

Documentos sobre los Mercados Económicos y Laborales

Oficina Internacional del Trabajo Ginebra

**Bancos Centrales, Régimen de Meta de Inflación y
Creación de Empleo**

Gerald Epstein

2007 / 7

**Unidad de Análisis e Investigación del Empleo
Departamento de Análisis de los Mercados Económicos y Laborales**

Copyright © Organización Internacional del Trabajo 2007
Primera edición (año)

Las publicaciones de la Oficina Internacional del Trabajo gozan de la protección de los derechos de propiedad intelectual en virtud del protocolo 2 anexo a la Convención Universal sobre Derecho de Autor. No obstante, ciertos extractos breves de estas publicaciones pueden reproducirse sin autorización, con la condición de que se mencione la fuente. Para obtener los derechos de reproducción o de traducción, deben formularse las correspondientes solicitudes a Publicaciones de la OIT (Derechos de autor y licencias), Oficina Internacional del Trabajo, CH-1211 Ginebra 22, Suiza, o por correo electrónico a pubdroit@ilo.org, solicitudes que serán bien acogidas.

ISBN 978-92-2-320072-5 (print)
ISBN 978-92-2-320073-2 (web pdf)
ISSN 1994-8255 (print)
ISSN 1994-8263 (online)

Publicado también en (inglés): (*Central banks, inflation targeting and employment creation*) (ISBN 978-92-2-120072-7: print version; 978-92-2-120073-4: web pdf./ISSN 1994-8255: print; 1994-8263: online), Ginebra, (2007).

Las denominaciones empleadas, en concordancia con la práctica seguida en las Naciones Unidas, y la forma en que aparecen presentados los datos en las publicaciones de la OIT no implican juicio alguno por parte de la Oficina Internacional del Trabajo sobre la condición jurídica de ninguno de los países, zonas o territorios citados o de sus autoridades, ni respecto de la delimitación de sus fronteras.

La responsabilidad de las opiniones expresadas en los artículos, estudios y otras colaboraciones firmados incumbe exclusivamente a sus autores, y su publicación no significa que la OIT las sancione.

Las referencias a firmas o a procesos o productos comerciales no implican aprobación alguna por la Oficina Internacional del Trabajo, y el hecho de que no se mencionen firmas o procesos o productos comerciales no implica desaprobación alguna.

Las publicaciones de la OIT pueden obtenerse en las principales librerías o en oficinas locales de la OIT en muchos países o pidiéndolas a: Publicaciones de la OIT, Oficina Internacional del Trabajo, CH-1211 Ginebra 22, Suiza. También pueden solicitarse catálogos o listas de nuevas publicaciones a la dirección antes mencionada o por correo electrónico a: pubvente@ilo.org

Vea nuestro sitio en la red: www.ilo.org/publns

Impreso por la Oficina Internacional del Trabajo, Ginebra, Suiza.

Indice

Agradecimientos	iv
Prólogo	v
I. Introducción	1
II. Estructura, Promesas e Impacto de la Política Monetaria Enfocada en la Inflación	5
III. Políticas de los Bancos Centrales para la Creación de Empleo	13
IV. La Política Monetaria de Meta de Inflación en Sudáfrica: Un Ejemplo Ampliado	31
V. Los Bancos Centrales como Agentes de Desarrollo Económico	36
VI. Conclusión	42
Bibliografía	44

Agradecimientos

El autor desea expresar su gran agradecimiento a Janine Berg por sus valiosos comentarios a los anteriores borradores y por su apoyo en general. Asimismo, agradece a Erinc Yeldan, Codirector del Proyecto de PERI/Bilkent sobre “Alternativas a la Meta de Inflación”, por las útiles discusiones que sostuvieron respecto a estos temas, y al resto de los miembros del grupo PERI/Bilkent por su contribución al proyecto; a Jomo Kwame Sundaran, José Antonio Ocampo, Butch Montes y Jan Kregel, del Departamento de Asuntos Económicos y Sociales de las Naciones Unidas (NU-DAES), por la ayuda que me prestaron y por sus sugerencias; y a Ilene Gabel, James Heintz, Arjun Jayadev, Leonce Ndikumana, Lynda Pickbourn y Robert Pollin por su aporte en varios aspectos de esta investigación. El autor asume plena responsabilidad por cualquier error que exista en este documento.

Prólogo

A pesar de los alarmantes niveles de desempleo y subempleo existente en los países en vías de desarrollo muchos bancos centrales ya no consideran la creación de empleo parte de su mandato. La política monetaria se limita más bien a restringir la inflación a cifras de un dígito bajo. Esta política un tanto limitada refleja el auge de la “meta de inflación”, una estrategia monetaria que fue utilizada por primera vez en 1990 en Nueva Zelanda, la cual implica que el banco central anuncia con antelación la tasa de inflación a la que se debe llegar durante el año y debe dirigir sus políticas hacia el logro de esa meta. El FMI anima a los países a adoptar la meta de inflación proporcionando asistencia técnica y, en algunos casos, condicionando el otorgamiento de préstamos a su adopción.

Sin embargo, limitar la política monetaria sólo a la estabilización de precios no garantiza que el crecimiento económico mejorará ya que una inflación baja no necesariamente conduce a un crecimiento económico alto y estable. Es más, una alta tasa de crecimiento económico no necesariamente conduce a una tasa de crecimiento del empleo alta. Es por eso que la Cumbre de las Naciones Unidas de 2005 y la Declaración Ministerial de ECOSOC de 2006 hicieron énfasis en la necesidad de incluir el empleo productivo y el trabajo decente en el diseño de políticas económicas, reconociendo así que el empleo ya no puede seguir considerándose un derivado de las políticas económicas.

El propósito de este estudio es aumentar los conocimientos sobre la mejor manera para que el empleo se ubique en el centro de las políticas económicas y sociales de acuerdo al mandato de la Declaración Ministerial y del Documento de “Visión” sobre Estrategias de Empleo para el Trabajo Decente. Este estudio argumenta que en aquellos países en donde el desempleo y el subempleo son materia de gran preocupación se debe expandir la política monetaria de modo que considere la creación de empleo al mismo nivel que el control de la inflación. El autor analiza una gama de políticas para lograr esta meta, las cuales incluyen políticas para la asignación de créditos, apoyo a los bancos de desarrollo y la creación de normas que apoyen el crédito para el desarrollo. Durante los años 50, 60 y 70, tanto en los países desarrollados como en aquellos en vías de desarrollo, los bancos centrales eran importantes agentes de desarrollo económico y podemos aprender mucho de esa experiencia.

Duncan Campbell
Director

Departamento de Análisis de los Mercados Económicos y Laborales

I. Introducción

En un reciente informe del Fondo Monetario Internacional (FMI) *Perspectivas de la Economía Mundial*, los autores revelan un hecho respecto de las actuales políticas de los bancos centrales que es evidente. Dicen: “Hoy en día se acepta ampliamente que el rol primordial de las políticas monetarias es mantener la estabilidad de precios” (FMI, 2005b, capítulo 4). De hecho, los escritores de ese informe fueron bastante reservados. Los bancos centrales que han adoptado un régimen de meta de inflación piensan que, virtualmente, el *único* rol que juega la política monetaria es mantener la estabilidad de precios y, no sólo a cualquier nivel sino que, a tasas de *un dígito bajo*. Por lo tanto, es una ironía el que se haya excluido la creación de empleo de la agenda de la mayoría de los bancos centrales justo cuando el desempleo, el subempleo y la pobreza mundial están adquiriendo un papel preponderante y son considerados problemas serios a nivel global (Heintz, 2006a). La Oficina Internacional del Trabajo (OIT) calcula que en el año 2006 aproximadamente 195,2 millones de personas estaban sin trabajo, es decir el nivel más alto jamás registrado (OIT, 2007). Durante la última década la proporción empleo-población – una forma de medir el desempleo – cayó de 62,6% a 61,4% en 2006 (OIT, 2007). Y, mientras la cantidad de empleos en relación a la demanda ha disminuido, también existe un gran problema, a nivel mundial, en cuanto a la calidad de estos. La OIT estima que 17,6% de los trabajadores de los países en vías de desarrollo ganan menos de USD 1 al día y, durante 2006, 1,37 mil millones de trabajadores (o 47,4% de los trabajadores del mundo en vías de desarrollo) ganaron menos de USD 2 al día (OIT, 2007). Para alcanzar los Objetivos de Desarrollo del Milenio en cuanto a reducir a la mitad el número de trabajadores pobres para el año 2015 se necesitará un desarrollo económico sostenido y vigoroso. La OIT estima que el crecimiento real del PIB debe mantenerse a un promedio de 4,7% al año para reducir a la mitad la proporción de personas que viven con USD1 al día para el 2015 y que se necesitaría muchísimo más para reducir, en la misma proporción, el porcentaje que gana USD 2 al día. De acuerdo a la OIT: “...de las siete regiones consideradas en este documento sólo las tres Regiones Asiáticas, Oriente Medio y el norte de África parecen estar bien encaminadas para llegar al objetivo de USD 1 al día y el este de Asia es la única región que podría reducir a la mitad el número de pobres que ganan USD 2 (Kapsos, 2004, p. v.; Heintz, 2006a.). Asimismo, economistas del FMI estiman que el crecimiento económico debe mantenerse en 7% al año o más para llegar al Objetivo de Desarrollo del Milenio en cuanto a reducir la pobreza a la mitad para el 2015 (IMF, 2005a, p. 8).

Sin embargo, tal como lo sugiere el FMI en el texto que se cita anteriormente, durante más de una década el enfoque de las llamadas “mejores prácticas globales” de los bancos centrales no se concentra en el crecimiento económico o en la generación de empleo. Por el contrario, persigue una “meta de inflación” (MI) formal o informal que plantea que el objetivo dominante y, a menudo exclusivo, de la política monetaria es mantener una baja tasa de inflación. Esta *política monetaria enfocada en la inflación* hace que otras metas importantes tales como un rápido crecimiento económico y la creación de empleo sean consideradas objetivos directos inapropiados para las políticas de los bancos centrales. Estos objetivos aparecen como el resultado que se espera obtener – o inclusive que se supone – derivado de una política monetaria enfocada en la inflación (FMI, 2006). Por lo tanto, bajo este enfoque ortodoxo la política monetaria se enfoca en la “estabilización” y no en el

“crecimiento” o el “desarrollo” e, implícitamente, se asume que una vez que se logre esa “estabilización” se producirá el crecimiento económico, la creación de empleo y la reducción de la pobreza.¹

Después de varias décadas de implementado este enfoque en la inflación la experiencia ha sido desilusionante. En efecto, en muchos países la inflación ha disminuido. Sin embargo, la medida en que la disminución de la inflación se ha debido a los cambios en la política monetaria doméstica, y no a una disminución general de la inflación a nivel global, es cuestionable (Ball y Sheridan, 2003; Roger y Stone, 2005). No obstante, aún cuando la política monetaria doméstica si ha reducido la inflación, generalmente los resultados que se esperaban en términos de empleo NO se han materializado. Es más, en muchos de los países que han adoptado este enfoque ortodoxo el crecimiento económico no ha sido significativo. Por lo tanto el punto clave es este: a pesar de lo que sostiene el enfoque ortodoxo, la generación de empleo y el crecimiento económico NO son derivados automáticos de una política del banco central “enfocada en la estabilización”. De hecho, en muchos casos se puede demostrar que este enfoque ha socavado la generación de empleo. Los banqueros centrales que han limitado su atención a reducir la inflación pueden “jactarse” del éxito que han obtenido pero el desempleo y la pobreza que les rodea son testimonio claro de un veredicto bastante diferente.

Peor aún, a pesar de estos desilusionantes resultados el enfoque dirigido casi exclusivamente a controlar la inflación se está afianzando en los círculos allegados a la política monetaria y estos círculos se están ampliando y están incluyendo a un creciente número de países en desarrollo. De acuerdo a un reciente informe del Fondo Monetario Internacional (FMI, 2006) un creciente número de bancos centrales de países en desarrollo planean adoptar la meta de inflación como marco operativo (véase el Cuadro 1). Una encuesta del FMI en 88 países no industrializados indica que más de la mitad de ellos manifestaron el deseo de cambiar hacia metas cuantitativas de inflación explícitas o implícitas (FMI, 2006). Y, lo que es más relevante aún para el asunto que nos ocupa, aproximadamente tres cuartas partes de esos países expresaron su interés en adoptar “de lleno” un régimen de meta de inflación para el 2010 (ibid., p. 8). El FMI está proporcionando asistencia técnica (AT) a muchos de esos países para apoyarles y animarles a hacerlo y está dispuesto a continuar haciéndolo (véase el Cuadro 1 y el análisis a continuación). Es así que a pesar de la poca evidencia que existe respecto al éxito de la meta de inflación en términos de promover el crecimiento económico, crear empleo y reducir la pobreza – además de la contradictoria evidencia en cuanto a que, en el mejor de los casos, reduce la inflación – en muchos países pobres está tomando vuelo la idea de adoptar de lleno la meta de inflación. La promoción que hacen el FMI y economistas educados en occidente es, al menos en parte, responsable de esta creciente popularidad.

¹ Para mayor información sobre algunos de estos temas véase Epstein (2007), en el cual se basa parte de este estudio.

Cuadro 1
Actuales y Potenciales Países con Meta de Inflación

País	Año en que se Adoptó	Actual % de Meta de Inflación Anual	Asistencia Técnica siendo Solicitada al FMI y ya Entregada
Países con Meta de Inflación que (en orden de fecha de adopción)			
<i>Mercados Emergentes</i>			
Israel	1997	1-3	
República Checa	1998	3 (+/- 1)	
Polonia	1998	2.5 (+/- 1)	
Brasil	1999	4.5 (+/- 2)	
Chile	1999	2-4	
Colombia	1999	5 (+/- .5)	
Sudáfrica	2000	3-6	
Tailandia	2000	0 – 3.5	
Corea	2001	2.5-3.5	
México	2001	3 (+/-1)	
Hungría	2001	3.5 (+/-1)	
Perú	2002	2.5 (+/-1)	
Filipinas	2002	5-6	
República Eslovaca	2005	3.5 (+/- 1)	
Indonesia	2005	5.5 (+/- 1)	
Rumania	2005	8.8	
<i>Países Industrializados</i>			
Nueva Zelanda	1990	1-3	
Canadá	1991	1-3	
Reino Unido	1992	2	
Suecia	1993	2 (+/- 1)	
Australia	1993	2-3	
Islandia	2001	2.5	
Noruega	2001	2.5	
Candidatos a la Meta de Inflación			
Costa Rica, Egipto, Turquía, Ucrania (4)	Corto Plazo, 1-2 años		SI
Albania, Armenia, Botswana, República Dominicana, Guatemala, Mauricio, Uganda (8)	Mediano Plazo, 3-5 años		SI
Angola, Azerbaiyán, Georgia, Guinea, Marruecos, Pakistán, Paraguay (6)	Mediano Plazo, 3-5 años		NO
Bielorrusia, China, Kenia, Republica Kirguisa, Moldavia, Serbia, Sri Lanka, Vietnam, Zambia (9)	Largo Plazo, más de 5 años		SI
Bolivia, Honduras, Nigeria, Papua Nueva Guinea, Sudán, Túnez, Uruguay, Venezuela (8)			NO

Fuente: FMI, 2006, "El FMI y la Meta de Inflación", Cuadro 1 y 2.

