Modelos monetarios y control de la inflación en las economías de mercado emergentes*

Valpy FitzGerald
Universidad de Oxford

Resumen. Este artículo amplía y modifica la crítica keynesiana del control de la inflación con referencia a las políticas de estabilización en las economías de mercado emergentes. El «Marco Básico de Planificación Monetaria» del FMI para países en desarrollo emplea el endeudamiento público y los tipos de cambio como instrumentos de política económica para alcanzar objetivos específicos de inflación y de balanza de pagos. En primer lugar, este artículo adapta este modelo estándar con el objeto de incluir flujos de capital a corto plazo y tipos de cambio flotantes surgidos como consecuencia de liberalizaciones financieras. De este modo, se demuestran las consecuencias macroeconómicas que para las economías de mercado emergentes tienen el énfasis actual del Fondo en el control de la inflación y el uso de un único instrumento de política monetaria (el tipo de interés, combinado con rígidas «reglas» fiscales y de reservas). En segundo lugar, se revisa la crítica estructuralista de los efectos negativos del control de la inflación sobre la utilización de la capacidad productiva y la competitividad comercial, argumentando a favor de una política monetaria contra-cíclica en respuesta a los *shocks* externos. Asimismo, se presenta un modelo alternativo –dentro de un marco macroeconómico comparable al del FMI– con el objeto de demostrar rigurosamente los defectos de las políticas de control de inflación. Finalmente, se muestra que una política macroeconómica de estabilización basada en el control de los tipos de cambio reales, la regulación del crédito bancario y una postura fiscal activa resulta más eficaz en la promoción del crecimiento y la inversión.

Palabras clave. Planificación financiera, modelos post-keynesianos, política monetaria, macroeconomía de economías abiertas, mercados emergentes.

Clasificación JEL. C610, E120, E520, F410, O230.

Abstract. This paper extends and modifies the Keynesian critique of inflation targeting with reference to stabilisation policy in emerging market economies. The IMF «Basic Monetary Programming Framework» for developing countries uses government borrowing and the exchange rate as policy instruments in order to achieve specific inflation and balance of payments targets. This paper first adapts this standard model in order to include short-term capital flows and the floating exchange rate arising from financial liberalisation. In this way, the macroeconomic consequences of the current Fund focus on inflation targeting and the use of a single monetary policy instrument (the interest rate, combined with rigid fiscal and reserve «rules») in emerging market economies can be demonstrated. Second, the paper encompasses the structuralist critique of the negative effect of inflation targeting on capacity utilisation and trade competitiveness, leading to an argument for counter-cyclical monetary policy in response to external shocks. An alternative model is constructed within a comparable macroeconomic framework to that of the IMF in order to permit the shortcomings of inflation targeting to be rigorously demonstrated. A macroeconomic stabilisation policy based on real exchange rate targeting, bank credit regulation and an active fiscal stance is shown be more effective in supporting growth and investment.

Key words. Financial programming, post-keynesian models, monetary policy, open economy macroeconomics, emerging markets.

JEL classification. C610, E120, E520, F410, O230.

* Original: "Monetary Models and Inflation Targeting in Emerging Market Economies". Traducción: Sergio Tezanos Vázquez.

1. Introducción

Tal y como señala Mankiw (2003) en una investigación reciente sobre la economía monetaria, mientras que el enfoque tradicional de la política monetaria ha confiado en la reducción de la inflación a través de la depresión del producto nacional (y del empleo) –como establece la curva de Philips–, esta disyuntiva parece haber sido superada en las economías avanzadas mediante la reforma de los mercados de trabajo, que han permitido la coexistencia de bajas tasas de inflación y desempleo[1]. Los estudios modernos llegan en la actualidad a una conclusión similar, aunque a través de un camino diferente –el de los *shocks* monetarios independientes e impredecibles–. En cierto modo, el enfoque moderno de la economía monetaria en las economías de mercado emergentes es similar, aunque en este caso considera los *shocks* que afectan a los mercados financieros internacionales del mundo abierto en desarrollo: por lo tanto, el tipo de cambio adquiere una importancia mucho mayor que la que indicaban los manuales de teoría monetaria[2]. Además, la curva de Philips nunca ha constituido un modelo explicativo convincente de la inflación en los países en desarrollo, debido a la importancia del desempleo encubierto. No obstante, el Fondo sostiene con fuerza la idea[3] de que la discrecionalidad monetaria de los bancos centrales es inherentemente inflacionaria[4] y, por ello, impone reglas monetarias obligatorias a los Gobiernos de las economías de mercado emergentes como requisito para la ayuda financiera oficial.

Se entiende que la «Nueva Política Monetaria» (NPM) incluye: un objetivo numérico y oficial de inflación, el ejercicio de la política monetaria a través de los tipos de interés, la presencia de un banco central independiente y la no existencia de otros objetivos de política monetaria (Arestis y Sawyer, 2003). De este modo, la regla de política monetaria que hace que el tipo de interés sea sensible a los *shocks* inflacionistas reemplaza, en efecto, a la curva LM tradicional; y el ajuste inter-temporal en el gasto de los agentes representativos reemplaza a la curva IS tradicional. Un aspecto clave de la NPM es la confianza en la credibilidad del banco central para obtener la respuesta requerida del sector privado a la política oficial. No obstante, se ha criticado que el uso de un anclaje nominal no estabiliza el PIB, debido a los efectos asimétricos que ejercen los tipos de interés (que actúan sobre los *stocks* de activos más que sobre los flujos de gastos), sugiriéndose la necesidad de combinar una política fiscal activa con una política monetaria activa, en vez de confiar en una única regla-instrumento de carácter obligatorio. Además, se cuestiona que la transparencia pueda

---

1 La inercia de la inflación continúa siendo un misterio teórico. Conviene tener presente que existe una larga tradición de análisis y de intento de control de la inercia inflacionista en los mercados emergentes, aunque este aspecto no se discute en este artículo (véase Agenor y Montiel, 1999).

2 Basados implícitamente en EEUU pero por implicación aplicables a la Eurozona, aunque no a Reino Unido –que es actualmente una «economía pequeña abierta».

3 Solamente «algunos economistas», en opinión de Mankiw *op. cit.*

4 Éste es, por supuesto, un argumento *institucional* y no económico: «los encargados de la política monetaria afirman a menudo que su objetivo es la estabilidad de precios, pero una vez conformadas las expectativas se ven tentados a renunciar a este propósito y a aprovecharse de la disyuntiva a corto plazo entre inflación y desempleo. La única manera de evitar esta contradicción temporal, se argumenta, es que el banco central se compromete con el cumplimiento de una regla de política económica» (*op. cit.*, pág. 4).

ejercer sobre las expectativas el sólido efecto que la NPM asume –a la vez que ignora el lado de los costes de la inflación–. Por encima de todo, cualquier modelo monetario debe considerar explícitamente el «canal de crédito» por el que se produce la transmisión monetaria.

