

Introducción

La caja de conversión y la dolarización son regímenes monetarios que pertenecen a la familia que Calvo (2000) denomina *hard pegs*, ya que se caracterizan por una fijación extremadamente rígida del tipo de cambio en términos de una divisa sólida. En el caso de la caja de conversión, la autoridad monetaria conserva el poder de emitir moneda nacional pero sólo contra el aumento de reservas internacionales, de manera tal que la base monetaria cuenta con un respaldo en reservas presuntamente suficiente para su sostenimiento. La malograda convertibilidad es un ejemplo reciente de caja de conversión. Otro ejemplo más remoto es el del patrón de cambio-oro al que adhirió nuestro país en el apogeo del modelo agroexportador, hace un siglo. A pesar del catastrófico colapso de la convertibilidad, algunos economistas ortodoxos que consideran que la convertibilidad fracasó no por su rigidez si no por no haber sido lo suficientemente estricta, vuelven a la carga con la propuesta de un *hard peg* y postulan el más extremo de todos: el abandono liso y llano del peso y su sustitución por una moneda extranjera, concretamente, el dólar estadounidense, o sea, la dolarización. Esto se instrumentaría cambiando los billetes y monedas denominados en pesos en poder del público y los bancos, por dólares billete en poder del Banco Central. Los economistas que defienden esta propuesta, con el apoyo de ciertos empresarios y políticos, postulan como nueva panacea de la estabilidad la adopción del signo monetario de Estados Unidos, ilusionando a algunos sectores medios que lo perciben como un atajo hacia el Primer Mundo.

Como se trata de parientes cercanos, uno de los argumentos a favor de la dolarización es el mismo que se ofrecía a favor de la convertibilidad: el Banco Central debería renunciar a la emisión de moneda 'sin respaldo' porque esa sería la única manera de disciplinar las finanzas públicas y terminar así con la crónica historia de inflación en la Argentina. Al argumento de la disciplina se sumaría también el de la credibilidad: dada la larga historia de financiamiento monetario del déficit fiscal, nadie creería que el Banco Central conduciría una política monetaria orientada a preservar el valor de la moneda. De manera que con el fin de preservar la estabilidad no habría más remedio que imponer drásticas restricciones legales e institucionales a la emisión de dinero. Así, muerto el perro, muerta la rabia. Curiosamente, luego de una década de estabilidad de precios este argumento aún resulta persuasivo para mucha gente.

Ahora bien, si la convertibilidad no pudo sostenerse ante la corrida generalizada contra los bancos y el peso ocurrida en los últimos meses de 2001, ¿cuál sería la supuesta ventaja de la dolarización respecto de la caja de conversión? Al eliminar directamente el peso, se argumenta, la dolarización nunca podría sufrir una crisis de credibilidad como la que habría tenido el '1 a 1.' La tesis se completa afirmando que, dada la generalizada denominación de los pasivos financieros en dólares (la llamada 'dolarización de los pasivos'), el riesgo de devaluación aún existente bajo la convertibilidad, implicaba también cierto riesgo de incumplimiento generalizado de los deudores locales, el famoso 'riesgo país,' que explicaría las elevadas tasas de interés locales imperantes. En consecuencia, se alega, la dolarización tendría la ventaja adicional de reducir sustancialmente el riesgo país al eliminar por completo uno de sus supuestos determinantes, el riesgo de devaluación.

La teoría de las áreas monetarias óptimas y la dolarización

Antes de discutir la plausibilidad teórica y la relevancia empírica de la argumentación anterior, o de evaluar los costos y beneficios de la propuesta en sus propios términos, creemos conveniente revisar rápidamente la teoría de las áreas monetarias óptimas, que discute bajo qué condiciones dos o más economías se benefician o no con la adopción de una moneda común.² Es útil también para entender los debates que suscitó la introducción del euro y la plausibilidad de una unión monetaria del Mercosur. Sin embargo, conviene aclarar que la dolarización de la Argentina no equivaldría a la adopción de una moneda

¹ Estas notas han sido redactadas en su carácter de Coordinador Académico del GRUPO FENIX y representan las posiciones del grupo acerca de la materia

² El pionero de la teoría fue Mundell (1961). Seguimos la discusión de De Grauwe (1992) y Kawai (1987).

común con Estados Unidos, ya que la emisión de dólares seguiría bajo exclusivo control del Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos sin que la Argentina tuviera voz alguna en aquél. En contraste, el euro es una moneda común para los países miembros de la Unión Europea ya que todos participan en el Banco Central Europeo que determina la emisión de euros e influye en su tasa de interés. Luego retomaremos las implicancias de esta diferencia.