Aunque parezca obvio que la política de los bancos centrales enfocada en la inflación sea el único rol apropiado que pueden desempeñar esas instituciones, el hecho es que al revisar la historia surgen serias dudas en relación a esa afirmación. El enfoque de los bancos centrales en la estabilización y la exclusión del desarrollo, está lejos de ser la norma histórica, por el contrario, representa un gran rompimiento con respecto a sus anteriores prácticas, no sólo en los países en vías de desarrollo sino que también en los que ahora son desarrollados (Epstein, 2006). Durante el período posterior a la Segunda Guerra Mundial el desarrollo se consideraba parte fundamental de las labores del banco central. Sin embargo, ahora sucede lo contrario ya que este tema se ha eliminado de la lista de “cosas que hacer” de los bancos centrales en la mayoría de los países en vías de desarrollo.

El tema de este estudio está dirigido a demostrar la conveniencia de volver a la norma histórica de la política de la banca central: la creación de empleo u otro objetivo valioso en términos de desarrollo en particular, deben unirse a la inflación y a la estabilización en general, como metas clave de la política de los bancos centrales. En este estudio se resumen los motivos por los cuales es tanto posible como aconsejable tomar distancia de la meta de inflación para volver a un enfoque más equilibrado. Indudablemente este estudio NO argumenta que la estabilización, incluyendo una tasa moderada de inflación, no es un tema importante. De hecho, históricamente, algunos bancos centrales fueron muy lejos en su afán de restarle importancia a su rol estabilizador, lo que algunas veces tuvo consecuencias desastrosas. Sin embargo, la solución NO consiste en irse al otro extremo ignorando completamente el papel que juega en el desarrollo de un país. Un equilibrio entre sus roles de estabilización y desarrollo sería el enfoque óptimo, tal como trato de demostrarlo en este estudio. En muchos países la creación de empleo, especialmente, es una meta deseable de la política monetaria.

Es claro que los bancos centrales no necesitan, y de hecho *no pueden* ser la única institución responsable de la generación de empleo. Sin embargo, en la mayoría de los países en desarrollo los bancos centrales deben cooperar con otras instituciones haciendo bastante más que simplemente mantener tasas de inflación de un dígito bajo. Para que esto ocurra, muchas instituciones deberán brindar su apoyo. Una de esas instituciones es el FMI que, al modificar sus programas de condicionalidad y monitoreo, ha consagrado el control de la inflación como la política dominante. El FMI debe cambiar sus recomendaciones y adoptar una posición más equilibrada entre el control de la inflación por un lado y la generación de empleo y la reducción de la pobreza por el otro.

El resto de este estudio está organizado de la siguiente manera: En la próxima sección hacemos un breve análisis de la estructura actual y el impacto de la política monetaria enfocada en la inflación, incluyendo una discusión sobre la meta de inflación. En la Sección III se revisan algunas alternativas a la política de los bancos centrales enfocadas en la inflación, resumiendo los resultados de un proyecto de investigación multipaís dirigido a diseñar otras posibilidades más equilibradas.² En esta sección se demuestra que existen alternativas viables y socialmente productivas al régimen de meta de inflación, incluyendo algunas que se enfocan en la generación de empleo, y expone los argumentos a favor de desarrollarlas en mayor profundidad. En

² Este proyecto fue co-dirigido por el autor en representación del Instituto de Investigación de Economía Política (PERI) de la Universidad de Massachusetts, en Amherst y por Erinc Yeldan, de la Universidad de Bilkent en Ankara, Turquía.

la Sección IV se explica detalladamente un estudio de caso sobre la adopción de la meta de inflación en Sudáfrica y alternativas a ese régimen. En la Sección V se revisan las prácticas históricas de las bancas centrales en países desarrollados y en vías de desarrollo y, en particular, el rol que jugaron en el desarrollo de los países. En la Sección VI se presentan las conclusiones de este estudio.³

II. Estructura, Promesas e Impacto de la Política Monetaria Enfocada en la Inflación

De acuerdo a sus defensores, la meta de inflación consta de cinco componentes: ausencia de otras anclas nominales tales como tasas de cambio fijas o PIB nominal como meta; compromiso institucional con la estabilidad de precios; ausencia del predominio fiscal, es decir, niveles de deuda no muy altos o que sea financiada por el banco central; políticas (instrumentos) independientes; y políticas transparentes y responsables (Mishkin y Schmidt-Hebbel, 2001, p. 3; Bernanke, y otros 1999). En la práctica, aunque muy pocos bancos centrales logran su “ideal” de adoptar de lleno un régimen de meta de inflación, muchos otros aún siguen enfocados en combatir la inflación hasta llegar a una virtual exclusión de cualquier otra meta. A veces a esto le llaman “meta de inflación liviana”. La meta primordial anunciada por los bancos centrales que han adoptado la meta de inflación es, generalmente, la “estabilización de precios” y no es una estabilidad a CUALQUIER nivel. Generalmente se define como una tasa de inflación de un dígito bajo (ibid., p. 99). Asimismo, la meta de inflación generalmente está relacionada con cambios a las leyes que acentúan la independencia del banco central (ibid., p. 102; Mishkin y Schmidt-Hebbel, 2001, p. 8).

Las principales afirmaciones de los defensores de la meta de inflación es que consigue⁴:

- Reducir la inflación
- Mejorar la credibilidad de la política monetaria
- Reducir el coeficiente de *sacrificio* que se asocia a una política monetaria contractiva
- Ayudar a atraer inversión extranjera

Casi no existe evidencia de estas afirmaciones que a continuación revisaremos brevemente una por una.

¿Puede la Meta de Inflación Reducir la Tasa de Inflación?

Es cierto que muchos de los países que adoptan el régimen de meta de inflación logran tasas menores de inflación. Sin embargo, existe evidencia de que esta disminución de la inflación puede no deberse al régimen de meta de inflación en sí sino que más bien a la disminución de la inflación a nivel mundial o a una simple regresión a tasas más normales de inflación (Ball y Sheridan, 2003). Desde la publicación del estudio de Ball y Sheridan – lo que representó un importante cuestionamiento a las afirmaciones de los defensores de la meta de inflación – los que

³ Este estudio utiliza libremente información contenida en mis anteriores trabajos, incluyendo Epstein 2000, 2006, 2007, Epstein, Grabel y Jomo, 2006 y Pollin, y otros 2006.

⁴ Véase Bernanke, y otros (1999) y Mishkin y Schmidt-Hebbel (2001) y Roger y Stone (2005) en que se encuentran encuestas recientes.

apoyan la MI han intentado encontrar mayor evidencia de su impacto tanto en la inflación como en otras variables. Parte de la dificultad en este campo, el cual volveremos a revisar más adelante, es que los períodos de tiempo son un tanto cortos y el número de casos de país es muy reducido. Asimismo, a menudo las tendencias globales comunes predominan. En todo caso, de acuerdo a los descargos del FMI en el informe *Perspectivas de la Economía Mundial* de 2005, esa institución compara los mercados emergentes que han adoptado la meta de inflación con un “grupo de control” y encuentra sólo pequeñas diferencias promedio, de quizás 3,5% en la tasa de inflación, entre los países con meta de inflación y los grupos de control que no la han adoptado (FMI, 2005b, Capítulo 4). Aunque los autores del informe del FMI insinúan que esa cifra constituye gran diferencia, no hacen ningún intento por explicar por qué una diferencia de 3,5% en la tasa de inflación contribuiría substancialmente al bienestar económico. Tal como lo analizaremos más adelante, es muy poco probable que una disminución de 3,5 puntos en la tasa de inflación mejore de manera significativa el desempeño económico y, de hecho, si para comenzar la inflación ya fuese muy baja ello podría afectar negativamente el desempeño.

¿Puede la Meta de Inflación Mejorar la Credibilidad y Reducir el Coeficiente de Sacrificio?

Los defensores de la meta de inflación afirman que este régimen (junto a otros cambios institucionales en el banco central tales como la independencia de la institución) convencerá a los mercados financieros, a los trabajadores y a las empresas de que el banco central está comprometido a mantener una inflación baja y que ello mejorará la “credibilidad” de la institución. En la teoría macroeconómica neoclásica estándar, credibilidad significa que los inversionistas y fijadores de precios creerán que el banco central “demostrará con hechos lo que afirma” y, como resultado, sus expectativas con respecto a futuras variables tales como la inflación, las tasas de interés y la tasa de cambio se ajustarán a los pronósticos de la institución. De acuerdo a la teoría, en tal escenario el banco central puede reducir las futuras tasas de inflación sin imponer costos significativos a la economía real en términos de aumento de las tasas de interés real, lo que retrasa el crecimiento económico. Si el banco central se compromete de forma creíble a reducir la inflación los fijadores de precios (empresas y trabajadores) simplemente le creerán y reflejarán las expectativas de una baja inflación en el comportamiento de sus precios. Esto se transformará en una declaración del banco central que por la propia naturaleza de la institución contribuirá a que se cumpla. Por lo tanto, mejorar la “credibilidad” del banco central conducirá a una menor inflación a un costo más bajo en términos de un crecimiento económico más lento, mayor desempleo y tasas de interés real más altas.

¿Qué muestra la evidencia? Una línea de investigación empírica sobre los efectos de la credibilidad, en consecuencia, se ha enfocado en el comportamiento de las expectativas inflacionarias y en los costos en términos de empleo de la política anti-inflacionaria bajo un régimen monetario de meta de inflación. Laubach (1997) analiza encuestas y las tasas de interés nominal a largo plazo y no encuentra ninguna evidencia que demuestre que la implementación de metas de inflación afecte las expectativas de inflación. En la mayoría de los casos las expectativas inflacionarias han bajado sólo como resultado de anteriores registros consistentes y exitosos que demuestran que los bancos centrales han mantenido una baja inflación. Mishkin (1999) cita los estudios empíricos de Almeida (1998) y de Bernanke y otros (1999) para demostrar que luego de la adopción de un régimen monetario de meta de

inflación las expectativas inflacionarias no bajan inmediatamente. Asimismo, tampoco disminuye la pérdida de producción asociada a las políticas anti-inflacionarias en los países con meta de inflación. En base al trabajo empírico de Blinder (1998) y Debelle (1996) sobre las consecuencias de la meta de inflación en Australia, Nueva Zelanda y Canadá, Blinder indica que “la experiencia reciente de los países de la OCDE tampoco indica que los bancos centrales que han adoptado la meta de inflación hayan sido capaces de “desinflar” a un costo menor que los bancos centrales que no habían adoptado tales metas” (Blinder, 1998:63). Similares resultados se obtienen en Posen (1995), quien encontró muy poca evidencia en cuanto a que la meta de inflación haya reducido significativamente los costos del empleo debido a una disminución de la inflación. La evidencia más minuciosa que se haya presentado jamás con respecto al impacto de la meta de inflación proviene de los defensores de este enfoque, es decir Bernanke, y otros, 1999. Algunos aspectos de la evidencia empírica que presentan no son especialmente favorables con respecto a su propio enfoque.

El régimen de meta de inflación no es la panacea... no permite a los países extirpar la inflación de sus economías sin causar costos en términos de pérdida de producción y empleo; tampoco los bancos centrales obtienen credibilidad de una forma inmediata al adoptar el régimen de meta de inflación. En efecto, la evidencia sugiere que la única forma en que los bancos centrales pueden lograr credibilidad es tomando el camino difícil – es decir, demostrando que tienen los medios y la voluntad de reducir la inflación y manteniéndola baja por un largo período de tiempo (Bernanke y otros 1999, p. 308.). Es más, en general... debemos admitir que el desempeño económico de los países que no han adoptado un régimen de meta de inflación durante el período en cuestión no es perceptiblemente diferente al de los países que sí lo han hecho... Si bien en todos los países que han adoptada la meta de inflación ésta permanece inesperadamente baja mientras el aumento del PIB vuelve al sendero pronosticado, esto también sucede en Australia y los Estados Unidos, que son países que no tienen un régimen de meta inflacionaria (Ibid. p. 283). En resumen, la meta de inflación no es una condición necesaria para mantenerla a niveles bajos... (y)... aún para países que registran largos períodos de metas creíbles la disminución de la inflación tiene un precio alto ya que a corto plazo causa importantes disminuciones en la producción (ibid. p. 282).

Aún así, Bernanke y otros apoyan la idea de que la meta de inflación puede proporcionar un marco muy útil para las políticas. Sin embargo, en base a toda esta evidencia, es difícil distinguir de donde viene este apoyo. Generalmente los bancos centrales que reducen la inflación lo hacen a la manera antigua, es decir, aumentando las tasas de interés, causando recesiones o un lento crecimiento y generando desempleo.

Un estudio reciente ha demostrado un mayor apoyo a las afirmaciones de los defensores de la meta de inflación en cuanto a la credibilidad y el coeficiente de sacrificio. Por ejemplo, Clifton y otros, 2001 advierten sobre algunos hallazgos en cuanto a que la meta de inflación puede haber mejorado las compensaciones existentes entre la inflación y el desempleo en los países de la OCDE, sin embargo, no incluyen a países con mercados emergentes. Otros estudios sugieren que el sistema de meta de inflación puede permitir tasas de interés a largo plazo más bajas generando

menores expectativas de inflación (también véase FMI, 2005b). Esto *podría* mejorar el ambiente para las inversiones pero, si una política monetaria restrictiva hace esto a expensas del crecimiento de la demanda agregada esperada, puede que el impacto general en las inversiones no sea positivo.

¿Es Efectivo que la Meta de Inflación Atrae Mayor Inversión Extranjera Directa (IED)?