Este artículo amplía y modifica esta crítica, centrándose en las políticas de estabilización aplicables a las economías pequeñas abiertas, en general, y a las economías de mercado emergentes, en particular. En la sección 2 se considera el «Marco Básico de Planificación Monetaria» del FMI –aun aplicado a los países en desarrollo de renta baja sin mercados de capital–, que emplea el endeudamiento público y el tipo de cambio como políticas instrumentales para alcanzar objetivos concretos de inflación y de balanza de pagos. Para ello se sigue el marco establecido por el FMI (1987) –marco esencial que será utilizado en el resto del artículo–. Posteriormente, se adapta el modelo estándar para incluir los flujos de capital a corto plazo y los tipos de cambio flotantes surgidos de las liberalizaciones financieras. De este modo, se demuestran las consecuencias macroeconómicas que tienen para las economías emergentes el énfasis actual del FMI en el control de la inflación y el uso de un único instrumento monetario (el tipo de interés, combinado con rígidas «reglas» fiscales y de reservas).

Posteriormente, revisamos en la sección 3 la crítica estructuralista –proveniente particularmente de América Latina– del efecto negativo que ejerce el objetivo de la inflación sobre la utilización de la capacidad productiva y la competitividad comercial, en general, y la necesidad de establecer políticas monetarias anti-cíclicas en respuesta a los *shocks* externos, en particular. De este modo, construimos un modelo «estructuralista» alternativo, con un marco macroeconómico similar al del modelo de control de la inflación del FMI, que permite una comparación rigurosa de sus implicaciones. En este sentido, mostramos que una política macroeconómica de estabilización que establezca como objetivos los tipos de cambio reales, la regulación de los créditos bancarios y una postura fiscal activa, resulta más eficaz en la promoción del crecimiento y la inversión que cualquiera de los modelos del FMI. La sección 4 concluye sugiriendo que las críticas que pueden formularse desde la perspectiva de las economías emergentes en torno al control de la inflación son muy diferentes a aquéllas vertidas desde la óptica de las economías industrializadas, principalmente porque la balanza de pagos reemplaza la NAIRU como principal restricción macroeconómica.

2. Los dos modelos de política monetaria, estabilidad macroeconómica y control de la inflación del FMI

El control de la inflación en el modelo canónico del FMI

El modelo monetario canónico del FMI deriva de un «enfoque de absorción» explícitamente keynesiano, iniciado por Polak (1957)[5] e íntimamente relacionado con el «en-

[5] La balanza por cuenta corriente *(CAB)* viene dada por la diferencia entre el producto doméstico *(Y)* y la «absorción doméstica» *(A)* –la suma del consumo privado *(C)*, el gasto del Gobierno *(G)* y la inversión *(I)*:

$$Y+M \equiv C+G+I+X$$

$$CAB \equiv X-M \equiv Y-[C+G+I] \equiv Y-A$$

foque monetario de la balanza de pagos» (véase FMI, 1987). Se conoce como el «Marco Básico de Planificación Monetaria», que ha sido utilizado, por lo menos, desde la década de los años setenta (cuando el FMI empezó a trabajar sistemáticamente con los países en desarrollo) y sigue siendo ampliamente utilizado en las misiones del FMI –aunque, principalmente, con los países más pobres sin mercados domésticos de capitales o no integrados en los mercados financieros mundiales– (Agenor, 2000; y Agenor y Montiel, 1999 –especialmente, el capítulo 13).

Este modelo (siguiendo al FMI, 1987) se construye de la siguiente manera: consta de cuatro variables endógenas, dos objetivos (reservas –que reflejan la solvencia de la balanza de pagos– e inflación) y dos instrumentos de política económica: la tasa de cambio nominal y el PSBR[6]. Nótese que se asume que tanto el producto en términos reales *(Q)* como las exportaciones *(X)* son fijos en el corto plazo, y que el tipo de cambio *(E)* lo fija y gestiona el banco central.

- Variables exógenas: PIB real *(Q)*, exportaciones *(X)*, pasivos extranjeros *(F)*, nivel inicial de precios (P_{-1})
- Variables endógenas: PIB nominal *(Y)*, activos financieros domésticos privados –es decir, depósitos bancarios– *(B)*, pasivos domésticos privados –es decir, préstamos bancarios– *(H)*, importaciones *(M)*
- Instrumentos de política económica: tipo de cambio nominal *(E)*, pasivos domésticos del Gobierno *(D)* –donde un cambio $(\dot{D})$ refleja el déficit fiscal financiado mediante préstamos bancarios (es decir, el PSBR)
- Objetivos: cambios en las reservas $(\dot{R})$, inflación $(\dot{P})$
- Parámetros: inversa de la velocidad de circulación del dinero *(v)*, coeficiente de demanda de créditos $(\hat{E})$, coeficiente nominal de importación *(m)*

Existen cuatro definiciones (igualdades) de las cuentas nacionales. Para la renta nominal y la inflación:

$$Y \equiv Q \cdot P \qquad [1]$$
$$P \equiv P_{-1} + \dot{P} \qquad [2]$$

La renta agregada *nominal* depende del nivel doméstico de precios *(P)* y del producto real *(Q);* mientras que el saldo en moneda nacional resultante de la balanza por cuenta corriente en dólares *(B)* depende de la tasa de cambio nominal *(E)*

$$B \cdot E \equiv Y - A$$
$$Y \equiv Q \cdot P$$
$$B \equiv (Q \cdot P - A)/E$$

El «enfoque de absorción» asume que el producto *(Q)* viene dado en el corto plazo; luego para un objetivo dado del nivel de precios *(P)*, el desequilibrio de la balanza de pagos *(B)* se controla *tanto* cambiando el nivel de absorción nominal a través de una de las categorías agregadas de gasto (por ejemplo, recortes del gasto gubernamental), *como* variándolas todas ellas proporcionalmente en términos reales a través de una alteración en la tasa de cambio (por ejemplo, una devaluación). Nótese que el efecto de la devaluación se produce a través del efecto *renta* en la demanda agregada, no a través del cambio *relativo* de *precios* como tal.

6 Del inglés, *Public Sector Borrowing Requirement* (necesidades de endeudamiento del sector público).

para la balanza de pagos en las cuentas corriente y de capital:

$$X - M \equiv \dot{R} - F\dot{L} \qquad [3]$$

y el equilibrio doméstico monetario:

$$ER + B \equiv D + H \qquad [4]$$

Las ecuaciones (identidades) de comportamiento son como sigue: la demanda de dinero del sector privado (es decir, la demanda de depósitos en el sistema bancario) es:

$$B = \nu Y \qquad [5]$$

y la demanda de crédito del sector privado al sistema bancario es:

$$H = \phi Y \qquad [6]$$

finalmente, la demanda de importaciones (en precios locales) viene dada por:

$$M \cdot E = mY \qquad [7]$$

De este modo, tenemos un sistema de siete ecuaciones con siete variables (cinco variables endógenas y dos objetivos), que satisface la Ley de Walras; asimismo, tenemos dos objetivos y dos instrumentos, luego también se satisface el Principio de Tinbergen. El modelo es, por tanto, consistente y completo.

