

REFLEXIONES SOBRE ALTERNATIVAS MONETARIAS/CAMBIARIAS CON MIRAS A UNA INTEGRACIÓN MONETARIA DE AMÉRICA DEL SUR ¹

Sary Levy Carciente
FACES-UCV

Resumen:

La integración regional ha derivado en mecanismo de inserción protegida a la vertiginosa economía globalizada de las naciones pequeñas y abiertas. La fase de integración monetaria es uno de los últimos escaños en el proceso de profundización de la integración regional y tiene como signo la estabilidad cambiaria y el establecimiento de una moneda única regional. Sin embargo, la volatilidad cambiaria se constituye en serio limitante a la integración, por lo que la búsqueda de alternativas cambiarias estables es condición *sine qua non* para su logro. En este sentido, el artículo revisa las alternativas cambiarias / monetarias que se le presentan a las economías sudamericanas que favorezcan procesos de integración regional.

Palabras claves: Régimen cambiario, estabilidad cambiaria, sustitución financiera, biomonetarismo, integración, globalización.

1. INTRODUCCIÓN

En un entorno marcado por la creciente importancia e inestabilidad de los flujos de capital y la preponderancia de los shocks externos por sobre los internos, se plasma el reanimado interés internacional por la credibilidad y consistencia temporal en la selección de reglas institucionales que disminuyan o estabilicen los niveles de volatilidad. Este escenario es campo fértil para profundizar en la discusión relativa a la elección del régimen cambiario y su capacidad para favorecer el logro de los objetivos tanto internos como externos, de una economía.

Los teóricos de la materia enfatizan en la diatriba entre credibilidad e independencia monetaria, así como también, en la capacidad de hacer frente a los shocks de los distintos esquemas cambiarios. En este sentido, el menú de op-

¹ Artículo presentado en el Seminario Internacional Opciones Monetarias para América del Sur a la luz de los Procesos de Globalización e Integración; Caracas, 27-29/11/2002. Este escrito recoge parte de las investigaciones de la autora para su tesis doctoral.

Mi agradecimiento a Armando León, Luis Mata M. y Leonardo Vera por los comentarios y discusiones sobre versiones preliminares del artículo, conservando la responsabilidad de errores, omisiones y las perspectivas expresadas en el mismo.

ciones estaría conformado por: tipo fijo, caja de conversión, sustitución monetaria, sustitución financiera, monedas únicas regionales, sistemas intermedios o híbridos y tipo flexible.

Desde el siglo XVIII, el pensamiento clásico favorece el establecimiento de regímenes cambiarios de tipo fijo. Cuando el tipo de cambio es fijo, como lo fue durante la vigencia del Patrón Oro, el Sistema Bretton Woods y bajo el Sistema Monetario Europeo (SME), es determinado por los gobiernos o sus autoridades monetarias. Esta situación cambia durante la década de 1970, cuando la flexibilización de los mismos pasa a ser la alternativa con mayor acogida. En el caso de un tipo de cambio flexible, el precio de la divisa depende de la oferta y la demanda de la misma y la paridad cambiaria se determina en un mercado libre y no regulado².

Se señala que un país es llamado a utilizar un tipo de cambio fijo o flexible según la naturaleza de su estructura económica, la cual define el tipo de shock -real o monetario- al cual estaría más expuesta. Si los shocks a los que tiende a estar expuesta son reales, un tipo flexible es preferible; mientras que si los shocks son de carácter monetario, el tipo fijo resulta más conveniente. De otro lado, un tipo de cambio fijo favorece la credibilidad de las políticas no inflacionarias, estabilizando las variables nominales; mientras que un tipo flexible permite un mayor ajuste a los shocks externos y por ende reduce las fluctuaciones en las variables reales.

Tras el desplome del esquema Bretton Woods y en un entorno de mercados de capitales relativamente cerrados, se ensaya la flexibilidad cambiaria, la cual decepcionó las expectativas creadas y desde los 80' se ensayan diversos sistemas intermedios o híbridos para la fijación cambiaria, las cuales se ubican entre las dos alternativas extremas.

Pero tal y como se desprende de los datos del FMI (2000a) mientras a comienzos de los 90' más del 60% de los países se inclinaron por regímenes cambiarios intermedios, a finales de década esta proporción se reduce a cerca de la mitad y los regímenes extremos retoman su liderazgo. La razón de este cambio pareciera ser la inherente volatilidad de un esquema híbrido, que se hizo evidente en la crisis del sudeste asiático de 1997. Para Stanley Fischer (2001) esto se

² Cuando el tipo de cambio es fijo, también es determinado por la oferta y la demanda, pero existe una demanda u oferta oficial que se ajusta para asegurarse que el tipo cambiario permanezca a la tasa elegida o cerca de ella.

debe a que los sistemas intermedios no demostraron viabilidad en el largo plazo cuando los países están fuertemente integrados al mercado de capitales.

Por su parte, Eichengreen (1995) plantea que la instrumentación generalizada de regímenes con tipo de cambio a fijo y su paso a flexibles, no puede ser vista como el resultado de la evaluación del desempeño de los regímenes en sí, sino como el producto de la transformación endógena de un conjunto de variables que no se circunscriben a la esfera económica. En este sentido destaca como elementos a revisar: el carácter de liderazgo de la potencia hegemónica, el grado de cooperación entre naciones, el nivel de consenso intelectual, el grado de estabilidad macroeconómica, las características de las políticas monetarias y fiscales y las políticas distributivas (como expresión del grado relativo de poder de los distintos actores en una sociedad).

2. REGÍMENES CAMBIARIOS

La clasificación del FMI de los regímenes cambiarios (Ibid:141-143) establece tres grandes categorías: anclaje fuerte, en la que se incluyen economías con caja de conversión o sin moneda propia; intermedios, que consiste de economías con sistema de bandas (horizontales o reptantes), fijación reptante o atadas a una cesta de monedas; y anclaje suave³, que agrupa a economías con flotación dirigida o independiente.

2.1. Consideraciones sobre Variantes de Anclaje Suave

Dentro de los esquemas de anclaje suave se encuentran la flotación dirigida y la absoluta. La flotación dirigida, intervenida o sucia, es un sistema de tipo de cambio flotante dentro de zonas objetivo, pero en el que los niveles de intervención no se especifican de manera específica. En este tipo de esquema la intervención pública ayuda en la estabilización de los tipos cambiarios y en la formación de expectativas sobre diversos indicadores, a saber el tipo de cambio, los niveles inflacionarios y los objetivos de política monetaria. Como contrapartida, están sujetos a importantes presiones por parte de los agentes del mercado, potenciando crisis cambiarias y costosas quiebras.

En un esquema de flotación absoluta o libre, las fuerzas del mercado serán las llamadas a fijar el tipo cambiario de corto y largo plazo. En tanto que el tipo

³Anclaje fuerte y anclaje suave traducen a Hard Pegs y Soft Pegs, respectivamente.

de cambio deja de ser un ancla nominal del desenvolvimiento económico, este rol será desempeñado por arreglos institucionales, entre los que destaca un banco central independiente comprometido en el control inflacionario. De esta manera, el objetivo inflacionario se convierte en el elemento central en la generación de expectativas de los actores y la guía de la política monetaria. Cuando el nivel inflacionario no es el anclaje adecuado, se pueden establecer otros, como objetivos de crecimiento de determinados agregados monetarios.