Muchos países en vías de desarrollo, correctamente o no, han establecido como prioridad el tratar de atraer inversión extranjera directa (IED). Defensores de la política macroeconómica neoliberal, quienes influyen en la decisión de adoptar la meta de inflación, han sugerido que estas políticas ayudan a los países a atraer IED. Por lo tanto surge la siguiente pregunta: ¿La meta de inflación ha ayudado efectivamente a los países en desarrollo a atraer IED? No se han llevado a cabo estudios directos sobre este tema. Sin embargo, el trabajo de Epstein (2000) indica que no existe correlación entre la inflación y la entrada de inversión extranjera directa si la inflación se mantiene en 20% o menos. Por lo tanto, en base a la poca evidencia existente, no parece probable que el régimen de meta de inflación mejore la capacidad de un país para atraer IED.

¿Qué Impacto Tiene la Meta de Inflación en el Crecimiento Económico y en la Generación de Empleo?

La mayoría de los estudios no han abordado el impacto de la MI en el crecimiento económico o en la generación de empleo. Esto no es sorprendente dado que la visión neoliberal establece que el rol clave de la política monetaria es mantener la inflación en un dígito bajo y la fe que tienen en que si así lo hacen el crecimiento se cuidará por sí sólo. Un estudio reciente llevado a cabo por economistas del FMI, quienes utilizaron un complejo modelo econométrico y simuladores de políticas, indica que las economías que han adoptado la meta de inflación experimentan reducciones en la *volatilidad* de la inflación sin sufrir un aumento de la *volatilidad* en las variables reales tales como el PIB real. De acuerdo a estos cálculos, los bancos centrales que adoptan la meta de inflación efectivamente mejoran la “estabilidad” económica con respecto a otras normas monetarias tales como tasas de cambio fijas y reglas monetarias (FMI, 2006). Estos resultados, aunque un tanto intrigantes, serán tan sólidos como el modelo de simulación que en que se basen, sólo serán relevantes en relación a las preguntas que se planteen y serán tan amplios como las alternativas que se exploren. Los resultados del FMI resultan problemáticos en todos estos puntos. Primero, no simulan el impacto de la meta de inflación en relación a otras políticas tales como el régimen de meta real que se analiza más adelante. Segundo, el modelo se basa en estimativos de producción potencial que, por sí mismos, están afectados a la política monetaria (Tobin, 1980, Michl, 2007). Por lo tanto, si la política monetaria retrasa el crecimiento económico también disminuye la tasa de crecimiento de la producción potencial y, por consiguiente, la brecha entre ambos se reduce *pareciendo estabilizar la economía*. Sin embargo, ello ocurre a costa de un retraso del crecimiento o inclusive de generar un estancamiento. Esto resalta el tercer punto clave, es decir, que aún cuando se pudiese demostrar que la meta de inflación es eficaz para lograr la estabilización, es muy importante recordar que el rol estabilizador de la política monetaria es sólo una de las tareas que enfrentan los bancos centrales; la otra tarea es contribuir directamente al crecimiento económico, a la creación de empleo y a reducir

la pobreza. El estudio del FMI no analiza el impacto de la meta de inflación en la tasa de crecimiento del empleo o en la calidad de este, sin embargo, estos son los temas que están en juego aquí.

En la medida que los economistas han analizado el crecimiento del PIB en vez de evaluar su nivel han evaluado la volatilidad de su crecimiento. Sin embargo, si uno observa los informes de crecimiento económico de los países en vías de desarrollo parece que la meta de inflación *no tiene* un impacto positivo en el crecimiento. Cuando los economistas del FMI compararon los países en desarrollo que han adoptado la meta de inflación con un grupo de comparación (es interesante que dejaran fuera del grupo de comparación a China), se encontró que la tasa de crecimiento económico de los países con régimen de meta de inflación no es mayor que la del grupo de comparación de países en desarrollo (FMI, 2005b, Cap. 4) y, en algunas medidas, es menor. Si se incluyese a China y algunos otros países asiáticos de rápido crecimiento, muchos de los cuales NO han adoptado el sistema de meta de inflación, es probable que esta comparación fuese aún más desoladora.

Resumen

Aun cuando la meta de inflación tiene un moderado impacto en términos de disminuir tanto la inflación como las expectativas de inflación, la MI no parece estar asociada a un mejoramiento real del desempeño de las economías que la han adoptado. Es más, tal como lo analizaremos más adelante estas políticas pueden llegar a tener costos significativos, incluyendo tasas de cambio sobrevaluadas, costos excesivos para algunos sub-sectores de la población tales como los pobres y las mujeres y, un crecimiento más lento del empleo en general.

Asimetrías y Desaciertos del Régimen de Meta de Inflación

Las experiencias con el régimen de meta de inflación presentan otra extraña característica: a menudo las metas de inflación no se cumplen, y a veces la diferencia es bastante alta. Es más, es igualmente probable que las tasas de inflación sean muy bajas o muy altas y, en ocasiones, en muchísimo mayor grado (véase el Cuadro 2). En otras palabras, a menudo existen mayores posibilidades que la política monetaria sea muy rígida en vez de muy relajada. Sin embargo, a pesar de que con frecuencia no aciertan, los países que han adoptado el régimen de meta de inflación no renuncian a él. Esta situación presenta varias asimetrías, las cuales pueden llegar a tener un costo muy alto en términos de empleo y crecimiento. Cuando existe un régimen de meta de inflación y la inflación frecuentemente llega a niveles muy bajos significa que el banco central está manteniendo una política monetaria muy *rígida*, lo que puede tener consecuencias negativas tanto para el empleo como para el crecimiento económico. Sin embargo, ¿Porqué motivo los países continúan adoptando la meta de inflación aún cuando con frecuencia las metas no se cumplen? Los economistas del FMI, con una fe panglosiana asombrosa, conjeturan que “los desaciertos no parecen reflejar una ‘mala’ política monetaria de otro modo es muy probable que estos regímenes ya se hubiesen eliminado o que se hubiesen modificado substancialmente” (Roger y Stone, p. 37).⁵

⁵ También ofrecen una respuesta alternativa: "Otra manera de contestar esta pregunta es llamando la atención sobre la falta de regímenes alternativos" (ibid., p. 38). Más adelante se abundará en este punto.

Otra interpretación, la cual más probable, es que una vez que los países adoptan un régimen de meta de inflación están atados a él. Sienten que no pueden abandonarlo porque estarían enviando señales “equivocadas” y esto podría llegar a ser muy costoso en términos de “confianza del inversionista”, lo que podría ocasionar tanto inestabilidad en la tasa de cambio como una fuga de capitales. Cuando el “miedo a la inflación” es auténtico los países se mantienen en el marco de meta de inflación aún cuando a menudo no se cumplan las metas.

Algunos pueden argumentar que esto significa que un régimen de meta de inflación es un “tigre de papel” y, por ende, no puede tener efectos significativos ni para bien ni para mal. Sin embargo, yo creo que esta interpretación es errónea. Por una parte, tal como ya se mencionó, los países con régimen de meta de inflación tienen la misma posibilidad, si no mayor, de tener una política monetaria muy rígida en términos de que la inflación es muy baja. Pero, por otra parte, mientras los bancos centrales se mantienen en un marco de meta de inflación pueden argumentar que no necesitan preocuparse de otros objetivos, *excepto en la medida que ellos estén afectando la inflación*. Sin embargo, esto absuelve completamente a los bancos centrales de sus obligaciones en cuanto al desarrollo y elimina un arma de política macroeconómica clave del arsenal del desarrollo que, entre otras cosas, intenta mejorar la calidad de los trabajos. Los bancos centrales que han adoptado el régimen de meta de inflación pueden decir simplemente: “¿Creación de empleo? ¡Ese no es MI departamento!”

Cuadro 2
Resultados Inflacionarios en Países con Meta de Inflación

	Frecuencia de las Desviaciones (porcentaje)		
	Total	Por Debajo	Arriba
Todos los países	43.5	24.2	19.3
Metas de Inflación Estable	32.2	21.7	10.6
Metas de Desinflación	59.7	27.7	10.6
Países Industrializados	34.8	22.5	12.3
Países con Mercado Emergente	52.2	25.9	26.2

Estos resultados se miden en relación a los límites del rango meta.
Fuente: Roger y Stone (2005), Cuadro 7, p. 22.

¿Cuál es el Motivo del Enfoque en la Inflación?

Existe otro problema con el régimen de meta de inflación y el enfoque neoliberal en la política de los banco centrales que es aún más elemental. ¿Por qué ese afán de enfocarse en una lucha contra la inflación excluyendo otras metas? Tal como se indica en Bruno y Easterly (1996) y en Epstein (2000) existe muchísima evidencia en cuanto a que las tasas moderadas de inflación, de 20% o aún más, no tienen consecuencias negativas predecibles en la economía real – no se asocian a un crecimiento más lento,

a una disminución de la inversión, a una menor inversión extranjera directa ni a otra variable real importante.

Economistas del FMI y otros expertos recientemente han argumentado que esos resultados son engañosos. Afirman que existen no-linearidades, tales como el efecto umbral, que insinúan que la inflación empieza a afectar negativamente el crecimiento económico a niveles muchísimo más bajos de los que se afirmaba en Bruno y otros. (Ghosh y Phillips, 1998; Kahn y Senhadji, 2001; Burdekin y otros, 2004). Algunos de ellos han encontrado que en los países en desarrollo la inflación comienza a afectar el crecimiento a tasas tan bajas como del 3%. Sin embargo, un estudio más reciente de Pollin y Zhu indica que a veces, al tomar en cuenta los impactos no-lineales de la inflación en el crecimiento económico, la inflación y el crecimiento económico se relacionan positivamente, especialmente cuando la inflación es ocasionada por una expansión de la demanda (Pollin y Zhu, 2006). Establecen que, en general en los países en vías de desarrollo, una inflación por debajo de aproximadamente el 15% no perjudica el crecimiento económico y que, de hecho, puede ser beneficiosa (Pollin y Zhu, 2006, p. 606). Es así que concluyen que, al menos en términos de crecimiento económico, casi no se justifica enfocar la política monetaria en bajar la inflación a un dígito bajo, especialmente si tal política conlleva costos económicos.

Sin embargo, aparte del impacto en el crecimiento económico, muchos economistas argumentan que la inflación afecta de forma negativa a los pobres más que a los ricos. Por lo tanto, en términos de distribución de la riqueza, reducir la inflación a un dígito bajo debe transformarse en una prioridad. Aunque es necesario llevar a cabo mayores investigaciones para estudiar esta afirmación, un trabajo reciente muy importante de Jayadev pone en tela de juicio esa sabiduría convencional (Jayadev 2006a, b). Jayadev revisa encuestas sobre las preferencias de la gente con respecto a la inflación versus el desempleo. Mientras que anteriores investigadores estudiaron si a la gente le gusta o no la inflación, Jayadev investigó una pregunta más apropiada, es decir, ¿cuál problema se considera más serio, la inflación o el desempleo? Esta pregunta refleja mejor la idea de que se necesita sacrificar una de las dos cosas, al menos en el corto y mediano plazo. Cuando a la gente se le hace la pregunta en términos de sacrificio surgen resultados muy significativos. Jayadev encuentra que las personas que se ubican en el quintil más bajo de la distribución del ingreso es más probable que perciban que el desempleo es más grave que la inflación. Por otra parte, es más posible que las personas que se ubican en el quintil más alto piensen lo contrario (Jayadev, 2006a). En un estudio posterior Jayadev encuentra resultados similares cuando divide las muestras por clase social y no por grupos de acuerdo al nivel de ingresos. Asimismo, encuentra que el promedio de los trabajadores, especialmente aquellos poco calificados, piensan que el desempleo es más grave que la inflación. (Jayadev, 2006b).

Sin lugar a dudas todos están de acuerdo en que un nivel de inflación muy alto puede tener efectos muy graves en el crecimiento económico y, posiblemente, en la distribución del ingreso.⁶ Sin embargo, parece que no existe mucha justificación para

⁶ Sin duda lo que significa ‘muy alto’ es materia de continuo desacuerdo y objeto de investigación. Los resultados originales de Bruno sugieren que hasta un 40% de inflación no tiene un efecto negativo apreciable. Pollin y Zhu encontraron que la cifra es más cercana al 15%. Por supuesto estas son cifras promedio y, como lo dicen estos autores, efectivamente importa lo que está causando la inflación: ya sea si es un efecto secundario de una crisis económica, en cuyo caso es muy difícil separar el impacto de la reducción de la oferta de la inflación en sí, o si el aumento de la inflación es producto de un aumento de la demanda, en cuyo caso los impactos parecen ser más benignos.

que la política monetaria se enfoque en mantener la inflación en un dígito bajo, especialmente cuando el empleo y la pobreza son problemas serios.

Género y Política Monetaria Enfocada en la Inflación

Mientras que un nivel de inflación moderado parece no tener costos significativos, utilizar la política del banco central para combatirlo sí los tiene y existe evidencia que sugiere que algunos grupos sienten esos costos más que otros. Tal como lo demuestra Braunstein y Heintz (2006), las políticas monetarias desinflacionarias de los países en vías de desarrollo, como las que se relacionan con los regímenes de política monetaria enfocada en la inflación, tienen un efecto negativo desproporcionado en las mujeres, en comparación con los hombres. Este notable estudio sugiere firmemente que la política monetaria puede tener efectos de género muy importantes e insinúa que este tema debe ser motivo de mayores investigaciones que las que existen en la actualidad.

El ejercicio empírico de este estudio explora los efectos de la disminución de la inflación en el empleo formal de mujeres y hombres. Recopilaron información de 51 ‘episodios de disminución de la inflación’ en 17 países de ingresos bajos y medios.⁷ Para evaluar los efectos de los períodos de baja inflación en el empleo, revisaron las tendencias reales del empleo durante cada uno de esos episodios, segregadas por género, y las compararon con las tendencias del empleo a largo plazo. Utilizando un enfoque similar también estudiaron aquellos indicadores que revelaban la forma en que la política monetaria respondió durante los episodios de disminución de la inflación.

Al estudiar el impacto de la desinflación en el empleo diferenciaron los períodos en que tanto las tasas de inflación como las de empleo disminuyeron, en comparación con las tendencias a largo plazo, de aquellos períodos en que las tasas de inflación se contrajeron pero el empleo aumentó. Ellos utilizan el término “episodio de disminución de la inflación de tipo contraccionario” para referirse a los períodos en que se reduce la inflación y se contrae el empleo y “episodio de disminución de la inflación de tipo expansionario” para aquellos en que el empleo aumentó.