Las dos «expresiones reducidas» de las ecuaciones se corresponden con la balanza de pagos y el equilibrio monetario[7]. La primera se deriva sustituyendo [1], [2] y [7] en [3], con el objeto de expresar los cambios de las reservas en términos de uno de los instrumentos (la tasa de cambio) y de una de las variables objetivo (la inflación):

$$\dot{R} = [X + \dot{F}] - \frac{m}{E} Q [P_{-1} + \dot{P}] \qquad [8]$$

la segunda ecuación reducida se obtiene sustituyendo [1], [5] y [6] en [4], obteniéndose la inflación expresada en función del objetivo de las reservas y de los dos instrumentos:

$$\dot{P} = \frac{\dot{D} - E\dot{R}}{(\nu - \phi) \cdot Q} \qquad [9]$$

Resolviendo simultáneamente estas dos ecuaciones se obtienen los valores de equilibrio de los objetivos *(ΔR* y *ΔP)* en términos de los parámetros del modelo, los valores

[7] No es coincidencia, por supuesto, que éstas sean las mayores preocupaciones del FMI, siendo de hecho las categorías que son consideradas con mayor detalle en las *Estadísticas Financieras Internacionales*.

conocidos de las variables exógenas y el conjunto de valores de los instrumentos de política económica *(E, ΔD)*. En principio, por lo tanto, se puede obtener *cualquier* par de valores objetivos sustituyendo los valores apropiados de los dos instrumentos de política económica.

En la práctica, el FMI sugiere que el tipo de cambio es el instrumento más útil para alcanzar el objetivo de reservas, y que el endeudamiento público (en otras palabras, el déficit presupuestario) es el más adecuado para alcanzar el objetivo de inflación[8]. Si las medidas políticas requeridas no resultan factibles (porque tanto la devaluación real como los recortes presupuestarios conllevan severas implicaciones distributivas –y por lo tanto, políticas[9]), entonces el propio Fondo puede proveer recursos extras (es decir, incrementar *ΔF*), en vez de redundar en una mayor condicionalidad...

Respecto a la *tasa* específica de inflación *(p)*, ésta puede obtenerse sustituyendo [8] en [9] y:

$$p = \frac{\dot{P}}{P} = [\frac{\dot{D} - E(X+\dot{F})}{Y} + m]/[v - \phi] \qquad [10]$$

Por lo tanto, este modelo puede considerarse una versión inicial del modelo de control de inflación (del inglés, *inflation targeting*, IT) del FMI, pero empleando el PSBR *(ΔD)* como instrumento clave para alcanzar dicho propósito.

La expresión [10] muestra, simple y claramente, el mecanismo de transmisión: la inflación se verá reducida tanto por una menor participación del PSBR en el PIB, como por una mayor participación de las exportaciones (o del endeudamiento externo). No obstante, existen dos dimensiones más complejas: por un lado, el tipo de cambio *(E)* se fija para lograr el objetivo de la balanza de pagos, pero cuanto mayor es su nivel (es decir, cuanto más depreciado está su valor), menor será la inflación. En otras palabras, no existe traslado –básicamente porque la inflación se basa en desequilibrios monetarios más que en estructuras de costes–. Sin embargo, de acuerdo con este modelo, un incremento en el coeficiente de importación *(m)*, debido a una liberalización comercial, elevará la inflación. Por el otro lado, un cambio en el coeficiente de demanda de dinero *(v)*, debido a un cambio en las expectativas –especialmente, una hiperinflación incipiente que lleve a un incremento brusco en la velocidad de circulación (v^{-1})–, tendrá un efecto considerable sobre la inflación.

Asimismo, conviene tener presente las siguientes características del modelo:

i. Se parte del exigente supuesto implícito de que la oferta de dinero es endógena (es decir, que los depósitos bancarios dependen de la renta nominal) al modo keynesiano;
ii. Se asume que el producto está determinado en el corto plazo y que no se ve afectado por la postura fiscal; sin embargo, si se asumieran la estabilidad de precios y el exce-

8 Véase también Dornbusch y Helmers (1988).
9 Véase para mayor detalle FitzGerald (1993, capítulo 4).

so de capacidad, el producto podría convertirse en una variable objetivo del modelo del FMI (Khan *et al.,* 1990)[10];

iii. Se establece el exigente supuesto *explícito* de que se satisface la totalidad de la demanda privada de préstamos bancarios, eludiendo, por lo tanto, el efecto desplazamiento del endeudamiento del Gobierno; esto se puede interpretar como un reconocimiento *implícito* de que el crédito bancario sí afecta al nivel de producción, y que éste debe mantenerse, por tanto, dentro del nivel de capacidad.

iv. Los tipos de interés no desempeñan ningún papel en este modelo, dado que se asume que los fija el banco central por debajo de la tasa de vaciado de mercado (el familiar concepto de «represión financiera» inspirado por McKinnon) –con lo que, de nuevo, se produce un proceso de racionamiento implícito del crédito;

v. Y por último, pero no menos importante, el hecho de que el tipo de cambio sea un instrumento de política económica implica no sólo que está activamente administrado por el banco central, sino también que está respaldado por controles de la cuenta de capital.

El control de la inflación del FMI con tipos de cambio flotantes

En la década de los años noventa, por supuesto, la posición del FMI respecto a los tipos de cambio se modificó significativamente, evolucionando hacia una insistencia en las tasas flotantes. A su vez, el Fondo apoyó la liberalización financiera doméstica y la supresión de los controles sobre los capitales con el objeto de estimular la inversión extranjera en cartera. Esto supuso que, por un lado, el tipo de interés se convertiría en un instrumento de política activa; y, por el otro, que el tipo de cambio dejara de serlo, encontrando su propio nivel en el mercado internacional sin intervención del banco central.

La exposición de la economía a los mercados nacionales e internacionales supuso también que el FMI se posicionara en contra del uso del déficit presupuestario como instrumento de política económica: tanto porque éste transmitía señales erróneas al mercado, como porque no resultaba adecuado confiar la gestión macroeconómica a los políticos. Por tanto, la posición que se defiende actualmente es mantener un estricto equilibrio presupuestario.

En consecuencia, en términos del criterio de Tinbergen, los objetivos políticos se reducen a uno (la inflación) y los instrumentos también (el tipo de interés). Además, se recomienda encomendar su gestión a un banco central independiente, con objeto de obtener la deseada credibilidad. El banco debería de anunciar el objetivo de inflación para crear expectativas adecuadas entre los agentes económicos; a la vez que se dejan de indexar los salarios y se «flexibilizan» los mercados laborales.

En el presente artículo se examina este «nuevo modelo de política monetaria» del FMI, adaptándolo al mismo marco del modelo canónico explicado más arriba. El Fondo

[10] Alternativamente, el crecimiento a medio plazo puede considerarse responsabilidad del Banco Mundial, el cual emplea su propio modelo patentado, «RMSM» (véase Addison 1989 y 1999), que impone una restricción del ahorro sobre la inversión, lo cual implica aceptar un supuesto exigente de «desplazamiento», con los déficit fiscales mermando el crecimiento y un incremento de la ayuda externa que lo aumenta. Para una crítica endógena, véase Easterly (1999).

no ha publicado un documento equivalente al de 1987 (FMI, 1987), pero los elementos principales pueden encontrarse en libros de texto como el de Agenor y Montiel (2002).