Un conjunto de economías se considera un área monetaria óptima si es que la adopción de una moneda común no interfiere con el logro del equilibrio interno, esto es, de pleno empleo con razonable estabilidad de precios y del equilibrio externo, entendido como equilibrio del balance de pagos entre los países del área, y del área en su conjunto respecto del resto del mundo. El argumento tradicionalmente utilizado a favor del establecimiento de una moneda común se refiere al ahorro de los costos de transacción originados en el cambio de monedas. Un beneficio derivado sería una disminución de la incertidumbre de precios al eliminar la proveniente de las fluctuaciones en el tipo de cambio, lo que debería llevar a una asignación más eficiente de los recursos. Sin embargo, algunos economistas han argumentado que la eliminación de la incertidumbre cambiaria debería contrapesarse con el aumento de la incertidumbre en otras variables, por ejemplo, el nivel de actividad.³ Se presume, razonablemente, que el nivel de los beneficios por ahorro en costos de transacción está positivamente asociado con el grado de integración comercial de las economías que adoptan una misma moneda.

Sin embargo, el beneficio anteriormente señalado debe contrapesarse con ciertos costos. El costo más importante de una unión monetaria se relaciona con las consecuencias de la pérdida del instrumento de política monetaria-cambiaria cuando se producen perturbaciones externas que afectan asimétricamente a los miembros de la unión. El problema se relaciona con el Teorema de la Política Económica formulado por Tinbergen: para alcanzar n objetivos independientes de política económica se precisan n instrumentos independientes de política económica. Los objetivos tradicionales de política son los mencionados equilibrios interno y externo, los instrumentos habituales, las políticas monetaria y fiscal. La renuncia a una moneda nacional implica la pérdida del instrumento de política monetaria. La falta de instrumentos plantea las llamadas situaciones de dilema que ejemplificaremos a continuación.

A título de ejemplo, imagínese que la Argentina y Chile tienen una moneda común y que se produce una caída importante del precio internacional del cobre. Esto disminuiría el ingreso nacional y empeoraría la cuenta corriente de Chile llevando a una caída de la cantidad de dinero, el nivel de actividad y empleo y a presiones deflacionarias. La Argentina obtendría un abaratamiento de las importaciones de cobre, aumento del ingreso nacional, mejora en la cuenta corriente, llevando a un aumento en la cantidad de dinero, el nivel de actividad y empleo y, a la larga, a presiones inflacionarias. Si cada país tuviera su propia moneda, estos desequilibrios se resolverían con la apreciación del peso argentino y la depreciación del peso chileno. Sin embargo, al perder el instrumento monetario-cambiario y quedar sólo la política fiscal los países se enfrentan con un dilema de política: si Chile usara política fiscal expansiva para recuperar el nivel de empleo, o sea, para restaurar el equilibrio interno, no haría más que agravar el desequilibrio externo llevando a un empeoramiento de la cuenta corriente; si la Argentina usara política fiscal contractiva para contrarrestar las presiones inflacionarias, mejoraría su cuenta corriente y empeoraría la chilena.

La gravedad y extensión de los desequilibrios dependerá del grado de flexibilidad de los precios y salarios. En efecto, en un mundo de alta flexibilidad nominal, los precios y salarios bajarían rápidamente en Chile, mejorando su competitividad, su cuenta corriente y nivel de empleo, mientras que en la Argentina, los precios y salarios subirían rápidamente empeorando la cuenta corriente y frenando la expansión del empleo. En una palabra, los desequilibrios se eliminarían de manera automática en un período muy breve. El problema, por supuesto, es que la alta flexibilidad es un caso de libro de texto, muy raro en el mundo real por razones que discutiremos al final del trabajo.