La inclinación por un esquema cambiario flotante está, en teoría, asociado a una política que permita reducir las fluctuaciones en las variables reales (producto y empleo), siendo el tipo de cambio la variable a ajustar ante shocks externos. Asimismo, la escogencia de esta alternativa deriva de la ventaja que ofrece al permitir a la autoridad emisora central el uso de la tasa de interés como instrumento de política monetaria.

Si tomamos en cuenta la creciente volatilidad del entorno financiero internacional, además de la insistencia actual en autoridades monetarias independientes -tendencia asociada a la posibilidad de desarrollar políticas monetarias basadas en metas de control de variabilidad de precios- la paridad cambiaria queda subordinada a metas inflacionarias, por lo que tiende a la larga en transformarse en una flexible, pues de lo contrario no permanecería compatible con dicho objetivo. Lo anterior hace de la flotación la elección natural para las economías desarrolladas.

De otro lado, la flotación cambiaria permite mayores grados de maniobra a las políticas económicas, disminuyendo el costo en el ámbito real de los shocks; de esta manera el impacto negativo en la producción y el empleo podría suavizarse a través de modificaciones en la paridad cambiaria y en este sentido, esta alternativa cambiaria podría mostrar cierto atractivo para las economías en desarrollo.

Pero los elementos que hacen propicia esta alternativa para una economía desarrollada, la hacen menos deseable desde una en desarrollo. La subordinación de la paridad cambiaria a metas inflacionarias en una economía en desarrollo no cuenta con las estables expectativas de los actores, las cuales, por el contrario, se alteran con facilidad por diversos factores. En este sentido Clinton y Pernault (2001) señalan entre las causas de la volatilidad de las expectativas en las economías emergentes, la inestabilidad histórica de las políticas monetarias y fiscales, el alto nivel de pasivos monetarios, la fragilidad macroeconómica y los ataques especulativos a las monedas nacionales. Habría que enfatizar que la falta de credibilidad que en estos países pesa sobre la autoridad monetaria central podría incrementarse ante regímenes de cambio flotante, no permitiendo el

apropiado ajuste cambiario y por ende reduciendo el margen de maniobra de las políticas monetarias.

Vale también recordar la investigación de Calvo y Reinhart (2000) quienes encuentran que muchos países que definen su régimen cambiario como flotante son activos interventores en el mercado para reducir la volatilidad que el mismo presenta.

2. 2 Consideraciones sobre Variantes Intermedias

En el espectro de las alternativas cambiarias, entre los esquemas fijos y los flexibles, se encuentran los híbridos o intermedios y entre ellos destacan:

- Tasa fija con banda horizontal: se establece un rango de fluctuación al precio de la divisa, antes de que la autoridad monetaria central intervenga en el mercado cambiario. Su objetivo es permitir un mayor ajuste por el mercado y reducir la incertidumbre de los tipos a futuro.
- Fijación reptante o deslizante: es un sistema que permite revisar el valor en torno al cual el tipo de cambio puede fluctuar y exige que la autoridad monetaria central intervenga cuando el tipo de cambio se aproxime a un de los puntos de apoyo. Si el valor central permanece cerca de un punto de apoyo se revisa la paridad central a la baja o hacia arriba, según corresponda. La fijación reptante puede ser pasiva (deslizando la tasa para evitar la tendencia a la apreciación real o como consecuencia de desajustes en la cuenta corriente) o activa (la tasa de deslizamiento es anunciada con antelación con la finalidad de influir en las expectativas de los agentes). Este esquema resulta apropiado para aquellas economías cuyo nivel de inflación se encuentra por encima de los países industrializados y su reducción inmediata no es deseable o posible. Permite gradualidad en el desplazamiento cambiario según tendencias a largo plazo ofreciendo cierto grado de certeza a los agentes del mercado. Sin embargo, ante presiones cambiarias en entornos institucionales de baja credibilidad, la fijación reptante tiende a comportarse como de deslizamiento constante en una sola dirección.
- Fijación a Cestas: se conforma una cesta de monedas a cuyo valor se ata el tipo de cambio doméstico⁴. Este tipo de arreglo permite reducir la volatilidad

⁴ La proporción de las distintas divisas presentes en la cesta se puede hacer atendiendo al origen y destino del comercio internacional del país, a las divisas presentes en la com-

nominal y efectiva del tipo de cambio como consecuencia de las fluctuaciones cambiarias de las divisas. Sin embargo, al ser menos transparente, reduce los beneficios microeconómicos que ofrece la fijación a una sola divisa.

- Sistema dual: consiste en mantener tasas fijas para algunas transacciones y variables para otras. La discriminación realizada en el tipo de transacción depende del interés del país que lo aplique.
- Acuerdo de Cooperación: es un esquema en el que distintos países establecen arreglos para reducir su volatilidad cambiaria. Destacan en este sentido los convenios de intervención cooperativa entre los mayores países industrializados en los llamados Acuerdo de Plaza (1985, firmado por el G-5), Acuerdo de Tokio (1986) y Acuerdo de Louvre (1987, firmado por el G-7).

A comienzos de la década de los 90' un gran número de países, principalmente las economías emergentes, optaron por alguna de las tres primeras variantes de regímenes intermedios. Las razones argumentadas tomaban en cuenta, además de la adaptabilidad de las características de los regímenes a las economías en cuestión, transformaciones en el entorno internacional. En este sentido, el incremento en la movilidad del capital, la creciente exposición al riesgo cambiario, la diversificación de los portafolios de los agentes públicos y privados, la mayor apertura al comercio internacional con la consecuente incorporación de nuevos socios comerciales, y el control de los niveles inflacionarios; eran los cambios del entorno más destacados e influyentes en la consideración del esquema cambiario a seguir. Sin embargo las diversas crisis que se han sucedido en la pasada década (Tequila, 1994; Dragón, 1997; Vodka 1998; Zamba 1999) llevaron a considerarlos por algunos autores como propensos a crisis inherentemente. Es así como desde finales de los 90' se observa una movilización hacia los extremos del espectro de las alternativas cambiarias.

Por su parte, autores como Williamson (2000) considera negativa esta tendencia destacando la validez de los regímenes intermedios, los cuales además de permitir de relajar las consecuencias monetarias de un tipo fijo, permiten a la política monetaria cierto rol en la estabilización doméstica. El mismo Williamson acepta que este tipo de esquema cambiario es propenso a crisis y sus efectos de contagio, pero insiste en su validez ya que evita los desalineamientos cambiarios, tan perniciosos para cualquier economía.

posición de los DEGs, al peso de las distintas divisas en la composición de sus reservas u otra característica específica.