- Variables exógenas: PIB real *(Q)*, exportaciones *(X)*, nivel inicial de precios *(P_{-1})*, tipo de cambio inicial *(E_{-1})*
- Variables endógenas: PIB nominal *(Y)*, activos financieros domésticos privados –depósitos bancarios– *(B)*, pasivos domésticos privados –préstamos bancarios– *(H)*, tipo de cambio nominal *(E)*, pasivos públicos domésticos *(D)*, reservas *(R)*, cambios en los pasivos extranjeros *($\dot{F}$)*, importaciones *(M)*, nivel actual de precios *(P)*
- Instrumento de política económica: tipo de interés *(i)*
- Objetivos: inflación *($\dot{P}$)*, donde la tasa de inflación *(p)* es $p = \dot{P}/P$
- Parámetros: coeficientes de demanda de dinero *(v,α)*, coeficientes de demanda de créditos *(φ,β)*, coeficiente nominal de importación *(m)*, coeficiente de respuesta de la cuenta de capital *(γ)*, y dos «reglas»: los coeficientes de déficit fiscal y de reservas, respectivamente *(λ,θ)*.

Las definiciones (identidades) son como sigue: para la renta nominal y la inflación tenemos, como anteriormente:

$$Y \equiv Q \cdot P \qquad [11]$$

$$P \equiv P_{-1} + \dot{P} \qquad [12]$$

para la balanza de pagos:

$$X - M \equiv \dot{R} - \dot{F} \qquad [13]$$

y para el equilibrio doméstico monetario:

$$ER + B \equiv D + H \qquad [14]$$

Las ecuaciones de comportamiento se pueden modificar de la siguiente manera para incluir el efecto del tipo de interés *(i)*: la demanda de dinero del sector privado (es decir, de depósitos en el sistema bancario) se define ahora como:

$$B = (v + \alpha i)Y \qquad [15]$$

y la demanda de crédito del sector privado del sistema bancario es:

$$H = (\phi + \beta i)Y \qquad [16]$$

Finalmente, la demanda de importaciones (en precios locales) viene dada como antes por:

$$M \cdot E = mY \qquad [17]$$

Pero ahora los pasivos externos *(F)* no son exógenos, sino que se ven afectados por el tipo de interés y por las variaciones en el tipo de cambio (que se asume se aproximan a las expectativas); así, podemos formular la siguiente expresión (en la que la prima de riesgo y el tipo de interés mundial pueden considerarse reflejados en γ):

$$\dot{F} = \gamma\,(i\,\frac{E - E_{-1}}{E_{-1}}) = \gamma\,(i - \frac{\dot{E}}{E}) \qquad [18]$$

Se añaden dos nuevas «reglas» macroeconómicas, que reflejan la naturaleza crecientemente limitativa de las restricciones que el FMI impone sobre los Gobiernos de los países en desarrollo, en cumplimiento de «fundamentos saludables»: en primer lugar, en virtud del criterio de la estabilidad presupuestaria a largo plazo[11], el endeudamiento neto debe limitarse a una proporción fija (λ) del PIB:

$$\dot{D} = \lambda Y \qquad [19]$$

En otras palabras, deja de existir una política fiscal independiente como instrumento macroeconómico. Y en segundo lugar, el banco central no debe intervenir en el mercado internacional de divisas, dejando actuar al tipo de cambio *(E)* como mecanismo de equilibrio automático. En cambio, el banco central debe mantener un nivel de reservas determinado, fijado como una cierta proporción de las importaciones[12]. Esta regla se puede expresar como:

$$R = \theta M \qquad [20]$$

Con nueve variables (ocho endógenas y un objetivo) y nueve ecuaciones se satisface la Ley de Walras; asimismo, con un objetivo (inflación) y un instrumento de política económica (el tipo de interés), se cumple el criterio de Tinbergen. El modelo es, por tanto, consistente y completo.

Esto supone, de nuevo, que tenemos dos ecuaciones reducidas que pueden obtenerse sustituyendo [17], [18] y [20] en [13], arrojando el saldo de la balanza de pagos en términos de los precios domésticos *(P)*, el tipo de interés *(i)* y el tipo de cambio *(E)*:

---

[11] Este ratio (λ) se deriva, por supuesto, de la conocida regla presupuestaria requerida para mantener el ratio entre la deuda *(D)* y la renta *(Y)* a una tasa estable (δ), para una tasa dada de crecimiento a largo plazo del PIB *(y)*:

$$\delta \geq \frac{D_t}{Y_t} = \frac{D_{t-1} + \Delta D_t}{Y_t} = \frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}(1+y)} + \frac{\Delta D_t}{Y_t} = \delta\,(1-y) + \lambda$$

$$\lambda = y\delta$$

[12] Esto puede ampliarse fácilmente para incluir las obligaciones del servicio de la deuda de la cuenta corriente (es decir, los recargos sobre los tipos de interés internacionales).

$$\frac{m}{E}\theta Q\dot{P} = [X\ \gamma(i - \frac{\dot{E}}{E})] - \frac{m}{E}QP \qquad [21]$$

La segunda ecuación reducida se obtiene sustituyendo [15], [16], [19] y [20] en [14] y arroja el equilibrio monetario doméstico en términos de las tres mismas variables *(P, i, E)*:

$$\frac{EmQ\dot{P}}{E} + (v + \alpha i)\dot{P}Q = (\phi - \beta i)\dot{P}Q + \lambda PQ \qquad [22]$$

Dada la «regla de las reservas» escrita en [20], reordenando [22] y dividiendo por *P*, se obtiene, de hecho, la expresión de la tasa de inflación en términos únicamente del tipo de interés (*i*):

$$p = \frac{\lambda}{m + (v - \phi) + (\alpha + \beta)i} \qquad [23]$$

Este resultado resume el enfoque actual del Fondo en el control de la inflación en las economías de mercado emergentes. Enfoque que se combina con reglas obligatorias respecto al PSBR y al nivel de divisas extranjeras, que deben mantenerse con independencia del punto del ciclo económico o de las condiciones de los mercados financieros internacionales –lo cual resulta de mayor importancia para los mercados emergentes–. Con el abandono del control de capitales y de la gestión de los tipos de cambio, se asume que el tipo de cambio flotante se encarga automáticamente del ajuste externo.

El mecanismo de transmisión se modifica claramente respecto del primer modelo «canónico». La demanda y la oferta de depósitos bancarios son intermediadas por los tipos de interés, los cuales sirven tanto para moderar los desequilibrios monetarios domésticos, como para modular las entradas de capital –y, por tanto, para alcanzar la posición deseada de la balanza de pagos–. El déficit fiscal queda restringido por la condición inter-temporal de solvencia presupuestaria *(λ)*, de tal modo que un incremento en los tipos de interés reduce la inflación en [23], estimulando los depósitos bancarios y reduciendo la demanda de crédito. De este modo, se supera aparentemente el defecto del primer modelo del Fondo de no incluir los tipos de interés; pero el supuesto del producto fijo (o más concretamente, de que los tipos de interés no afectan al producto) resulta ahora aún más insostenible[13] –particularmente porque la fijación de las políticas económicas del primer modelo al menos aseguraba el cumplimiento de todos los requisitos crediticios del sector privado (es decir, los productores).