Un paliativo importante de los efectos de la rigidez nominal de precios y salarios sería la existencia de un alto grado de movilidad del factor trabajo entre los países que tienen la misma moneda: la emigración de los desocupados chilenos hacia la Argentina podría

³ Más adelante veremos por qué esto es posible.

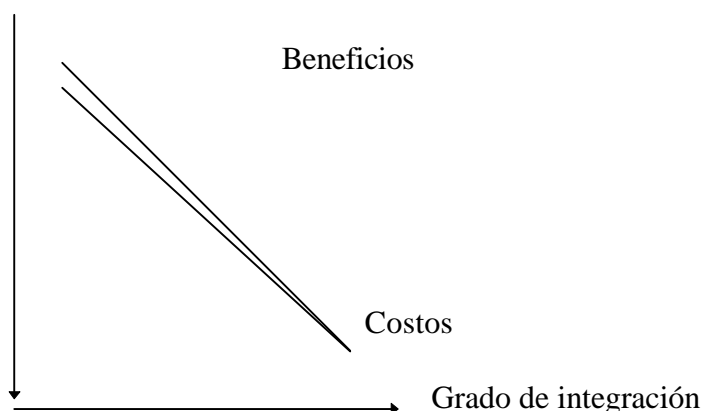
resolver el desequilibrio del ejemplo. De hecho, éste es el mecanismo que suele operar entre las regiones de un mismo país cuando una de ellas se ve afectada por una perturbación desfavorable. Sin embargo, la movilidad internacional del trabajo suele estar muy limitada por restricciones legales y factores culturales.

Se ha argumentado que los costos de la unión monetaria serían menores cuanto mayor fuera el grado de integración comercial entre las economías, medido como el cociente del intercambio bilateral sobre el producto de ambos países. La justificación usual sería que a mayor integración comercial, la devaluación tendría un mayor impacto sobre los precios internos y uno menor sobre el nivel de actividad, o sea, sería menos efectiva. Esta idea suele complementarse con la afirmación de que la deflación necesaria para contrarrestar una perturbación externa negativa sería menor en una economía más abierta. Nótese que esta última afirmación contradice la anterior: si la deflación necesaria fuera menor, también lo sería la devaluación necesaria, lo que implica que los cambios en el tipo de cambio real serían más efectivos, no menos, en una economía más abierta.

En rigor, con el fin de entender la relación entre costos e integración comercial, es importante tomar en cuenta qué tipo de bienes intercambian las economías. Si el comercio fuera básicamente intraindustrial, o sea, de productos similares, el problema de las perturbaciones asimétricas sería poco relevante y los costos de la unión serían bajos. Si el comercio fuera básicamente interindustrial, o sea de productos claramente distintos entre sí, el problema de las perturbaciones asimétricas sería potencialmente muy importante, los costos de unión serían altos, especialmente si hubiera productos primarios involucrados. De manera que para saber si los costos de una unión monetaria entre países aumenta o disminuye con el grado de integración comercial, es preciso conocer qué tipo de comercio crece más. Quizás la presunción de una curva decreciente, que suele aparecer en los libros de texto, se base sobre la experiencia particular de los países desarrollados, cuyo comercio más dinámico en la segunda posguerra fue el intraindustrial.

Se ha argumentado que un alto grado de integración de los mercados financieros también podría paliar los costos de una moneda común. En efecto, en caso de una perturbación asimétrica transitoria, el financiamiento del desequilibrio externo evitaría la deflación, mientras que en el caso de una perturbación permanente ayudaría a distribuir el ajuste deflacionario en el tiempo.

Si superpusiéramos una curva de costos decrecientes con una de beneficios crecientes en el nivel de integración, se concluye que hay un nivel de integración crítico a partir del cual los beneficios de la unión monetaria superarían sus costos. Dicho de otra manera, si dos economías estuvieran embarcadas en un proceso de integración creciente, a partir de cierto momento podrían hallar ventajoso adoptar una misma moneda. Esta afirmación no es necesariamente cierta si no se cumple el supuesto sobre la curva de costos.



