

## **BIMONETARISMO: OPCIÓN SUB ÓPTIMA PARA AMÉRICA DEL SUR\***

Luis Mata Mollejas  
FACES-UCV

### **Resumen:**

En este comienzo del siglo XXI, el desarrollo de Suramérica aparece comprometido por los cambios ocurridos en los últimos treinta años asociados a la reorganización monetaria mundial y a las transformaciones tecnológicas. La integración económica subregional aparece entonces como una posibilidad de solución si se acompaña con la creación de una moneda regional. Pero el incumplimiento de algunos requisitos en ese dominio, hace que en el interin el bimonetarismo aparezca como un subóptimo.

**Palabras claves:** Dolarización, globalización, integración, sustitución financiera.

### **INTRODUCCIÓN**

#### **CINCUENTA AÑOS DE TRANSFORMACIONES EN LA ECONOMÍA MUNDIAL**

En la reconstrucción de la economía mundial al término de la II postguerra (1944), el orden monetario reconoció una situación privilegiada para los Estados Unidos de Norteamérica: mayor oferente de productos terminados (exportación del "American way of life": electro domésticos y automóviles) mayor oferente en productos agro industriales (enlatados y cereales) mayor poder militar y detentor de las mayores reservas de oro. Por lo tanto USA tenía ante sí un enorme potencial de exportaciones y la capacidad para conservar una moneda dura, patrón oro en algunas de sus modalidades dentro de la tradición de la moneda mercancía.

El resto del mundo, en marcado contraste, tenía gran necesidad de dólares para adquirir los bienes norteamericanos. USA podía, a su vez, prestar los dólares necesarios para que se realizase una importación financiada, y pudiese su aparato productivo continuar dando empleo y generando riqueza.

---

\* Seminario Internacional, Opciones Monetarias para América del Sur a la luz de los Procesos de Globalización e Integración, UCV, Caracas, 27, 28 y 29 de noviembre del 2002.

En la década de los años 50, a la hegemonía universal de USA, solo se oponía como obstáculo militar el imperio soviético. Descartada la guerra entre las dos potencias, USA levantó un “muro de protección” económico – militar, favoreciendo la reconstrucción europea y japonesa. Como secuela de la “ayuda” prestada para ello, se modernizaron primero las economías de la Europa Occidental y sucesivamente el Japón y su área de influencia: los llamados Tigres y Dragones del Sudeste asiático.

En la década iniciada en 1960, como episodio singular dentro de la periferia, se registra el nacimiento y desarrollo de la OPEP y avanza la nacionalización de las fuentes petroleras en el Medio Oriente y en América Latina. Este hecho fue tolerado por USA, pues servía a los propósitos de incrementar los precios para los importadores netos de Europa y del Asia, convertidas en eficientes concurrentes comerciales. En la década de los 70, en USA se manifiesta claramente importantes déficits comercial y fiscal, que se intentara corregir con la modificación de los acuerdos de Bretón Woods y con elevación de la tasa de interés asociada a la flotación general de las diversas divisas.

En la década de los 80, la flotación de las monedas y la política restrictiva de demanda limitan los logros en el avance de la integración europea, y el alza de la tasa de interés<sup>1</sup> afecta a la periferia previamente endeudada, por los créditos obtenidos a partir de los petro y eurodólares. La amenaza de un colapso general de las finanzas internacionales se resuelve con un refinanciamiento a los deudores periféricos, previa la sujeción a “ajustes” macroeconómicos destinados a garantizar el servicio del cúmulo de deudas.

En los años 90, la mejor posición relativa de la economía norteamericana y el avance de las innovaciones tecnológicas (informática) convierte a ese país en atractor de capitales que compensan los déficit persistentes. El efecto final es un crecimiento moderado asociado al auge bursátil. Pero en el debut del siglo XXI, con la creación del euro, la UE minimiza sus problemas de inestabilidad cambiaria y se convierte en un nuevo atractor de capitales. El auge bolsístico de USA

---

<sup>1</sup> Entre el final de la segunda guerra mundial y el año 1980, los llamados “treinta gloriosos” del período keynesiano, la ganancia de productividad se concentra en el aumento de la participación salarial y no contribuye a la disminución de los precios (política inflacionaria). A partir de 1980 con la instauración de la política monetarista, se recupera la tasa de ganancia y se disminuye relativamente la participación salarial. Se aumentó el autofinanciamiento, baja la inflación y se trata de exportar el desempleo con incremento de las exportaciones. Por lo demás hay una tendencia a incrementar la producción del sector terciario (tercerización) y se observa una reducción del crecimiento del PIB.

sigue una ruta cíclica y el Japón y su área de influencia sufren con la inserción de China en el comercio internacional.

El balance de las consecuencias de los cambios señalados indica que:

1. la necesidad de dólares fuera de USA se concentra en los países previamente endeudados y en los importadores netos de petróleo, pues el comercio mundial de ese bien se realiza en su mayor parte por el intermedio de empresas norteamericanas, y de sus aliados en la OPEP, que conservan esa divisa para expresar y recabar los valores de retorno.
2. Existe una concentración del comercio entre los centros industrializados, estableciéndose una concurrencia entre el dólar y el euro y en menor medida con el yen. Pero la valorización de cada una de esas monedas es afectada por las variaciones en el tráfico de capitales.
3. las innovaciones tecnológicas (fundamentalmente en informática) se han traducido en una exclusión laboral universal, estimulada a su vez por la formación de mega empresas (productoras y financieras) a raíz de fusiones crecientes<sup>2</sup>.
4. Los países periféricos endeudados encuentran crecientes dificultades para acceder a los mercados de capitales por la constitución de atractores fuertes en USA y en la UE, y
5. La disminución relativa de las exportaciones de los países periféricos y las obligaciones derivadas de las deudas y las restricciones impuestas por las autoridades monetarias internacionales (programas de ajustes) afectan negativamente el potencial de crecimiento de tales países.

En síntesis, el crecimiento económico, en este advenimiento del siglo XXI, aparece comprometido para el continente americano en general y en particular para los países suramericanos, por los cambios asociados a los procesos monetarios, financieros, comerciales y tecnológicos ocurrido en los últimos 30 años que hacen depender la inversión productiva del tráfico de activos y pasivos financieros.

---

<sup>2</sup> Existe una tendencia a aumentar el desempleo crónico, pues las innovaciones técnicas han hecho que el número de nuevos puestos de trabajos sea inferior al de los desplazados. Se ha aumentado la especialización con múltiples consecuencias: un enorme variabilidad de tasas salariales y de segmentos de mercados.

En efecto, en el marco de la globalización, el enfrentamiento a la inflación, al desempleo y al déficit externo, es imposible con la política tradicional; pues el ataque a la inflación, implica la apreciación de la moneda ( $ch\downarrow$ ) y la disminución de la tasa de interés ( $ra\downarrow$ ), mientras que el ataque al déficit externo requiere la devaluación de la moneda ( $ch\uparrow$ ) y alza de la tasa de interés ( $ra\uparrow$ ); a la vez que el ataque al desempleo obliga a la caída de la tasa de interés ( $ra\downarrow$ ) y a la depreciación monetaria ( $ch\uparrow$ ). Se evidencia así la existencia de contradicciones en el uso de los instrumentos cuando se desea alcanzar simultáneamente los equilibrios mencionados.

¿Cómo enfrentar esa situación en el caso suramericano, cuándo lograr los tres equilibrios parece prioritario?<sup>3</sup>

## 2) UN REFERENTE TEÓRICO: EL PREAJUSTE FINANCIERO

Los cambios producidos por la desregulación de los mercados (desestatización) y por la movilidad del recurso capital (transnacionalización) incluye manifestaciones críticas con relación al riesgo cambiario, al incremento de los medios privados de pago, a la exacerbación especulativa, y al creciente desempleo de mano de obra. **En otras palabras, aparecen claramente asociados fenómenos de la economía real (exclusión laboral) y de la economía financiera (dificultades de valorización al margen del proceso de acumulación real) por lo cual una visión estilizada de los hechos descritos obliga a su interpretación mediante un modelo de equilibrio general dinámico; en particular del propuesto por la llamada *Teoría del Preajuste Financiero (PAF)*; según la cual, a partir de la idea de la existencia de diferentes velocidades de ajuste en los distintos mercados, las decisiones tomadas en los mercados financieros afecta los resultados de los mercados reales.**<sup>4</sup>

De acuerdo con esta visión, una economía abierta puede representarse (Poncet – Portait, 1980) a partir de las relaciones siguientes:

---

<sup>3</sup> USA intenta alcanzarlos ampliando su mercado interior mediante la absorción de México y del Canadá. El TLCAN es un paso a esa dirección. La inclusión de otros países latinoamericanos, con el proyecto del ALCA representa un desideratum para USA.