Nótese, además, que un incremento en el coeficiente de importación *(m)*, debido a una liberalización comercial, también incrementará la inflación y requerirá de tipos de interés aún más elevados para permitir que la economía retorne a su objetivo monetario. El modelo implica también que la liberalización financiera por sí misma tendrá el efecto de incrementar las presiones inflacionistas y, por tanto, incrementar el tipo de interés requerido para cumplir un objetivo determinado de inflación: concretamente, los nuevos instrumentos financieros y la mayor competencia entre los intermediarios ten-

[13] Éste es un elemento clave de la crítica de Stiglitz a los programas del Fondo que fueron una condición para la provisión de liquidez internacional en la crisis asiática de 1997 (véase Stiglitz y Greenwald, 2003, capítulo 13).

derán tanto a incrementar la velocidad de circulación del dinero (es decir, a reducir *v)*, como a aumentar la elasticidad-renta de la demanda de crédito (es decir, a subir φ).

Sin embargo, el defecto más serio de este enfoque no queda claro en la expresión [23]. De [21] resulta evidente que el tipo de cambio debe ajustarse (es decir, flotar) en respuesta a la tasa de inflación objetivo *(p*)* y al correspondiente tipo de interés *(i*)*, motivando este incremento de los tipos de interés una apreciación (reducción) de *E*. Sin embargo, la evolución del tipo de cambio *real (e)* resulta de especial interés. Se puede mostrar de manera sencilla que sustituyendo [23] de nuevo en [21] y reordenando queda:

$$e = \frac{mQ}{X + \gamma i^*}\left[1 + \frac{\lambda(1+\theta)}{m + (v - \phi) + (\alpha + \beta)i^*}\right] \qquad [24]$$

En otras palabras, la fijación de objetivos más bajos de inflación *(p*)* y, por tanto, de tipos de interés más elevados *(i*)*, no sólo conlleva inequívocamente una apreciación del tipo de cambio real *(e)*, sino que además el efecto es «explosivo»[14]. Por lo tanto habrá un sesgo intrínseco a favor de la sobre-evaluación del tipo de cambio (y una pérdida de competitividad de las exportaciones y, consiguientemente, un menor crecimiento) como consecuencia del control de la inflación. Además –lo que resulta más serio todavía–, los *shocks* externos del mercado de capitales (es decir, movimientos bruscos en γ), motivados por cambios en la demanda de activos por parte de los inversores extranjeros[15], tienen mayores efectos sobre la situación macroeconómica de los mercados emergentes[16]. La respuesta a una apreciación (bajada) del tipo de cambio –como resultado de un aumento repentino del capital (es decir, un incremento en γ), tal y como se muestra [24]–, debería ser la depreciación del tipo de cambio real mediante la bajada del tipo de interés; mientras que mantener altos tipos de interés podría simplemente provocar mayores flujos de entrada y exacerbar el *shock*. De manera similar se repetiría el proceso como consecuencia de un *shock* negativo (por ejemplo, debido a un contagio), exceptuando que el impacto sobre la oferta doméstica de crédito sería aún mayor en las fases de contracción.

Eichengreen (2003) señala además que, en la práctica, los *shocks* que afectan a la balanza de pagos (provengan de flujos comerciales o de capital) causan inflación debido a la devaluación, pero que la respuesta del banco central sobre el tipo de interés resulta ineficaz debido a que los efectos inflacionistas importados son de una magnitud muy superior a la reducción requerida de la demanda, y que las consecuencias sobre la producción serían mucho más serias si realmente se elevase suficientemente el tipo de interés real.

En suma, el control de la inflación en las economías emergentes –incluso bajo el supuesto de que el producto doméstico no se viera afectado– resulta todavía altamente indeseable, puesto que expone la macroeconomía a *shocks* exógenos en la cuenta de capi-

[14] Es decir, no sólo $e'(i) < 0$, sino que también $e''(i) > 0$.

[15] Para un análisis de las causas, véase FitzGerald (2003b) y FitzGerald y Krolzig (2003).

[16] Para un modelo de la transmisión de estos *shocks* en las economías de mercado emergentes vía racionamiento de los préstamos bancarios según la teoría de Blinder, véase FitzGerald (2003b).

tal sin medios factibles para contrarrestarlos. Este aspecto constituye –más que el efecto sobre el empleo identificado en la crítica sobre el control de la inflación de las economías del G7– la mayor debilidad del enfoque del FMI, incluso dentro del marco de sus propios supuestos sobre el comportamiento macroeconómico. No obstante, estos supuestos por sí mismos no son realistas –particularmente aquellos relativos a la determinación del producto, la respuesta fiscal y el banco central–, tal y como veremos en la sección siguiente.

3. Un enfoque estructuralista (o «keynesiano periférico»)

La crítica estructuralista

El tema central de la política monetaria aplicada a las economías de mercado emergentes no es la inflación en sí (particularmente, dados los bajos niveles considerados como problemáticos en los países industrializados), sino, más bien, cómo «gestionar los efectos pro-cíclicos de los ciclos expansión-depresión *(boom-bust cycles)* generados externamente» (Ocampo, 2000, pág. 1). Estos *shocks* externos son esencialmente asimétricos, en el sentido de que los mercados emergentes son «ciclo-aceptantes» más que «ciclo-productores» (del inglés, «cycle-makers»)[17] y que son exacerbados por posiciones de deuda heredadas. Los tipos de cambio se ven sujetos a dos demandas contradictorias: en primer lugar, la estabilidad del comercio, de los precios y de los flujos de capital; y en segundo lugar, la flexibilidad requerida para ajustar las cuentas corrientes y de capital a los cambios exógenos. Los tipos de cambio fijos sirven para anclar los niveles de precios pero conllevan problemas con el tipo de cambio real y eventuales crisis especulativas. Los tipos flotantes conllevan inestabilidad en los precios domésticos y en el gasto, lo cual socava la inversión y el crecimiento. Además, «dada la reducida eficacia de algunos instrumentos tradicionales de política económica –particularmente de política monetaria– el tipo de cambio desempeña un papel esencial ayudando a absorber tales shocks» (Ocampo *op. cit.* pág. 16).

Esta ineficacia de las políticas monetarias es el resultado de la paridad no cubierta del tipo de interés una vez que los controles de capital son eliminados y el capital a corto plazo se puede mover libremente[18]. En la fase alcista de un ciclo («expansión»), el tipo de interés se reduce y el tipo de cambio se aprecia, pero todo intento de contrarrestar el auge atrae aún más fondos, con lo que el tipo de cambio se aprecia aún más. En los ciclos recesivos («depresiones»), los mercados empujan hacia la devaluación, y ésta fuerza subidas de los tipos de interés y exacerba la caída del producto. Existe un cierto número de factores estructurales subyacentes a este comportamiento, incluyendo los siguientes aspectos: (a) no se consigue la paridad de poder adquisitivo y, por tanto, no existe un tipo de cambio «natural» hacia el que converjan las expectativas de mercado; (b) la debilidad y estrechez de los mercados financieros locales reduce las ventajas de las fluctuaciones libres debido a la imposibilidad de proveer de un elemento amortiguador

[17] Precisamente porque son precio-aceptantes más que precio-productores («price-makers») en el comercio internacional.