2.3. Consideraciones sobre Variantes de Anclaje Fuerte

Entre los elementos destacados como condiciones propicias para regímenes de anclaje fuerte se señalan: un bajo grado de vinculación con el mercado de capitales internacional, preeminencia de la credibilidad por sobre la independencia monetaria, tradición inflacionaria, flexibilidad del mercado laboral y de las políticas fiscales, y la existencia de un alto nivel de reservas. También resulta apropiado este tipo de esquema para países con sistemas financieros poco desarrollados, por lo que el anclaje del tipo cambiario se convierte en una forma eficiente y transparente para enviar señales de política monetaria.

El interés por reducir la volatilidad cambiaria para incrementar la atracción de capitales ha incentivado la atención a los sistemas incluidos dentro de la categoría de anclaje fuerte, destacándose la caja de conversión, los procesos de sustitución monetaria y la uniones monetarias.

2.3.1 Caja de Conversión

Quienes respaldan este tipo de arreglos señalan que, al imponer una caja de conversión se implanta un tipo de cambio fijo, que tiene la ventaja de un control de precio de la moneda nacional, por lo que promueve la formación de expectativas favorables y por ende la inversión. Por otro lado, frente a una economía donde los salarios y precios sean inflexibles en el corto plazo, y donde el peso del ajuste lo asume enteramente la tasa de interés, el desempleo y el impacto negativo sobre el crecimiento económico tenderían a hacerse más pronunciados.

En los arreglos tipo Cajas de Conversión, el banco central queda relegado a funciones accesorias y la política monetaria prácticamente desaparece. Vale recordar que el margen de maniobra que proporciona la flexibilidad cambiaria y que permite un ajuste, es relevante siempre y cuando las expectativas sobre los tipos nominales sean anclados por una política monetaria que se enfoca en mantener estable y baja la inflación en el mediano plazo (Vivancos, 1998; Penfold, 1998; BIS, 1999).

Entre los países que asumieron este arreglo cambiario se encuentra Argentina. Tras una prolongada trayectoria hiperinflacionaria, la economía argentina se vio favorecida por un control de la volatilidad cambiaria, lo cual modificó drásticamente las expectativas de los inversionistas. Sin embargo a finales del 2001 el modelo sucumbe con un insostenible déficit y una gravosa deuda externa. Tal como señalara Krugman (2001):

“Hasta hace poco, Argentina, como Enron, era el aprecio del mundo financiero (...) el sistema monetario argentino, en particular, se loaba en las páginas de Forbes y del Wall Street Journal, y era festejado por los pensadores libertarios (...) Ambos eran experimentos del credo libertario (...) El sistema monetario del país se introdujo en nombre del *laissez-faire*. Ahora (...) el gobierno Argentino ha impuesto restricciones drásticas a la libertad económica”⁵

Dicha experiencia muestra que la caja de conversión no es *per se* un mecanismo que permite mantener tasas de interés bajas cuando las exportaciones son insuficientes, cuando se enfrenta una situación de contagio internacional, exista tendencia al déficit fiscal y/o el endeudamiento externo previo sea elevado. El caso argentino, entre otras cosas, con una enorme deuda externa, ilustra lo expuesto, mostrando que el éxito de un arreglo tipo caja de conversión descansa en la prudencia fiscal y el desenvolvimiento de las exportaciones, mas no la genera, sin lograr resolver el dilema entre objetivos internos y externos de una economía. Más aún, esta experiencia destaca la importancia que tiene la pérdida de la política monetaria y cambiaria para una economía al enfrentarse a una crisis o shock.

2.3.2. Sustitución Monetaria

Los procesos de sustitución monetaria, más comúnmente conocido como de dolarización, pueden ser vistos como el resultado natural de la integración al mercado financiero mundial, donde se ha materializado la tendencia a la conformación de grandes áreas de influencia de las monedas más fuertes a escala planetaria.

Vale la pena distinguir entre dos motivos que determinan la demanda de una divisa: Sustitución de la Moneda y Sustitución de Activos Financieros⁶. En el primer caso, la divisa es utilizada como medio de pago y, generalmente, surge bajo condiciones de inestabilidad macroeconómica interna con altos niveles de inflación. En el segundo caso, la divisa es utilizada como reserva de valor y es,

⁵ Traducción propia de: “Not long ago, Argentina, like Enron, was a darling of the financial community (...) Argentina’s monetary system, in particular, was lauded in the pages of Forbes and The Wall Street Journal, and feted at libertarian think tanks, (...) Both were experiments testing the libertarian credo (...) The country’s monetary system was introduced in the name of *laissez-faire*. Now, (...) Argentine government has imposed drastic restrictions on economic freedom”(Krugman, 2001).

⁶ De ahora en adelante: Sustitución Monetaria y Sustitución Financiera, respectivamente.

básicamente, el resultado del análisis riesgo / rendimiento de los activos por parte de los actores. De lo señalado con anterioridad, se deducen tres tipos de activos a revisar en estos procesos de sustitución: los depósitos en divisa de residentes en el extranjero, los depósitos de residentes en la banca nacional denominados en divisa y la circulación de divisas en la economía nacional (Baliño, Bennett y Borensztein, 1999).

En cuanto a la capacidad para el logro de los objetivos internos y externos de una economía, se señala que la sustitución monetaria presenta las siguientes fortalezas y debilidades:

<i>Fortalezas</i>	<i>Debilidades</i>
Elimina el riesgo de devaluación, reduciendo o erradicando las crisis cambiarias.	Renuncia a la política cambiaria y monetaria como mecanismo contracíclico.
Reducción de las tasas de interés al bajar el riesgo cambiario.	Fragilización del sistema bancario, por aumento repentino de pasivos en divisas.
Reducción de los costos de transacción y alineación de precios al ritmo internacional.	Exigencia de cuantiosas reservas o líneas de crédito preestablecidas.
Profundiza los mercados financieros, tiende a incrementar el intercambio y la inversión.	Pérdida del señoreaje.
Presiona a la baja los niveles inflacionarios y estimula la disciplina presupuestaria. En casos de hiperinflación estimula la remonetización de la economía.	Presiones económicas internas por no coincidencia de ciclos económicos con el país emisor de la divisa.
Mejora la credibilidad general.	Pérdida de prestamista de última instancia.
No exige transformaciones institucionales.	Impacto político y cultural por sustitución del símbolo monetario nacional.

Quienes respaldan los procesos de sustitución monetaria destacan dos efectos positivos: el control inflacionario y un mayor nivel de crecimiento como consecuencia de las menores tasas de interés y la reducción de la volatilidad cambiaria (Dornbusch, 2001; Rose y Van Wincoop 2001). Sin embargo, Edwards y Magendzo (2001) revisan un conjunto de países y territorios dolarizados, básicamente economías pequeñas y abiertas, y concluyen que si bien estos procesos de sustitución monetaria parecieran reducir significativamente los niveles inflacionarios, no favorecen las tasas de crecimiento, ni impactan positivamente los niveles de volatilidad cambiaria.

Los costos asociados a la pérdida de la política monetaria entraban la aceptación de los procesos de dolarización, aún cuando su aplicación podría generar, además de una expansión económica inicial, el surgimiento de un círculo virtuoso, al profundizar los mercados financieros y minimizar los riesgos derivados de la incertidumbre cambiaria (Hausman, R y Powell, 1999).