<sup>4</sup>La importancia de esta hipótesis radica en su capacidad de mostrar la inutilidad, por escasa representatividad, de las explicaciones tradicionales y de las políticas centradas en el manejo del dinero público; estimándose más representativas las hipótesis relacionadas con la capacidad de absorción o creación y destrucción del crédito. Véase, Mata (1999).

$$P(Y^d - Y^s)_t + w(L^d - L^s)_t + \frac{1}{r}(V^d - V^s)_t + ch(\$^d - \$^s)_t = 0 \quad [1]$$

En donde:

$P$  = precio de los bienes

$Y^d$  = cantidad de bienes demandadas

$Y^s$  = cantidad de bienes ofrecidos

$w$  = salario

$L^d$  = cantidad de trabajo demandada

$L^s$  = cantidad de trabajo ofrecido

$r$  = rendimientos de los títulos

$V^d$  = cantidad de títulos demandados

$V^s$  = cantidad de títulos ofrecidos

$M^d$  = cantidad de dinero demandado

$M^s$  = cantidad de dinero ofrecido

La ecuación [1] evidentemente se cumple bajo el supuesto walrasiano de precios flexibles. Pero al abandonar ese supuesto clásico, y adoptar el de precios "viscosos" o "rígidos" para algunos mercados (bienes y trabajo, específicamente) necesariamente se requerirá que los excesos de un mercado se compensen en valor con los déficit de los otros; y que el equilibrio resultante equivalga al equilibrio con el subempleo de la tradición keynesiana. Ello se acentúa al considerar que toda demanda especulativa (valores y dinero) significa una disminución de la corriente de gastos, en relación a la corriente de ingresos, imposibilitando el cumplimiento de la ley de Say. Esto solo puede ser contrarrestado con las operaciones de crédito; lo cual lleva de inmediato a la comparación entre la tasa de interés y la tasa de rendimiento. En general nos introduce en la problemática de la conformación de portafolios.

Hipótesis complementarias asociadas a los conceptos de flujos para los mercados de bienes y trabajos y de stock para los mercados financieros (títulos y divisas) permite concluir, para el instante de la adopción de decisiones ( $t \rightarrow 0$ ) que la ecuación [1] se reduce a la expresión:

$$1/r (V^d - V^s)_t + ch (\$^d - \$^s)_t = 0$$

para  $t = 0$

Lo anterior, en términos económicos, significa que las decisiones tomadas en los mercados de títulos (crédito incluido) y en los mercados de divisas, necesariamente en condiciones *ex ante*, se reflejan *ex post*, en los mercados reales, a través de la secuencia determinación del crédito, de la inversión, del empleo y de la producción.

### 3) EL MECANISMO EXPLICATIVO

En la ecuación del equilibrio general puede distinguirse el financiamiento por la vía crédito y el obtenido vía títulos; modificándose la expresión [1] de la siguiente manera:

$$1/rx (V\$^d - V\$^s)_t + 1/r (V^d - V^s)_t + [1 + 1/ra (CR^d - CR^s)]_t + ch (\$^d - \$^s)_t = 0 \quad [3]$$

habiéndose añadido,

$CR^d$  = demanda de créditos

$CR^s$  = oferta de créditos

$V\$^d$  = demanda de títulos en divisas

$V\$^s$  = oferta de títulos en divisas

$1/rx$  = precio de los títulos internacionales

$rx$  = rendimiento de los títulos internacionales

$ra$  = tasa de interés interna

Es decir, separando el mercado de crédito (préstamos monetarios privados) del mercado de títulos (lugar particular de la valoración de las empresas); las tasas de interés y de rendimiento constituyen entonces el vínculo de interrela-

ción. Así, las bolsas son el lugar por excelencia para la remuneración de los ahorros de los particulares; mientras que el crédito bancario es el referente marginal de los costos de oferta del capital.

La distinción en tres mercados financieros: valores internacionales, valores nacionales (incluidos los fiscales) y crédito bancario, refleja tres opciones de ganancia y riesgos. El mercado de divisas permite a su vez considerar la aversión al riesgo. Quedan así vinculados todos los referentes financieros: especulación, crédito y aversión al riesgo<sup>5</sup>. Los precios relativos por excelencia serán entonces las tasas de interés, de rendimiento y el tipo de cambio. *La interacción de estos precios debe permitir la cancelación de los créditos; si esta condición no se cumple, situaciones de iliquidez pueden convertirse en insolvencias, moras y suspensiones de pago. Las dificultades cambiarias culminarán el proceso, salvo la situación donde el mercado de títulos sea muy reducido; en cuyo caso, las circunstancias en el mercado de divisas puede convertirse en detonante.*<sup>6</sup>

En efecto, si la condición expresada en [3] se aplica a una "economía pequeña", es decir, aquella que recibe influencia del exterior pero cuyo desenvolvimiento no afecta a las condiciones globales, normalmente se encontrará que la tasa de interés local, por condiciones de los tamaños de los mercados, será igual o superior a la internacional:  $ra \geq rx$ . Ocurrirá que si el tipo de cambio se eleva:  $ch \uparrow$ , como consecuencia de una mayor demanda de divisas que de oferta:  $\$^d > \$^s$ , se manifestará una presión para elevar la tasa de interés nacional:  $ra \uparrow$ . Esta alza aumentará la demanda de títulos nacionales, en comparación con la demanda de títulos extranjeros, pero hará disminuir la demanda de crédito, y ello afectará el crecimiento de la producción y el consumo; resumiéndose todo como un estímulo a las fuerzas depresivas:  $Y \downarrow$ .

Ahora bien, la situación:  $\$^d > \$^s$  implica la persistencia de saldos comerciales negativos:  $X < M$ . En esta circunstancia, la ortodoxia estima que los movimientos

<sup>5</sup> Desde el ángulo microeconómico las decisiones tienen que ver con la teoría de la formación de portafolio

<sup>6</sup> Nótese que la explicación incluye un componente bancario como lo estableció Bernacer (1922) y un componente especulativo como lo anticipó Stuart Mill en fecha temprana como 1848. Las fases de las crisis (Mata, 2001: 112) son: colocación del excedente económico en actividades especulativas; expansión apalancadas de éstas; reducción de la inversión reproductiva; encarecimiento del crédito canónico e incremento de moratoria; liquidaciones anticipadas; y alza en el tipo de cambio. En las economías pequeñas la especulación y la escalada del crédito puede asociarse a déficits fiscales persistentes; el mercado de títulos jugará un rol menor dada su estrechez .

$ra \uparrow$  y  $ch \uparrow$  y su consecuencia última  $Y \downarrow$  influyen para que descendan las importaciones  $M \downarrow$ , moviéndose la economía hacia el equilibrio. Tal equilibrio ocurriría en un punto de menor satisfacción. Es decir, con menor consumo y con menor empleo. De allí, que la política ortodoxa que acentúa los movimientos de  $ra \uparrow$  y  $ch \uparrow$  haya producido tensiones depresivas y malestar político. También hay que destacar, que las depresiones o el estancamiento pueden derivar en crisis financieras y bancarias, al convertir situaciones de iliquidez en problema de solvencia al crecer las moras y las suspensiones de pago. Llegados hasta aquí, la historia señala que la asistencia coordinada de los bancos centrales con el Fondo Monetario Internacional ocurre después del desplome de la moneda y que las operaciones de rescate guardan el propósito de atender los intereses de los acreedores internacionales.

En el caso de economías "grandes", por tener el mercado interior una magnitud mayor que la del comercio internacional, se minimiza la influencia de los acontecimientos externos; privilegiando la política las variaciones de la tasa de interés, como en el caso de la economía norteamericana<sup>7</sup>. Por ello, la autoridad monetaria actuará considerando sobre todo la influencia del crédito sobre la producción; mientras que en las economías "pequeñas" donde predomina la influencia externa, pueden verse tentadas a manipular su tasa de interés para enfrentar la especulación cambiaria; en consecuencia, en estas economías, será el mercado cambiario quien tome el centro de la escena.<sup>8</sup>

En síntesis, a la luz del esquema teórico, en las economías capitalistas contemporáneas (economías con predominio del dinero privado) la plena realización del circuito económico ocurre cuando las transacciones finales del sistema bancario (cancelación de los créditos anticipados) se suceden regularmente. Cuando ello no es así, se manifestarán tensiones generalizadas que pueden conducir a un crack financiero y cambiario.

Desde el ángulo de las anticipaciones, indicadores claves se obtienen de los movimientos en los indicadores financieros: tasas de interés, rendimientos bol-

---

<sup>7</sup> La ecuación en referencia será  $1/r (V^d - V^s)_t + (M^d - M^s)_t = 0$  de allí que el principal instrumento de política será el manejo de la tasa de interés; como lo demuestra la importancia asignada al BRF de Washington.

<sup>8</sup> Como hemos dicho la ecuación en referencia será:  $1/r (V^d - V^s)_t + ch (\$^d - \$^s)_t = 0$  Pero en estas condiciones se incluyen dos variables ( $r$ ) y ( $ch$ ) en una sola ecuación por lo cual hay que decidir sobre un anclaje. La opción más frecuente ha sido anclar ( $ch$ ) con efectos dudosos por la variación al alza de la tasa de interés cuando las reservas internacionales son insuficientes.

sísticos y tipos de cambio y del movimiento de la producción, del empleo y del consumo en las variables reales. Con relación al indicador bolsístico, caídas sostenidas implican el descenso en la valoración del capital (pérdidas) y eventual desincentivo de la inversión. Las autoridades monetarias pueden intentar descensos en la tasa de interés  $r \downarrow$  para estimular al crédito y recuperar el crecimiento de la inversión reproductiva; pero aquí enfrentan un dilema, pues los especuladores tienen la opción de liquidar sus valores y refugiarse en la adquisición de divisas. Las autoridades deben decidir entre elevar las tasas de interés para mantener las reservas, o hacerla descender para estimular el crédito.