[18] Es decir, sin intervención, el tipo de interés doméstico será la suma del tipo de interés mundial, más la devaluación esperada, más la prima de riesgo *(ρ)*:

$$i_d = i_d + \dot{E} / E + \rho$$

a las empresas nacionales; y (c) la dependencia de la financiación pública en el endeudamiento externo convierte a la postura fiscal en automáticamente pro-cíclica. Por lo tanto,

> en términos generales, las autoridades han encontrado difícil emprender políticas monetarias anticíclicas bajo todo tipo de regímenes [de tipo de cambio]. Hablando en términos generales, en todos los países los movimientos de los tipos de interés siguen al ciclo exterior... Verdaderos episodios de "autonomía monetaria" han sido poco frecuentes, aunque han sido más frecuentes en Colombia y Chile, los dos países que han usado más activamente la regulación de la cuenta de capital como complemento de la política de tipos de cambio *(op. cit.,* pág. 19*)*.

En suma, la crítica estructuralista es doble: por un lado, sostiene que la macro-economía funciona de manera distinta a la supuesta por el Fondo –siendo cruciales el papel del racionamiento del crédito y la utilización de la capacidad–; y por el otro lado, que no sólo es institucionalmente factible, sino también socialmente necesario, establecer objetivos múltiples de política económica –en vez de confiar en la capacidad del banco central para controlar la inflación a través del tipo de interés.

Un modelo alternativo de planificación monetaria

A continuación establecemos el modelo con un marco formal similar al de los dos modelos del Fondo discutidos más arriba, exceptuando que: de una parte, permitimos que el producto *(Q)* se ubique por debajo de la capacidad *(K)*, situación que puede ajustarse por medio del nivel de crédito destinado al sector privado –lo cual, en efecto, se puede considerar que refleja una intervención directa vía (digamos) los requisitos sobre las reservas a la manera tradicional, o algún otro control prudencial sobre los préstamos bancarios que tenga en cuenta la madurez o los desajustes de las monedas–[19]. De otra parte, retornamos a múltiples objetivos y, por tanto, a los instrumentos de política económica, en reconocimiento de la naturaleza multidimensional de los *shocks* exógenos y de la necesidad de reducir las fluctuaciones del tipo de cambio que socavan la inversión en el sector exportador[20].

- Variables exógenas: exportaciones *(X)*, capacidad productiva *(K)*, nivel inicial de precios (P_{-1}), nivel inicial de tipo de cambio (E_{-1}), nivel inicial de deuda pública (D_{-1}), nivel inicial de reservas (R_{-1})
- Variables endógenas: PIB nominal *(Y)*, activos financieros domésticos privados *(B)*, importaciones *(M)*, cambios en pasivos extranjeros $(\dot{F})$, tipo de cambio nominal *(E)*, reservas *(R)*, nivel actual de precios *(P)* y cambios en la deuda pública $(\dot{D})$
- Instrumentos de política económica: déficit fiscal primario *(Z)*, pasivos domésticos privados *(H)* –es decir, préstamos bancarios– y tipo de interés *(i)*

[19] Véase FitzGerald (1999).

[20] Para una rigurosa contribución a favor del *REER targeting* con objeto de limitar la volatilidad véase Branson (2001). Joshi (2003) sugiere que este enfoque debe ser apoyado por controles de capital y que la reducción de la volatilidad justifica los inevitables costes de eficiencia.

– Objetivos: nivel de producción real *(Q)* –es decir, la utilización de la capacidad productiva–, tipo de cambio real *(e)* –es decir, competitividad de las exportaciones– y tasa de inflación *(p)*
– Parámetros: coeficientes de demanda de dinero *(v,α)*, coeficientes de crédito *(φ,β)*, coeficientes de importación nominal *(m)*, coeficiente de respuesta de la cuenta de capital *(γ)*, y la «regla» del coeficiente de reservas (π).

Las definiciones (identidades) son como sigue: para el ingreso nominal tenemos, como antes:

$$Y \equiv Q \cdot P \qquad [25]$$

mientras que la inflación es:

$$p \equiv \{P - P_{-1}\} / P_{-1} \qquad [26]$$

y el tipo de cambio real es:

$$e \equiv E / P \qquad [27]$$

Para la balanza de pagos por cuenta de capital y por cuenta corriente tenemos, como antes:

$$X - M \equiv \dot{R} - \dot{F} \qquad [28]$$

y el equilibrio monetario doméstico:

$$ER + B \equiv D + H \qquad [29]$$

Las expresiones de las ecuaciones de comportamiento son similares a las anteriores, pero adquieren un significado bastante distinto: la demanda de dinero del sector privado (es decir, de depósitos en el sistema bancario) se expresa como antes:

$$B = (\nu + \alpha i)Y \qquad [30]$$

pero se *invierte* la demanda de crédito del sector privado al sistema bancario formulada en [16] para ofrecer una expresión del efecto que ejerce el control de los préstamos bancarios sobre la producción real dentro del límite de capacidad *(K)*, siendo éste el racionamiento de crédito al nivel macroeconómico[21]:

$$Q = \frac{H}{P\{\phi - \beta i\}} \leq K \qquad [31]$$

[21] Véase Blinder (1987) y Bernanke y Blinder (1988), así como Tobin (1970), por supuesto.

La demanda de importaciones (en precios locales) viene dada, como antes, por[22]:

$$M \cdot E = mY \qquad [32]$$

Y los pasivos externos *(F)* se expresan como anteriormente –teniendo presente que la prima de riesgo y los intereses mundiales (reflejados en γ) pueden cambiar repentinamente, siendo ésta una fuente frecuente y considerable de *shocks* externos:

$$\dot{F} = \gamma(i - \frac{\dot{E}}{E}) \qquad [33]$$

Sin embargo, las «reglas» macroeconómicas son ahora bastante diferentes. En primer lugar, se mantiene la importancia a largo plazo de la solvencia de la deuda; pero ésta se relaciona ahora con el déficit presupuestario «estructural»[23], pudiendo variar sin límite el déficit de un año concreto, siempre y cuando se mantenga el equilibrio global a largo plazo[24]. Es más, el déficit primario *(Z)* se convierte en el instrumento de política económica que permite tener directamente en cuenta el efecto crucial de los tipos de interés *(i)* sobre el servicio de la deuda en las economías emergentes[25]:

$$D = Z + (1 + i)\, D_{-1} \qquad [34]$$

Dicho de otro modo, existe de nuevo una política fiscal independiente como instrumento macroeconómico en el corto plazo, aunque en el largo plazo se mantiene la regla de la solvencia de la deuda.