Podemos aplicar ahora los elementos de juicio hasta aquí reunidos al análisis de la convertibilidad y la dolarización. El punto fundamental es que la Argentina no forma un área monetaria óptima con Estados Unidos, lo cual explica por qué un *hard peg* con su moneda ha tenido (y tendrá) costos muy altos. Hay un amplio consenso entre los economistas en que la depresión argentina que empezó a fines de los '90 se debió a la rigidez del régimen cambiario férreamente atado al dólar, una moneda que se apreció fuertemente en el período

debido al excepcional crecimiento de la economía norteamericana. El golpe de gracia en la cadena de perturbaciones negativas que incluyó la caída de los precios internacionales de nuestros granos, los contagios del Tequila, la crisis rusa y la crisis asiática, fue la depreciación de la moneda de nuestro principal socio comercial, Brasil. Todos estos eventos son ejemplos de perturbaciones asimétricas que perjudicaron gravemente a la Argentina con nulo impacto sobre la política monetaria de Estados Unidos. El único mecanismo de recuperación de la competitividad disponible para la Argentina bajo el *hard peg* de la convertibilidad era la deflación, la cual fue reforzada con los sucesivos ajustes de Machinea y el 'déficit cero' de Cavallo, con los resultados conocidos.

Es obvio además que, a diferencia del caso del euro, donde los países miembros participan a través de sus representantes en el Banco Central Europeo en el proceso de formulación de la política monetaria, la política de la Reserva Federal de Estados Unidos sólo ha tomado en cuenta consideraciones puramente domésticas. Esto obviamente no cambiaría ni con la dolarización de toda América latina.

Otra importante diferencia con la Unión Europea, es que mientras en ella se han levantado todas las restricciones existentes a la movilidad de factores en el mercado único, precisamente para facilitar el mecanismos de ajuste,⁴ las fuertes restricciones migratorias impuestas por Estados Unidos tampoco permitieron que la Argentina paliase con movilidad del trabajo las perturbaciones mencionadas. Nótese que el proyecto de dolarización más ALCA sigue sin remover este obstáculo ya que la movilidad del trabajo queda explícitamente excluida de la propuesta de acuerdo de libre comercio en discusión.

Acerca de cómo influiría un escenario de mayor integración comercial con Estados Unidos sobre los costos de la dolarización hay que señalar que el comercio con Estados Unidos es básicamente interindustrial y en un futuro previsible seguirá siéndolo. Esto implica que la naturaleza asimétrica de las perturbaciones sufridas por la Argentina en los últimos años no son de carácter coyuntural sino estructural y que el aumento de la integración comercial no disminuiría los costos del *hard peg*. Por el lado de los beneficios, habría que señalar también que, dado el bajo nivel de comercio de la Argentina con Estados Unidos (15 por ciento del intercambio total), el ahorro en materia de costos de transacción de la dolarización sería muy pequeño.

Por último, nótese que el grado de integración financiera alcanzado con Estados Unidos tampoco alcanza a paliar los costos de la dolarización. Recuérdese que la integración financiera podría ser un paliativo en la medida que posibilitara financiamiento contracíclico contra perturbaciones asimétricas. La experiencia reciente argentina mostró exactamente lo contrario.

Pensando en el largo plazo, el Mercosur tendría muchas más chances de convertirse en un área monetaria óptima con moneda propia, dado el alto nivel de comercio intraindustrial que existe entre sus miembros y la perspectiva de que siga creciendo el proyecto de alcanzar en el futuro la libre movilidad de factores y la menor disparidad estructural de sus economías. Sin embargo, el Mercosur tiene aún un largo camino por recorrer en términos de integración, consolidación, construcción institucional y eliminación de asimetrías, para que esto sea factible y conveniente.⁵

En rigor, además de la política fiscal y monetaria-cambiaria, los países cuentan con los instrumentos de la política comercial. De hecho, en la época del patrón oro, el caso más importante de *hard peg* en la historia moderna, los países miembros del sistema utilizaron frecuentemente la política comercial como un sustituto imperfecto de la política cambiaria. El ejemplo más conocido es el de la ley Hawley-Smoot de aranceles aprobada por Estados Unidos en 1930, muy cuestionada *a posteriori* por su impacto negativo en el comercio mundial en medio de la Gran Depresión.