Esto nos lleva a señalar finalmente que:

en economías como la estadounidense y las del mercado común europeo, las consideraciones sobre la influencia de la tasa de interés prevalecen sobre la consideración del tipo de cambio; debido a la mayor importancia relativa del comercio interno sobre el comercio externo; y

- ii) en las economías pequeñas, la ineficiencia de las variaciones de la tasa de interés, para proteger las reservas, magnifica las consideraciones sobre el tipo de cambio.
- ii) Como consecuencia, la devaluación busca evitar el alza de la tasa de interés, pero no lo logra, pues se mantiene latente la especulación. Por ello, en este caso, la PAF aconseja la sustitución monetaria, para minimizar la especulación y eliminar o reducir las presiones sobre la tasa de interés.<sup>9</sup> La sustitución sería más eficiente si fuese una acción preventiva, es decir, tomada cuando las reservas son holgadas. El examen de algunas de las experiencias suramericanas permitirá hacer precisiones dentro de la lógica expuesta.

---

<sup>9</sup> La sustitución financiera o reemplazo de la moneda nacional por divisas, con relación a la función de reserva de valor implica que el modelo microeconómico de referencia será el de la conformación de portafolio; lo cual obliga a considerar diferenciales de riesgos /rendimiento en moneda local y divisas.

#### 4. EL CONTRASTE EMPÍRICO

##### 4.1 Un Modelo de Referencia con énfasis en lo financiero

Dijimos que la visión contemporánea del equilibrio general<sup>10</sup> expresada como:

$$p(Y^d - Y^s)_t + w(L^d - L^s)_t + 1/r(V^d - V^s)_t + ch(\$^d - \$^s)_t = 0 \quad [1],$$

resulta simplificada en el corto plazo ( $t \rightarrow 0$ ) como:

$$1/r(V^d - V^s)_t + ch(\$^d - \$^s)_t = 0 \quad [2],$$

ya que al anularse los flujos (mercado de bienes y de trabajo) revela la influencia de los eventos en los mercados de stock: valores, créditos bancarios y divisas (preajuste financiero). En consecuencia, la lógica teórica permite considerar la influencia del flujo de divisas y la incidencia de los valores públicos (*BT* como variable indicativa del financiamiento del déficit fiscal) en las economías pequeñas, en la determinación de la tasa de interés; la cual puede ajustarse a la siguiente función:

$$+ \quad +$$

$$ra = ra(BT, ch) \quad [3]$$

es decir, admitiéndose la existencia de movimientos del mismo sentido entre la tasa de interés, el tipo de cambio y el financiamiento del déficit fiscal.<sup>11</sup> En otras palabras, la tasa de interés activa bancaria (*ra*) debe compensar la depreciación del signo nacional convirtiéndose en árbitro de la sustitución monetaria: demanda de divisas ( $\$^d$ ) por demanda de dinero nacional ( $M^d$ ).

<sup>10</sup> El concepto económico de equilibrio de largo plazo implica que el análisis de las series temporales arroje un movimiento acoplado entre las variables. El concepto de corto plazo obliga a la convergencia de los desvíos. Formalmente los residuos deben formar una serie I (O).

<sup>11</sup> Agenor y Montiel (1996: 138 y ss) mencionan casos en donde el déficit fiscal es señalado como factor primario en el incremento de la tasa de interés real. Los valores débiles de los test son explicados por las regulaciones e intervenciones de los bancos centrales.

La ecuación [3] puede interpretarse como:

$$ra = rg + rx + ch \quad [4]$$

donde ( $rx$ ) es el valor representativo de la tasa de interés internacional, ( $rg$ ) la tasa de financiamiento de los títulos públicos y  $(ch)$  la variación del tipo de cambio. En esas condiciones, un régimen de flotación somete el nivel de la tasa de interés ( $ra$ ) al de la variación del tipo de cambio ( $ch$ ) siendo complementaria la influencia del financiamiento interno del déficit fiscal. Evidentemente si por razones diversas  $\$^d \leq \$^s$  (con el tipo de cambio estable) y si el déficit fiscal fuese nulo, la tasa de interés nacional debería ser idéntica, o aproximarse significativamente, a la tasa de interés internacional, en ausencia de otras consideraciones (*ceteris paribus*).

Los corolarios del resultado anterior son:

- La aplicabilidad de la opción "caja de conversión" implica un déficit fiscal nulo o financiado íntegramente y regularmente por el exterior.
- Cuando no hay que arbitrar entre la demanda de divisas y la moneda nacional, la tasa de interés nacional ( $ra$ ) reflejará básicamente el comportamiento interno del mercado de títulos, tal como sucede en las economías capitalistas grandes.
- La tasa de interés para las operaciones en moneda nacional en las economías pequeñas, en las condiciones de sustitución financiera, al referirse a un mercado marginal, puede apartarse del modelo teórico y reflejar la relación con el tipo bancario externo, entre otras consideraciones relativas al riesgo / rendimiento en la conformación de portafolios.

En síntesis, las relaciones teóricas mencionadas parecen aplicables al comportamiento coyuntural de las economías suramericanas, por lo cual el propósito del siguiente acápite es evaluar, empíricamente, la influencia del déficit fiscal y del tipo de cambio en la tasa de interés. En consecuencia se postula que :

$$ra = ra(BT, ch)$$

siendo: ( $ra$ ) la tasa de interés activa, ( $BT$ ) el déficit fiscal y ( $ch$ ) el tipo de cambio.

#### 4.2 Comportamiento de la Tasa de Interés en Suramérica, CAN y MERCOSUR (1980-1999)

De acuerdo con las evaluaciones que se han realizado del proceso de desarrollo latino americano entre 1950 y 1980, los gobiernos seguían en general una estrategia centrada en una acción predominantemente estatal: gasto deficitario y asignación directa a la producción por medio de empresas estatales y créditos subsidiados a algunos sectores de la producción dejado a al sector privado. Con relación al comercio internacional, se protegió la producción nacional con altos aranceles aunque también se inició un proceso de integración que marchó lentamente sin alcanzar las metas de unión aduanera. A partir de 1971 se impulsó la emisión monetaria primaria, el endeudamiento publico externo e interno se multiplicó entre 1973 y 1989 y se incrementaron los impuestos indirectos para cubrir gastos corrientes crecientes en medio de un cuadro de caída de precios de las materias primas, que constituían la mayor parte de la exportaciones, habida cuenta inclusive del entramado industrial de las mayores economías latinoamericanas, como la brasileña, la mexicana y la argentina. La flotación cambiaria generalizada y el incremento correlativo de las tasas de interés, la disminución violenta de las entradas de capital y la restricción en el acceso a nuevos créditos externos desmontaron el componente financiero, que fue substituido por los programas de ajuste (disminución de los déficit fiscales por aumento de la imposición y aumento de la tasa de interés) recomendados por el FMI para amainar las crisis cambiarias y bancarias.

Al aplicar el modelo teórico a las dos últimas décadas, usando la técnica de "data de panel" la explicación de la variación de la tasa de interés por el comportamiento del déficit fiscal y por la variación del tipo de cambio, se alcanza un coeficiente de correlación ( $R^2$ ) de 0.95 en el MERCOSUR; de 0.89 para la CAN y 0.83 para el conjunto suramericano. Los niveles de significancia (T-Student), en general, muestran una mayor importancia para la influencia del tipo de cambio,<sup>12</sup> tal como se muestra en el Cuadro No.1:

---

<sup>12</sup> Agenor y Montiel (1966: 148) señalan resultados en el mismo sentido.

Cuadro No.1: Signos encontrados, significatividad y grado de explicación, según contraste empírico

<i>Ámbito Regional</i>	<i>Signo (BT)</i>	<i>Signo (ch)</i>	<i>Nivel de Significancia (BT)</i>	<i>Nivel de Significancia (ch)</i>	<i>R<sup>2</sup></i>
Latinoamérica	(+)	(+)	0.1689	0.0003	0.83
MERCOSUR	(+)	(-)	0.1719	0.1619	0.95
CAN	(-)	(+)	0.559	0.001	0.89
Bolivia y Perú	(-)	(-)	0.8840	0.0033	0.90
Colombia, Ecuador y Venezuela	(+)	(+)	0.1797	0.0000	0.83

Con relación a los signos, los esperados se encuentran en las estimaciones para Sur América y para el subconjunto Venezuela, Colombia y Ecuador. Un signo contrario a los esperados en el caso de MERCOSUR, refleja la política de caja de conversión Argentina, lo cual anularía la influencia de (*ch*); y en el caso del subconjunto Bolivia y Perú, los signos contrarios a la hipótesis del modelo, se deben a la presencia de la sustitución financiera, pues ese arreglo cambiario deja sin efecto las asociaciones postuladas con relación al tipo de cambio y al déficit fiscal debiendo su explicación concentrarse en la evaluación de rendimiento / riesgo de los modelos de formación de portafolios.

En síntesis, la experiencia muestra:

- Que la selección del régimen cambiario es más influyente que el déficit fiscal en la explicación de la tasa de interés en todos los casos.
- Que existen diferencias significativas en el comportamiento de la tasa de interés entre los países de la CAN y el MERCOSUR; siendo más acentuadas las existentes entre los países del MERCOSUR<sup>13</sup>.
- Que las diferencias entre signos postulados y hallados se deben a la influencia de los arreglos cambiarios.

<sup>13</sup> Debe observarse que los resultados para Brasil no indican un comportamiento sustancialmente distinto al de los otros países del MERCOSUR, pero hay que hacer la salvedad acerca de la data de la tasa de interés referida en este caso, que es la tasa de interés pasiva; lo cual puede haber introducido sesgos.