En segundo lugar, aunque el banco central no interviene directamente en el mercado de divisas, sí que utiliza los tipos de interés (es decir, interviene en el mercado de bonos) para controlar el tipo de cambio real. El banco central mantiene un nivel de reservas adaptado a la posición de la deuda externa a corto plazo *(F)*, como mecanismo de defensa contra los *shocks* externos –proceso normalmente conocido como «esterilización»–. Esto significa que si el capital sale de la economía, se pueden disminuir las reservas, generándose un efecto expansivo sobre la economía a través de la provisión de importacio-

---

22 Idealmente, el tipo de cambio real *(e)* debería poder afectar a las exportaciones *(X)* –lo cual no resulta complicado de incluir en el modelo, si bien complica la exposición de manera innecesaria dado que sólo refuerza los resultados que se explicaran ulteriormente.

23 Tal y como lo define la OCDE –véase *OECD Historical Statistics 1970-1999* (París, 2001) para saber cómo se determina el período *(n)* y cómo se miden las desviaciones respecto de la tendencia.

24 De hecho, estamos diciendo que se debe mantener la regla original a lo largo de todo el ciclo, pero no dentro de él, como aspecto clave de la política fiscal anti-cíclica –véase Ocampo (2000):

$$\frac{1}{n}\sum_{t=1}^{n}\frac{D_t}{Y_t} = \lambda$$

25 Véase Bacha (1990), que considera también el efecto del tipo de cambio sobre el PSBR a través de la carga del servicio de la deuda *externa* –un aspecto ignorado en este análisis pero que podría ser fácilmente incluido.

nes, como otra medida de política económica anti-cíclica[26]. Podemos representar esta nueva regla como:

$$R = \pi F \qquad [35]$$

Se satisface la Ley de Walras porque tenemos once ecuaciones y once variables (ocho endógenas y tres objetivos); a su vez, se cumple el criterio de Tinbergen dado que tenemos tres objetivos *(p*, *e* y *Q)* y tres instrumentos *(Z*, *H*, y *i)*.

Nuestras *tres* ecuaciones reducidas son ahora como sigue: la nueva ecuación es la función de oferta de crédito [31], que por simplicidad notacional expresamos en términos del crédito real al sector privado $(\overline{H} = H / P)$:

$$Q = \frac{\bar{H}}{\phi - \beta i} \qquad [36]$$

Nótese que no se sugiere que éste sea un mecanismo de crecimiento como tal (que depende de la acumulación de capital físico y humano), sino más bien un medio de ajustar el producto dentro de la capacidad productiva como mecanismo de estabilización anti-cíclica.

La identidad de la cuenta de capital [28] se escribe como antes y se expresa en términos del tipo de cambio, el tipo de interés y el producto, sustituyendo en las ecuaciones [25], [32], [33] y [35]:

$$\begin{aligned} X - M &= \dot{R} - \dot{F} \\ X - \frac{mPQ}{E} &= (\pi - 1)\gamma(i - \frac{\dot{E}}{E}) \end{aligned} \qquad [37]$$

Asumiendo que se cumple de hecho el objetivo de establecer el tipo de cambio real (y por tanto, que $\dot{e}=0$) y conectando las expresiones para el tipo de cambio real [27] e inflación [26], obtenemos la expresión del tipo de cambio real –el segundo de nuestros objetivos:

$$e = \frac{mQ}{X - \gamma(\pi - 1)(i - p)} \qquad [38]$$

Así, el papel de los tipos de interés es esencialmente fijar el tipo de cambio real: lo cual difiere sensiblemente del modelo de control de inflación del FMI. Nótese también que si, como resultado, se obtiene un tipo de interés indeseadamente elevado –en respuesta (digamos) a un incremento repentino de los flujos de capital generado por las economías del G3 (es decir, un aumento en γ)–, se puede usar a cambio el ratio de reservas (π) –proceso de intervención activa del banco central normalmente conocido como «esterilización».

Y finalmente, el equilibrio monetario –que está relacionado con el proceso inflacionista en sí mismo– se define como antes en función de la expresión [29], pero sustitu-

[26] Es muy conocido el éxito de las economías del este de Asia en acumular elevadas reservas desde la crisis de 1987 mediante superávit de la cuenta corriente, saldando rápidamente los «préstamos de emergencia»; a diferencia de América Latina, cuyas reservas continúan siendo bajas, al tiempo que es elevado el nivel de endeudamiento a corto plazo.

yendo en [25], [30], [34] y [35]; como resultado obtenemos la solución del nivel del precio *(P)* en función del resto de objetivos e instrumentos:

$$ER + B \equiv D + H$$
$$(v + \alpha i)QP + E\pi\{R_{-1} + \gamma\,(i - \frac{\dot{E}}{E})\} = \{Z + (1+i)D_{-1}\} + H \qquad [39]$$

Podemos asumir, para simplificar el resultado, que en condiciones de equilibrio el tipo de cambio real es estable *($\dot{e}$ = 0)* y que la regla del ratio de la deuda a largo plazo se cumple aproximadamente para el *stock* de deuda doméstica *($D = \lambda Y$)*. Asimismo, si escribimos algunas variables en términos reales (por ejemplo, $\overline{Z}$), y uniendo [26] y [27] en [39] obtenemos la solución para la determinación de la tasa de inflación *(p)*:

$$p = i - \frac{1}{\gamma}\left[\frac{(\overline{Z} + \overline{H}) - Q\{(v + \alpha i) - \lambda(1+i)\}}{e\pi} + F_{-1}\right] \qquad [40]$$

El mecanismo de transmisión en este modelo es totalmente distinto al de los modelos del FMI:

i. Primero –y más notablemente–, los tipos de interés más elevados aumentan en realidad la tasa de inflación debido al aumento resultante en el PSBR y a la reducción de la producción, así como al impacto en los flujos de capital[27];
ii. Segundo, dado que la gestión del crédito *(H)* se utiliza para fijar la producción *(Q)* y que el tipo de interés se emplea para asegurar un tipo de cambio real competitivo *(e)*, el déficit presupuestario primario *(Z)* se usa para controlar la inflación;
iii. Tercero, no hay ninguna razón para creer que un equilibrio presupuestario primario (es decir, $Z = 0$) sea compatible con una baja (o incluso nula) inflación –más bien, el equilibrio apropiado dependerá de los otros factores incluidos en [40], tales como los objetivos de producción y tipo de cambio real, de una parte, y los valores particulares de los parámetros, de la otra.

En suma, la política monetaria del modelo estructuralista integra la gestión del tipo de cambio y la utilización de la capacidad productiva en el proceso de control de la inflación usando múltiples instrumentos de política económica –en marcado contraste con el enfoque del Fondo de un solo objetivo y un solo instrumento.

