

La Política de Esterilización de Divisas

Una nota sobre su significado y la experiencia reciente de México

Alcides José Lasa

Si el problema del control monetario en una economía cerrada es complejo y difícil, lo es mucho más aún en una economía abierta que está sujeta a fuertes fluctuaciones en los flujos de divisas internacionales. Cada vez que el banco central adquiere o vende divisas, se expande o contrae respectivamente la base monetaria. El banco central puede evitar que los flujos de entrada y salida de reservas internacionales afecten la base monetaria estableciendo la cantidad de éstas que desea mantener como activos y absteniéndose de comprar o vender divisas. Así, el banco central aísla a la base monetaria del resultado global de la balanza de pagos; sin embargo, esto es equivalente a establecer un mercado libre de divisas y un régimen de tipo de cambio flotante. En consecuencia, los desajustes entre oferta y demanda de divisas no afectarán la base monetaria pero se reflejarán en fluctuaciones del tipo de cambio.

Si la autoridad monetaria desea evitar las fluctuaciones cambiarias podría establecer un tipo de cambio fijo o una trayectoria predeterminada del precio de la moneda externa y comprar o vender al tipo de cambio establecido todas las divisas que le ofrezcan o que le demanden. Con este régimen de tipo de cambio fijo o de trayectoria predeterminada se podrá evitar que el resultado global de la balanza de pagos provoque indeseables fluctuaciones cambiarias, pero al precio de perder el control sobre la base monetaria.

El conflicto entre los objetivos de estabilidad cambiaria y de control monetario tiene - dentro de ciertos límites- una solución en las llamadas operaciones de esterilización de divisas, o más propiamente, de esterilización del impacto monetario de la intervención del banco central en el mercado de divisas. Se trata de una operación que lleva a cabo el banco central para compensar el efecto monetario de la venta o compra de monedas extranjeras. Por ejemplo, si la autoridad monetaria intervino como comprador en el mercado de divisas para evitar una caída del tipo de cambio y por lo tanto se produjo una expansión de la liquidez, el banco central puede realizar una venta de títulos

públicos que forman parte de sus activos con lo cual resta liquidez al mercado. La operación de esterilización puede ser completa en cuyo caso la base monetaria permanece inalterada o bien puede ser parcial, de modo que la variación de la base monetaria sea una fracción de la variación del saldo de las reservas internacionales del banco central.

Estas operaciones han sido, por su magnitud, cruciales en la instrumentación de la política monetaria de México en el contexto de la política de estabilización concertada iniciada en diciembre de 1987 y a ellas se han referido con insistencia las autoridades monetarias del país. Es pertinente por lo tanto, una revisión del significado de la esterilización, de sus efectos y sus limitaciones. El objetivo de este trabajo es el de hacer una exposición sobre lo que nos parece son los aspectos más relevantes de la discusión del tema con el propósito de aportar un instrumento para una discusión posterior y más profunda de la política monetaria en México en los años recientes.

El balance del banco central.

Una inspección breve del balance del banco central es esencial para una discusión analítica del problema de la esterilización. Este balance puede ser representado de la siguiente manera:

BALANCE DEL BANCO CENTRAL

<i>DEBE</i>	<i>HABER</i>
<i>Intereses Internos Cobrados</i>	<i>Intereses externos Cobrados</i>
<i>Otros Resultados</i>	<i>Capital</i>
<i>ACTIVOS</i>	<i>PASIVOS</i>
<i>Reservas Internacionales</i>	<i>Monedas y Billetes</i>
<i>Crédito al Gobierno</i>	<i>Reservas Bancarias</i>
<i>Otros Créditos</i>	

Los rubros del balance que están por encima de la línea representan el resultado (pérdidas y ganancias) y la cuenta capital, mientras que las colocadas por debajo de la línea representan el patrimonio financiero de la institución. Los intereses externos cobrados es la remuneración por las reservas internacionales netas del banco central; los intereses internos pagados es el resultado neto de la remuneración abonada al sistema bancario por sus depósitos menos los intereses recibidos del sector privado y del gobierno por el crédito otorgado. Dentro de "Otros Resultados" se incluyen (con signo negativo) las ganancias que obtiene el banco central cuando el valor en pesos de las reservas internacionales aumenta como consecuencia de una elevación del tipo de cambio, sin que ello implique aumento alguno de los pasivos monetarios del banco. Todas las cuentas son en términos netos y por el principio contable usual la suma del activo debe ser igual a la suma del pasivo. Una presentación ligeramente distinta de la hoja de balance es la siguiente:

BASE MONETARIA

FUENTES	USOS
Reservas Internacionales	Monedas y Billetes
Crédito al Gobierno	Reservas Bancarias
Otros Créditos	
Posición Neta de Otros Conceptos	

Donde hemos sintetizado la información contenida en los rubros por encima de la línea en un rubro llamado Posición neta de Otros Conceptos. Al balance del banco central así presentado también se le denomina Base Monetaria, según sus fuentes o según sus usos, cuando se refiere a los rubros del activo o del pasivo respectivamente.

Las operaciones de esterilización deben reflejarse con claridad en la hoja de balance del banco central. Supongamos que debido a un buen desempeño de las exportaciones del

país se produce un ingreso importante de reservas internacionales. Suponiendo que los particulares no mantienen divisas en sus activos, ellos se las venderán al banco central al tipo de cambio establecido. En la hoja de balance de esta institución se apreciará una variación positiva de las reservas internacionales junto con una variación del mismo signo de monedas y billetes y por lo tanto un aumento de la base monetaria. En ausencia de otras medidas y/o cambios en el comportamiento del público, la variación de la base monetaria tendrá un impacto del mismo signo en el resto de los agregados monetarios como M1, M2, etc. El banco central habrá inyectado liquidez a la economía.

Si el gobierno desea controlar la base y demás agregados monetarios y no desea tal expansión, puede llevar a cabo una operación de signo opuesto que reste la liquidez inyectada por la adquisición de reservas internacionales. Por ejemplo, si dentro de los créditos que el banco central ha concedido al gobierno se encuentran bonos gubernamentales para los cuales existe un mercado activo, el banco central puede venderle bonos al público a cambio de billetes en lo que se conoce como operación de mercado abierto por una cantidad equivalente al monto de divisas compradas, quitando de esa manera la liquidez generada en la operación original. En esta operación el banco central reduce el crédito al gobierno, pasándoselo al sector privado. Alternativamente, el banco central puede crear sus propios títulos para vendérselos a los particulares, reduciendo de esa forma el crédito al sector privado.

Así, la base monetaria luego de las dos operaciones permanecerá sin cambio con relación a la posición inicial previa a la compra de divisas y el impacto monetario de la compra de éstas se habrá esterilizado; sin embargo, se observará un cambio en la composición de la base según sus fuentes al aumentar las reservas internacionales y disminuir el crédito al gobierno (o al sector privado). Naturalmente, si la primera operación es una venta de divisas por parte del banco central y la consiguiente pérdida de liquidez en el mercado, la esterilización consiste en comprarle bonos al público para mantener la base monetaria sin cambio y devolverle la liquidez a la economía.

La esterilización como intercambio de deudas.

Las reservas internacionales que el banco central del país en cuestión mantiene en sus activos no es otra cosa que monedas y billetes emitidos por bancos centrales de otros países así como depósitos a favor del banco central en el extranjero. En otras palabras,

el mantenimiento de reservas internacionales implica un financiamiento del país que las acumula hacia los países emisores de las divisas y depósitos. Este financiamiento no es gratuito, el banco central percibe una remuneración aproximadamente equivalente al costo de captación de algún gran centro financiero internacional. Cuando existe un excedente comercial del país con el resto del mundo y es pagado con divisas internacionales, la acumulación de éstas en los activos de la banca central implica que el país está financiando al resto del mundo su déficit comercial (nuestro superávit). Si es un superávit en la cuenta de capitales de la balanza de pagos lo que origina la entrada de reservas internacionales, su acumulación por parte del banco central implica que se está devolviendo al exterior bajo otra modalidad crediticia el financiamiento recibido. Si por otra parte pensamos que la deuda externa neta del país es igual al saldo de los créditos recibidos menos el saldo de los créditos otorgados, la acumulación de divisas implica una reducción de la deuda externa del país.