La experiencia panameña ejemplifica un caso exitoso de sustitución monetaria, institucionalizada desde 1904. Panamá posee un sistema monetario eficiente y estable, con bajos intereses, inexistencia de crisis macroeconómicas o bancarias, ausencia de desequilibrios en el tipo de cambio real, una economía con baja inflación, tasa positiva de crecimiento del PIB (1958-71=8.1%, 1978-91=2.5%), exportaciones diversificadas y estables flujos de capital (Moreno Villalaz, 1997).

Ejemplos más recientes de sustitución monetaria en América Latina son los de Ecuador⁷, que en medio de una importante crisis en el 2000, permite la circulación del dólar norteamericano; y de El Salvador y de Guatemala, que la implantan en el 2001. Con relación al caso ecuatoriano, Fischer (2000a) describe la medida como 'desesperada' e inconsulta con el FMI, con quien estaba en conversaciones desde 1999 para alcanzar un arreglo que le permitiera sortear las dificultades económicas que experimentaba. Sin embargo también la describe como mucho más exitosa de lo esperado, dado que no cumplía con la precondiciones mínimas para una medida de esta índole, particularmente por la frágil situación de su sistema bancario y la débil posición fiscal de la nación.

Este inesperado buen resultado de la medida pudiese ser explicado tomando en cuenta las positivas expectativas que la misma generó. En este sentido, utilizando la acepción keynesiana de incertidumbre no-ergódica, se pueden explicar la positiva conformación de expectativas y el rol del sistema financiero ante un nuevo escenario.

⁷ La decisión de dolarizar la economía fue tomada por el presidente Jamil Mahuad el 9 de enero del 2000, poco antes de que fuera depuesto por una junta cívico-militar el 21.01.00.

2.4. Otros Esquemas Cambiarios

2.4.1. Sustitución Financiera

Por su parte, la Sustitución Financiera no exige la eliminación de la moneda nacional del curso legal, sino que por el contrario permite su coexistencia con la divisa, siendo la divisa la que asumirá la función de reserva de valor y la moneda nacional las funciones de medio de cambio y unidad de cuenta.

La potencialidad de la sustitución financiera para alcanzar los objetivos internos y externos de una economía cuenta con las siguientes fortalezas y debilidades:

<i>Fortalezas</i>	<i>Debilidades</i>
Reduce el riesgo de devaluación y por ende de las crisis cambiarias. Tiende a asimilar las tasas de interés en moneda nacional a aquellas en divisa.	Reducción del impacto de la política cambiaria y monetaria. Operación del sistema bancario básicamente en divisas y orientación de la inversión principalmente a actividades capaces de retornar divisas.
Reducción de los costos de transacción y alineación de precios al ritmo internacional.	La vigilancia y control del monto y calidad crediticia queda únicamente en manos de la banca privada asociada a la internacional.
Profundiza los mercados financieros, tiende a incrementar el intercambio y la inversión. Presiona a la baja los niveles inflacionarios y estimula la disciplina presupuestaria.	Disminución de los ingresos por señoreaje.
Mejora la credibilidad general.	Presiones económicas internas, por falta de coincidencia de ciclos económicos con el país emisor de la divisa. La Banca Central pierde la función de prestamista de última instancia.
No exige transformaciones institucionales importantes.	

Mientras que la sustitución monetaria se extiende en los 80' y 90', bajo la pérdida de credibilidad de innumerables políticas de estabilización de precios, la sustitución financiera, con la circulación simultánea de divisas y moneda local en la economía, lo hace en este siglo. Se acude, básicamente, al dólar norteamericano como refugio de valor, a pesar de la resistencia a renunciar a una moneda propia y a la libertad de manejar de forma autónoma la política monetaria y cambiaria, vital herramienta contracíclica de la política económica (León, 2000).

En tanto que la sustitución financiera reemplaza la moneda nacional por la divisa en su función de reserva de valor, añade, entonces, a una decisión de conformación de portafolio, en la que se toma en cuenta el diferencial de la relación riesgo / rendimiento de activos en moneda local y en divisa, pudiendo ser analizada a partir de modelos de portafolio⁸. Las combinaciones de riesgo / rendimiento de los instrumentos en moneda local y en divisa generarán la llamada Frontera de Eficiencia del Portafolio y cada individuo escogerá aquella que maximice su función de utilidad. De esta manera, el público establecerá la proporción de su portafolio que mantendrá en moneda local y aquella en divisa.

Para el sector bancario, el diferencial de la relación riesgo / rendimiento de los instrumentos denominados en monedas local y en divisa, podrá ubicarse en niveles cercanos a cero, dado que la sustitución financiera opera en ambos lados de su hoja de balance, por lo que estará, básicamente, determinada por la volatilidad de los niveles inflacionarios y del tipo de cambio real. Si bien la sustitución financiera reduce el riesgo de depreciación, ante un inesperado movimiento del precio de la moneda, un sector bancario con deudas en divisa, podría ver comprometida su solidez, presionando los niveles de liquidez sistémica (Ize, 2001).

En términos generales, se puede señalar que la sustitución financiera reduce la efectividad de la transmisión de la política monetaria, aunque no impide a la autoridad monetaria central adoptar metas de inflación, según el interés general de la economía nacional. Así, ante una política monetaria restrictiva (por ejemplo, aumento de las tasas de interés en moneda local), el tipo de cambio tendería a apreciarse, favoreciendo a los créditos en divisa, reduciendo finalmente el impacto de la política inicial. Este efecto negativo en la efectividad de la política monetaria se reduciría en la medida que existiese paridad entre las tasas de interés domésticas y en divisa (Ibid).

En América Latina, Bolivia y Perú son dos casos recientes de sustitución financiera. Para el último caso, Quispe M. (2000) encuentra que la política monetaria mantiene su efectividad en el cumplimiento de metas de inflación. Para ello la autoridad monetaria central hace uso de instrumentos que influyen los agregados monetarios vinculados a las transacciones corrientes, las cuales son realizadas principalmente en moneda local, logrando de esta manera, impactar los niveles de precios.

⁸ Los modelos de conformación de portafolios derivan de los principios desarrollados por Markowitz en 1959. Los más utilizados son el Modelo de Fijación de Precios de Activos de Capital (CAPM) y el Modelo de Fijación de Precios de Arbitraje (APM), modelo más general que el anterior (Levy, 1999:21-28).

Por su parte, Mata (2002) observa la sustitución financiera como mecanismo intermedio a la espera de mayores avances en los procesos integración en Suramérica, ya que favorecería deslastrar al mercado de divisas de la presión ejercida por la demanda financiera, facilitando la creación de un ambiente propicio para las inversiones reproductivas y el crecimiento del empleo.

2.4.2. Moneda Única Regional

Toda alternativa cambiaria presenta una combinación de aspectos positivos y negativos, además, dada la vigencia de la integración regional como mecanismo de protección en la inserción a la economía global respaldada por la exitosa experiencia de la Unión europea, resulta natural el interés sobre las uniones monetarias y la creación de sus monedas.