⁴ Debe reconocerse, sin embargo, que a pesar de la falta de restricciones legales a los movimientos de factores en la Unión Europea, la movilidad efectiva es aún muy limitada.

⁵ Para una discusión de este punto véase Fanelli, González Rozada y Keifman (2001).

Por supuesto, la Argentina apeló muchas veces en su historia a la política comercial cuando no pudo o no quiso utilizar el tipo de cambio para corregir desequilibrios macroeconómicos. Sin embargo, los grados de libertad disponibles en la utilización de este instrumento se han acotado sensiblemente desde la década de los '90 debido a los compromisos asumidos por la Argentina en la Rueda Uruguay y el establecimiento del Mercosur. No sorprende entonces que las modificaciones arancelarias y el 'factor de convergencia' introducidos por Cavallo no hayan sido suficientes para paliar los problemas de competitividad de la Argentina bajo la caja de conversión a pesar de las serias tensiones generadas con nuestros socios del Mercosur por los desvíos que implicaron respecto de la unión aduanera. Lo que esto señala es la existencia de un conflicto entre liberalización comercial y *hard pegs* al que se le ha prestado poca atención por el momento, pero que sería especialmente serio en caso que se impusiera el proyecto de dolarización más ALCA.

La dolarización en términos de sus defensores

Pasemos ahora a discutir los méritos de la dolarización en términos de los argumentos de sus defensores. El argumento principal es que la dolarización impondría disciplina fiscal garantizando así la estabilidad macroeconómica. Nótese que aunque fuera cierto que la supuesta incapacidad del sector público de autodisciplinarse sea una fuente importante de inestabilidad, la dolarización (o cualquier *hard peg*) sólo sería superior a regímenes monetarios más flexibles si los efectos negativos de la indisciplina fiscal fueran de mayor magnitud que los que provienen de otras fuentes de inestabilidad que afectan al ciclo económico tales como los términos de intercambio, los flujos internacionales de capital, la tasa de interés internacional, la demanda externa de nuestros productos, las expectativas empresarias, etc., frente a las cuales los regímenes más flexibles sí proveen protección. Entonces, aun cuando el supuesto crucial de la indisciplina fiscal fuera verdadero, no se podría hacer un argumento *a priori* sobre su necesaria superioridad de la dolarización, ya que ésta debería ser determinada empíricamente.

Por otro lado, el argumento de la disciplina fiscal parecería encerrar cierta superficialidad y confundir causas con efectos. ¿Por qué un cambio de moneda alteraría el comportamiento de los gobiernos? Aun bajo *hard pegs* los gobiernos podrían endeudarse en moneda dura para financiar sus déficit hasta llegar a situaciones de insolvencia fiscal por sobreendeudamiento, como ocurrió con la Argentina recientemente. Además, los gobiernos podrían también violar la disciplina del régimen emitiendo títulos de empréstitos forzosos que cumplen funciones de dinero (como el LECOP, el Patacón, el CECOR, etc.), como lo hizo Liberia bajo la dolarización. Invirtiendo el argumento, si un gobierno pudiera disciplinarse bajo la dolarización ¿por qué no lo haría bajo otros regímenes monetarios que le darían además mayor estabilidad macroeconómica? (Schmitt-Grohé y Uribe, 2000).