En la decisión de esterilización hay por lo tanto un doble intercambio de deudas. Cuando el banco central compra las divisas a cambio de billetes de su emisión, se está reduciendo la deuda externa (más exactamente la deuda en moneda extranjera) e incrementando la deuda interna (en moneda nacional). Cuando el banco central, en su afán por mantener el control sobre la base y otros agregados monetarios, le vende al público títulos del gobierno y recupera los billetes emitidos, cambia una deuda en moneda nacional que no paga interés, por otra deuda interna de carácter no monetario, que sí paga interés. Al final de ambas operaciones tenemos que el gobierno (o el banco central) redujo su deuda en divisas con el consiguiente ahorro en intereses netos al exterior (en moneda extranjera) y aumentó su deuda en pesos por lo cual aumentará también su pago en intereses internos (en moneda nacional).

Nótese, finalmente, que las operaciones de esterilización, cuando son completas, deberían reflejarse en una constancia de la base monetaria con un cambio en la composición de los activos de la misma: cuando las reservas internacionales aumentan, el crédito interno del banco central (al gobierno o al sector privado) disminuye y viceversa.

Otros objetivos de la esterilización.

Ya hemos visto que uno de los objetivos de la esterilización es el de mantener bajo control la base monetaria al mismo tiempo que se evita fluctuaciones indeseadas en el tipo de cambio. Pero las estrategias de política económica pueden utilizar la esterilización con otras finalidades de más largo alcance. Si el impacto de un fuerte influjo de divisas sobre la liquidez no se esteriliza, el resultado macroeconómico inmediato más probable es una baja en la tasa de interés local y una expansión de la demanda agregada. La disminución de la tasa de interés interna disminuye la rentabilidad de las inversiones financieras en moneda nacional respecto a las denominadas en moneda extranjera lo cual afecta negativamente la cuenta de capital de la balanza de pagos. Por su parte, la expansión de la demanda agregada tendrá como resultado un aumento del déficit comercial (o una reducción del superávit). La probable apreciación real de la moneda nacional en un régimen de tipo de cambio fijo acentúa el efecto negativo sobre la balanza comercial. En suma, el influjo de divisas no esterilizado tiende a revertirse vía la balanza en cuenta corriente y de capitales. Así, el control de la base monetaria mediante operaciones de esterilización es un instrumento para impedir esa reversión de los flujos de divisas.

El propósito final de la tenencia de un apreciable volumen de reservas internacionales en los activos del banco central puede ser también el de influir sobre la confianza del público en la solidez del tipo de cambio, exhibiendo este "colchón" de reservas internacionales como una garantía de que eventuales y transitorias salidas de divisas no perturbarán la política cambiaria. Un ejemplo en esta línea es el caso de los países con una historia de elevada inflación, cuando ésta tiene un componente inercial y se ha desarrollado una "dolarización" de la economía. En estos casos se recomienda un programa de estabilización con un componente heterodoxo consistente en el amarre del nivel general de precios a ciertos precios nominales claves que deberán mantenerse fijos o en una trayectoria suavemente ascendente. El precio nominal del dólar respecto a la moneda local es el principal de esos precios claves. En el período previo a la implantación de este tipo de programa las autoridades económicas deberán perseguir una acumulación suficiente de reservas internacionales -es decir una política de esterilización de divisas- con miras a lograr la credibilidad en el tipo de cambio a establecer en el programa. Normalmente, el tipo de cambio será elevado antes del inicio del plan, con lo cual se producirá una disminución en el valor real de la deuda en pesos del banco central y el gobierno debido al impacto inflacionario de la devaluación. La

política de esterilización y la posterior devaluación habrán contribuido a que el nuevo plan inicie con una mejor situación fiscal.

Costos e inconveniencias de la esterilización.

El principal costo de la acumulación esterilizada de reservas internacionales es lo que se conoce como el déficit "cuasifiscal" del banco central. Este consiste en las pérdidas que sufre el banco central en sus operaciones financieras, semejantes por su naturaleza a otros gastos del gobierno. Ya vimos que una acumulación esterilizada de divisas implica una reducción de la deuda externa neta a cambio de un aumento de la deuda interna no monetaria. El banco central tiene un ingreso por los intereses cobrados en moneda extranjera sobre las reservas internacionales, al tiempo que debe pagar intereses en moneda nacional a los tenedores de sus propios títulos o bien deja de percibir intereses por los bonos del gobierno que transfirió al sector privado a cambio del circulante. Ahora bien, una de las razones de afluencia de divisas a un país es la existencia de un diferencial positivo entre la tasa de interés de este país -descontando la devaluación anticipada- y el rendimiento de las inversiones en los grandes centros financieros del mundo. Así, casi por definición, las operaciones de esterilización de entradas de divisas producirán una pérdida en las cuentas del banco central debido al superior costo del endeudamiento interno con relación a los intereses adicionales obtenidos por la acumulación de reservas.