Los hallazgos más importantes son los siguientes:

- Cuando el empleo se contrae durante un episodio de disminución de la inflación es muy probable que las mujeres experimenten una mayor pérdida de empleo, en términos de porcentaje, que los hombres. En la mayoría de los casos, la disminución de la inflación de tipo contraccionario tiene un impacto negativo desproporcionado en las mujeres. Sin embargo, durante los episodios de disminución de la inflación en que el empleo aumenta, el impacto específico es ambiguo en términos de género.
- Cuando los bancos centrales responden a las presiones inflacionarias aumentando las tasas de interés real por sobre la tendencia a largo plazo es más probable que se produzca una desaceleración del crecimiento del empleo – en comparación con aquellos países que mantienen las tasa de interés al mismo nivel o por debajo de la tendencia a largo plazo – con las consecuentes altas pérdidas en el empleo relativo de las mujeres. Sin embargo, los países con tasas de interés real negativas no

⁷ La elección de los países se limitó a aquellos para los cuales existe información disponible sobre el empleo formal segregado por género. No se pudo abordar el empleo informal en este análisis debido a que no existían datos para un período suficientemente largo de tiempo en varios países.

parecen ser capaces de aumentar el crecimiento del empleo bajando aún más las tasas de interés real.

- Encontraron que la tasa de cambio real (TCR) parece causar un impacto en la tendencia de género durante los episodios de disminución de la inflación de tipo contraccionarios. En todos los casos en que las mujeres experimentaron un aumento relativo del empleo durante períodos de contracción del empleo, el tipo de cambio o bien se depreció o no mostró ninguna divergencia en relación a la tendencia de largo plazo.
- El control sobre el suministro de dinero real también parece asociarse negativamente con el empleo en general y con el empleo de las mujeres en particular.

Estos resultados sugieren que una política monetaria contraccionaria dirigida a reducir la inflación con frecuencia tiene un impacto desproporcionadamente negativo en el empleo de las mujeres, lo que puede mitigarse manteniendo una tasa de cambio competitiva. Es más, los episodios de disminución de la inflación en que la tasa de cambio real no se depreció fueron menos desfavorables en cuanto al empleo de las mujeres.

III. Políticas de los Bancos Centrales para la Creación de Empleo

Un motivo por el cual la “política monetaria enfocada en la inflación” ha ganado tantos adeptos es la percepción generalizada en cuanto a que no existe otra política monetaria alternativa viable que pueda mejorar las perspectivas de crecimiento y empleo. Los tres factores más importantes que determinan esta percepción son los siguientes: El primero es que muchos economistas creen en la tasa natural prekeynesiana (que es la tasa de desempleo no aceleradora de la inflación [*Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment* – NAIRU]) de mercado laboral que establece que al dejar que las fuerzas del mercado se desarrollen por sí mismas automáticamente causarán que la economía llegue a una situación de pleno empleo y, lo que es más, que cualquier intento por reducir el desempleo más allá sólo causará que la inflación empeore. Sin embargo, existe evidencia substancial en cuanto a que la teoría de la NAIRU no tiene una buena base empírica. La tasa natural de la NAIRU, si es que existe, no parece ser constante; y, lo que es muy importante, parece ser afectada por la política macroeconómica en sí. En algunos países sus efectos son asimétricos, con aumentos de inflación que reducen el desempleo pero con reducciones en el empleo que no aumentan la inflación (véase Eisner, 1997; Baker, 2000; Ball y Sheridan, 2001; Ball y Mankiw, 2002; Pollin, 2005; Hall, 2005).

Segundo, en una economía integrada internacional y financieramente, con altos niveles de flujo de capital internacional, la política monetaria puede ser extremadamente estimulante. En particular, puede ser muy difícil dirigir la política monetaria estableciendo metas de agregados monetarios o fijando una tasa de cambio al tiempo que se trata de promover el crecimiento del empleo. A menudo esto se percibe como lo que se ha dado en llamar el “trilema”, que establece que los bancos centrales sólo pueden tener dos de las siguientes tres situaciones: mercados de capital abiertos, una tasa de cambio fija y una política monetaria autónoma dirigida a las metas domésticas. Mientras que este llamado “trilema” no es estrictamente verdadero en términos teóricos, en la práctica plantea serios problemas en términos de manejo

monetario (Frenkel y Taylor, 2006). Sin embargo, yo pienso que el quid de la cuestión es realmente una parte de este “trilema”, es decir, el hecho de que los economistas ortodoxos en general hayan dado por sentado que la mejor política consiste en eliminar los controles de capitales y que una casi completa liberalización financiera con respecto al sector extranjero es lo óptimo. Sin embargo, recientemente se ha encontrado evidencia que demuestra ampliamente que los mercados de capital abiertos pueden ocasionar problemas muy costosos en los países en desarrollo y que este tipo de países, que son exitosos, han utilizado una variedad de técnicas de administración de capitales para manejar estos flujos de modo de, entre otras cosas, escapar de este llamado “trilema” (véase más adelante un análisis de las técnicas de administración de capitales). Tercero, muy pocos economistas han desarrollado y propuesto alternativas concretas a la política monetaria de meta de inflación en este contexto por lo que a aquellos que buscan otras alternativas les es muy difícil encontrar modelos. Sin embargo, los economistas ahora están en el proceso de rectificar esta carencia y yo informo sobre estos esfuerzos en esta sección.

El punto principal de esta sección es el siguiente: *efectivamente existen* alternativas viables a la política monetaria enfocada en la inflación (incluyendo el régimen de meta de inflación), alternativas que pueden promover la creación de más y mejor empleo y la disminución de la pobreza. Es más, estas alternativas también responden a la necesidad de mantener la inflación a un nivel moderado y una tasa de cambio que no sea excesivamente volátil. En resumen, estas alternativas responden tanto a la necesidad de estabilización como a la de desarrollo.

Alternativas al Régimen de Meta de Inflación

Todas las alternativas que analizo aquí van bajo la rúbrica *enfoque en las metas reales* para la banca central. Con el término “real” quiero decir una meta conectada a lo real y no a los aspectos monetarios de la economía, es decir, al empleo, al crecimiento real del PIB, a la inversión y a la tasa de cambio real. Utilizo el término “meta” bastante libremente, y su significado puede ubicarse en un amplio rango. A un extremo de el significa una meta numérica y estricta, como en la meta de inflación, preanunciada y con un enfoque estrecho; al otro extremo significa una meta general de la política monetaria. Sin duda, tal como lo he dicho repetidamente, junto a estas metas reales existen metas monetarias o financieras importantes de las cuales el banco central también debe ocuparse, incluyendo el logro de una tasa de inflación moderada. En consecuencia, generalmente un banco central tratará de apuntar a uno o más objetivos reales, sujeto a restricciones de volatilidad en la tasa de inflación y también, posiblemente, de la tasa de cambio.

El Enfoque de Metas Reales para la Banca Central

Ventajas del Marco de Meta Real

Un marco de *meta real* tiene muchas ventajas importantes.

1. Primero y principal, prioriza las variables económicas más inmediata y claramente asociadas al bienestar social. Cuando se implemente un marco de “meta” estricto, el banco central se verá obligado a identificar esta meta y luego cumplirla. Si no lo hiciera, tendría que explicar el motivo por el cual falló y qué hará para remediar esta situación durante el próximo período.

2. Dada la presión pública por alcanzar este objetivo, el banco central tendrá incentivos suficientes para invertir en llevar a cabo investigaciones y otras actividades dirigidas a mejorar tanto su comprensión de cómo cumplir con esa meta real y los instrumentos que necesitará para hacerlo.
3. Dado que el banco central deberá alcanzar esa meta junto con otras restricciones tendrá que desarrollar nuevos instrumentos de política monetaria. Por ejemplo, si debe alcanzar una meta de empleo sujeta a restricciones de inflación y de balanza de pagos entonces, además de implementar políticas de tasas de interés, podría explorar estrategias para la asignación de activos de modo de animar a los bancos a que aumenten sus préstamos para actividades que generen mucho empleo.
4. Un enfoque de meta real se presta de manera natural para lograr una política de banca central más democrática, transparente y responsable que responda a las auténticas necesidades de la mayoría de los ciudadanos de esos países y no a las de la minoría, que generalmente se beneficia de la combinación de crecimiento más lento, baja inflación y tasas de interés real altas.
5. Este marco es mucho más propicio para el diseño de una política monetaria acorde con las necesidades específicas de cada país. Por ejemplo, si un país tiene un problema específico en términos de generación de buenos puestos de trabajo para las mujeres o de mayor empleo en una región específica del país el enfoque de meta real en efecto puede apuntar a estos objetivos (en conjunto con un mayor empleo en general) y ayudar en el diseño de un instrumento para lograrlos.

En resumen, es muy posible que el enfoque en las metas reales para la política monetaria sea más pertinente, flexible, efectivo y democráticamente responsable que la meta de inflación.

Un ejemplo importante en cuanto al régimen de meta real, el cual se explicará en mayor detalle más adelante, es la *meta de empleo*.

¿Cómo Operaría una Meta de Empleo (ME) Marco?

El banco central, en conjunto con el gobierno, estimaría un rango de meta factible para el crecimiento del empleo considerando tasas que sean coherentes con una inflación moderada. En base a los estimativos de la relación entre los instrumentos de políticas del banco central y el crecimiento del empleo, la institución trataría de lograr su meta. Nótese que muchos de los problemas que surjan serán similares a aquellos que aparecen bajo un régimen de meta de inflación. Por ejemplo, ¿cuáles son los mejores instrumentos a utilizar? ¿Cuál es la mejor manera de medir el crecimiento del empleo? ¿Qué se debe hacer con respecto a la incertidumbre y a la información inexacta? Estos son temas difíciles. Sin embargo no existen razones para creer que estos problemas serán más difíciles – o más fáciles – de resolver que en el caso del régimen de meta de inflación.

Objeciones a la Meta de Empleo

La mayor objeción de los economistas tradicionales a la meta de empleo es también la de menor validez, es decir, que la política monetaria sólo puede afectar las variables nominales, al menos a largo plazo. Pero, como lo vimos anteriormente, existe bastante

evidencia en cuanto a que las políticas del banco central pueden tener un impacto significativo en el empleo y en otras variables reales tales como la inversión (ej. Ball, 1999).

Surgirán otras objeciones a la meta de empleo. Muchos economistas argumentarán que la relación entre las políticas del banco central y el crecimiento del empleo es simplemente muy imprecisa como para tomarla como base de las políticas. Sin embargo, Bernanke y otros, y distintos defensores de la meta de inflación admiten que la relación entre las políticas del banco central y la inflación también es imprecisa y variable (Bernanke y otros 1999). Simplemente no existe una variable macroeconómica digna de interés, incluida la inflación, que pueda ser controlada perfectamente por el banco central.

Ventajas Indirectas de la Meta de Empleo

El marco de meta de empleo tiene varias ventajas indirectas extremadamente importantes que, en sí mismas, contribuirán de forma crucial a su éxito. Las ventajas indirectas incluyen un acopio de nuevos conocimientos sobre la relación entre política monetaria y empleo y la creación e implementación de nuevas ideas en cuanto a la forma de generar más empleo y crecimiento económico. Estos dos resultados positivos se producirán luego que los bancos centrales, con sus enormes recursos humanos y financieros, enfoquen su atención en el crecimiento del empleo, que es la clave del asunto.

Hacer del empleo o del crecimiento del empleo una meta de la política monetaria provocará un profundo cambio de actitud del banco central y de sus actividades. La institución comenzará a disponer que sus economistas estudien la relación entre política monetaria y crecimiento del empleo; estudiará cuales instrumentos de política monetaria son los más apropiados para lograr el crecimiento del empleo; y organizará conferencias sobre crecimiento del empleo y política monetaria. Asimismo, promoverá y asignará mayores recursos a los empleados que logren avanzar en la comprensión de esos nexos. Conducirá al banco central a vincularse a otras entidades y personas externas al banco que tengan conocimiento y experiencia con respecto a la relación que existe entre generación de empleo y variables financieras.

La creación de un marco de meta de empleo no sólo conducirá al banco central a generar un mayor conocimiento sobre la relación entre la política monetaria y el crecimiento del empleo. También conducirá a estas instituciones a diseñar nuevos programas que le ayuden a lograr sus metas. Sin duda la reducción de las tasas de interés, como lo he mencionado anteriormente, podría tener un impacto importante en el comportamiento de muchas empresas, grandes y pequeñas, en términos de inversión y expansión. Pero el banco central también se dará cuenta que, para contribuir a una mayor generación de empleo sujeta a una restricción de la inflación, va a necesitar instrumentos de política monetaria adicionales.

Metas e Instrumentos

Tal como lo argumentó Tinbergen en su trabajo sobre diseño de políticas, se necesita al menos la misma cantidad de instrumentos independientes que metas para lograr los objetivos. En efecto, si el banco central decidiera adoptar un enfoque de meta de empleo en que también tuviese que cumplir con un límite de inflación, existirían dos

metas y un sólo instrumento, cual es la tasa de interés. En esta situación el banco central sin duda buscaría mayores instrumentos mediante los cuales alcanzar su objetivo.

Existen muchísimas posibilidades útiles. Entre las más prometedoras se encuentran varios mecanismos de asignación de crédito y técnicas de administración de capitales.

Mecanismos de Asignación de Crédito

Como se describe con mayor detalle más adelante en el estudio sobre las políticas económicas de post-guerra de los Estados Unidos, Europa y Japón, los bancos centrales han utilizado una variedad de instrumentos para ayudar a que el crédito se dirija a sectores específicos de modo de apoyar metas sociales y económicas. Estos instrumentos incluyen requerimientos de reserva en base a los activos, garantías de préstamos y apoyo para agrupar y garantizar pequeños créditos utilizando la ventana de descuento para respaldar inversiones que generen empleo (véase Pollin y otros, 2006 y 1994, Epstein y Heintz, 2006, Palley, 2003, y mi tratamiento del tema más adelante para mayor información con respecto a estos enfoques). Los requerimientos de reserva en base a los activos es un sistema mediante el cual se exige a las instituciones prestatarias que mantengan reservas que rindan un bajo interés o cero interés como promedio de los activos que devengan intereses. Por lo tanto, los bancos pierden dinero en proporción al tamaño de las reservas que deben mantener. Para hacer que esto se vuelva parte de un sistema de préstamo dirigido el banco central o el gobierno le exigiría menores requerimientos a los activos preferidos – en comparación con los activos menos deseables – tales como actividades que generan empleo creando, de esa manera, un incentivo para que los bancos mantengan ese tipo de activos. Otro posible instrumento sería la creación de un programa de garantía de préstamos para bancos que dan créditos a cooperativas y a pequeñas empresas que generan buenas oportunidades de trabajo. Otro ejemplo es proporcionar liquidez e instituciones que compartan el riesgo para préstamos a empresas que prometan generar empleo pero que en la actualidad tienen un acceso restringido a los mercados financieros. Un ejemplo de este tipo de políticas sería proporcionar apoyo financiero y administrativo a valores respaldados por activos, los cuales agruparían préstamos para la generación de empleo y se venderían como valores en el mercado abierto, tal como lo hacen Ginnie Mae y Fannie Mae en el mercado de finca raíz de los Estados Unidos.