## UNA REFLEXIÓN SOBRE LA EXPERIENCIA SOBRE LOS RÉGIMENES CAMBIARIOS EN AMÉRICA DEL SUR

Para enfrentar una característica de la globalización financiera, la especulación, el análisis hace aconsejable acudir a la sustitución de la moneda nacional; pues la flotación en circunstancia de escasez de divisas introduce procesos especulativos que anulan los esfuerzos de disciplina fiscal. La experiencia latinoamericana señala que tal sustitución no requiere llegar al régimen de sustitución monetaria total, o *dolarización simple*, como la realizada en Ecuador<sup>14</sup>, y mucho menos utilizar el mecanismo de *Caja de Conversión* usada en la Argentina<sup>15</sup>. Basta, mediante la reforma de algunas normas legales y el respaldo

---

<sup>14</sup>Muchas de las dificultades políticas y económicas del Ecuador están asociadas a los déficit incurridos para financiar el conflicto con el Perú (1995), la destrucción de la infraestructura costera en 1997 por causas naturales (Fenómeno del "Niño") con un costo del 13% de PIB. La asistencia de la banca privada con créditos por US\$ 300 millones, la colocación de eurobonos por US\$ 500 millones entre 1996 – 1997, fue insuficiente para evitar la crisis fiscal, bancaria y cambiaria que se traduciría en crisis política. 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. Después de la dolarización, el FMI aprobó asistencia por US\$ 304 millones, extensibles hasta US\$ 2.000 millones para los próximos tres años y otras fuentes internacionales US\$ 500 millones. Las viejas deudas (eurobonos y bradys incluidos) han sido reducidas en 40% de su valor facial y los plazos extendidos entre 30 y 12 años, lo cual permite una amortización razonable. Queda pendiente una flotación de la banca privada.

<sup>15</sup>Entre 1945-1955, época del peronismo, el crecimiento del consumo interno (5,1%), redujo las exportaciones tradicionales (cereales y carnes 0,9%) y la sustitución de importaciones incrementó las importaciones de productos intermedios (13,8%) y de capitales. Desde 1956, los regímenes instaurados para paliar el déficit comercial recurrieron a las devaluaciones y a los créditos externos, que en 1983 alcanzaron a US\$ 42.000 millones. Este proceso, junto con déficit fiscales sostenidos, llevó a la hiperinflación y al convencimiento de aumentar las exportaciones. Los diferentes planes de estabilización desestimularon la demanda, pero también, la oferta; la insolvencia de las empresas implicaba la fragilidad del sistema financiero interno. La deuda interna se licuó con tasa de interés negativas y extendido a cinco años la amortización de deudas exigibles. En 1984 se establece el "plan austral" para reducir la inflación y servir la deuda externa (con renegociaciones permanentes) con el incremento de las exportaciones. La carga de US\$ 4.200 millones al año, se constituiría en limitante de la política económica y, además obligaría a la dependencia de organismos internacionales y bancos acreedores. La constitución del "Mercosur" y la instauración de la "Caja de Conversión", apoyada sobre el flujo de créditos externos, abre un periodo de estabilidad de precios. La devaluación del Brasil y la incapacidad para enfrentar los pagos externos eliminarían el soporte del sistema instaurado, colapsando a comienzos del presente año.

de la institucionalidad financiera internacional, permitir el asiento de las operaciones bancarias en términos de las divisas seleccionadas y su tenencia y uso como medio de cambio y de unidad de cuenta a criterio de los particulares; es decir, recurrir a la sustitución financiera o *dolarización parcial*, cuya característica es no exigir respaldo de la reserva del banco central para las operaciones pautadas en divisas. En ese caso debe suponerse que la banca privada se apoya en sus socios bancarios o casas matrices internacionales, quienes operarían como financistas de última instancia. Esta experiencia muestra logros notables en Bolivia y Perú<sup>16</sup> en la última década, en términos de estabilidad cambiaria y de reducción de las tasas de interés con efectos beneficiosos en el crecimiento y en el manejo de la inflación.

### ¿El costo de esta acción?

El reconocimiento y aceptación por las autoridades monetarias nacionales de su imposibilidad de enfrentar las transformaciones universales con las políticas monetarias circunscritas al país. En su lugar, corresponde hoy reformar los bancos centrales, capacitándolos para adelantar políticas financieras, debidamente coordinadas con los socios comerciales que se escojan. En estas condiciones, el manejo fiscal es clave, convirtiéndose en el instrumento capaz de coadyuvar en el anclaje de los precios, pues al reducir o evitar todo financiamiento interno del déficit fiscal, la tasa de interés en el mercado nacional se aproximará a la internacional, siempre más baja por razones asociadas a las economías de escala.

---

<sup>16</sup> Para 1977 se instauró en el Perú un sistema de "crawling peg" o minidevaluaciones sostenido, que culminó en devaluaciones y con hiperinflación asociadas al déficit fiscal y a la crisis de la deuda externa latinoamericana en 1982. Los intentos de revertir la crisis, congelando los depósitos en moneda extranjera en 1985-87, fracasaron y el rechazo a la moneda nacional fue total, apuntalado por un dinámico mercado negro. Entre 1990 y 1994 se realizó un drástico cambio en la política económica del Perú dentro de los términos del Consenso de Washington. Se disminuyó así la intervención estatal en la producción, la protección intensiva (denominada política industrial activa), los subsidios indiscriminados que condicionaban la presencia de déficit agudos (14,7% del PIB en 1988). El sistema financiero público (fondos de fomento con créditos del Banco de la Nación y con emisión de base monetaria para ello) fue radicalmente suprimido, y el manejo de la tasa de interés dejado al libre mercado. El ajuste fiscal y monetario iniciado en 1990 revertió el proceso hiperinflacionario. El programa de ajustes incluyó la suspensión del control de cambios y la libre tenencia, uso y disposición de divisas por los residentes; instaurándose oficialmente un régimen de sustitución financiera o dolarización parcial, la cual en la práctica ha reducido la demanda de moneda nacional.

Las conclusiones relevantes son:

- Hasta tanto no exista una única moneda mundial, funcionarán como zonas monetarias las asociaciones de países con dominantes intercambios mercantiles y financieros recíprocos; la volatilidad de la razón de intercambio entre las monedas de dichas zonas dependerá del comportamiento de los conglomerados financieros.
- Las economías pequeñas, en razón de sus particulares intercambios con las economías grandes, y de sus niveles de inflación –desempleo, encontrarán conveniente establecer alguna de las variantes del regímenes de sustitución monetaria, pues la flotación independiente conduce a acentuar las crisis en lugar de revertirlas.

Los avances en las asociaciones comerciales de las economías pequeñas señalaran la oportunidad de adoptar como un viceóptimo, o second best, antes de convertirse en una zona monetaria, el régimen de sustitución financiera complementados con acuerdos de coordinación fiscal.

## **6. CONSECUENCIAS PARA LA POLÍTICA ECONÓMICA EN UNA ECONOMÍA DE TAMAÑO MEDIO**

Desde el ángulo de la política económica, conviene destacar, como resultado de la interacción entre las condiciones financieras en el "margen" o de la interacción entre tasas de interés y ganancia, que la "viscosidad" de los precios de los bienes es intrínseca al capitalismo contemporáneo; entendida chicha "viscosidad" como resistencia de los precios a su reducción cuando la demanda disminuye, dado el requerimiento de tener un flujo de excedente financiero positivo.<sup>17</sup>

Cabe también destacar otro elemento relevante para la política económica. Mientras que en la ortodoxia el nivel del empleo se limita a ser una resultante final, en la teoría del P.A.F. se destaca su influencia dinámica en la concurrencia entre beneficios y salarios (distribución del ingreso); pues el nivel de empleo y la tasa de salarios condicionan dinámicamente al comportamiento del consumo, mientras que el contraste entre beneficios esperados y obtenidos condiciona dinámicamente a la inversión y a su financiamiento, considerando específicamente:

---

<sup>17</sup> Otro factor a considerar es que las cantidades de los mercados se condicionan mutuamente.

- i Las condiciones institucionales, incluida la tasa de redescuento ( $r_f$ ) y el financiamiento del déficit fiscal a la tasa  $r_g$  (exógena), afectarían al nivel de la tasa activa ( $r_a$ ) y ésta condicionaría al volumen de crédito privado, clave del volumen de inversión reproductiva<sup>18</sup>.
- ii La diferencia entre las tasas internas y las externas de interés, más la condición de riesgo – país, influirían sobre la balanza de capitales; la cual, junto con la comercial, determinará al tipo de cambio ( $ch$ ) cuando no hay restricciones cambiarias.
- iii El valor de los insumos, relacionados con el tipo de cambio ( $ch$ ) y con los costos del capital ( $r_a$ ), y la tasa predeterminada de ganancia ( $q$ ) condicionarán “ex – ante” y simultáneamente a los precios ( $P_i$ ) y a la tasa de salarios (principio de adición de costos), lo cual repercutirá en el nivel de empleo y en el volumen de la masa salarial ( $w$ ), y
- iv El volumen del consumo global ( $C$ ), bajo la influencia de la masa salarial ( $w$ ), y de las colocaciones rentables ( $V^d$ ) más el volumen de inversión ( $I$ ) determinará la renta nacional; modificable por los resultados de las relaciones de comercio internacional y por la variación de inventarios, la cual ajusta “ex post” los resultados macroeconómicos previamente estimados incluida la tasa efectiva de ganancia y su reflejo en el rendimiento accionario ( $r_p$ ), y
- v Las restricciones del movimiento de la tasa de interés son:

Primero, permanencia por debajo de la tasa de beneficio ( $r_p$ ) para posibilitar la inversión a través del crédito; por lo cual es deseable su decrecimiento ( $r \rightarrow 0$ ) y, segundo, la influencia contraria del financiamiento fiscal que produce tensiones para el crecimiento de la tasa de interés ( $r \rightarrow \infty$ )

De allí que la política surgida del P.A.F otorgue la más alta prioridad al empleo sostenido de los trabajadores, creando condiciones internas favorables para la inversión aún sólo para el mercado interno; destacando que la reducción del salario disminuye el consumo y no aumenta el empleo; pudiéndose considerar, además, que la política laboral debe referirse a mercados heterogéneos y que

---

<sup>18</sup> Nótese que los niveles de créditos y de  $r_a$ , más las reglas o proporciones institucionales harán necesaria una contrapartida de depósitos DP y del manejo de rd para obtenerlos. Por esa vía, se condiciona o predetermina BMB, lo cual conduce a que BMA sea la variable a ajustar. Esto es lo opuesto al razonamiento ortodoxo que supone un BMA exógeno.

un porcentaje de ellos soporta niveles de subsistencia. Así, la apertura internacional, y dentro de ella la integración económica tiene que evaluarse desde el ángulo del empleo. En otras palabras, desde el punto de vista de la P.A.F, la política recomendable para un país "mediano" incluye una apertura negociada para complementar producciones, de modo que el conjunto de "socios" encuentre un nivel de empleo superior al que tendrían sin la integración<sup>19</sup>.