El diferencial de rendimientos interno e internacional tiende a ensancharse cuanto mayor sea el flujo de divisas esterilizados como resultado de la mayor necesidad de colocación de títulos públicos; de este modo, el mercado de dinero resulta aún más atractivo para los flujos financieros internacionales y los agentes económicos con acceso al mercado crediticio externo encontrarán ventajoso endeudarse con el exterior y el problema se reproduce indefinidamente.

Cuando el banco central del país ha acumulado una gran cantidad de reservas internacionales y el público un cuantioso volumen de deuda pública denominada en moneda local y sin cláusula de indización alguna, la autoridad monetaria tendrá un fuerte incentivo para producir una macrodevaluación y reducir una gran parte del valor real de esa deuda. Este es un camino para el "saneamiento" de las finanzas públicas mediante el proceso inflacionario. Sin embargo, si el público advierte esta posibilidad,

la tasa de interés de los títulos públicos debería incluir un enorme premio por el riesgo y rápidamente la política económica se puede desbaratar por la falta de credibilidad.

Otro inconveniente de la esterilización es que la acumulación de divisas puede afectar innecesariamente la inversión productiva y por la tanto el crecimiento económico del país. Podemos ver esto recurriendo a las identidades contables básicas del ingreso y el producto. Si hacemos:

$$(1) Y \equiv C + I + (X - M)$$

puesto que por la identidad de la cuentas de la balanza de pagos se tiene que:

$$(2) (M - X) \equiv CRX - \Delta RI$$

donde: CRX = Crédito recibido del exterior = saldo positivo de la cuenta de capital; Δ
RI = Variación de reservas internacionales

Sustituyendo la (2) en la (1) y haciendo $S \equiv Y - C$, nos queda

$$(3) I \equiv S + CRX - \Delta RI$$

en la que vemos que, dado todo lo demás, la inversión es menor cuanto mayor sea acumulación de reservas internacionales. Si además suponemos que existe una relación positiva entre la inversión y el crecimiento económico, la acumulación de reservas conspira contra el crecimiento. La explicación intuitiva del resultado es muy sencilla: la inversión se financia con ahorro interno y ahorro externo, siendo este último igual a los créditos recibidos del exterior menos el crédito otorgado al extranjero, es decir, la acumulación de reservas internacionales.

Es posible la esterilización?

Si en el mercado financiero del país en cuestión no hay obstáculos a la libre movilidad de los capitales y si éstos responden con gran celeridad a los diferenciales de rendimientos internos y externos, la autoridad monetaria pierde el control de la base monetaria y las operaciones de esterilización resultan prácticamente imposibles.

Supongamos que el banco central trata de esterilizar una salida de divisas incrementando el crédito interno (una compra de títulos en el mercado). Esta operación

provocará una tendencia descendente de la tasa de interés que estimulará a su vez una salida adicional de reservas internacionales debido a que se vuelven más atractivos los activos financieros denominados en moneda extranjera; si se trata nuevamente de esterilizar esta salida, habrá una nueva baja en la tasa de interés local y mayores salidas de divisas, hasta que éstas se agotan y no queda más alternativa que la devaluación. Cuando el banco central trata de esterilizar el impacto monetario de una entrada de divisas disminuyendo el crédito interno (vendiendo parte de sus activos en títulos públicos), la presión ascendente sobre la tasa de interés local inducirá un ingreso adicional de divisas que neutraliza en la base monetaria la disminución del crédito interno. La continuación del proceso de esterilización puede llevar su costo "cuasifiscal" hasta límites insostenibles.

Así, si hay libre movilidad del capital y los mercados financieros están muy integrados, los instrumentos financieros denominados en moneda nacional y los denominados en moneda extranjera se comportan como muy buenos sustitutos entre sí. Cualquier pequeña diferencia entre los rendimientos de ambos instrumentos origina movimientos cuantiosos de capitales que tiende anular tal discrepancia. En estas condiciones, la tasa de interés local no podrá ser diferente de la tasa externa y cualquier variación del crédito interno del banco central tendrá como respuesta un movimiento de signo contrario por parte de las reservas internacionales. Cuanto más alta sea la sustituibilidad entre los instrumentos financieros internos y externos menor es la factibilidad de las operaciones de esterilización.