Como último ejemplo, el banco central podría iniciar un recurso especial de ventana de descuento el cual ofrecería facilidades de crédito, garantías o descuentos a instituciones que otorgan préstamos a empresas y cooperativas prometedoras en términos de oportunidades de generación de empleo.

Sin duda este tipo de políticas pueden conducir a abusos y corrupción. Es crucial que se establezcan sistemas de monitoreo y control para minimizar estos costos. Tal como Amsden (2001) argumenta, estos sistemas de monitoreo y control fueron cruciales para el éxito de países recientemente industrializados tales como Corea del Sur y Taiwán, los cuales utilizaron métodos de asignación de crédito para apoyar sus políticas industriales. En los casos que Amsden describe, la variable de monitoreo fue

clave para el éxito de las empresas en términos de generación de exportaciones. Las empresas que no tuviesen éxito eran sancionadas.

La Meta de Empleo Vista a Través del Lente de Género

Una de las grandes ventajas de conjugar los mecanismos de asignación de crédito con un enfoque de meta de empleo es que proporciona la flexibilidad política necesaria para su éxito en variados contextos institucionales. Por ejemplo, cuando el empleo asalariado de mujeres es importante para el bienestar social es crucial utilizar un lente de género para diseñar políticas macroeconómicas efectivas en general y políticas monetarias de meta de empleo en particular. En estos contextos el banco central podría diseñar requerimientos de reserva en base a los activos para generar mayor empleo para mujeres; otra alternativa es que el banco central dé acceso preferencial a la ventana de descuento para instituciones financieras que estén invirtiendo o dando préstamos a organizaciones que generarán más y mejores empleos para las mujeres. De hecho en estas situaciones, aún en ausencia de un conocimiento previo sobre la importancia del empleo asalariado de las mujeres, es muy posible que un banco central que haya adoptado la meta de empleo descubra por sí mismo la importancia de utilizar un enfoque de género en la política macroeconómica para lograr sus metas de generación de empleo. El siguiente es un excelente ejemplo de la maravilla de implementar un enfoque de meta de empleo: forzará al banco central a aprender mucho más sobre la naturaleza de la fuerza laboral y cómo aumentar el empleo asalariado, lo cual en muchas sociedades significará que aprenderá mucho más sobre la fuerza laboral femenina.

Técnicas de Administración de Capitales⁸

Tal como lo vimos anteriormente con respecto al llamado *trilema*, los gobiernos pueden necesitar un espacio para sus políticas lejos de los caprichos de los mercados de capital internacional para conservar su autonomía en cuanto a políticas monetarias y de otra índole en las líneas que se analizan aquí. En particular, para lograr este espacio para sus políticas pueden necesitar controles de capitales, controles de cambio o, en general, técnicas de administración de capitales.

Los *Controles de Capitales y de Cambio* ubican los impuestos o las normas por sobre la compra y/o venta de activos o deuda internacional (controles de capitales) o de moneda extranjera (controles de cambio). Estos se han utilizado ampliamente para manejar la entrada y salida de capitales internacionales y/o moneda extranjera. Las *técnicas de administración de capitales* (TAC) se refieren a dos tipos de políticas financieras complementarias (y a veces superpuestas) – las políticas que rigen los flujos de capital privado internacional (controles de capitales y de cambio, tal como se acaban de definir) y aquellas que imponen un manejo prudente de las instituciones financieras domésticas. Cierta tipo de normas financieras prudenciales de hecho funcionan como una especie de control de capitales; es más, los controles de capitales por sí mismos pueden funcionar como normas financieras prudenciales o bien pueden *complementarlas*. A menudo existe una gran sinergia entre las normas financieras prudenciales y los controles de capitales tradicionales. Puede ser difícil (y a veces imposible) trazar una línea definitiva entre normas financieras domésticas

⁸ En esta sección se utiliza mucho el trabajo conjunto con Ilene Grabel y Jomo, K.S. Véase Epstein, Grabel y Jomo, 2006.

prudenciales y controles de capitales. Por ejemplo, las normas financieras domésticas que reducen el nivel de madurez descalce por ubicación pueden influenciar la composición de los flujos de capital internacional que entran a un país, aún cuando ese tipo de normas estén clasificadas como normas financieras domésticas prudenciales y no como controles de capitales. Por lo tanto, para el FMI y otros argumentar que la administración prudencial es “buena” y que los controles de capitales son “malos” significa establecer una distinción con propósitos ideológicos más que para trazar una política sólida.

Los diseñadores de las políticas utilizan técnicas de administración de capitales (TAC) para lograr algunos o los cuatro objetivos siguientes: promover la estabilidad financiera; fomentar disposiciones de inversión y financieras deseables; mejorar la autonomía en términos de políticas; y mejorar la democracia. Las TAC pueden promover la estabilidad financiera mediante su capacidad para reducir la cantidad de dinero, la fuga de capitales, la fragilidad y/o los riesgos de contagio y, por ende, pueden reducir potenciales crisis financieras y la devastación económica y social que las acompaña. También pueden influir en la composición de la cartera total de inversiones de la economía y en las disposiciones financieras que respaldan esas inversiones. Aún más, las TAC pueden promover ciertos tipos de inversión y estrategias financieras deseables premiando a los inversionistas y prestatarios cuando participan en estas actividades. Los tipos de inversión deseables son aquellas que crean empleo, mejoran el estándar de vida y promueven una mayor igualdad de ingresos, la transferencia tecnológica, el aprendizaje experiencial y/o el crecimiento a largo plazo; los tipos de financiamiento deseable son aquellos a largo plazo, estables y sostenibles. La administración de capitales puede desmotivar algunos tipos de inversión y estrategias financieras menos útiles en términos sociales aumentando su costo o impidiéndolos del todo.

Las TAC pueden mejorar la autonomía de las políticas de muchas maneras: pueden aminorar la gravedad del riesgo de divisas y, por ende, permite a las autoridades proteger un cambio fijo; pueden crear un espacio para que el gobierno y/o el banco central busquen promover políticas de crecimiento y/o macroeconómicas reflacionarias neutralizando así la amenaza de la fuga de capitales; al reducir con antelación los riesgos de una crisis financiera las TAC pueden disminuir la posibilidad de que los gobiernos se sientan obligados a utilizar políticas macro, micro y socio económicas contractivas para atraer nuevamente la inversión extranjera o como condición previa para obtener asistencia del FMI; finalmente, las TAC pueden reducir el espectro del control o propiedad extranjera de recursos domésticos. De lo anterior se desprende que la administración de capitales puede mejorar la democracia al reducir las posibilidades de que especuladores y actores externos, directa o indirectamente (mediante la amenaza de la fuga de capitales), ejerzan una excesiva influencia en el proceso interno de toma de decisiones. Las TAC pueden reducir el poder de veto de la comunidad financiera y del FMI y crear un espacio para que los intereses de otros grupos (tales como los defensores de los pobres) se incluyan en el diseño de las políticas. Por lo tanto, se puede decir que las TAC mejoran la democracia porque crean oportunidades para garantizar el pluralismo en el diseño de las políticas.

Los regímenes de administración de capitales pueden tomar diversas formas y son, además, multifacéticos. Y, lo que es muy importante, las técnicas de administración de capitales pueden ser estáticas o dinámicas. Las técnicas de administración estáticas son aquellas que las autoridades no modifican en respuesta a

los cambios de circunstancias. Las técnicas de administración de capitales también pueden ser dinámicas, lo que significa que pueden ser activadas o ajustadas de acuerdo a las circunstancias. Epstein, Grabel y Jomo (2006) llevaron a cabo siete estudios de caso sobre las diversas técnicas de administración de capitales utilizadas en Chile, Colombia, Taiwán Provincia de China, India, China, Singapur y Malasia durante los años 90. Para ilustrar más específicamente las diferentes formas que estas técnicas pueden tomar, se reproducen aquí algunos cuadros tomados de Epstein, Grabel y Jomo (2006) (tablas 3 y 4 más adelante).

Las lecciones positivas son las siguientes: Primero, y en general, los autores encontraron que las TAC pueden contribuir a la estabilidad tanto de la moneda como financiera, a la autonomía de las políticas macro y micro económicas, a una inversión a largo plazo estable y a un sano desempeño de la cuenta corriente. Sin embargo, las TAC también tienen algunos costos. Específicamente, existe evidencia de que en algunos países se aumenta el costo del capital para las pequeñas empresas y la administración de capitales puede dar cabida a la corrupción. Segundo, una exitosa implementación de los controles durante un período de tiempo significativo dependerá de la existencia de un ambiente de políticas sensatas y fundamentos sólidos. Esto incluye una proporción de deuda relativamente baja, tasas de inflación moderadas, cuentas corrientes y saldos fiscales sostenibles, políticas de tipo de cambio consistentes, un sector público que funcione lo suficientemente bien como para poder implementar políticas coherentes (ej. *capacidad administrativa*), y gobiernos que sean suficientemente independientes de los intereses políticos estrechos de modo que puedan mantener algún grado de control sobre el sector financiero (ej. *capacidad del estado*).

Tercero, los estudios de caso muestran que la causalidad funciona en ambos sentidos: de buenos fundamentos a TAC exitosas y de TAC exitosas a buenos fundamentos. Contar con buenos fundamentos es importante para el éxito a largo plazo de las TAC porque ellos reducen la presión sobre esos controles y, de ese modo, mejoran las posibilidades de éxito. Por otra parte, estas técnicas también mejoran los fundamentos. Por lo tanto, existe una sinergia entre TAC y fundamentos. Cuarto, los aspectos dinámicos de las TAC son, probablemente, su característica más importante. Los diseñadores de políticas necesitan conservar la capacidad de implementar una variedad de técnicas administrativas y de cambiarlas de acuerdo a las circunstancias. Es aconsejable contar con una administración de capitales ágil y flexible. La experiencia de Chile y Taiwán, China en estas técnicas es un buen ejemplo de este tipo de flexibilidad. Los países que tienen experiencias exitosas con los controles deben mantener la opción de continuar utilizándolos de acuerdo a las necesidades que se presenten. Quinto, las TAC funcionan mejor cuando son coherentes y consistentes con los objetivos generales del régimen de política económica o, mejor aún, cuando son parte integral de una visión económica nacional. Hay que ser claros, esta perspectiva no debe incluir un extensivo control estatal sobre la actividad económica. Singapur es buen ejemplo de una economía muy liberalizada en muchos aspectos, sin embargo, las TAC son parte integral de su enfoque general en cuanto políticas económicas y al desarrollo.⁹ Sexto, con frecuencia las normas prudenciales son un complemento importante para los controles de capitales, tradicionalmente definidos, y viceversa. En Singapur, por ejemplo, la persuasión moral dirigida a desanimar a los bancos a que presten dinero a empresas o individuos que pretenden especular en

⁹ Véase Nembhard, 1992 para obtener un excelente análisis en cuanto a estos temas.

contra de la moneda es un claro ejemplo de una norma prudencial efectiva. En Chile, los impuestos a la entrada de capitales a corto plazo que evitan posibles descalces de madurez es un ejemplo de control de capitales que también sirve como norma prudencial. Los estudios de caso presentan muchos ejemplos similares.

Séptimo, no existe un solo tipo de TCA que funcione mejor para todos los países: en otras palabras, no existe una “mejor práctica” cuando se trata de TCA. Epstein, Grabel y Jomo (2006) encontraron una variedad de estrategias que funcionan en países con muy distintos niveles de capacidad estatal y administrativa, con sistemas financieros que difieren de acuerdo a su profundidad y nivel de liberalización, con diferentes combinaciones de controles dinámicos y estáticos, y variadas combinaciones de normas financieras prudenciales y controles de capitales.

Cuadro 3
Resumen: Tipos de Técnicas de Administración de Capitales Utilizadas Durante los años 90 y sus Objetivos *

País	Tipo de Técnicas de Administración de Capitales	Objetivos de las Técnicas de Administración de Capitales
Chile	<p>Flujos de Entrada</p> <ul style="list-style-type: none"> - IED y CI: Se requiere un año de residencia Requisito - 30% Requisito de Reserva No Remunerada - Impuestos a los préstamos a extranjeros: 1,2% al año <p>Flujos de Salida</p> <ul style="list-style-type: none"> -No existen restricciones significativas <p>Normas financieras domésticas</p> <ul style="list-style-type: none"> -Fuertes medidas regulatorias 	<ul style="list-style-type: none"> -Alargar las estructuras de madurez y estabilizar los flujos de entrada. -Ayudar a manejar la tasa de cambio para mantener la competitividad de las exportaciones -Proteger la economía contra la inestabilidad financiera
Colombia	Similar a Chile	Similar a Chile
Taiwán, China	<p>Flujos de Entrada</p> <p><i>No-residentes</i></p> <ul style="list-style-type: none"> -Las cuentas corrientes sólo pueden utilizarse para gastos domésticos y no para la especulación financiera -La participación de extranjeros en el mercado bursátil está regulada -IED estrictamente regulada <p><i>Residentes</i></p> <ul style="list-style-type: none"> -Normas para préstamos por parte de extranjeros <p>Flujos de Salida:</p> <ul style="list-style-type: none"> -Controles de cambio <p>Normas Financieras Domésticas</p> <ul style="list-style-type: none"> -Restricciones a los préstamos para propiedad raíz y otros propósitos especulativos 	<ul style="list-style-type: none"> -Promover la industrialización -Ayudar a manejar la tasa de cambio para mantener la competitividad de las exportaciones -Mantener la estabilidad financiera y blindaje contra crisis financieras extranjeras
Singapur	<p>"No-Internacionalización" de flujos de entrada de dólares de Singapur</p> <p>Flujos de Salida</p> <p><i>No-residentes</i></p> <ul style="list-style-type: none"> -Las instituciones financieras no pueden otorgar crédito en dólares de Singapur a no-residentes si es que es probable que se vayan a utilizar para la especulación 	<ul style="list-style-type: none"> -Impedir la especulación en contra del dólar de Singapur. -Apoyar una “fijación blanda” del dólar de Singapur -Ayudar a mantener la competitividad de las exportaciones -Ayudar a blindar a Singapur contra crisis financieras externas