Con relación a la tasa de interés la postura de la PAF será que ella debe reducirse para aprovechar la oferta externa de crédito para aumentar las exportaciones, incentivar la inversión y el empleo; las importaciones podrían aumentar, al hacerlo la producción. La variación del tipo de cambio dependerá entonces de la dinámica de la balanza comercial, del diferencial de intereses con el exterior y del "riesgo – país".

En síntesis, al reconocerse explícitamente la importancia de las interacciones recogidas en la teoría del "preajuste financiero", la política considerará:

- i que la lucha contra la inflación y el desempleo obliga a estimular la producción facilitando el crédito y desestimulando la selección adversa de cartera;
- ii que respecto al crédito la efectividad de la acción política dependa del nivel de las tasa de interés;
- iii que, con relación al tipo de cambio al considerar que los capitales especulativos se mueven por diversas razones y que el manejo de la tasa de interés tiene límites para enfrentarlos, so pena de perjudicar la producción interior, a las autoridades les queda prevenir la crisis especulativa contra la divisa nacional, mediante el régimen de sustitución financiera. El condicionamiento señalado obliga a precisar el diagnóstico en cada caso concreto para desecher el falso antagonismo entre sustitución de importaciones y promoción de exportaciones;
- iv que en todas partes el circulante tiene una participación decreciente (dada la extensión del uso del crédito "dinero virtual") cuya manifestación física es el

---

<sup>19</sup>En contraste la ortodoxia (sobre la base  $p(Y^d - Y^s)_t + (M^d - M^s)_t = 0$ ) privilegia el control de la inflación asociada con restricciones en la base monetaria para que se logre un tipo de cambio estable a largo plazo. De allí que en el corto plazo considere conveniente la devaluación y la especialización en la exportaciones defendiendo la apertura externa y la flexibilización salarial; haciendo depender el empleo total de algún multiplicador de las exportaciones; sometidos así a la coyuntura internacional.

llamado “dinero plástico” o de las tarjetas bancarias, por lo cual, el dinero público nacional se limitará a servir de unidad de cuenta; y de medio de cambio para algunas transacciones al menudeo.

## 7. CONCLUSIONES

Como se desprende del análisis, los cambios en el dinero y en su uso han incidido en la estabilidad y en el dinamismo del sistema capitalista.

En efecto, el desarrollo de la banca comercial, la fuerte expansión crediticia que la acompaña y el incremento del comercio internacional hizo que para la segunda década del siglo XX el patrón oro comenzase a ser sustituido por el patrón oro cambio. Consecuentemente, la explicación teórica basada en la relación expuesta en la ecuación cuantitativa comenzó a ser insuficiente, haciendo cuestionable los corolarios relativos a la aplicación política. En dos períodos históricos: 1920 – 36 y 1945 – 60, autores con diferentes enfoques, como Bernacer (España), Keynes (Cambridge), Triffin (Yale), Heilperin (Ginebra) y Rueff (París) alertaron sobre las consecuencias de los cambios en el sistema monetario e hicieron aportes de distinta importancia a la teoría y la aplicación política.

En esencia, en el último siglo, mientras el mundo anglosajón pudo mantener superávit comercial y mantener la convertibilidad de sus monedas: libra esterlina y dólar estadounidense, éstas tuvieron aceptación universal y los sistemas financieros relacionados pudieron ofrecer tasas de interés relativamente bajas, lo cual permitió una expansión económica sostenida y convertir a dichos países en líderes del orbe capitalista.

Pero a partir de los años 60 se hizo evidente que la desigual productividad entre Europa, Japón y los Estados Unidos y la ocurrencia de otros eventos catalizadores, como el crecimiento de los gastos militares de los Estados Unidos en el exterior la colocación en la banca de depósitos originados en la OPEP (petrodólares) estimularon la migración de grandes volúmenes de capital. Técnicamente podría decirse que las pirámides crediticias subsecuentes comenzaron a crear una doble carga sobre el stock de oro retenido por los Estados Unidos, lo cual obliga a ese país a eliminar la libre convertibilidad del dólar en 1971, y a aceptar el cese de los Acuerdos de Bretón Woods en 1979 (Reunión de Jamaica) so pena de que el sistema financiero de los Estados Unidos se derrumbase.

La subsiguiente generalización de la libre flotación de los tipos de cambio (desorden monetario internacional) y la eliminación de restricciones a la modalidad de capital (1982) hizo que la política monetaria interna en cada país o manejo de la tasa de interés, se amoldase al vaivén especulativo sobre las divisas,

con consecuencias negativas para el crecimiento, pues la salvaguarda de un tipo de cambio, mediante la elevación de la tasa de interés, se convirtió en factor depresor de las economías; pues como demostramos, el equilibrio general en los países capitalistas es dependiente del preajuste financiero, lo cual hace que los precios básicos para la política económica sean el tipo de cambio y la tasa de interés.

La consecuencia política es que la regla básica de la ortodoxia económica, ajuste de la demanda, resulta aplicable sólo en el caso de que el déficit de la balanza de pago se origine en la balanza comercial (sobrecalentamiento de la economía) y no cuando se asocia en la exacerbación de la especulación financiera.

¿Cómo eliminar la actividad especulativa cuando la migración de capitales agiotistas no está restringida?

Concluimos en el análisis teórico que en las economías contemporáneas el principal uso del dinero público (base monetaria) es el de unidad de cuenta, cuya definición es el resultado de una convención social y que su monto depende en gran medida de la cobertura de la concesión de crédito (dinero endógeno)<sup>20</sup>. La lógica económica y la expresión histórica muestran que la especulación sería erradicada si el mundo capitalista aceptase regirse por un solo patrón o moneda universal como el "bancor" keynesiano. En esa circunstancia los remanentes normativos del Currency principle serían eliminados permitiendo la aplicación exclusiva de los elementos asociados al banking principle o manejo de la tasa de interés.

Mientras se alcanza el desideratum de la moneda única universal se acentuará la disminución del número de monedas nacionales, absorbidas por unas pocas de carácter regional, sustentadas en los grupos de países cuyo comercio internacional entre sí sea dominante con relación al existente con terceros. Institucionalmente las monedas regionales exigen la existencia de una autoridad única, o "banco central coordinador". Este último aspecto pareciera hacer perder autonomía a las autoridades locales; pero la autonomía monetaria de los países pequeños fue siempre una ilusión. Bajo el régimen de patrón oro tuvieron al Banco Inglaterra como autoridad internacional y al Banco de la Reserva Federal

---

<sup>20</sup> Una consecuencia que el dinero público endógeno es el incremento del riesgo sistémico bancario, pues el alto porcentaje que la compensación bancaria representa en el PIB (2 días y medio de Suiza y Japón, y 3 a 4 días en USA y Alemania: Crockett 1994) hace que sea difícil excluir del mecanismo a una institución grande, aun cuando se encuentre en situación de liquidez. Este hecho dificulta la labor de las autoridades.

de USA en ese rol, cuando, a partir de 1944 y hasta 1971, se establece el régimen de patrón oro cambio.

Cabe entonces destacar con relación a las economías medianas, que en las circunstancias actuales, aún con una balanza comercial excedente, sólo podrían practicar una política crediticia a la medida de sus necesidades cuando acepte una vinculación estable entre la moneda nacional y una divisa de uso internacional; garantizando el vínculo por la circulación irrestricta de dicha divisa. El costo de no hacerlo será sufrir los riesgos y soportar los rigores de una especulación financiera, incluida la fuga de divisas. Y contra este tipo de especulación no hay volumen suficiente de reservas, pues la banca puede inclusive financiar la compra de divisas con el encaje legal, maniatando a las autoridades financieras y cambiarias<sup>21</sup>. El fenómeno en cuestión deteriorará sostenidamente el tipo de cambio nacional.

## ANEXO 1<sup>22</sup>

### Apéndice Econométrico

#### 1.- Características de la Metodología

El contraste empírico del modelo para el caso suramericano debió enfrentar una relativa escasez de datos, lo cual incluye diferencias entre los períodos cubiertos por la información estadística en los distintos países, por lo cual se recurrió a la metodología denominada 'Datos de Panel'<sup>23</sup>, pues dicha metodología permite capturar (de existir) la heterogeneidad en el comportamiento de las variables de los diversos grupos considerados, en este caso Sur América y sus componentes: CAN y MERCOSUR.