Nótese que en el caso de fuerte sustituibilidad, se apreciará en las fuentes de la base monetaria movimientos compensatorios entre el crédito interno y la acumulación de reservas internacionales. Cuando el primero disminuye el segundo aumenta y viceversa.

El deslinde entre esterilización y neutralización.

Es una situación curiosa que un mismo fenómeno observado - los movimientos compensatorios entre el crédito interno y los activos internacionales- puede ser explicado por dos enfoques teóricos rivales. En efecto, mientras que por un lado podría argumentarse que tales movimientos son el resultado de una activa y exitosa política de esterilización de divisas seguida por la autoridad monetaria, por el otro, podría sostenerse que son la consecuencia de la incapacidad del banco central para llevar a

cabo una política monetaria independiente en un mundo de mercados financieros integrados e instrumentos con elevada sustituibilidad, debido a que los flujos de divisas neutralizan los intentos de la autoridad monetaria.

Es claro entonces, que encontrar en la base monetaria variaciones semejantes y de signo contrario entre reservas internacionales y crédito interno no es una prueba a favor, en principio, de ninguna de estas hipótesis teóricas. En la realidad es probable que ambos factores -políticas de esterilización y flujos neutralizantes- se produzcan simultáneamente. De aquí la importancia de utilizar una técnica econométrica adecuada si se quiere verificar alguna de las hipótesis teóricas rivales.

Según Cumby y Obstfeld (1983) existen dos enfoques econométricos básicos: el de la "forma reducida" y el "estructural". Estos autores utilizaron el último de los enfoques para verificar en el caso de México la presencia de flujos de capitales neutralizadores, suponiendo la presencia de una política de esterilización por parte del Banco de México. El estudio cubrió los años 1970 a 1980 con datos trimestrales y sus resultados principales fueron: (1) Estadísticamente no se puede rechazar la hipótesis de que el Banco de México siguió una política sistemática de esterilización. Esto es especialmente significativo en la segunda mitad de ese período (1976-1979); (2) los flujos de reserva neutralizaron un porcentaje de entre el 30-50% de los aumentos del crédito interno durante el período. Es decir, el estudio concluye que el Banco de México sí tuvo capacidad para llevar una política monetaria independiente en el corto plazo, aunque limitada por una cierta respuesta compensadora de flujos de divisas. Los autores interpretan los sucesos de fugas de capital y posterior devaluación de los años 1976 y 1982 como evidencia de que, considerando un plazo suficientemente largo, el Banco de México no puede llevar a cabo una política monetaria independiente de los eventos monetarios internacionales.

Un estudio de Ortiz y Solís (1981) da cuenta también de la capacidad de las autoridades para aislar parcialmente la política monetaria de los flujos especulativos de capital en la década de los años setenta, no obstante que en ese lapso hay un aumento de la "dolarización" de la economía. Estos autores atribuyen gran importancia como factor explicativo a la existencia en el sistema financiero mexicano de las cuentas bancarias denominadas en dólares (los famosos mexdólares) y las medidas adoptadas especialmente desde 1977 para hacerlas más competitivas. Estas cuentas actuaban como

un elemento "amortiguador" que a la vez que permitía a los inversionistas financieros diversificar sus carteras por monedas, no repercutía en salida o entrada de reservas internacionales y por lo tanto no afectaban mayormente la base monetaria y su control.

Comentario final: la reciente política monetaria en México.

En los últimos dos años, 1991 y 1992, se han registrado voluminosas entradas de capitales del exterior que han producido en ese período un saldo positivo en la cuenta de capitales cercano a los 50,000 millones de dólares. Puesto que la política de estabilización vigente se apoya fuertemente en un deslizamiento muy suave del tipo de cambio como mecanismo antiinflacionario, el banco central está obligado a comprar todas las divisas que se le ofrezcan al precio predeterminado. Ante estos hechos, las autoridades monetarias se enfrentan a un dilema:

(1) Si se monetiza todo el excedente de divisas (no se esteriliza en absoluto) y se permite el crecimiento pleno de la base monetaria, se produciría una disminución de la tasa de interés y un aumento en la demanda agregada de bienes y servicios. Una parte de este aumento se traduciría en mayores compras de bienes importados y exportables con lo cual se eliminaría parte del excedente vía un mayor déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos. Presumiblemente, estas mayores compras no afectaría la tasa de inflación debido a que el precio de estos bienes está amarrado al tipo de cambio. Otra parte del excedente de la demanda, se desbordaría hacia los bienes y servicios no comerciables internacionalmente -los que no enfrentan la competencia externa- como vivienda, servicios educativos y de salud, etc. Se puede presumir también que en el corto plazo estos servicios tienen una oferta relativamente rígida, por lo cual se daría una presión ascendente sobre el nivel de precios. En otras palabras, la no esterilización implica la pérdida del control de los agregados monetarios y del nivel de precios.

Por otra parte, el mantenimiento de un nivel escaso de reservas internacionales podría ser interpretado como un signo de riesgo para las inversiones en pesos y provocar la paralización y hasta reversión de los flujos de capitales.

(2) Si hay una esterilización completa (no se monetiza en absoluto), significaría como ya vimos, que el banco central compra pasivos emitidos por el extranjero, esto es, le otorga un financiamiento al exterior. Si el origen del exceso de divisas fue una entrada

de capital, la esterilización completa significa una reexportación del financiamiento recibido a la tasa de captación internacional. Por un lado, esto implica que el financiamiento externo no se aprovecha para la inversión productiva. Por el otro, puesto que, casi por definición, la tasa de interés interna es mayor que la internacional (ambas medidas en una unidad monetaria común), y dado que la esterilización implica aumentar aún más este diferencial, el costo de la esterilización en pesos para la banca central puede llegar a ser muy oneroso. Si el público interpreta esta situación como un indicio de que la política monetaria, especialmente el tipo de cambio comprometido, se va a modificar para aprovechar la situación de un cuantioso activo en dólares y un cuantioso pasivo en moneda local sin cláusula de indización, la tasa de interés puede alcanzar niveles muy elevados y comprometer el conjunto de la política estabilizadora.

Frente a este dilema, las autoridades monetarias optaron por el camino intermedio, la esterilización parcial, que les permite elegir una combinación de control monetario y de tasas de interés. En este sentido, el ensanchamiento de la banda de fluctuación del tipo de cambio para las operaciones de mayoreo que viene dándose desde el 11 de noviembre de 1991, le proporciona un mayor grado de libertad al banco central para escoger el tamaño de la esterilización. A partir de esa fecha se mantiene fijo el tipo de cambio de compra (el "piso" cambiario) del dólar mientras que el tipo de cambio de venta (el "techo") comenzó un deslizamiento de 20 centavos diarios en promedio. En octubre de 1992 el techo aumentó su deslizamiento a 40 centavos diarios (en pesos viejos) sin modificación del piso cambiario. Al permitir que el tipo de cambio pueda moverse libremente dentro de esta banda que está creciendo, el banco central está en condiciones de decidir sus operaciones de intervención en el mercado de cambios y de esterilización de las mismas, escogiendo combinaciones de control monetario, tasa de interés e incluso de tipo de cambio dentro de esta banda de fluctuación.

BIBLIOGRAFIA

Blejer, Mario I. (1979), "On Causality and the Monetary Approach to the Balance of Payments. The European Experience", *European Economic Review*, 12, pp. 289-296.

Calvo, Guillermo, (1991), "The Perils of Sterilization", *IMF Staff Papers*, Vol. 38, N° 4, Diciembre, pp. 921-926.

Cumby, Robert E. y Maurice Obstfeld(1983),"Capital Mobility and the Scope for Sterilization: Mexico in the 1970s. En Aspe Armella, Dornbusch y Obstfeld (eds), Financial Policies and the World Capital Market: The Problem of Latin American Countries, The University of Chicago Press, pp.245-276.

Mancera, Miguel (1992), "La política monetaria en el contexto de un flujo amplio de capitales procedentes del exterior", Boletín del CEMLA, Julio-agosto, pp. S40-S43.

Ortiz, Guillermo y Leopoldo Solís (1981), "Currency Substitution and Monetary Independence. The Case of Mexico". En Cooper R. et al (eds), The International Monetary System Under Flexible Exchange Rates: Global, Regional and National, Cambridge.