Otro presunto beneficio de la dolarización sería la disminución del riesgo país. Se arguye que la eliminación del riesgo cambiario suprime el riesgo de crisis sistémica que se produciría por la quiebra de empresas e individuos endeudados en dólares en caso de devaluación. Una vez más, el argumento supone que el riesgo de devaluación no tiene causas reales, originadas, por ejemplo, en problemas de competitividad, sino que se debe exclusivamente a problemas monetario-fiscales. Volviendo al ejemplo de una perturbación externa negativa, nótese que bajo el régimen de dolarización la deflación concomitante llevaría igualmente a un aumento de la carga real de las deudas denominadas en dólares incrementado el riesgo de una crisis sistémica y disparando el riesgo país como pasó con Argentina. De nuevo el argumento teórico es insuficiente y la validez del presunto beneficio es una cuestión empírica. De hecho podría argumentarse que dada la rigidez del régimen de dolarización, el riesgo país podría ser mayor que un régimen más flexible (Chang y Velasco, 2000).

A los dudosos beneficios antes mencionados habría que restarle los costos que surgen de la pérdida de señoraje y de la desaparición de un prestamista en última instancia. Al suprimirse la moneda nacional por la dolarización, la única manera de hacer frente al crecimiento de la demanda de dinero es a través de una transferencia real de recursos al gobierno de Estados Unidos. El valor de esta transferencia se estima usualmente como el costo de oportunidad financiero de las reservas internacionales del Banco Central. Sin embargo, se ha señalado correctamente (Fanelli), que dicho cálculo subestima seriamente el verdadero costo de la pérdida de señoraje pues deja de lado el aumento futuro de la demanda de dinero ya sea por

crecimiento del ingreso real como por inflación (importada, bajo dolarización). Cálculos razonables del valor actual de la pérdida por señoreaje muestran que el tomar en cuenta el crecimiento futuro de la demanda de dinero arroja valores que pueden ser 5 veces el valor incorrectamente medido (Schmitt-Grohé y Uribe, 1999).

Probablemente más gravoso aún que la pérdida de señoreaje es la desaparición de un prestamista doméstico de última instancia, ya que sólo la Reserva Federal emite dólares. La inexistencia de un prestamista en última instancia podría exacerbar la fragilidad del sistema financiero incrementando el riesgo sistémico. Se ha argumentado que a falta de un prestamista local se podría recurrir a líneas contingentes externas de fuentes privadas u organismos multilaterales, o gobiernos. La experiencia argentina reciente ilustra las enormes limitaciones de estos sustitutos. El comportamiento del crédito externo de origen privado desapareció, los organismos multilaterales suspendieron súbitamente su apoyo en medio de la crisis más grave con el aval de los gobiernos de los países desarrollados.

La discusión empírica acerca de las ventajas y desventajas de los regímenes de dolarización se enfrenta con una seria limitación: los casos son pocos (sólo 12 países lo adoptaron entre 1970 y 1998, aunque no de manera continuada) y poco relevantes (la población mediana de estos países es de 45.000 habitantes). Dado el conocimiento existente, recomendar la dolarización equivale a recetar una droga medicinal que ha tenido muy pocas pruebas clínicas, según Edwards (2001). Aun así, las 'pruebas clínicas' disponibles indican que la dolarización no es un régimen superior. Luego de un exhaustivo estudio del desempeño económico de los países dolarizados en relación con los no dolarizados, Edwards concluye que: (1) tienen menor inflación, (2) crecen más lentamente, (3) tienen un desempeño fiscal similar, (4) tienen un desempeño en cuenta corriente similar.

Edwards se concentra luego en las lecciones de Panamá que constituye el único caso de un país de cierta envergadura que ha mantenido por un período largo (casi un siglo) un régimen de dolarización. La experiencia de Panamá refuta los clichés de quienes proponen la dolarización. Si bien es cierto que su inflación ha sido muy baja, las perturbaciones externas han significado mayores costos sobre la inversión y el crecimiento, ha tenido serios problemas fiscales, depende fuertemente de la ayuda del FMI de quien ha sido su cliente más asiduo en los últimos 35 años, ha sufrido serias crisis bancarias a pesar de ser un centro financiero internacional basado sobre la banca *off-shore*, ha padecido la crisis de la deuda externa de los '80 como el resto de los países latinoamericanos y ha pagado tasas de interés más altas que las pagadas por Chile, por ejemplo, cuando ya flotaba su moneda. Téngase en cuenta que, además, el largo y amplio apoyo del FMI a Panamá estuvo obviamente basado sobre la importancia geopolítica del país para Estados Unidos, factor no extrapolable a otros países que quieran adoptar la dolarización.