La explicación dada a favor de los procesos de integración se ajusta al denominado *2nd Best* o *viceóptimo*, que sostiene que hay aspectos de la economía real que no son explicables con el recurso a los modelos teóricos, pues se alejan del terreno de lo ideal y que, aunque fuera deseable, no es posible acercarlos a este ámbito (Krugman, 1984).

La integración económica puede tomar varias formas que representarían niveles o grados de integración: área de libre comercio, unión aduanera, mercado común, unión económica, unión monetaria y por último, integración total.

El basamento teórico para las uniones monetarias está atado al concepto de áreas monetarias óptimas desarrollado inicialmente por Mundell (1961), quien destaca la necesidad de tomar en cuenta la pérdida de flexibilidad de los ajustes⁹. McKinnon (1963), por su parte, ha enfatizado en el análisis del grado de apertura que presentan las economías o regiones a ser integradas, destacando el impacto negativo sobre el comercio y la inversión internacional ante tipos cambiarios erráticos. De otro lado, la preocupación de Kenen (1969) se centra en la susceptibilidad de que las economías presentaran shocks asimétricos.

⁹ La teoría de las áreas monetarias óptimas señala que en ausencia de flexibilidad salarial y movilidad laboral, un proceso de ajuste requiere modificación del tipo de cambio para evitar el desempleo, haciendo costosa las uniones monetarias. Asimismo, plantea la importancia de evaluar la diferencia institucional del mercado laboral (estudios demuestran que la medida que un país tiene sindicatos más centralizados, los mismos toman más en consideración los impactos inflacionarios de los aumentos salariales), de la tasa de crecimiento económico, de la del sistema fiscal y del impacto del señoreaje (De Grauwe, 1997:5-19).

Más recientemente dichos planteamientos han sido revisados por diversos autores, entre ellos Paul Krugman (1991), quien retoma ideas de Myrdal (1957) y Kaldor (1966) y señala que la integración comercial, para aprovechar economías a escala, promueve la concentración industrial, profundizando las divergencias regionales. Por su parte, Masson y Taylor enfatizan en la movilidad de capital y mano de obra entre economías como prerequisites para la conformación de uniones monetarias, condiciones ante las cuales el uso del instrumental cambiario resulta ineficiente; y Leefink plantea la utilización de indicadores financieros (diferenciales en las tasas reales de interés y del tipo de cambio) para evaluar la conveniencia de una unión (citados en Guerrero, 2001).

Mucho menos exigente en los prerequisites es la visión de la Comisión de la Comunidad Europea (1990), que insiste en la integración como vía para la convergencia y disminución de las asimetrías regionales. Apoyando lo anterior están los estudios de Coleman (1999) que descartan la política cambiaria como mecanismo de ajuste; y de Rose (2000) que encuentra un mayor grado intercambio en economías que comparten una misma moneda. En este sentido la creación de una moneda única regional se convierte en vital catalizador, y no en resultante ulterior, de un proceso integración.

Además de la discusión anterior en términos económicos, se han destacado consideraciones políticas como determinantes últimos en la conformación de las uniones monetarias. Así, acoger una unión monetaria es vista como la transferencia de responsabilidades nacionales a organismos supranacionales de carácter regional, que estén al servicio de los intereses económicos y políticos de los países que integren la unión (León 2001).

En síntesis, los beneficios señalados de acoger una unión monetaria resultan de los incrementos en la eficiencia microeconómica, en tanto que favorece una reducción de los costos transaccionales, promueve el comercio y el flujo de capitales, permite un nivel de precios estable, disminuye la prima por riesgo y por ende homologa las tasas de interés y minimiza los riesgos de devaluación. Por su parte, sus costos derivan de la inhabilitación de instrumentos de política económica al desprenderse de su moneda por otra, perdiendo su habilidad para conducir una política cambiaria y monetaria propia y donde los bancos nacionales han de someterse a una entidad de carácter regional, quedando relegados a funciones de orden administrativo o de Cámara de Compensación.

La exitosa experiencia de la Unión Europea en la creación del Euro como moneda única europea, ha alentado su posibilidad para los países de América Latina. Sin embargo, la difícil conciliación política, la falta de coordinación a escala macroeconómica y la fragilidad de las economías de la región, dificulta aún un proyecto de esta índole.

3. ORTODOXIA VS HETERODOXIA ANTE ALTERNATIVAS CAMBIARIAS

En los acápites previos, se han destacado las fortalezas y debilidades que presentan las distintas alternativas cambiarias para el logro de los objetivos internos y externos de una economía. Sin embargo la consideración que sobre estos elementos se realiza no es neutra, muy por el contrario, está marcada por la perspectiva teórica a la que se adscriben sus analistas.

Se observa que la ortodoxia recomienda regímenes cambiarios fijos -como la caja de conversión o la sustitución monetaria- o de libre flotación. La razón esgrimida para los primeros tiene su respaldo teórico en el postulado ortodoxo de la exogeneidad monetaria y el mecanismo de ajuste automático. La razón para los segundos atañe a los principios de racionalidad de los agentes y la perfección del mercado para el logro del equilibrio. Aunque situados en los extremos del espectro cambiario, ambos regímenes tienen un sustrato teórico en común: el dinero es concebido como dinero-mercancía, y su principal función consiste en fungir como medio de cambio y por tanto, no es más que 'un velo' en el mundo económico.

Sin embargo si se adopta otra perspectiva, propia de la corriente postkeynesiana o de los circuitistas, el dinero es visto como el resultado de un flujo y el punto focal es la creación monetaria a través del proceso crediticio y su actuación como *token*, de ahí su rol determinante en la economía. En esta perspectiva existe una crucial diferencia entre el flujo de dinero en el circuito monetario (donde el intercambio de dinero genera pasivos) y en el circuito real (donde el intercambio de dinero por mercancía cierra el ciclo). En este sentido, la heterodoxia obliga a distinguir entre dinero público (emitido por la entidad emisora central) y dinero privado (creado por el sistema financiero), asimismo, obliga a diferenciar el rol del dinero como medio de cambio y como activo.

Si a lo anterior aunamos los procesos de innovación financiera que han incrementado los activos con alto nivel de liquidez y que por ende son aceptados como dinero, podríamos señalar que en la actualidad no tiene mucho sentido hablar del dinero, sino más bien del concepto de finanza (definida como toda innovación o derivado del dinámico proceso financiero que es aceptado como dinero). Desde esta perspectiva es que tiene sentido el análisis de la alternativa cambiaria de la sustitución financiera, pues permite a la moneda doméstica permanecer en su rol de medio de cambio y a la divisa cumplir con el de reserva de valor.

Efectivamente, bajo este esquema el impacto de la política monetaria sería menor, ya que se circunscribiría al vinculado con la proporción de transacciones que siguieran, tras la sustitución, realizadas en moneda nacional; pero al respec-

to vale destacar que las transformaciones en el sistema financiero internacional, han debilitado fuertemente el impacto de dicha política, aún en situaciones en la cual todas las transacciones se realizaran en moneda doméstica. Asimismo, la tendencia internacional es el desarrollo de áreas monetarias, para contener la volatilidad internacional, por lo que el anclaje internacional estaría dado por la variable cambiaria.