	<p><i>No-residentes</i> -Cuando solicitan préstamos para utilizarlos en el extranjero deben primero cambiar el dinero a moneda extranjera</p> <p>Normas Financieras Domésticas -Restricciones a la creación de swaps y otros derivados que puedan ser utilizados para la especulación en contra de dólar de Singapur.</p>	
Malasia (1998)	<p>Flujos de Entrada -Restricciones para los préstamos a extranjeros</p> <p>Flujos de Salida <i>No-residentes</i> -Un período de 12 meses de espera luego de su repatriación</p> <p>-Impuestos de salida escalonadas inversamente proporcionales al tiempo de permanencia</p> <p><i>Residentes</i> controles de cambio</p> <p>Normas Financieras Domésticas <i>No-residentes</i> -Acceso restringido al ringgit</p> <p><i>Residentes</i> -Fomenta la solicitud de préstamos domésticos y la inversión</p>	<p>-Mantener la soberanía política y económica</p> <p>-Acabar con el mercado off-shore del ringgit</p> <p>-Cerrar el mercado accionario off-shore</p> <p>-Ayudar a reflacionar la economía</p> <p>-Ayudar a crear estabilidad financiera y blindar la economía contra posibles contagios</p>
India	<p>Flujos de Entrada <i>No-residentes</i> -Normas estrictas para la IED y CI</p> <p>Flujos de Salida <i>No-residentes</i> -Ninguna</p> <p><i>Residentes</i> -Controles de cambio</p> <p>Normas Financieras Domésticas -Limitaciones estrictas al desarrollo de mercados financieros domésticos</p>	<p>-Apoyar políticas para la industria</p> <p>-Lograr la liberalización de las cuentas de capital de manera paulatina y controlada</p> <p>-Blindar la economía doméstica contra contagios financieros</p> <p>-Mantener el ahorro doméstico y las reservas de divisas</p> <p>-Ayudar a estabilizar el tipo de cambio</p>
China	<p>Flujos de Entrada <i>No-residentes</i> --Normas estrictas en cuanto a la IED sectorial -Normas para la inversión de capital accionario: mercado accionario segmentado</p> <p>Flujos de Salida <i>No-residentes</i> -No existen restricciones a la repatriación de fondos -Estrictas limitaciones a los préstamos en renminbis Chinos para propósitos especulativos</p> <p><i>Residentes</i> -Controles de cambio</p> <p>Normas Financieras Domésticas -Estrictas limitaciones tanto a <i>residentes</i> y <i>no-residentes</i></p>	<p>-Apoyar las políticas industriales</p> <p>-Lograr la liberalización de la cuenta de capital de forma paulatina y controlada</p> <p>-Blindar la economía doméstica contra contagios financieros</p> <p>-Aumentar la soberanía política</p> <p>-Mantener el ahorro doméstico y las reservas de divisas</p> <p>-Ayudar a mantener el tipo de cambio a niveles competitivos</p>

*Fuentes: Véase Epstein, Grabel y Jomo (2006).

Cuadro 4
Resumen: Evaluación de las Técnicas de Administración de Capitales Utilizadas
Durante los años 90 *

País	Logros	Factores de Apoyo	Costos
Chile	-Se alteró la composición y madurez de los flujos de entrada -Estabilidad de la moneda -Se redujo la vulnerabilidad a posibles contagios	-Políticas bien diseñadas y fundamentos sólidos -Aplicación de una política económica neo-liberal en muchos áreas -Se ha ofrecido buenas ganancias a los inversionistas extranjeros -Apropiada capacidad estatal y administrativa -Dinámico manejo de capitales	-Limitada evidencia de mayores costos de capital para las PME
Colombia	-Similar a Chile pero menos exitoso en varios aspectos	-Una menor capacidad estatal y administrativa que Chile hizo que se utilizaran políticas más contundentes -Reformas económicas dirigidas hacia un neo-liberalismo	No se dispone de evidencia
Taiwán, China	-La carga de deuda y la fragilidad financiera no son significativas -Tipo de cambio competitivo y moneda estable -Blindaje contra crisis financieras -Ha mejorado la soberanía económica	-Un alto nivel de la capacidad estatal y administrativa --Independencia política del BCC -Un dinámico manejo de capitales	-Evidencia limitada en cuanto a la concentración de créditos a grandes empresas -Conservadurismo de los bancos -Inadecuada capacidad de auditoria y evaluación de riesgos y proyectos -Un sector financiero informal grande -Evidencia limitada en cuanto a la liquidez del sistema financiero
Singapur	-Blindado contra especulaciones perjudiciales -Protección de fijaciones blandas -Estabilidad financiera	-Fuerte capacidad estatal y habilidad para utilizar la persuasión moral -Fundamentos económicos sólidos	-Posible desarrollo de un sector financiero socavado -Pérdida de los beneficios de monetización (<i>seignorage</i>)
Malasia 1998	-Facilitó la reflación macroeconómica -Ayudó a mantener la soberanía económica doméstica	-Apoyo público a las políticas existentes -Alta capacidad estatal y administrativa -Dinámica administración de capitales	-Posible contribución al favoritismo y la corrupción
India	-Facilitó una liberalización paulatina -Blindado contra el	-Una fuerte capacidad estatal y administrativa -Fuerte apoyo público a las	-Probable obstaculización al desarrollo del sector

	contagio financiero -Ayudó a conservar el ahorro doméstico -Ayudó a mantener la soberanía económica	políticas existentes -Experiencia con una gobernabilidad estatal de la economía -Éxito del régimen de políticas económicas más amplias -Liberalización económica gradual	financiero -Probablemente ha facilitado la corrupción
China	-Facilitó la política industrial -Blindó la economía contra contagios financieros -Ayudó a conservar el ahorro -Ayudó a manejar la tasa de cambio y facilitó el crecimiento encabezado por las exportaciones -Ayudó a mantener una política macroeconómica expansionista -Ayudó a mantener la soberanía económica	-Una fuerte capacidad estatal y administrativa -Sólidos fundamentos económicos -Experiencia en la gobernabilidad estatal de la economía -Liberalización económica gradual -Manejo dinámico de capitales	-Probablemente restringió el desarrollo del sector financiero -Posiblemente fomentó préstamos sin rendimiento -Posiblemente facilitó la corrupción

*Fuentes: Véase Epstein, Grabel y Jomo (2006).

Otras Posibilidades de Metas Reales para la Política Monetaria

Además de la meta de empleo directo para la política monetaria existen otras opciones de objetivos reales o intermedios apropiadas para los bancos centrales que deseen equilibrar más adecuadamente sus metas de desarrollo con la estabilización de la inflación. A continuación se mencionan brevemente otras tres alternativas: primera, el crecimiento del PIB; segunda, la meta de inversión; y tercera, una *tasa de cambio estable y competitiva (TCEC)*. La última opción se describe ampliamente en los estudios de casos que se presentan más adelante.

Crecimiento Real del PIB (Crecimiento Económico)

El crecimiento económico es una meta alternativa natural para los bancos centrales ya que generalmente se considera una medida general del desempeño de la economía y, la percepción habitual, es que está influenciado, al menos a corto y mediano plazo, por la política macroeconómica incluida la política monetaria. Es más, muchas otras variables importantes, tales como el empleo y la inversión, se ven ampliamente afectadas por la tasa de crecimiento económico. Su rango y generalidad también puede volverla menos susceptible a la política monetaria y de crédito que otras medidas más limitadas tales como el empleo y la inversión. Como medida general, también puede estar menos vinculada a los resultados específicos de alta prioridad social tales como la reducción de la pobreza y el empleo.

Inversión

Para algunos países la generación de empleo no es un problema macroeconómico inmediato. Más bien, su preocupación mayor es el crecimiento de la productividad. En este caso la meta más apropiada a escoger sería la inversión más que el empleo. Si

el banco central tuviese intenciones de adoptar una meta de inversión sujeta a una restricción de la inflación lo podría hacer dentro de un marco de establecimiento de metas. En este caso la institución tendría que adoptar rangos de meta para la inversión y calcular la relación entre las políticas del banco central y la inversión. También deberá calcular la relación entre las políticas, la inversión y la inflación junto con otras variables importantes tales como la inestabilidad de la tasa de cambio. Asimismo, tendría que escoger un rango de meta de inflación y evaluar si la meta de inversión y la inflación son consistentes. Tal como en un marco de meta de inflación, las decisiones deben tomarse de acuerdo al índice apropiado de inversión a utilizar. El banco central tratará de lograr su meta en base al estimativo de la relación entre el instrumento político de la institución. En esta situación los problemas que surgirán también serán similares a aquellos que se encuentran bajo un enfoque de meta de inflación. ¿Cuál es el mejor instrumento a utilizar? La mayoría de los bancos centrales utilizan las tasas de interés a corto plazo como instrumento político. Sin embargo, es posible que otras variables estén más directamente relacionadas con la inversión, incluyendo las tasas de interés a largo plazo y la disponibilidad de crédito. Por lo tanto, los bancos centrales pueden darse cuenta que otros instrumentos -- tales como las operaciones de mercado abierto dirigidas a los títulos de deuda a largo plazo, los programas de crédito dirigido o los incentivos como son los requerimientos de reserva en base a los activos para inducir a los bancos a dar créditos a más largo plazo -- pueden resultar más efectivos (véase el análisis sobre Sudáfrica más adelante).

Una Tasa de Cambio Real Estable y Competitiva (TCREC)

Como quedará claro en el análisis que se hace más adelante, varios autores del grupo de investigación PERI/Bilkent eligieron como meta real importante para la política monetaria una *tasa de cambio real estable y competitiva*. Esto se debe a que en los países a los cuales estudian la competitividad internacional tiene un gran impacto en el empleo y en el crecimiento productivo y económico. Es más, argumentan que los bancos centrales, en efecto, pueden establecer como meta la tasa de cambio real y que sería relativamente fácil incluir un enfoque de estabilización de la inflación, lo que para muchos países de América Latina es un objetivo importante. Más adelante se proporcionan mayores detalles sobre el TCREC y la forma en que podría operar.

Resumen

El punto principal de este estudio es demostrar que de hecho es posible que existan diferentes metas para la política monetaria en diferentes contextos. Para países que tienen un grave problema de desempleo, y en los cuales no ha habido una experiencia reciente de hiperinflación de modo que los ciudadanos e inversionistas no le tienen fobia a la inflación, un banco central con régimen de meta de empleo puede ser lo más apropiado. Cuando los problemas de inflación tienen raíces históricas profundas y la economía está muy expuesta al comercio exterior y a los diferentes flujos de capital, la TCREC puede ser más apropiada como objetivo de su política monetaria. Otros países en donde el sector externo no es muy grande y el empleo no es su principal preocupación puede que sea más apropiado un régimen de meta de PIB o de inversión.

Estudio Multipaís de PERI/Bilkent sobre Alternativas al Régimen de Meta de Inflación

En esta sección se informa sobre los estudios de país llevados a cabo por el equipo de investigadores de un proyecto PERI/Bilkent sobre alternativas a la meta de inflación y también sobre un estudio auspiciado por el Programa de Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD) sobre la política económica de meta de empleo para Sudáfrica.¹⁰ Los países que se cubren son Argentina, Brasil, México, India, Filipinas, Sudáfrica, Turquía y Vietnam. Tal como se ilustra mediante estos estudios, lo que es bueno para un país no necesariamente es bueno para los demás. Se desarrollaron una gama de alternativas a la meta de inflación, desde cambios modestos al marco de meta de inflación para permitir un mayor enfoque en la tasa de cambio y una modificación al índice de inflación utilizado, hasta a un cambio mayor al mandato general del banco central de modo de adoptar un régimen de meta de empleo. Algunas de las alternativas se enfocan exclusivamente en cambios a la política del banco central mientras que para otros países se proponen cambios en el marco de las políticas generales en la interacción de las políticas monetarias, financieras y fiscales. Algunos incorporan metas y objetivos explícitos mientras que otros prefieren mayor flexibilidad y un poco menos de transparencia. Sin embargo, todos los estudios concuerdan en que aunque la lista de responsabilidades de los bancos centrales, especialmente los de países en vías de desarrollo, debe incluir el mantener una tasa moderada de inflación también tiene que ampliarse de modo que abarque otras variables “reales” cruciales que tienen un impacto directo en el empleo, la pobreza y el crecimiento económico.¹¹ También están de acuerdo en que en muchos casos los bancos centrales deben aumentar los instrumentos políticos disponibles de modo que puedan lograr metas múltiples incluyendo, si fuese necesario, la implementación de técnicas de administración de capitales.

Alternativas al Régimen de Meta de Inflación: Variaciones Sobre un Mismo Tema

Ajustes al Régimen de Meta de Inflación Modestos pero Útiles

Algunos de los estudios de país del proyecto PERI/Bilkent sólo propusieron cambios modestos al régimen de meta de inflación. Por ejemplo, en el caso de México los autores argumentan que el actual régimen de meta de inflación ha dado mayor flexibilidad a la política monetaria en comparación a cuando existían regímenes estrictos de metas monetarias o de tasa de cambio (Galindo y Ros, 2006). Como primera medida sugieren que se modifique la MI marco de modo que sea más amistosa en términos de empleo. Más concretamente, Galindo y Ros encuentran que la política monetaria de México ha sido asimétrica con respecto a los movimientos en la tasa de cambio – contrayéndose cuando se desapreciaba el tipo de cambio pero SIN relajarse cuando las tasas de cambio se apreciaban. Esto se ha prestado a prejuicios en ese país en favor de una tasa de cambio sobrevaluada. Galindo y Ros proponen que en

¹⁰ Para el proyecto PERI/Bilkent véase Epstein y Yeldan, eds. próximamente. Para el proyecto PNUD véase Pollin y otros, 2006.