Otro estudio pertinente es un trabajo de calibración de la economía mexicana que calcula los costos del ciclo económico, simulando perturbaciones financieras y comerciales externas, bajo la dolarización y tres reglas alternativas de política monetaria (regla de devaluación, regla de crecimiento monetario y metas de inflación). Los resultados indican claramente que la dolarización es el peor régimen (Schmitt-Grohé y Uribe, 2000).

Por último, cabe mencionar el estudio econométrico de Levy-Yeyati y Sturzenegger (2001) que trata de determinar el efecto del grado de flexibilidad de la política cambiaria sobre el crecimiento económico. Los autores encuentran una relación muy robusta y positiva entre ambas variables para países en desarrollo. También prueban específicamente el efecto de los *hard pegs* sobre el crecimiento y encuentran que si bien son superiores a los *soft pegs*, se ven claramente dominados por la flexibilidad cambiaria.

Finalmente, una breve acotación sobre Ecuador. A dos años de la implementación de la dolarización, parece claro que el régimen no es ninguna panacea. A pesar de la dolarización y otras reformas implementadas, y las ganancias fiscales y en divisas por la suba del precio del petróleo, Ecuador sigue pagando una prima de riesgo-país de 1500 puntos, mientras los bancos siguen en estado de insolvencia y en manos del estado (Roubini, 2001). La eliminación del sucre no permitió superar la recesión en el año 2000 y la recuperación del 2001 parece estar motorizada por el aumento del precio del petróleo, la inversión en un oleoducto y las altas remesas de ecuatorianos en el exterior. Sin embargo, lo más

contundente de la experiencia de Ecuador es que en dos años de dolarización acumuló una inflación superior al 176 por ciento que refuta flagrantemente el principal argumento empleado para su introducción: que constituía la única garantía de estabilidad monetaria (Acosta, 2002).

Conclusión

No existen argumentos teóricos convincentes a favor de la dolarización de la Argentina. Tampoco existen argumentos empíricos serios ya que la escasa evidencia disponible es claramente desfavorable. Recuérdese que desde el punto de vista de la teoría, las condiciones que debería reunir un conjunto de economías para poder ser un área monetaria óptima, a saber, un altísimo grado de integración de los mercados de bienes (a través del comercio), los mercados financieros y los mercados de trabajo, coinciden con las que habitualmente cumplen las regiones de una nación. Nótese que una condición necesaria de este grado de integración profunda es la existencia de una superestructura política, legal e institucional común. Justamente, uno de los ejemplos que suelen ofrecer los libros de texto sobre un área monetaria óptima es Estados Unidos. El caso del euro es mucho más discutido en la literatura, especialmente porque a pesar de la remoción de las barreras a los movimientos factoriales en el seno de la Unión Europea, las barreras culturales a la migración laboral siguen siendo importantes. No obstante, el caso del euro también se ajusta a la idea 'las naciones soberanas tienen moneda propia' pues su introducción junto con creación del Banco Central Europeo fue una de los pasos decisivos que dieron los integrantes de la Unión Europea en su proyecto de construcción de una nación europea. No es casualidad, entonces, que los países soberanos tengan moneda propia. En contraste, la dolarización (y también la caja de conversión) no constituye un proyecto de integración profunda que apunte a la construcción de una entidad nacional más amplia, si no que más bien se asemeja a los regímenes monetarios que solían tener las colonias con sus metrópolis, como bien nos lo recuerda Krugman (2001). No es fortuito que prácticamente el único ejemplo de país dolarizado por un período considerablemente largo sea aquella 'creación' de Estados Unidos, invadida militarmente por la metrópoli hace poco más de una década para no dejar dudas de quién es el soberano: Panamá.