---

<sup>21</sup> El diario El Nacional de Caracas denuncia en 1998 (p. E-1) esta acción, llegándose al extremo de tener compensaciones negativas, a pesar de estar penalizados con la tasa de hasta 60%.

<sup>22</sup> Se deja constancia de la participación de Natalia Navarro y de José Niño en la realización de los cálculos y de la labor de César González en la recolección de la data.

<sup>23</sup> En principio, la metodología, de acuerdo con Greene (1998:539), permite hacer evaluaciones empíricas (estimaciones), considerando períodos idénticos de la data (panel completo) y disímiles (panel incompleto); y éstos a su vez pueden ser tratados bajo los diferentes supuestos de dispersión del término de error.

## 2.- Periodización

En el caso del MERCOSUR se dispone de un panel completo con data anual<sup>24</sup> tomada de las Estadísticas Financieras del Fondo Monetario Internacional, para el período 1991-1998, y un panel incompleto para el período 1977-1998, que genera 28 y 58 observaciones, respectivamente. En el caso de la CAN, el panel completo cubre el período 1984-1998 y el panel incompleto el período 1979-1998, con 65 y 71 observaciones, respectivamente. El conjunto para Sur América de panel completo comprende el período 1984-1998 y el panel incompleto el período 1977-1998.

## 3.- Resultados del Contraste

Como es de importancia saber si hay diferencias significativas en el comportamiento de las tasas de interés entre los países de los conjuntos Suramérica, MERCOSUR y CAN, se realizó un contraste "F" de significancia a los efectos en grupos, que contrasta la hipótesis de que los términos constantes ( $\alpha_i$ ) sean iguales<sup>25</sup>. Un resumen de los resultados de los diferentes tests aparece en el cuadro de síntesis Nro.2:

---

<sup>24</sup> La asociación postulada debiera recoger un desfase temporal de al menos un período, pero como la data utilizada corresponde a series anuales, no se puede detectar un desfase que recoja una influencia temporal que en los mercados financieros ocurre en lapsos menores.

<sup>25</sup> El ratio "F" utilizado por el contraste es:

$$F(n-1, nT-n-K) = \frac{(R^2_u - R^2_p)/(n-1)}{(1-R^2_u)/(nT-n-K)}$$

Cuadro Síntesis Nro. 2. Contraste de Significatividad de Grupos

PANEL COMPLETO	MERCOSUR		CAN		SUR AMERICA				
	Valor Crítico al 1%	Valor Estimado	Valor Crítico al 1%	Valor Estimado	Valor Crítico al 1%	Valor Estimado			
1) Intercepto Común no ponderado Vs. 2) Fixed effects no Ponderado	4,64	1,77	Se acepta la Ho	3,66	1,04	Se acepta la Ho	2,51	1,08	Se acepta Ho
3) Intercepto común ponderado Vs. 4) Fixed effects ponderado	4,64	4,7	Se rechaza la Ho	3,66	54,05	Se rechaza la Ho	2,51	5,07	Se rechaza Ho

Nota:  $H_0 = (\alpha_{Argentina} = \alpha_{Brasil} = \alpha_{Paraguay} = \alpha_{Uruguay})$

$H_1 = (\alpha_{Argentina} \neq \alpha_{Brasil} \neq \alpha_{Paraguay} \neq \alpha_{Uruguay})$

Los resultados anteriores muestran que existen diferencias significativas entre los distintos grupos, por lo tanto, tales diferencias serán captadas a través de los términos constantes de las ecuaciones estimadas.

El mismo contraste para el panel incompleto (cuadro de síntesis Nro.3), nos permite concluir que el mejor ajuste es el obtenido con la opción de *efectos fijos ponderado con panel incompleto*, para Sur América, para el "MERCOSUR" y para la "CAN"<sup>26</sup>. En estos casos las diferencias entre los grupos se captan a través de las diferencias en el término constante, pues la pendiente permanece igual<sup>27</sup>.

<sup>26</sup> El riesgo de incurrir en regresiones espúreas fue evaluado con el estadístico Durbin-Watson.

<sup>27</sup> En análisis posteriores se realizarán estimaciones que tengan como objeto el observar si la diferencia entre los grupos pueden ser detectadas por variaciones en las pendientes ( $\beta_i$ ). Esto es, realizar el contraste de Hausman para fixed effect vs. random effect. Además se considerará la variabilidad de los parámetros en el tiempo.

Cuadro Síntesis Nro. 3. Contraste de Significatividad de Grupos

PANEL COMPLETO	MERCOSUR		CAN		SURAMERICA				
	Valor Crítico al 1%	Valor Estimado	Valor Crítico al 1%	Valor Estimado	Valor Crítico al 1%	Valor Estimado			
1) Intercepto Común no ponderado Vs. 2) Fixed effects no Ponderado	4,34	2,24	Se acepta la Ho	3,75	3,52	Se acepta la Ho	2,51	2,45	Se acepta Ho
3) Intercepto común ponderado Vs. 4) Fixed effects ponderado	4,34	6,14	Se rechaza la Ho	3,75	4,05	Se rechaza la Ho	2,51	14,70	Se rechaza Ho

Nota:  $H_0 = (\alpha_{Argentina} = \alpha_{Brasil} = \alpha_{Paraguay} = \alpha_{Uruguay})$

$H_1 = (\alpha_{Argentina} \neq \alpha_{Brasil} \neq \alpha_{Paraguay} \neq \alpha_{Uruguay})$

## ANEXO 2

## Apéndice Estadístico

## DATA SELECCIONADA: URUGUAY

Años	<i>ra</i>	<i>ch</i>	Déficit Fiscal / PIB	Déficit Fiscal (MM de US\$)	PIB (MM de US\$)
1976	62,00	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
1977	64,13	0,01	n.d.	-49	n.d.
1978	74,20	0,01	n.d.	-40	n.d.
1979	65,56	0,01	n.d.	0	n.d.
1980	66,62	0,01	n.d.	3	n.d.
1981	60,40	0,01	n.d.	-159	n.d.
1982	58,54	0,03	n.d.	-348	n.d.
1983	93,64	0,04	n.d.	-169	n.d.
1984	83,23	0,07	n.d.	-207	n.d.
1985	94,58	0,12	n.d.	-93	n.d.
1986	94,73	0,18	n.d.	-35	n.d.
1987	95,80	0,28	n.d.	-51	n.d.
1988	101,52	0,45	n.d.	-101	n.d.
1989	127,58	0,80	n.d.	-182	n.d.
1990	174,45	1,59	0,4	33	8.355
1991	152,88	2,49	1,3	131	10.041
1992	117,77	3,48	1,4	166	11.849
1993	97,33	4,42	-0,8	-110	13.807
1994	95,08	5,60	-2,5	-406	16.250
1995	99,10	7,11	-1,1	-198	18.045
1996	91,52	8,71	-1,0	-191	19.124
1997	71,55	10,04	-1,1	-217	19.764
1998	57,93	10,82	-1,0	-202	20.167
1999	53,28	11,62	-2,8	-563	20.100

Fuente: Cepal: Estudio Económico de América Latina y el Caribe y Estadísticas Financieras del FMI.

*ra*= tasa de interés activa en moneda nacional.

*ch*= Tipo de cambio nominal bancario pesos/US\$ (promedio anual).

## DATA SELECCIONADA: PARAGUAY

Años	<i>ra</i>	<i>ch</i>	Déficit Fiscal / PIB	Déficit Fiscal (MM de US\$)	PIB (MM de US\$)
1977	n.d.	126	0,6%	13	2.092
1978	n.d.	126	0,9%	24	2.560
1979	n.d.	126	1,0%	34	3.417
1980	n.d.	126	0,3%	14	4.448
1981	n.d.	126	-1,5%	-84	5.625
1982	n.d.	126	0,4%	24	5.850
1983	n.d.	126	-0,9%	-61	6.493
1984	n.d.	240	-1,9%	-85	4.460
1985	n.d.	320	-0,5%	-22	4.356
1986	n.d.	550	0,0%	1	3.334
1987	n.d.	550	0,0%	-2	4.534
1988	n.d.	550	0,7%	39	6.035
1989	n.d.	1.218	2,4%	92	3.784
1990	31,00	1.258	3,0%	158	5.265
1991	34,94	1.380	-0,2%	-12	6.249
1992	27,96	1.630	-0,5%	-32	6.446
1993	30,78	1.880	0,5%	34	6.875
1994	32,46	1.925	1,0%	78	7.826
1995	30,98	1.980	-0,3%	-27	8.982
1996	28,90	2.110	-0,8%	-77	9.601
1997	27,05	2.360	-0,2%	-19	9.555
1998	29,99	2.840	-1,5%	-128	8.555
1999	31,24	3.329	-3,5%	-296	8.462

Fuente: Cepal: Estudio Económico de América Latina y el Caribe y Estadísticas Financieras del FMI.

*ra*= tasa de interés activa en moneda nacional.

*ch*= Tipo de cambio nominal bancario guaraníes/US\$ (promedio anual).

PIB= A precios corrientes en moneda nacional.