4. Conclusiones

Este artículo amplía y modifica la crítica de la «Nueva Política Monetaria» (con respecto al control de la inflación) con relación a las políticas de estabilización en las econo-

[27] Además, se podría establecer un sólido caso estructuralista en el que los tipos de interés se vieran afectados por los precios a través del capital empleado en la producción (Taylor, 1988); aunque en el modelo analizado en el presente artículo no existe, por supuesto, una función de precios basada en los costes.

mías pequeñas abiertas, en general, y en las economías emergentes, en particular. El «Marco de Planificación Monetaria Básica» del FMI utiliza el endeudamiento público y los tipos de cambio como instrumentos de política económica para alcanzar objetivos específicos de inflación y balanza de pagos. Este artículo adapta el modelo estándar para incluir los flujos de capital a corto plazo y los tipos de cambio flotantes surgidos de liberalizaciones financieras. De esta manera, se demuestran las consecuencias macroeconómicas que para las economías de mercado emergentes tiene el énfasis actual del Fondo en el control de la inflación mediante el uso de un único instrumento de política monetaria (la tasa de interés, combinada con rígidas «reglas» fiscales y de reservas). En segundo lugar, se revisa la crítica estructuralista de los efectos negativos del control de la inflación sobre la utilización de la capacidad productiva y la competitividad comercial, argumentando a favor de una política monetaria anti-cíclica en respuesta a los *shocks* externos. Para ello se construye un modelo alternativo dentro de un marco macroeconómico comparable al del FMI, que permite demostrar los defectos del objetivo de control de la inflación.

La conclusión principal de este artículo es que una política de estabilización macroeconómica que establezca como objetivos el control del tipo de cambio real, la regulación del crédito bancario y una posición fiscal activa, es más eficaz en la promoción del crecimiento y la inversión. Sin embargo, queda pendiente de resolver un problema institucional central: una objeción central –aunque tácita– (del Fondo, entre otros) es que los bancos centrales y los Ministerios de Economía de las economías de mercado emergentes se ven simplemente incapacitados para desarrollar una política monetaria activa. Esta incapacidad puede deberse a tres causas: (i) la falta de capacidad técnica y/o de control sobre la economía; (ii) la existencia de tendencias particulares, políticas o de búsqueda de rentas, de los Gobiernos; o (iii) la acumulación de crisis e incompetencias pasadas que minan la credibilidad. Esta actitud no solamente resulta más bien condescendiente con los Estados regionales más grandes, sino que además impide a los bancos centrales y a los Ministerios de Economía de los mercados emergentes adquirir un aprendizaje sustancial de las experiencias pasadas. Una de estas lecciones es que «para evitar las cuestiones de credibilidad, y así garantizar la eficacia, se debería regular la cuenta de capital *durante todo* el ciclo económico» (Ocampo 2000, pág. 18).

5. Referencias

Addison, D. (1989): "The World Bank Revised Minimum Standard Model: concepts and issues", *Working Paper Series* 231, Washington DC, World Bank [se puede encontrar una versión adaptada en http://www.worldbank.org/data/rmsm/index.htm].

Agenor, P-R (2000): *The Economics of Adjustment and Growth* San Diego, CA: Academic Press.

Agenor, P-R y P. J. Montiel (1999): *Development Macroeconomics*, *2nd ed* Princeton NJ: Princeton University Press.

Arestis, P. y M. Sawyer (2003): "Inflation targeting: a critical appraisal", *Working Paper* 388 Annandale-on-Hudson, NY: The Levy Economics Institute.

Bacha, E. L. (1990): "A Three-Gap Model of Foreign transfers and the GDP Growth Rate in Developing Countries", *Journal of Development Economics* 32: 279-96.

Baqir, R., R. Ramcharan y R. Sahay (2003): "IMF Program Design and Growth: What is the Link?", *Research Workshop on Macroeconomic Challenges in Low Income Countries* Washington DC: International Monetary Fund.

Bernanke, B. S. y A. S. Blinder (1988): "Credit, money and aggregate demand", *American Economic Review* 78: 435-439.

Blinder, A. S. (1987): "Credit rationing and effective supply failures", *Economic Journal* 97: 327-352.

Branson, W. (2001): "Intermediate exchange rate regimes for groups of developing countries", en Braga de Macedo (ed.) *Don't Fix, Don't Float,* Paris: OECD.

Dornbusch, R. y F. Helmers (1988): *The Open Economy: Tools for Policymakers in Developing Countrie*s, New York, OUP.

Easterly. W. (1999): "The ghost of the financing gap: the growth model used in the international financial institutions", *Journal of Development Economics* 60: 423-438.

Eichengreen, B. (2002): "Can emerging markets float? Should they inflation target", University of California Working Paper.

FitzGerald, V. (1993): *The Macroeconomics of Development Finance: A Kaleckian Analysis of the Semi-industrial Economy,* Basingstoke: Macmillan.

FitzGerald, V. (1999): "Policy issues in market based and non-market based measures to control the volatility of portfolio investment" [Geneva, UNCTAD 1999; Oxford, *QEH Working Paper* 26, 1999; próximamente publicado en Kirkpatrick, C. y V. Murinde (eds.): *Financial Development in Developing Countries*, Elgar].

FitzGerald, V. (2000): "Capital Surges, Investment Instability and Income Distribution after Financial Liberalisation" en W. Mahmud (ed.) *Adjustment and Beyond: the Reform Experience in South Asia* Basingstoke: Macmillan for the International Economic Association.

FitzGerald, V. (2003a): *Global Markets and the Developing Economy,* Basingstoke: Palgrave.

FitzGerald, V. (2003b): "The Instability of International Demand for Emerging Market Assets", págs. 191-213 en R. Ffrench-Davis y S. Griffith-Jones (eds.), *From Capital Surges to Drought: Seeking Stability for Developing Economies,* Basingstoke: Palgrave para UNU/WIDER.

FitzGerald EVK, y D. Krolzig, (2003): "Modelling the demand for emerging market assets", Oxford University, *Financial Economics Working Paper 2003-FE-10* [disponible en http://www.finance.ox.ac.uk/papers.htm].

IMF (1987), "Theoretical aspects of the design of Fund-supported adjustment programs", *IMF Occasional Paper* 55, Washington DC, International Monetary Fund.

Khan, M. S., P. J. Montiel y N. U. Haque (1990): "Adjustment with Growth: Relating the Analytical Approaches of the World Bank and the IMF", *Journal of Development Economic*s, 32: 155-179.

Joshi, V. (2003): "Exchange rate regimes: is there a third way?", *World Economy* 4 (4).

Mankiw, N. G. (2003): "Monetary economics", *NBER Reporter* (Spring) 1-9 Cambridge MA: National Bureau for Economic Research.

Masson, P., M. A. Savestano y S. Sharma (1997): "The scope for inflation targeting in developing countries", *IMF Working Paper* 97/130 Washington DC: International Monetary Fund.

Ocampo, J. A. (2000): "Developing countries' anti-cyclical policies in a globalized world" *Temas de Coyuntura* 13*,* Santiago de Chile: Economic Commission for Latin America and the Caribbean.

Polak, J. J. (1957): "Monetary analysis of income formation and payments problems", *IMF Staff Papers* 6(1): 1-50.

Stiglitz, J. E. y B. Greenwald (2003): *Towards a New Paradigm in Monetary Economics* Cambridge: Cambridge University Press.

Taylor, L. (1988): *Varieties of Stabilization Experience,* New York: Basic Books.

Tobin, J. (1970): "A general equilibrium approach to monetary theory", *Journal of Money, Credit and Banking.*