3.1. Sobre la Ineficiencia de la política monetaria

La creciente innovación en instrumentos financieros, junto con los avances tecnológicos en telecomunicaciones, ha hecho líquidos una serie de instrumentos que otrora fueran de difícil realización en el mercado, generando un inusitado incremento de los flujos hacia los mercados de capital. Este excedente de flujos presiona al alza el valor de los valores transados en el mercado de capital, principalmente aquellos de largo plazo y las acciones corporativas, desligando la productividad de la empresa del valor de sus acciones. Bajo este esquema, resulta más rentable el 'maquillaje contable' (compra-venta de filiales, reestructuraciones, fusiones o adquisiciones) que la inversión en las actividades productivas propias de la empresa. Esta situación de excedente de flujos hacia el mercado de capitales ofrece también un interesante espacio para los gobiernos a la hora de financiar sus gastos, pues ofrece un amplio mercado para la colocación de bonos gubernamentales, así como para la privatización de empresas públicas. Pero en este proceso, los grandes perdedores son los bancos, quienes pierden dos importantes segmentos de mercado, las grandes corporaciones (quienes se financiarán más económicamente por medio del mercado de capitales) y los gobiernos (quienes lo harán por medio de instrumentos de renta fija o la privatización de activos públicos), por lo que finalmente manifestarán crecientes grados de fragilidad ante los procesos de desintermediación. Por otro lado, gracias a las innovaciones financieras los bancos pueden restablecer sus niveles de liquidez con gran facilidad, por lo que las autoridades monetarias encuentran crecientes dificultades para impactar al sector financiero con los instrumentos que le ofrece la política monetaria.

Las intenciones de los bancos centrales de reducir la liquidez a través de operaciones de mercado abierto se han visto frustrada, tendiendo a focalizarse en el aumento de los intereses a corto plazo, pero cuando éste se incrementa, las empresas ven más económico buscar recursos en el mercado bursátil, por lo que los gastos de las empresas se desvinculan de la tasa de interés a corto plazo. Se observa entonces como el desmedido crecimiento de la actividad de especulación por sobre la de inversión mina la relación entre el interés a corto plazo y el mercado de capitales y por ende la efectividad de la política monetaria.

La gobernabilidad monetaria de la banca central, que ya se ha visto disminuida por el proceso de creación monetaria atribuible al sistema financiero privado, ahora enfrenta un nuevo reto: el dinero electrónico. El dinero electrónico es un medio de pago de emisión privada que de lograr la suficiente aceptabilidad, incrementaría la dificultad de la banca central para influir en la economía. Este reto afectará a todas las autoridades monetarias centrales, aunque como resulta evidente, no de forma uniforme u homogénea, pues a aquellas con menor capacidad de competencia les resultará mucho más difícil lograr o mantener la adherencia a su moneda.

3.2. Sobre la necesidad de estabilidad cambiaria

A partir del colapso del sistema de Bretton Woods, las principales divisas se dejaron a su libre flotación, sin embargo desde comienzos de los 80' se observaron importantes desalineamientos de las mismas. Dicho de otra forma, el tipo cambiario se mantenía alejado de los valores que según las condiciones macroeconómicas reinantes debería lograr, mostrando la incapacidad de los mercados para acercarlas a lo que podría definirse como un valor de equilibrio.

Vale distinguir en este momento entre un desalineamiento cambiario y una variabilidad cambiaria de corto plazo. Un arreglo cambiario ha de centrarse en evitar el primero, dado que promueve un incorrecto uso de los recursos y un impacto negativo en el sistema financiero. Por el contrario, las variaciones cambiarias de corto plazo no muestran una correlación robusta con el desempeño económico y en parte, son el resultado de la innovación en instrumentos de cobertura cambiaria (contratos de swaps, opciones, futuros y forwards de monedas).

Los desalineamientos cambiarios pueden generarse en todo tipo de arreglo cambiario: en los arreglos del tipo fijo o con anclaje, reflejan fallas en el 'timing' dado que existe la tendencia por parte de las autoridades a esperar más allá del tiempo requerido, antes de movilizar el nivel cambiario y ajustarlo a las condiciones económicas reinantes. Por el contrario, en los arreglos del tipo flexible este desalineamiento se debe a que el mercado presiona al tipo cambiario más allá de lo exigido por las condiciones macroeconómicas. También vale la pena señalar que los desalineamientos tiende a minimizarse en la medida que las condiciones macroeconómicas se estabilizan y fortalecen, pero que la capacidad del tipo de cambio para fomentar este equilibrio macroeconómico es muy relativa.

Existe eventual consenso en la necesidad de reducir la frecuencia, tamaño y duración desalineamientos cambiarios, lo que no está tan claro, es la forma de lograrlo.

Se puede evaluar la estructura y desempeño de una economía a través del análisis de sus cuatro tasas claves: la tasa de inflación, que refiere el comportamiento de la denominada esfera real de la economía; la tasa de interés, imagen de lo acaecido en su esfera nominal; la tasa salarial, reflejo del mercado laboral; y el tipo de cambio, resultado de la evaluación de una economía frente a terceras. El complejo manejo de la política económica para el logro de los objetivos internos y externos de la misma requiere el anclaje de una de las tasas claves. Quienes promueven arreglos cambiarios del tipo flexible, considerarán el anclaje de la tasa inflacionaria para el logro de sus objetivos, mientras que aquellos que promueven arreglos del tipo fijo, consideran que el anclaje ha de ser la tasa cambiaria.

Por otra parte, el teorema de la imposible trinidad, nos señala la imposibilidad de tener simultáneamente tipo de cambio fijo, política monetaria avocada a objetivos internos y libre movilidad de capitales. En tanto que la movilidad de capitales es un hecho constatado, y la política monetaria se ha visto seriamente disminuida por las innovaciones financieras, pareciera que el logro de tipos cambiarios estables sería un objetivo viable y deseable. En este sentido la sustitución financiera podría favorecer este objetivo.

4. ALTERNATIVAS CAMBIARIAS CON MIRAS ESTRATÉGICAS

Como se ha señalado con anterioridad, cada esquema cambiario tiene un conjunto de características que no lo hacen apropiado para todas las economías. Por otro lado, su escogencia, en la mayoría de los casos y particularmente en los países en desarrollo, se ha de realizar tomando en cuenta una serie de restricciones de carácter interno y externo que sobre las economías pesa, así como también, las necesidades de corto plazo conjuntamente con aquellas de más largo plazo.

Entre los elementos de carácter estratégico a tomar en cuenta se encuentran las tendencias en el entorno financiero-monetario internacional. Al respecto valdría la pena destacar los siguientes elementos:

- La innovación financiera y la desregulación de los flujos de capital han generado un incremento en la volatilidad de los tipos cambiarios. Embestidas especulativas sobre los mercados FOREX han generado en la década de los 90' importantes crisis cambiarias, viéndose los gobiernos impotentes para controlar la salida de capitales privados y de amainar sus consecuencias indeseadas. De esta manera, dichas crisis cambiarias devinieron en crisis de deuda nacional y que dada la interdependencia económica, tanto en el

ámbito comercial como del mercado de capitales, crearon espirales de contagio modificando las expectativas de los inversionistas.

