abandono de la convertibilidad en 1999 hubiera tenido muchos menores costes para el país que los actuales, una vez la actividad, la deuda pública, el sistema bancario y las expectativas de los agentes están minadas por medidas como el endeudamiento a tipos de interés cada vez más altos, el corralito, la reducción sin medida del gasto público, y el deterioro del clima político que sobrevino con todo ello. Llegados al punto en que estaba Argentina, volverse atrás y eliminar la convertibilidad era sumamente difícil, dada la previsible respuesta de los mercados internacionales (el diferencial soberano subió de 2000 puntos básicos a cerca de 7000 en un mes, y el peso se depreció más de un 60 por

100, y eso contando con las restricciones a la retirada de efectivo de los bancos y la pesificación de parte de los mismos), y los efectos que ésta tendría sobre la demanda interior (un 63 por 100 de los préstamos totales y un 77 por 100 de los hipotecarios concedidos por los bancos a las familias estaban, en septiembre de 2001, denominados en dólares); además, el 95 por 100 de la deuda pública estaba denominada en dólares; en definitiva, la devaluación del peso ha arruinado literalmente a las familias (y para evitar en cierto modo esto se pesificaron parte los activos de los bancos) y al gobierno argentino, que tuvo, lógicamente, que suspender pagos.

Bibliografía

1. ALBEROLA y MOLINA (2000): *Fiscal discipline and exchange rate regime: a case for currency boards?* Banco de España, Documento de Trabajo, número 0006 (noviembre de 2000).
2. ALBEROLA y MOLINA (2002): *Fiscal Discipline in Emerging Markets: The Role of the Exchange Rate Regimes*, mimeo.
3. BARRO y GORDON (1983): *Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy*. Journal of Monetary Economics, volumen 12, página 101-121.
4. CALVO, G. y REINHART, C. (1999): *When Capital Inflows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options*, www.bsos.umd.edu/econ/ciecalvo.htm
5. DE GRAUWE (1997): *The Economics of Monetary Integration*. Oxford University Press.
6. MOLINA (1998): *¿Es justificable la protección comercial?: síntesis de los argumentos más destacables*, Documento de trabajo, número 9809, Universidad Complutense de Madrid.
7. MOLINA; SÁNCHEZ; PASTOR y ZAMORANO (1999): *La evolución de la economía latinoamericana: tercer trimestre de 1999*. Banco de España, documento interno EC/1999/089.
8. MUNDELL (1961), *A theory of optimal currency areas*. American Economic Review, número 51, página 657-664.
9. ROSE (1999), *One Money, One Market: estimating the effect of common currencies on trade*, CEPR Discussion Paper series n° 2329.
10. ZAMORANO (2000): *La economía de Argentina en los años noventa: del Plan de convertibilidad a la propuesta de dolarización*, no publicado, Madrid: Banco de España.
11. ZAMORANO y MOLINA (2000): *La evolución de la economía latinoamericana: febrero de 2000*, documento interno EC/2000/005, Banco de España.



COLABORACIONES

AVISO PUBLICO

SUB. GRAL. COMERCIO EXTERIOR DE PRODUCTOS AGROALIMENTARIOS

SOLICITUD DE DEVOLUCION DE FIANZAS

PLAZOS PARA PRESENTACION DE PRUEBAS

Aplicación a los Certificados concedidos desde el día 1 de octubre de 2000,
salvo que exista reglamento específico que lo modifique

<i>Plátanos</i>	TREINTA DIAS siguientes a la expiración del período de validez del Certificado.	Rgto. CE n.º 896/01
<i>Productos Agrícolas Transformados (PAT)</i>	NUEVE MESES siguientes a la expiración del período de validez del Certificado.	Rgto. CE n.º 1520/00
<i>Productos agrícolas:</i> Materias grasas, plantas vivas, productos floricultura, leche y productos lácteos, carne vacuno, semillas, frutas y hortalizas, carne porcino, huevos, carne de ave, arroz, azúcar, sector vitivinícola, cereales, etc.	DOS MESES siguientes a la expiración del período de validez del Certificado.	Rgto. CE n.º 1291/00

— En todos los productos el *PLAZO MAXIMO* para solicitar la resolución de los expedientes es de *VEINTICUATRO MESES* desde el día siguiente a la expiración del Certificado. Transcurrido este plazo no se efectuará la devolución del importe de la Fianza, aun en el caso de que se presente la correspondiente prueba de realización de las operaciones.

MINISTERIO DE ECONOMIA

Secretaría General de Comercio Exterior

SUB. GRAL. COMEX. PRODUCTOS AGROALIMENTARIOS. SERVICIO DE FIANZAS

Solicitudes de devolución de fianzas constituidas (Importación y Exportación)

La Orden de 26 de febrero de 1986 («BOE, 7 de marzo»), modificada por la Orden de 27 de julio de 1995, establece que la devolución de las fianzas se realizará por la Secretaría General de Comercio Exterior a solicitud del interesado.

Las solicitudes de devolución de las fianzas constituidas ante los Servicios Centrales, deberán dirigirse a la Secretaría General de Comercio Exterior (Servicio de Fianzas, Paseo de la Castellana, 162, planta cuarta, 28071 Madrid).

Las solicitudes de devolución de las fianzas, constituidas ante las Direcciones Regionales y Territoriales de Comercio y CATICES, deberán presentarse en la misma Dirección o CATICE que concedió los correspondientes certificados.

El no solicitar, los interesados, la resolución de los expedientes de devolución de las fianzas con la aportación de las pruebas, en los plazos establecidos en la legislación nacional y comunitaria en vigor, para los diversos productos agrícolas, dará lugar al oportuno Acuerdo Declarativo de Incumplimiento.

Con el fin de agilizar la resolución de los expedientes de devolución de las fianzas constituidas a disposición de la Secretaría General de Comercio Exterior, es recomendable se adjunte a las solicitudes la fotocopia del correspondiente «Resguardo de depósito o Garantía en Efectivo», o «Resguardo de Garantía Otorgada mediante Aval o Seguro de Caución».

SERVICIO DE FIANZAS

Acuerdo declarativo de incumplimiento (Fianza constituida en las operaciones de Importación y Exportación)

Ingreso de las liquidaciones

Las cantidades a ingresar en el Tesoro Público-Recursos Eventuales, como consecuencia de los expedientes de Acuerdo Declarativo de Incumplimiento de *Resguardos de Garantías Otorgadas por Terceros*, pueden hacerse efectivas por la EMPRESA TITULAR DE LOS CERTIFICADOS.

— En MADRID:
MINISTERIO DE ECONOMIA
DIREC. GRAL. DEL TESORO Y POLITICA FINANCIERA
Paseo del Prado, 4
28071 MADRID

— En PROVINCIAS:
INTERVENCION DE HACIENDA de la localidad en que resida la Entidad Delegada que constituyó la *Garantía Otorgada por Terceros (Aval o Certificado de Seguro de Caución)*.

Realizado el ingreso y expedida la CARTA DE PAGO, esta CARTA DE PAGO *original* deberá remitirse a:

MINISTERIO DE ECONOMIA
SERVICIO DE FIANZAS
P.º Castellana, 162, Pl. 4.ª
28071 MADRID

MINISTERIO DE ECONOMIA

Secretaría General de Comercio Exterior

SUB. GRAL. COMERCIO EXTERIOR DE PRODUCTOS AGROALIMENTARIOS

SERVICIO DE FIANZAS

Paseo de la Castellana, 162, cuarta planta, 28071 Madrid

Teléfonos: (91) 349 38 67 y 349 39 13