¹¹ Es verdad que las llamadas “Reglas de Taylor” que sirven para calcular las normas políticas que rigen la política monetaria a menudo encuentran que los bancos centrales reaccionan a la diferencia entre “producción potencial” y la producción real (la “brecha productiva”). Sin embargo, aunque muy lejos de insinuar que a los bancos centrales les preocupa el desempleo, estos resultados a menudo reflejan el hecho de que la brecha de producción afecta la futura inflación. Por lo tanto, un banco central que se enfoca solamente de la inflación aún puede preocuparse de la brecha productiva (Eichengreen, 2002).

su lugar se instaure una política monetaria “neutral” de modo que el Banco Central de México responda simétricamente a los movimientos de la tasa de cambio evitando así los prejuicios en favor de una sobre apreciación sin cambiar fundamentalmente la meta de inflación marco.¹²

En su estudio de Brasil, Nelson Barbosa-Filho también propuso extender la meta de inflación marco pero, tal como se analizó brevemente, de una forma más dramática. Barbosa-Filho dice: “...como resultado de la pasada experiencia de Brasil con una alta inflación, la mejor política para ese país es la continuar estableciendo una meta de inflación mientras la economía avanza hacia una situación macroeconómica más estable. Hasta ahora el mayor beneficio del régimen de meta de inflación de Brasil ha sido un aumento de la transparencia y de la responsabilidad de la política monetaria” (Barbosa-Filho, 2005).¹³ Sin embargo, continua diciendo “Lo importante no es eliminar la meta de inflación sino hacerla compatible con un rápido aumento del crecimiento y con finanzas públicas e internacionales estables” (ibid.). Tal como se analiza en la siguiente sección, para hacerlo Barbosa-Filho se une a varios de los autores de los estudios de caso de país proponiendo una política económica para mantener una tasa de cambio estable y competitiva (TCEC) la cual, ellos argumentan, tendrá muchos beneficios importantes para la mayoría de estas economías y para su población.

Una Tasa de Cambio Real Competitiva y Estable

Tal como se indicó anteriormente, varios autores – siguiendo la línea de Frenkel y Taylor (2005), Frenkel y Ros (2006) y Frenkel y Rapetti (2006) – argumentan que el banco central debe mantener una tasa de inflación moderada junto a una tasa de cambio real competitiva y estable. Subrayan que la tasa de cambio real puede afectar el empleo, y la economía en general, por medio de varios canales: (1) mediante el nivel de demanda agregada (*el canal macroeconómico*); (2) por medio del costo de mano de obra en relación a otros productos y, en consecuencia, afectando la cantidad de trabajadores contratados por unidad de producción (*canal intensivo en mano de obra*); y (3) a través del empleo por su impacto en la inversión y en el crecimiento económico (*el canal del desarrollo*) (ej. Frenkel y Ros, p. 634-637). Mientras que el tamaño y la dirección regular de estos canales de efectos pueden diferir de un país a otro, en muchos lugares incluyendo América Latina, es muy posible que al mantener una tasa de cambio real competitiva y estable tenga un impacto positivo en el empleo mediante alguna combinación de estos efectos. Por ejemplo, Frenkel y Ros encuentran que en la mayoría de los países de América Latina que experimentaron aumentos en el desempleo en los 90 esas economías se caracterizaban por las significativas apreciaciones de su tasa de cambio real.

En el proyecto PERI/Bilkent, varios autores de estudios de país propusieron un nuevo marco para los bancos centrales en el cual deben incluir una tasa de cambio real estable y competitiva (TCREC) como “meta intermedia”. Estos países incluían Argentina, Brasil, México, Filipinas y Vietnam (véase Frenkel y Rapetti, 2006; Barbosa-Filho, 2005; Galindo y Ros, 2006; Lim, 2006; Packard, 2005). En todos estos casos los autores argumentaron que tal política ayudaría a esas economías a encontrar

¹² Galindo y Ros también proponen cambiar de una meta de IPC a una meta de inflación doméstica lo que reduciría el impacto de la tasa de cambio en la tasa de inflación “meta” y reduciría aún más los prejuicios de la política monetaria en favor de la apreciación del tipo de cambio.

¹³ Véase mayor información sobre Brasil y Argentina más adelante.

un camino de crecimiento más orientado hacia el empleo al mismo tiempo que mantienen la inflación bajo control. Todos ellos sugirieron que además estos países necesitarían imponer controles de capitales a corto plazo y otras técnicas de administración de capitales para ayudar a manejar la tasa de cambio mientras que mantienen una inflación moderada.

Argentina

En el caso de Argentina, Frenkel y Rapetti muestran que el establecimiento de una meta estable y competitiva de tasa de cambio real ha sido todo un éxito para ayudar a mantener un crecimiento económico más rápido y generar empleo. También mostraron que para tener éxito Argentina entró en una cesación de pago parcial de su substancial deuda externa e implementó técnicas de administración de capitales a corto plazo. Estas políticas se implementaron luego del desastroso quiebre del tipo de cambio fijo vinculado al dólar estadounidense. Ellos consideran que una política monetaria con un mandato más amplio dirigido a generar mayor empleo y crecimiento económico, al mismo tiempo que mantiene una tasa de cambio estable y competitiva, ha tenido mucho éxito en Argentina (Frenkel y Repetti, 2006).

Brasil

De acuerdo a Barbosa-Filho el caso de Brasil es más heterogéneo. En este país la meta de inflación marco se instauró en 1999 para proporcionar un ancla nominal a los precios internos. El Consejo Nacional Monetario establece las metas y el Comité de Política Monetaria (Copom en su sigla en portugués), conformado por el Presidente y los Directores del Banco Central de Brasil (BCB), es responsable de lograrlas. Cuando no se alcanza la meta el BCB debe emitir una carta abierta al Presidente de Brasil explicando cómo ocurrió esa situación y que se puede hacer para corregirla. Entre 1999 y 2006 el impacto que ha tenido el régimen de MI ha sido el de alcanzar una relativa estabilidad macroeconómica, un lento crecimiento del PIB real general, altas tasas de interés real y una tendencia a la apreciación de la moneda. Al igual que en México – como lo reporta Galindo y Ros (2006) – esta apreciación en parte parece deberse a una política monetaria asimétrica, la cual es menos efectiva para detener las depreciaciones de la tasa de cambio que para ir en contra del viento cuando la tasa de cambio (real) se aprecia. De acuerdo a Barbosa-Filho, el problema fundamental en Brasil es que el crecimiento de la productividad y del producto potencial responden a una política de demanda agregada, por lo tanto, un crecimiento lento de la demanda agregada conduce a un crecimiento lento del producto potencial lo que hace que la brecha del producto parezca ser menor. Esto conduce a un pronóstico autocomplaciente sobre la necesidad de tener políticas monetarias restrictivas. El desafío de la política monetaria es expandir el crecimiento de la demanda agregada de modo de aumentar la tasa de crecimiento del producto potencial sin aumentar la inflación a corto plazo. Una política monetaria cuidadosa en términos de mantener una tasa de inflación baja y estable puede ser útilmente suplementada por una política monetaria dirigida a evitar una tasa de cambio sobrevaluada y a bajar las tasas de interés real a corto plazo.

Más específicamente, en el caso de Brasil, Barbosa-Filho desarrolló un marco de políticas más elaborado, el cual incluye una tasa de cambio real competitiva y estable. Sin embargo, dada la gran deuda pública de Brasil, Barbosa-Filho además propone que el banco central establezca una meta de reducción de la tasa de interés

real, lo cual reduciría la carga del servicio de la deuda de ese país y ayudaría a aumentar la inversión productiva. En términos de metas familiares y del marco de instrumentos Barbosa-Filho propone que el banco central brasilero elija como meta final las exportaciones, la inflación y la inversión y que como meta inmediata se enfoque en la tasa de inflación, en un tipo de cambio real competitivo y estable y en una tasa de interés real.

Barbosa-Filho también da detalles sobre los instrumentos de política monetaria que se pueden utilizar para alcanzar las metas intermedias y finales. Para mantener la TCREC Barbosa-Filho propone un régimen dirigido de tasa de cambio flotante de carácter asimétrico en que el Banco Central de Brasil establezca un techo (variable) a su apreciación y, cuando sea necesario, implemente una política macroeconómica estricta para evitar ataques especulativos que conduzcan a depreciaciones excesivas. Esto es similar a las ideas propuestas por Gallardo y Ros en el caso de México.

El Banco Central también debe tratar de rebajar la tasa de interés real. Para lograr estas metas el Banco Central puede manipular directamente la política para las tasas de interés y para los requerimientos de reserva y de capital en los bancos. (Barbosa-Filho, 2005).

India, Vietnam y México

En el caso de India, Jha también objeta el régimen de meta de inflación y expone sus argumentos a favor de uno que "incurra en la subvaluación de la tasa de cambio" con la posibilidad de recurrir a recursos temporales de controles de capitales (Jha, 2006, pp. 30-31.). Jha argumenta que, en cierta medida, tal política sería simplemente continuar con las políticas adoptadas por la India en el pasado. Sobre Vietnam Packard concluye: "...un régimen de meta de inflación estricto (MI) no es apropiado para Vietnam. Las rígidas normas de la MI limitan a los diseñadores de políticas a operar dentro de un marco en que la inflación debe ser una prioridad por sobre otros objetivos de desarrollo más apremiantes... Yo afirmo que un tipo de cambio estable y competitivo es una mejor alternativa precisamente porque establece como meta un precio relativo macroeconómico clave el cual es realista, es sostenible y mejora el crecimiento" (Packard, 2005). En el caso de México Galindo y Ros proponen una alternativa más fundamental a la meta de inflación. Ellos proponen combinar el régimen de meta de inflación con una meta de tasa de cambio real (Galindo y Ros, 2006). "Más precisamente, el banco central promovería una tasa de cambio real estableciendo un piso variable a la tasa de cambio de modo de evitar una apreciación excesiva (una "banda asimétrica"...). Esto implicaría la intervención del mercado cambiario cuando la tasa de cambio llegue a su piso (ej. una apreciación de la tasa de cambio) pero, de lo contrario, permite que flote libremente (Galindo y Ros, 2006). Ellos indican que tal piso operaría en contra de los excesivos flujos de entrada de capital de los especuladores porque estos estarían concientes que el banco central intervendría para detener una excesiva apreciación. Si fuese necesario, Galindo y Ros también proponen controles de capitales temporales, tal como lo hacen otros autores del proyecto PERI/Bilkent.

Turquía

Brasil no es el único país profundamente endeudado de la muestra para nuestro proyecto. En este sentido Turquía es otro caso similar. En este caso los autores de

nuestro proyecto también desarrollaron una alternativa al régimen de meta de inflación. Utilizando un modelo de equilibrio general computable (EGC) para el caso de Turquía, Voyvoda y Yeldan simularon el impacto de un cambio de políticas, es decir, de un régimen estricto de meta de inflación a uno que se enfoca en la competitividad de la tasa de cambio real.¹⁴

Ellos piensan que tal cambio genera tanto un crecimiento como una generación de empleo mucho más rápido – a costa de un cierto deterioro de la posición de la deuda gubernamental – en comparación con lo que ocurre bajo el actual régimen de meta de inflación y de superávit fiscal (Voyvoda y Yeldan, 2006).

Alternativas a la Meta de Inflación más Integrales

Filipinas

Otros estudios de caso de país proponen políticas alternativas más integrales que una simple política monetaria enfocada en la inflación, incluyendo la meta de inflación. Joseph Lim propone una alternativa más integral que la meta de inflación en el caso de Filipinas. Lim argumenta que el Gobierno de Filipinas ha tratado de lograr un record de crecimiento económico dramáticamente más alto pero no lo han logrado porque sus políticas monetarias han sido inadecuadas. Por lo tanto propone una “alternativa” que “claramente demanda mucho más que sólo cambiar de una meta monetaria a una meta de inflación”. Lim argumenta que para Filipinas cualquier alternativa viable debe considerar varias limitaciones claves, o realidades: 1) Una política monetaria más relajada solamente no estimulará la inversión o el crecimiento porque la acompaña una débil confianza financiera y requisitos financieros más estrictos para los bancos. 2) La política fiscal es muy restringida debido a la gran deuda pública. 3) Un alto crecimiento económico por sí sólo no necesariamente mejorará la calidad del crecimiento – ej. mejorar el crecimiento de buenos empleos con buenos salarios. 4) Cuando las cuentas externas y las tasas de cambio son volátiles socavan el crecimiento rápido y de buena calidad.

La propuesta de Lim incluye lo siguiente: 1) Mantener una tasa de cambio real estable y competitiva (TCREC), ya sea mediante una tasa de cambio fija o administrándola intensivamente como sucede en Corea del Sur. 2) Es probable que se necesiten técnicas de administración de capitales para ayudar a manejar las tasas de cambio, tal como sucede en China y Malasia. Esto debe incluir una supervisión financiera sólida para evitar un excesivo compromiso de la deuda externa a corto plazo y controles de capitales en base a impuestos a los flujos de capital de corto plazo, tal como se hizo en Chile, por ejemplo. 3) Una declaración explícita de las metas de producción y empleo mientras el banco central hace la transición desde un régimen puramente de meta de inflación. Lim argumenta que estas políticas pueden tener efectos beneficiosos para aliviar los actuales problemas de Filipinas en términos de déficit fiscales más altos, falta de confianza financiera y desempleo. 4) Ingresos y políticas antimonopolios para limitar la inflación de modo de moderar sus niveles; y 5) Programas de crédito meta, especialmente para empresas orientadas a la exportación y para pequeñas y medianas empresas que puedan contribuir al crecimiento de la productividad y del empleo.

¹⁴ Otro cambio importante fue de un superávit fiscal primario a una orientación fiscal más relajada.

En términos generales estas propuestas de políticas son similares a aquellas que propone Epstein (2005) en el caso de Sudáfrica, las que a su vez han sido desarrolladas dentro de un marco mucho más amplio y en mayor detalle por Pollin y otros (2006).

Estructura Institucional del Banco Central

Detrás de todos estos asuntos se oculta la estructura institucional del banco central y su relación con el aparato de políticas macroeconómicas del gobierno. Tal como lo veremos más adelante, durante el período Post-Segunda Guerra Mundial la mayoría de los bancos centrales fueron *integrados* al aparato de políticas macroeconómicas del gobierno y la política monetaria se diseñaba en coordinación con la política fiscal (véase Epstein y Schor, 1990 donde se encuentra un análisis previo). Sin embargo, durante los últimos veinte años el enfoque neo-liberal para la banca central ha destacado la “independencia” de estas instituciones como un componente de “mejores prácticas” en términos de estructura institucional y muchos países han adoptado este fragmento de esa plataforma. En combinación con un régimen de meta de inflación u otras normas similares, la independencia del banco central también ha significado una relativa falta de coordinación entre las políticas monetarias y fiscales.

En algunos de los estudios de PERI/Bilkent sobre alternativas a la meta de inflación los autores adoptaron una posición en cuanto a la estructura más apropiada para los bancos centrales en el marco de esas alternativas: independiente, integrado o independiente con un mayor nivel de coordinación (lo que sigue a continuación se refiere a un esquema “coordinado”).

En el Cuadro 5 se presenta un resumen de las alternativas propuestas en el proyecto Peri/Bilkent, las cuales se analizan en mayor detalle a continuación.