El aumento de la competencia entre monedas. Esto se ha profundizado junto con la tendencia a la conformación de bloques regionales como un mecanismo protegido de inserción en la economía globalizada. Estos mecanismos de integración presentan en sus fases posteriores la forma de Unión Monetaria, con la consecuente creación de una moneda única para el bloque en cuestión. De esta manera el principio de *Una Moneda Para Cada Nación* es puesto de lado y se impone el paradigma de *Una Moneda Para Cada Mercado*. El dólar norteamericano, moneda de la federación norteamericana; y el euro, de reciente circulación en la Unión Europea, son dos importantes ejemplos de lo señalado. Su ámbito de circulación no se circunscribe a sus unidades políticas, sino que por su carácter de divisas fuertes presentan importantes áreas de influencia, amén de que en ellas se denominan gran parte de las reservas internacionales de casi todos los países del globo.

La necesidad de reestructuración de la arquitectura del sistema financiero internacional, evidenciada con mayor claridad a partir de la crisis mexicana (1994) y nuevamente con la crisis asiática (1997), la rusa (1998) y la brasileña (1999). Muchos son las aristas del debate en torno a esta reestructuración, entre ellas, la necesidad de un mecanismo que permita la estabilización de los tipos cambiarios. La imposibilidad de conducir una política cambiaria coherente en entornos de alta volatilidad, ha replanteado la necesidad de una moneda de carácter mundial que permita compatibilizar los objetivos de crecimiento económico con estabilidad. Este esquema conformaría un verdadero patrón de medidas para la moneda con carácter universal, constituyéndose en un anclaje numerario de carácter global.

Con base en lo anterior, un proceso de sustitución financiera facilita futuros procesos de integración regional aceptando *de jure* lo que ya es *de facto*: las áreas de influencia de las importantes divisas. Asimismo, tornaría más sencilla la constitución de un patrón único de medidas para una moneda de carácter universal.

5. CONSIDERACIONES FINALES

Cada alternativa de esquema cambiario posee una serie de características que lo hacen más o menos apropiado para las especificidades de las distintas economías, su vinculación con el mercado de capitales internacional y las tendencias que en el entorno se suscitan. Asimismo, las consideraciones sobre

regímenes cambiarios están enraizadas en aquellos principios o supuestos que sustentan nuestra perspectiva teórica en lo concerniente al dinero, sus funciones, su proceso de generación y la vinculación de la esfera monetaria y la real de la economía. En los actuales tiempos caracterizados por un vertiginoso incremento en la volatilidad de los flujos de capital, el régimen cambiario constituye una regla institucional determinante para el logro de la necesaria estabilidad sistémica.

Desde el colapso del Acuerdo de Bretton Woods, y con él, el fin de los esquemas cambiarios fijos, se ha presenciado un incremento en la volatilidad de los flujos de capital y los tipos cambiarios, así como una escalada en el número de crisis financieras con el consecuente impacto en el crecimiento y el empleo. En todas estas crisis se ha observado la fragilidad de los esquemas cambiarios ante importantes embestidas de los flujos de capital privado e impotencia del sector público de hacer frente a las mismas. La tendencia internacional pareciera estar abocada al establecimiento de grandes áreas de influencia de las principales divisas. En este sentido, el dólar norteamericano y el euro son las monedas llamadas a asumir este rol protagónico en el entorno internacional.

Asumir una moneda distinta a la nacional tiene unos costos ya explicados con anterioridad, pero evaluarlos fuera del contexto actual en el que se desenvuelven no tendría sentido para los países menos desarrollados o emergentes. La imponente realidad obliga a estas economías no desarrolladas a perspectivas teóricas económica y políticamente viables. Los costos de asumir una moneda distinta a la nacional o doméstica no pueden ser evaluados de forma absoluta sino relativa a su viabilidad en un entorno de libertad de movilidad de flujos de capital y con preeminencia de factores financieros.

La sustitución financiera ofrece la posibilidad para las economías menos desarrolladas de lograr relativa estabilidad en la variable cambiaria, concentrando el uso de la moneda nacional para transacciones y focalizando en ese ámbito la política monetaria. Asimismo, facilita futuros procesos de integración regional aceptando de jure lo que ya es de facto: las áreas de influencia de las importantes divisas y tornaría más sencilla la constitución de un patrón único de medidas para una moneda de carácter universal.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Alesina A. R., Barro J. (2001), "Dollarization" *American Economic Review*. Vol. 91 (2): 381-85.

Baliño, Tomas J. T., Adam Bennett y Borensztein Eduardo (1999), *Monetary Policy in Dollarized Economies*, IMF, Occasional Paper No. 171, Washington D. C.

- Blinder, Alan S. (1998), *Central Banking in Theory and Practice*, MIT Press. EUA.
- Borensztein, Eduardo, Zettelmeyer, Jeromin y Philippon, Thomas (2001), *Monetary Independence in Emerging Markets: Does the Exchange Rate Regime make a difference?* IMF, Working Paper No. 1, Washington D. C.
- Calvo, Guillermo y Reinhart, Carmen (2000), "Fear of Floating" *NBER Working Paper No. 7993*.
- Clinton, Kevin y Jean-Francois Perrault (2001), "On inflation targeting and flexible exchange rates for emerging markets countries" *Bank of Canada, International Affairs Department*, Marzo.
- Coleman, A. (1999), *Economic Integration and Monetary Union*, New Zealand Treasury working Paper 99/6, Wellington.
- Comisión de la Comunidad Europea (1990), "One Market, One Money", *European Economy*, No. 44.
- De Grauwe, Paul (1997), *The Economics of Monetary Integration*, 3. Ed. Oxford University Press.
- Dornbusch, R. (2001), "Fewer Monies, Better Monies" *American Economic Review*. Vol. 91 (2): 238-42.
- Edwards, Sebastian e Magendzo, I. Igal (2001), *Dollarization, Inflation and Growth*, NBER Working Paper 8671, Dec.2001 [<http://www.nber.org/papers/w8671>].
- Eichengreen, Barry (1995), "The Endogeneity of Exchange-Rate Regimes" en Kenen, Peter (ed.) *Understanding interdependence. The Macroeconomics of the Open Economy*, Princeton University Press, New Jersey.
- Fischer, Stanley (2000a), "Ecuador and the IMF", Discurso en la *Conferencia sobre Uniones Monetarias del Instituto Hoover*, Palo alto, California, Mayo19, 2000 [www.imf.org/external/np/speeches/2000/051900.htm].
- (2000b), "Latin America 2000", Discurso en *Conferencia LACEA 2000*, Rio de Janeiro, Octubre 12, 2000, [www.imf.org/external/np/speeches/2000/101200.htm].
- (2001) "Exchange Rate Regimes: is the Bipolar View Correct" Conferencia Distinguida en la *Reunión de la American Economic Association*, New Orleans, Enero 6, 2001, [www.imf.org/external/np/speeches/2001/010601a.htm].
- Fondo Monetario Internacional (2000 a), *Annual Report*, Washington.
- (2000 b), *Estadísticas Financieras Internacionales*, Versión digitalizada, Febrero.