## DATA SELECCIONADA: BRASIL

Años	ra	ch	Déficit Fiscal / PIB	Déficit Fiscal (MM de US\$)	PIB (MM de US\$)
1980	115,00	0,000000000024	n.d.	n.d.	n.d.
1981	108,00	0,000000000046	n.d.	n.d.	n.d.
1982	156,10	0,000000000092	n.d.	n.d.	n.d.
1983	154,56	0,000000000358	n.d.	n.d.	n.d.
1984	267,63	0,00000001158	n.d.	n.d.	n.d.
1985	295,42	0,000000003815	n.d.	n.d.	n.d.
1986	109,48	0,000000005416	n.d.	n.d.	n.d.
1987	401,03	0,000000026273	n.d.	n.d.	n.d.
1988	859,43	0,000000278291	n.d.	n.d.	n.d.
1989	5844,98	0,000004130180	n.d.	n.d.	n.d.
1990	9394,29	0,000064385500	-1,3%	-5.402	415.502
1991	913,47	0,000388655000	-1,4%	-5.704	407.432
1992	1560,18	0,004504550000	2,2%	8.594	390.615
1993	3293,50	0,118584000000	-0,3%	-1.322	440.531
1994	5175,24	0,846000000000	-1,4%	-7.651	546.487
1995	52,25	0,973000000000	-4,9%	-34.492	703.913
1996	26,45	1,039400000000	-3,8%	-29.448	774.945
1997	24,35	1,116400000000	-4,3%	-34.577	804.108
1998	28,00	1,208700000000	-8,0%	-62.129	776.614
1999	26,02	1,789000000000	-10,4%	-79.144	761.000

Fuente: Cepal: Estudio Económico de América Latina y el Caribe y Estadísticas Financieras del FMI.

ra= tasa de interés activa en moneda nacional.

ch= Tipo de cambio nominal bancario reales/US\$ (promedio anual). Miles de reales hasta 1992 inclusive; millones de reales desde 1993.

PIB= A. precios corrientes en moneda nacional.

## DATA SELECCIONADA: ARGENTINA

Años	ra	ch	Déficit Fiscal /		PIB
			PIB	Déficit Fiscal (MM de US\$)	
1983	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
1984	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
1985	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
1986	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
1987	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
1988	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
1989	n.d.	0,18	n.d.	-119	n.d.
1990	n.d.	0,56	-1,5%	-2.120	141.352
1991	1,00	1,00	-0,5%	-949	189.710
1992	19,11	0,99	0,6%	1.374	228.990
1993	10,31	1,00	1,2%	2.838	236.505
1994	10,06	1,00	-0,1%	-250	250.308
1995	17,85	1,00	-0,6%	-1.459	243.186
1996	10,51	1,00	-2,2%	-5.646	256.626
1997	9,24	1,00	-1,6%	-4.439	277.441
1998	10,64	1,00	-1,4%	-4.035	288.195
1999	11,04	1,00	-2,6%	-7.329	281.900

Fuente: Cepal: Estudio Económico de América Latina y el Caribe y Estadísticas Financieras del FMI.

ra= tasa de interés activa real anualizada en %

ch= Tipo de cambio nominal bancario pesos/US\$ (promedio anual).

PIB= A precios corrientes en moneda nacional.

## DATA SELECCIONADA: BOLIVIA

Años	ra	ra(\$)	rp (\$)	ch	Déficit Fiscal / PIB	Déficit Fiscal (MM US\$)	PIB (MM de US\$)
1979	27,00	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
1980	28,00	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
1981	42,50	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
1982	45,00	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
1983	56,83	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
1984	120,67	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
1985	172,15	17,8	11,20	1,69	n.d.	-698	n.d.
1986	65,78	23,01	14,97	1,92	-4,4%	-65	1.491
1987	49,41	26,73	16,33	2,21	-0,4%	-14	3.443
1988	39,79	25,67	16,74	2,47	-0,5%	-18	3.617
1989	37,27	24,34	15,69	2,98	0,5%	17	3.626
1990	41,81	23,03	14,70	3,37	0,4%	17	4.582
1991	41,15	21,51	12,93	3,72	0,3%	17	5.143
1992	45,51	19,13	11,40	4,08	0,4%	21	5.396
1993	53,88	18,46	11,19	4,45	-4,7%	-261	5.496
1994	55,57	16,46	9,89	4,70	-3,3%	-192	5.880
1995	51,02	16,86	10,36	4,91	-2,2%	-142	6.565
1996	55,97	17,64	10,13	5,17	-2,3%	-168	7.261
1997	50,05	16,48	8,32	5,35	-4,3%	-333	7.784
1998	39,41	15,66	7,96	5,63	-4,1%	-340	8.348
1999	35,37	16,03	8,78	5,98	-3,9%	-317	8.128

Fuente: Cepal: Estudio Económico de América Latina y el Caribe y Estadísticas Financieras del FMI.

ra= Tasa de interés activa en moneda nacional.

ra (\$)= Tasa de interés activa en dólares americanos.

rp (\$)= Tasa de interés pasiva en dólares americanos.

ch= Tipo de cambio nominal bancario bolivianos/US\$ (promedio anual).

## DATA SELECCIONADA: COLOMBIA

Años	ra	ch	Déficit Fiscal /		PIB
			PIB	Déficit Fiscal	
			(MM de US\$)		(MM de US\$)
1986	40,83	194,26	-1,3%	-463	34.942
1987	41,10	242,61	-0,4%	-162	36.373
1988	42,69	299,17	-1,4%	-534	39.212
1989	43,04	382,57	-3,3%	-1.305	39.540
1990	45,25	502,26	-0,7%	-326	46.674
1991	47,13	633,05	0,1%	40	48.033
1992	37,28	759,28	-2,9%	-1.471	51.411
1993	35,81	563,38	-0,6%	-584	90.755
1994	40,47	844,84	-1,5%	-1.216	79.936
1995	42,72	912,83	-2,3%	-2.125	92.503
1996	41,99	1036,69	-3,8%	-3.646	97.147
1997	34,22	1140,96	-3,7%	-3.948	106.671
1998	42,24	1426,04	-4,9%	-4.867	99.104
1999	30,41	1756,23	-5,6%	-4.851	86.594

Fuente: Cepal: Estudio Económico de América Latina y el Caribe y Estadísticas Financieras del FMI.

ra= Tasa de interés activa en moneda nacional.

ch= Tipo de cambio nominal bancario pesos/US\$ (promedio anual).

## DATA SELECCIONADA: ECUADOR

Años	<i>ra</i>	<i>ch</i>	Déficit Fiscal / PIB	Déficit Fiscal (MM de US\$)	PIB (MM de US\$)
1990	37,50	869,82	1,8%	170	9.432
1991	46,67	1.262,63	1,5%	147	9.738
1992	60,17	1.850,00	2,4%	249	10.494
1993	47,83	1.876,17	2,0%	294	14.631
1994	43,99	2.281,68	0,3%	50	15.988
1995	55,67	2.877,43	-0,9%	-146	15.988
1996	54,50	3.532,21	-0,5%	-80	17.192
1997	43,02	4.329,70	-1,5%	-269	18.255
1998	49,55	6.485,33	0,3%	58	16.564
1999	64,02	17.576,44	-4,8%	-441	9.180

Fuente: Secretaría General de la Comunidad Andina. Series Estadísticas 1990-1999.

*ra*= Tasa de interés activa en moneda nacional.

*ch*= Tipo de cambio nominal bancario sucres/US\$ (promedio anual).

Hasta 1992 corresponde al tipo de cambio del mercado de intervención. Desde 1993 corresponde al tipo de cambio del mercado libre.

PIB= millones de US\$ corrientes.

## DATA SELECCIONADA: PERU

Años	<i>ra</i>	<i>ra</i> (\$)	<i>ch</i>	Déficit Fiscal / PIB	Déficit Fiscal (MM de US\$)	PIB (MM de US\$)
1986	40,52	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
1987	35,74	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
1988	174,28	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
1989	1515,86	n.d.	0,01	n.d.	-1.132	n.d.
1990	4774,53	n.d.	0,52	-7,9%	-835	10.579
1991	751,52	n.d.	1,00	-2,2%	-596	26.686
1992	173,80	n.d.	1,63	-3,5%	-975	27.579
1993	97,37	12,10	2,16	-3,1%	-1.006	32.066
1994	53,56	9,90	2,13	2,1%	968	46.280
1995	27,16	8,80	2,33	-1,5%	-767	51.811
1996	26,07	8,90	2,59	2,6%	1.367	52.809
1997	29,96	10,00	2,72	0,6%	331	57.753
1998	30,80	11,70	3,14	-0,2%	-88	53.193
1999	30,80	15,00	3,49	2,7%	1.361	50.389

Fuente: Cepal: Estudio Económico de América Latina y el Caribe y Estadísticas Financieras del FMI.

*ra*= Tasa de interés activa en moneda nacional.

*ra* (\$)= Tasa de interés activa en dólares americanos.

*ch*= Tipo de cambio nominal bancario nuevos soles/US\$ (promedio anual).