En realidad, la pobreza intelectual de la propuesta de dolarización no es sorprendente ya que se basa sobre una profunda ignorancia acerca de cómo funcionan las economías modernas de mercado en general y, en particular las de los países en desarrollo. Se deja de lado que las economías modernas de mercado son economías monetarias. Esto significa que la mayoría de los contratos, especialmente los dos fundamentales, esto es, el salarial y el de crédito, son contratos nominales, o sea, expresados en una moneda. El carácter necesariamente nominal de los contratos es lo que los vuelve rígidos, es decir, poco flexibles a cambios en las condiciones de la demanda. La otra característica que se ignora acerca de las economías de mercado es que son inherentemente inestables ya que están sujetas a perturbaciones inesperadas de toda índole (tecnológicas, de demanda, de oportunidades de inversión, de expectativas, no económicas, etc.) que, dada la rigidez de los contratos, causan fluctuaciones duraderas en el nivel de empleo, incluso en el caso de economías cerradas. En el caso de las economías en desarrollo, la dependencia usual de las exportaciones de un pequeño número de productos primarios no hace más que acentuar la volatilidad de las mismas, como se reconoce incluso en manuales de macroeconomía escritos por funcionarios del FMI. Las instituciones de la política monetaria, que son producto de una larga evolución histórica, brindan instrumentos que permiten intervenir para paliar las fluctuaciones mencionadas. Otro tanto puede decirse de la política fiscal. Lamentablemente, los economistas del pasado siglo tuvieron que sufrir una Gran Depresión para aprender a utilizar estos instrumentos de manera correctiva y preventiva. Resulta difícil entender por qué los economistas argentinos tuvimos que sufrir otra depresión económica para redescubrir las verdades elementales de la macroeconomía. Más difícil es comprender por qué algunos aún persisten en desconocerlas.

BIBLIOGRAFÍA

- Acosta, Alberto (2002) 'Ecuador: ¿un modelo para América Latina? Reflexiones a dos años de la dolarización,' *Globalización*.
- Calvo, G. (2000) 'The Case for Hard Pegs in the Brave New World of Global Finance,' University of Maryland.
- Chang, R.; y A. Velasco (2000) 'Dollarization: Analytical Issues,' Harvard University.
- De Grauwe, P. (1992) *The Economics of Monetary Integration*, Oxford University Press.
- Edwards, S. (2001) 'Dollarization and Economic Performance: An Empirical Investigation,' Working Paper 8274, NBER.
- Fanelli, J.; M. González Rozada y S. Keifman (2001) 'Comercio, régimen cambiario y volatilidad. Una visión desde la Argentina de la coordinación macroeconómica en el Mercosur,' en J. Fanelli (comp.) *Coordinación de políticas macroeconómicas en el Mercosur*, Siglo XXI de Argentina Editores.
- Kawai, M. (1987) 'Optimum Currency Areas,' en J. Eatwell, M. Milgate y P. Newman (comp.) *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, McMillan.
- Krugman, P. 'La Argentina, en la época colonial,' *Clarín*, 12 de diciembre.
- Levy-Yeyati, E.; y F. Sturzenegger (2001) 'To Float or to Trail: Evidence on the Impact of Exchange Rate Regimes,' Universidad Torcuato Di Tella.
- Mundell, R. (1961) 'A Theory of Optimal Currency Areas,' *American Economic Review* 51.
- Roubini, N. (2001) 'Should Argentina Dollarize or Float? The Pros and Cons of Alternative Exchange Rate Regimes and their Implications for Domestic and Foreign Debt Restructuring/Reduction,' Stern School of Business, New York University.
- Schmitt-Grohé, S. ; y M. Uribe (1999) 'Dollarization and Seignorage: How Much Is at Stake?,' Rutgers University & University of Pennsylvania.
- Schmitt-Grohé, S. ; y M. Uribe (2000) 'Stabilization Policy and the Costs of Dollarization,' Rutgers University & University of Pennsylvania.
- Serrano, Pascual (2001) 'El caso de Ecuador nos anticipa lo que puede pasar con Argentina. América Latina hacia la dolarización.'