Fry, Maxwell, Goodhart, Charles y Almeida, Alvaro (1996), *Central Banking in Developing Countries*, Routledge, London-NY.

Guerrero, Alexander (2001), *Unificación Monetaria o Dolarización Formal*, Seminario Sobre Opciones Monetarias en América Latina, Postgrado de Teoría y Política Económica, CEAP-UCV, Mimeo, Caracas.

Hausmann, Ricardo y Powell, Andrew (1999), *Dollarization: Issues of Implementation*, BID.

Hausmann, Ricardo; Hugo Panizza y Stein, E. (2000), "Why do countries float the way they float," *Revista Venezolana de Análisis de Coyuntura*, Vol. VI, 2:11-55, FACES-UCV y BCV.

Ize, Alain (2001), "Implicancias de la Dolarización Parcial para el Régimen de Metas de Inflación: Un Análisis Basado en la Literatura sobre Dolarización" *Revista Estudios Económicos*, Vol. 7, Junio 2001, Banco Central de la Reserva del Perú, [<http://www.bcrp.gob.pe/Espanol/Wpublicaciones/Revista/RevJun2001/ize.pdf>].

Kaldor, N. (1966), *The Causes of the Slow Growth of the UK*, CUP, Cambridge.

Kenen, Peter (1969), "The theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View" Mundell R. y A. Swoboda (eds.) *Monetary Problems of the International Economy*, Chicago y Londres, pp.41-60, University of Chicago Press.

Krugman, Paul (1984), "Import Protection as Export Promotion: International Competition in the Presence of Oligopoly and Economies of Scale" Kierzkowski (ed.) *Monopolistic Competition and International Trade*, Oxford, pp180-193.

Krugman, Paul (1990), "Policy Problems of a Monetary Union" De Grauwe, Paul y L. Papademos (eds.) *The European Monetary System in the 1990s*, Longman, Londres.

— (1991), *Geography and Trade*, MIT Press, Cambridge, Mass.

— (2001) "Laissez Not Fair" *The New York Times*, 11 Dec, 2001.

Le Fort, Guillermo (1995), "Política Monetaria, Política cambiaria y Ancla Nominal" *BCV, Seminario Internacional: Experiencias inflacionarias en América Latina. Análisis del Caso Venezolano*, Caracas 16-17/11/95.

León Rojas, Armando (2000), "Convergencia, Moneda Única y Dolarización: Quo Vadis?" *Revista Venezolana de Análisis de Coyuntura*, Vol. VI, 2, 151-174.

— (2001), "Globalización: ¿El fin de las Monedas Nacionales?", *Nueva Economía*, Año X, Octubre (16): 107-138.

- Levy, Sary (1999), *Los Fondos Mutuales Antes Diversos Sistemas financieros. Casos: España, Estados Unidos, México y Venezuela*, Edit. Tropykos y FACES-UCV, Caracas.
- (2000), "Los Sistemas Bancarios en los Países de la CAN; Tendencias y Perspectivas" *Nueva Economía*, Año VIII (13), Año (14), Abril: 317-374, Academia Nacional de Ciencias Económicas, Caracas.
- (2000), "Sistemas Bancarios y Globalización: Experiencia Venezolana", *Revista Venezolana de Análisis de Coyuntura*, Vol. VI, 2, 57-84, FACES-UCV y BCV, Caracas.
- Manrique Campos, Irma (1994), "América Latina: Reestructuración Financiera y Autonomía de la Banca Central" *Revista Latinoamericana de Economía de Problemas del Desarrollo*, México, Vol. XXV, No. 99, Oct./Dic.:171-190.
- Mata M., Luis (1999a), *Economía Alternativa*, CEAP-UCV y Editorial Tropykos, Caracas.
- (1999b), "Essay on the New Economic Synthesis and Financial Hegemony: Policy Consequences" *The Current State of Economic Science*, Vol.3: 1607-1635.
- (2002), *Opciones Monetarias para Suramérica: Sintomatología y Tratamientos*. CENDES-CEAP, Mimeo, Caracas.
- Maza Zavala, Domingo F. (1996), *La Caja de Conversión*, Cuadernos Latinoamericanos No. 13, Universidad del Zulia-CEELA, Maracaibo.
- McKinnon, Ronald (1963), "Optimum Currency Areas" *American Economic Review*, Vol.53 (Sept.): 717-724.
- Moreno Villalaz, Juan Luis (1997), *La Experiencia Monetaria de Panamá, Lecciones de una Economía Dolarizada con una Banca Internacional*, Banco Nacional de Panamá.
- Mundell, Robert (1961), "A Theory of Optimum Currency Areas" *American Economic Review*, Vol. 51 (Sept.): 657-664.
- Myrdal, G (1957), *Economic Theory and Underdeveloped Regions*, Duckworth, NY.
- Penfold, Ricardo (1998), "La Caja de Conversión en Venezuela", *Banca*, Vol.1, No.3, Asociación Bancaria de Venezuela.
- Purroy, Miguel Ignacio (1997), "Costos y Beneficios de la Rigidez Cambiaria: La Junta Monetaria Argentina" *Cuadernos BCV, Serie Técnica*, Banco Central de Venezuela.
- Quipe Misaico, Zenón (2000), "Monetary Policy in a Dollarized Economy: The case of Peru" L. Mahadeva y G. Sterne (eds.) *Monetary Policy Frameworks in a Global Context*, Routledge y Banco de Inglaterra.

- Rose, A. K. (2000), *Does a Currency Boost International Trade?* University of California, Berkeley.
- Rose A.K., E. Van Wincoop (2001), "National Money as a Barrier to International Trade: The Real Case for Currency Unions" *American Economic Review*, Vol.91 (2): 386-90.
- Schuler, Kurt (1998), *¿Deberían los Países en Desarrollo tener Bancos Centrales?* Centro de Estudios en Economía y Educación A. C., México.
- Silva Carlos Rafael (1987), "La Autonomía de los Bancos Centrales y el Caso Venezolano", *Cuaderno No.18*, Academia Nacional de Ciencias Económicas, Caracas.
- Tanzi, Vito y Blejer, Mario (1982), "Inflation, Interest Rate Policy and Currency Substitutions in Developing Economies: A discussion of Some Major Issues", *World Development*, Gran Bretaña, Vol10, No. 9:781-89.
- Vivanvos C., Francisco (1998), "El Sistema Bancario bajo una Caja de Conversión" *Banca*, Asociación Bancaria de Venezuela, Vol.1, No. 3.
- Wagner, Helmut (2001), *Implications of Globalization for Monetary Policy*, IMF Working Paper No. 184, Washington D. C.
- Zettelmeyer, Jeromin (2000), *The Impact of Monetary Policy on the Exchange Rate: Evidence from Three Small Open Economies*, IMF, Working Paper No. 141, Washington.