## DATA SELECCIONADA: VENEZUELA

Años	<i>ra</i>	<i>ch</i>	Déficit Fiscal / PIB	Déficit Fiscal (MM de US\$)	PIB (MM de US\$)
1979	n.d.	4,29	1,9%	924	48.396
1980	n.d.	4,29	0,0%	26	59.220
1981	n.d.	4,29	-1,4%	-908	66.444
1982	n.d.	4,29	-4,3%	-2.952	67.856
1983	n.d.	4,30	-1,5%	-1.020	67.598
1984	9,57	7,02	3,3%	1.930	57.820
1985	9,33	7,50	5,3%	3.148	59.871
1986	8,49	8,08	-2,0%	-1.233	60.882
1987	8,47	14,50	-4,6%	-2.172	46.858
1988	8,50	14,50	-4,8%	-2.883	60.379
1989	22,50	34,68	-0,1%	-37	42.834
1990	35,53	46,90	0,0%	19	48.598
1991	37,16	56,82	2,0%	1.061	53.462
1992	41,33	68,38	-3,1%	-1.875	60.423
1993	59,90	90,83	-2,3%	-1.377	60.048
1994	54,66	148,50	-5,6%	-3.271	58.417
1995	39,74	176,84	-3,6%	-2.793	77.389
1996	39,41	417,33	1,4%	959	70.538
1997	23,69	488,64	2,2%	1.955	88.434
1998	46,35	547,56	4,0%	3.801	95.023
1999	27,82	605,72	-2,8%	-2.893	103.311

Fuente: Cepal: Estudio Económico de América Latina y el Caribe y Estadísticas Financieras del FMI.

*ra*= tasa de interés activa en moneda nacional.

*ch*= Tipo de cambio nominal bancario bolívares/US\$ (promedio anual).

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Agenor y Montiel (1996), *Development Macroeconomics*, Princenton University Press, Princenton, N. J.

- Aglietta, M. – Orlean, A. (1990), *La Globalización Financiera, La Aventure Obligée, Économica*, París.
- Alesina A., R. J. Barro (2001), "Dollarization" *American Economic Review*, Vol.91 (2): 381-85.
- Bernacer, G. (1922), *La Teoría de las Disponibilidades como Interpretación de las Crisis y del Problema Social*, [www.pintomatic.com](http://www.pintomatic.com) for licensing information, Madrid.
- Blanchard – Summers (1993), "The Stock Market Profit and Investment", *QJE*, 115 – 136.
- Bouvet, P. (1996), "Les Théoriciens Contemporains de la Monnaie Endogène: Consensus et désaccords". *L'Actualité Économique*. Montreal, Hahn y Breechling (eds.), Vol. 72, No. 4.
- Calvo, G. et al (2000), "Fear of Floating" *NBER Working Paper No. 7993*.
- Clinton, K. et al (2001), "On inflation targeting and flexible exchange rates for emerging markets countries" *Bank of Canada, International Affairs Department*.
- Coleman, A. (1999), *Economic Integration and Monetary Union*, New Zealand Treasury working Paper 99/6, Wellington.
- Corbo y otros (Editores) (1987), *Growth Oriented Adjustment Programs*. Washington, IMF – WB.
- Corckett, A. (1994), "A BIS view of the global banking issues of the 1990's", *BIS Review*, N° 75, Basilea.
- Davidson, P. (1994), *Postkeynesian Macroeconomic Theory*, Edward Elgar Aldershot.
- Davidson, P. (1997), "Are grains of sands in the wheels of international finance sufficient to do the job boulders are often required?", *The Economic Journal*, Vol.107, May (442):671-686.
- De Gregorio, J. (1993), "Saving Growth and capital Markets", MF/wp/93/31. Washington.
- Díaz – Rodríguez (1995), "Relaciones de Corto y Largo Plazo entre Variables Monetarias – Financieras y Actividad Real", *Moneda*, No. 78 – 79, Banco Central de Perú.
- Dornbusch, R (2001), "Fewer Monies, Better Monies" *American Economic Review*, Vol.91 (2):238-42.
- Edwards, S. et al (2001), *Dollarization, Inflation and Growth*, NBER Working Paper 8671, Dec.2001 [<http://www.nber.org/papers/w8671>].

- Eichengreen, B. (1995), "The Endogeneity of Exchange-Rate Regimes" Kenen, Peter (ed.) *Understanding interdependence. The Macroeconomics of the Open Economy*, Princeton University Press, New Jersey.
- Elie, B. (1990), "L'évolution du Système Financier International et son Impact dans les Années 1990", UQAM, Mimeo Montreal.
- Fernández Díaz, A. (1994), *La Economía de la Competitividad*, Mc Graw Hill, Madrid.
- Fischer, S. (2001), "Exchange Rate Regimes: is the Bipolar View Correct" Conferencia Distinguida en la *Reunión de la American Economic Association*, [www.imf.org/external/np/speeches/2001/010601a.htm], New Orleans.
- Forrester, V. (1997), *L'Horreur Economique*, Edit. Fayard, París.
- Friedman – Kuttner (1992), "Money, Income, Prices and Interest Rates", *American Economic Review*, pp. 472 – 492.
- Greene, W. (1998), *Análisis Económico*, 3ra. Ed Prentice Hall, Madrid.
- Hausmann, R. et al (1999), *Dollarization: Issues of Implementation*, BID.
- Kaufman, P. (1988), "L'inflation interprétée par le Circuit" Documents pour l'enseignement Economique et Social, CNDP, No. 73.
- Kenen, P. (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, University of Chicago Press, pp.41-60.
- Keynes, J.M. (1945), "Activities 1940-44: Shaping the Post-War World, the Clearing Union" D. Moggridge (ed.) (1980), *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol.25, London: Macmillan.
- Lane, T. et al (1992), "Currency Substitution and Cross – Border Monetary Aggregation: Evidence from the G-7", IMF, *Working Paper*, No. 81.
- Laurent, T. (1991), *La Nouvelle Économie Keynesienne n'est pas ce que l'on croit.*, I. MAD, Paris.
- Le Fort, G. (1995), "Política Monetaria, Política Cambiaria y Ancla Nominal" BCV, Seminario Internacional: *Experiencias inflacionarias en América Latina. Análisis del Caso Venezolano*, 16-17/11/95, Caracas.
- León Rojas, A. (2001), "Globalización: ¿El fin de las Monedas Nacionales?", *Nueva Economía*, Año X, Octubre (16): 107-138, Caracas.

- Levy, S. (2000a), "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.
- Levy, S. (2000b), "Sistemas Bancarios y Globalización: Experiencia Venezolana", *Revista Venezolana de Análisis de Coyuntura*, Vol. VI, No. 2, 57-84, FACES-UCV-BCV, Caracas.
- Lipietz, A. (1982), "Credit Money a Condition Permitting Inflationary Crisis", *Review of Radical Political Economic*, No. 2.
- Lown, C. (1988), "The Credit output Link versus the Money output Link: New Evidence", *Economic Review*, (Banco de la Reserva de Dallas), Nov. 1988, pp. 1 – 10.
- Lucas, R. (1990), "Why doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?".
- Mata M., L. (1999), "Essay on the New Economic Sintesis and Financial Negemony: Policy consequences", *The Current State of Economic Science*, Vol III, Editado por Shri Bhagwan Dahiya Spellbound Publi Rohtak – India.
- (2001), "An Explanation of capitalismc Crisis", *Economic Theory in the Light of Shumpeter's Scientific Heritage*, Vol. ONF, Edit. Vittorio Angelo Orati, Shiri Bhagwan Dahiya Spellbound Publi Rohtak. India.
- (2002), *Opciones Monetarias para Suramérica: Sintomatología y Tratamientos*, CENDES-CEAP, Mimeo, Caracas.
- Mckinnon, R. (1963), "Optimum Currency Areas" *American Economic Review*, Vol.53 (Sept.): 717-724.
- Mill, John Stuart [1848] (1951), *Principios de Economía Política*, 2da. Ed., FCE México.
- Mossé, E. (1997), *Les Politiques Economiques depuis 1974*, Poitiers, Edit. Suil, París.
- Mussa, M. et al (2000), *Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy*, FMI, Occasional Paper #193.
- Mundell, R. (1961), "A Theory of Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, Vol. 51 (Sept.): 657-664.
- Mundell, R. (1997a), "Updating the Agenda for Monetary Union" M. I. Blejer et. al. (eds.) *Optimum Currency Areas: New Analytical and Policy developments*. International Monetary fund, Washington.
- Mundell, R. (1997b), "Common Currencies versus Currency Areas: Currency Areas, Common Currencies and EMU" *AEA Papers Proceedings*, Vol.87(2).

Poncet – Portait (1980), *Macroéconomie Financière*, Dalloz París.

Poulon, F. (1982), *Macroéconomie Approfondie*, Edit. Cujas, París.

Quispe Misaico, Z. (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.

Ramos, J. (1989), *Política Económica Neoliberal en Países del Cono Sur de América Latina: 1974 - 1983*, F.C.E. México.

Rogalski, M. (1996), "El Fin de la Dictadura de los Mercados Financieros", *El Nacional*, P. A. – 4,27/09/1996, Caracas.

Roll, E. (1992), "La Economía y la Política: Algunas Tendencias Recientes", *El Trimestre Económico*, Vol. LIX (2), No. 239, México.

Romero Ceballos, M. (1992), "Procesos Reales y Financieros en México, Chile y Ecuador en los Años Ochenta", *Monetaria*, Enero – marzo, México.

Rose A. K., et al (2001), "National Money as a Barrier to International Trade: The Real Case for Currency Unions" *American Economic Review*, Vol.91 (2): 386-90.

Sachs, J. D. (1987), "Trade and Exchange Rate Policies in Growth – Oriented Adjustment Programs" (GOAP), Symposium GOAP, WBI/MF (Mimeo), Washigton.

Swary – TOPF (1993), *La Desregulación Financiera Global: La Banca Comercial en la Encrucijada*, F.C.E. México.

Wagner, H. (2001), *Implications of Globalization for Monetary Policy*, IMF Working Paper No. 184, Washington DC.

Williamson, J. (2000), "Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Reviving the Intermediate Option", *Policy Analyses in International Economics*, No. 60, Institute for International Economics, Washington D. C.