IV. La Política Monetaria de Meta de Inflación en Sudáfrica: Un Ejemplo Ampliado

En esta sección se describe una política de meta de empleo (ME) para el Banco de la Reserva de Sudáfrica en el contexto de un programa general de meta de empleo para la economía sudafricana desarrollado por economistas de PERI para el Programa de Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD). En esta sección se presenta un brevísimo resumen del Programa de Meta de Empleo para mostrar el contexto de las políticas generales dentro del cual operaría el propuesto marco de ME del Banco de la Reserva. Luego se enfocará más específicamente en el componente de política monetaria de la ME marco.

Política Macro de la Meta de Empleo en Sudáfrica

El enfoque específico del estudio del PNUD se relaciona con el grave problema de desempleo masivo en Sudáfrica, en la actualidad. El desempleo en ese país se mide de varias maneras y se estima entre un 34% a un 42%, dependiendo de la manera en que se calcule. En este contexto, es sorprendente que en 2001 el banco central de Sudáfrica (conocido como el Banco de la Reserva de Sudáfrica) adoptara un enfoque formal de meta de inflación en su política monetaria y se comprometiera a lograr una

tasa de inflación entre un 3% y un 6%. Con raras excepciones, el rango de meta se ha logrado. Lo que es significativo es que el Banco de la Reserva no está obligado a considerar la generación de empleo como parte de su mandato.

Sin embargo, un enfoque en la meta de empleo es consistente con las metas generales establecidas por el Gobierno de Sudáfrica. Un ejemplo de ello es que en 2003 durante la Cumbre de Crecimiento y Desarrollo el Presidente Thabo Mbeki dijo que uno de los cuatro desafíos en materia económica es “más y mejores empleos y trabajo decente para todos” (las otras tres son el aumento de la inversión, avance en términos de equidad y construcción de una capacidad a nivel local; folleto del resumen de la *Cumbre de Crecimiento y Desarrollo*, Departamento del Trabajo, p. 3). Más específicamente, de acuerdo con el Asesor Económico Presidencial Alan Hirsch, el gobierno se ha comprometido, y ha establecido como primera prioridad económica, reducir el desempleo a la mitad en el año 2014.

El Gobierno de Sudáfrica enfrenta un desafío importante para lograr reducir el desempleo a la mitad en 2014. Entre 1994 y 2003 la economía de ese país creció a una tasa levemente por debajo del tres por ciento mientras que el promedio de la intensidad de mano de obra en la producción cayó a un promedio de 1% al año. Si la economía de Sudáfrica sigue un patrón de crecimiento similar a lo establecido anteriormente será imposible que durante esta década el gobierno logre su meta de reducir el desempleo a la mitad en el año 2013. Al hacer suposiciones razonables en cuanto al crecimiento de la fuerza laboral y la proporción del aumento del empleo informal versus el empleo formal, Pollin y otros piensan que si durante esta década se continúa a una tasa de crecimiento del 3% anual con una disminución de la intensidad en mano de obra del 1% al año, hacia 2013 se llegará una tasa oficial de desempleo de aproximadamente 34%.

Para que el gobierno logre reducir el desempleo en un 50% hacia el 2013 debe adoptar un programa agresivo de meta de empleo, el cual debe consistir de dos elementos: incrementar el crecimiento económico y aumentar la intensidad en mano de obra de la producción en general. En Pollin y otros (2006) desarrollamos un marco macroeconómico de meta de empleo agresivo, el cual es susceptible a restricciones tales como la inflación, la balanza de pago y el déficit presupuestario. Aún con una política profundamente agresiva como la que proponemos, es muy posible que hacia 2013 las tasas de desempleo llegarían a un rango del 17%.

El estudio propone utilizar instrumentos macroeconómicos tradicionales para tratar de aumentar la tasa general de crecimiento de la economía. Sin embargo, estos instrumentos no serían suficientes para reducir la tasa de desempleo a la mitad. Se deben tomar medidas adicionales para aumentar la intensidad en empleo del crecimiento. Para ello, los autores proponen tomar medidas especiales para llegar a las pequeñas empresas, las cooperativas, las industrias y los sectores que tienen altos multiplicadores de empleo, directa o indirectamente.

En suma, la meta de empleo marco en general incluye:

1. Estímulo fiscal y monetario.
2. Asignación de Crédito Público y Banca de Desarrollo
3. Técnicas de administración de capitales
4. Si es que fuese necesario, y cuando lo fuese, implementar mecanismos heterodoxos de control de la inflación, que posiblemente deberán incluir acuerdos tripartitos al estilo escandinavos en cuanto a salarios y precios.

5. Otras políticas sectoriales como, por ejemplo, políticas anti-monopolios y de libre competencia para corregir los cuellos de botella de la infraestructura que impiden un mayor crecimiento y la generación de empleo.¹⁵

Políticas del Banco Central

En esta sección se presenta en detalle una propuesta de enfoque de *Meta de Empleo* para el Banco de la Reserva de Sudáfrica. Mientras que este enfoque de ME en la política monetaria funcionaría mejor dentro de un marco amplio de ME, tal como se resume anteriormente, algunos elementos de este enfoque podrían ser implementados aún por ellos mismos.

El Rol de la Política Monetaria y del Banco de la Reserva en el Programa Ampliado de ME

Al pensar en el papel de la política monetaria en este programa es importante establecer la diferencia entre *políticas económicas* e *instituciones económicas*. (Chang, 2002). Ambas son cruciales ya que el papel que juega el Banco de la Reserva como institución debe ser más amplio que sus políticas específicas. Como institución dentro del aparato de diseño de políticas el Banco de la Reserva es muy importante y poderoso. Tiene gran cantidad de recursos, tanto financieros como humanos. Como albergue de dos de los principales instrumentos de la política macroeconómica, tiene prestigio e influencia. Por lo tanto, su compromiso con una política y el apoyo que le brinde es casi tan importante como un establecimiento preciso de sus instrumentos de política monetaria y definidos rigurosamente. Al tomar en consideración esta distinción, la lógica de este programa de ME implica que el Banco de la Reserva y la política monetaria debe asumir los siguientes roles:

Indudablemente, los temas específicos de la política del banco central que se proponen a continuación deben ser considerados instructivos y no definitivos en todos sus detalles. Sólo profesionales con mucha habilidad y con una experiencia específica muy concreta sobre Sudáfrica podrían implementar un nuevo marco político como el que se propone aquí.

Instrumentos para las Políticas Económicas

1. El Banco de la Reserva debe establecer sus tasas de interés para lograr una tasa general de crecimiento real consistente con el plan que tienen como eje la meta de empleo.
2. Como parte del programa general debe tratar de lograr una restricción de la inflación decidida de mutuo acuerdo.
3. Debe administrar algunos programas de asignación de crédito que son parte de los componentes de la política.
4. Debe manejar la cuenta de capital de forma que se mantengan tanto los niveles como la estabilidad de la tasa de cambio necesarias para implementar el programa.

¹⁵ Véase Pollin y otros (2006) para obtener mayores detalles.

Compromisos Institucionales

1. El Banco de la Reserva debe lanzar un conjunto de programas de investigación, tanto dentro del banco como fuera de la institución, para comprender mejor la relación entre los instrumentos de la política monetaria y el crecimiento del empleo en los sectores formal e informal.
2. El Banco de la Reserva debe trabajar con instituciones financieras, incluyendo bancos de desarrollo, bancos comerciales importantes e instituciones financieras más pequeñas, para desarrollar instrumentos y programas que faciliten la asignación de crédito para actividades que efectivamente generen empleo.
3. Cuando las tasas de crecimiento económico que se logren mediante políticas monetarias más expansionistas no generen tanto empleo como lo proyectado, el Banco de la Reserva, junto con el resto del gobierno, debe encontrar nuevas políticas y mecanismos para lograr esas metas.

En resumen, en el moderno y algo molesto lenguaje del desarrollo, el Banco de la Reserva se habrá “apropiado” del enfoque de meta de empleo al mismo tiempo que reconocerá sus obligaciones especiales en cuanto a mantener la inflación y la inestabilidad de la tasa de cambio bajo control.

Metas, Instrumentos y Todo Aquello

En el marco de la terminología de las metas e instrumentos que se utilizan en la literatura sobre política monetaria la **meta final** de la política monetaria es el **crecimiento del empleo** mientras que las **metas intermedias** son: **crecimiento del PIB real, inflación y tasa de cambio**. Los **instrumentos** son las **tasas de interés a corto plazo** (la tasa repo en el caso de la práctica actual de Sudáfrica), **técnicas de administración de capitales**, y **políticas para la asignación de crédito**.

Resumen

La lección más importante de estos estudios de caso y del material auxiliar es que existen alternativas muy bien pensadas y realmente viables a la meta de inflación que pueden enfocarse en los resultados importantes del sector real tales como la generación de empleo, la reducción de la pobreza y el mejoramiento de la inversión. El Cuadro 5 resume esquemáticamente las alternativas propuestas en el proyecto PERI/Bilkent. Como se puede ver, existe una gama de ideas prácticas en cuanto a la manera de incorporar “variables reales” tales como el empleo, el crecimiento y la tasa de cambio real al diseño de políticas monetarias y mientras que se mantiene el control de la inflación. Cuando existe resistencia y se piensa que la meta de inflación es la “gran idea” de la política moderna para los bancos centrales -- debido a que muchos perciben que no existe otra alternativa -- estos estudios de caso pueden proporcionar un antídoto demostrando que existen alternativas viables, las cuales pueden efectivamente desarrollarse y ponerse en práctica. De hecho, tal como se analiza en la próxima sección, el hacerlo sería consistente con una práctica establecida históricamente.

Cuadro 5
Proyecto PERI/BILKENT sobre Alternativas a la Meta de Inflación
Cuadro Resumen

País	Metas Finales	Metas Intermedias	Meta Estricta o a Discreción	Instrumentos Adicionales	Banco Central: Independiente, Integrado o Coordinado
Argentina	Inflación, nivel de actividad, empleo, sostenibilidad externa	TCREC Tasa de interés	A discreción	Esterilización, requerimientos de reserve (otros requerimientos prudentes), técnicas de administración de capitales	Coordinado
Brasil	Inflación, exportaciones, inversión	Tasa de Inflación, TCREC, Tasa de interés real		Flotación dirigida asimétrica (variación del piso de la tasa de cambio), reservas en bancos, requerimientos de capital en los bancos, requerimientos de capital en los bancos	SR
India	Crecimiento del PIB, inflación, tasa de cambio levemente devaluada	Igual que las metas finales	A discreción	Técnicas de administración de capitales si es necesario	Integrado
México	Inflación, TCREC	Medida de inflación doméstica, TCREC, piso variable de la tasa de cambio	A discreción	Técnicas de Administración de Capitales	SR
Sudáfrica	Empleo, inflación, inestabilidad de la tasa de cambio	PIB crecimiento, producción intensiva en empleo	Meta de empleo estricta (coordinada con otras instituciones), relajación de las restricciones a la inflación	Métodos de asignación de crédito (ej. requerimientos de reservas en base a los activos, garantías de préstamos, etc.), técnicas de administración de capitales	Integrado
Turquía	Inflación; TCREC	SR	A discreción	SR	SR
Filipinas	Inflación; TCREC		A discreción	Técnicas de administración de capitales; supervisión prudencial a los bancos; crédito objetivo, políticas de ingresos	Integrado
Vietnam	Crecimiento, TCREC, Inflación		A discreción	Técnicas de administración de capitales; supervisión prudencial a los bancos; crédito meta, políticas de ingresos	Integrado

Fuente: véase texto;

Notas: TCREC; Tasa de Cambio Real Estable y Competitiva

SR: Sin Respuesta, ej. el asunto no fue abordado directamente

Bancos Centrales: integrado significa que está integrado al marco de diseño de políticas macroeconómicas del gobierno; coordinado significa independiente pero con el compromiso de coordinar de cerca con otras instituciones que diseñan las políticas macroeconómicas.

V. Los Bancos Centrales como Agentes de Desarrollo Económico

El enfoque de meta real para las políticas de los bancos centrales descrita en la sección anterior puede parecer bastante extraña para aquellas personas educadas en la tradición ortodoxa de meta de inflación y liberalización financiera. Pero, de hecho, las políticas que se han descrito, históricamente, han sido bastante comunes tanto en los países actualmente desarrollados y en los en vías de desarrollo (Epstein, 2006). A través de los años, los bancos centrales han sido considerados agentes de desarrollo económico y no sólo agentes de estabilización económica. Asimismo, mientras que algunas veces los bancos centrales han fallado de una manera bastante espectacular en el cumplimiento de esta misión, también han tenido importantes éxitos, incluyendo períodos importantes de la historia de los Estados Unidos, el Reino Unido, Francia, Alemania, Japón, Corea del Sur e India, por mencionar algunos ejemplos. En la Europa continental el sistema bancario, con frecuencia dirigido por el banco central en conjunto con el ministerio de finanzas, ayudó a movilizar y dirigir los créditos para el desarrollo industrial (Pollin, 1995; Grabel, 2000). Es más, en los Estados Unidos y el Reino Unido estas políticas se utilizaron para dirigir la política y promover los sectores sociales tales como el de la vivienda; en los Estados Unidos y en el Reino Unido la política y las normas de los bancos centrales también se utilizaban para promover el sector financiero. (Epstein, 2006).

En cuanto a los países en vías de desarrollo, Alice Amsden describe el papel clave que jugaron los bancos de inversión en el éxito de la industrialización en Corea del Sur, Taiwán, Malasia, Brasil, Argentina y otros, movilizándolo y dirigiendo los ahorros hacia sectores industriales claves, en especial a aquellos dirigidos a las exportaciones (Amsden, 2001). En muchos de estos casos los bancos centrales fueron parte clave del aparato gubernamental y jugaron un papel como apoyo manteniendo tasas de interés bajas, instaurando controles de capitales para ayudar a estabilizar las tasas de cambio en niveles competitivos y, algunas veces, involucrándose en préstamos directos para propósitos preferentes.

En algunos países el involucrarse en estos roles de desarrollo al mismo tiempo que utilizaban una gran variedad de instrumentos, en general se lo veía como una parte clave de la misión del banco central. Luego de la Segunda Guerra Mundial en el mundo en desarrollo hubo una transformación importante de la banca central. En muchos aspectos estos cambios fueron tan importantes como aquellos que ocurrieron en el mundo desarrollado que acaban de describirse. Sin embargo, en los países en desarrollo los bancos centrales fueron *agentes de desarrollo económico* de una manera mucho más profunda que en muchos países más ricos. Como lo describió el connotado historiador monetario de la Reserva Federal de Nueva York Arthur I. Bloomfield en 1957:

“Durante la última década en muchos países subdesarrollados de todo el mundo ha proliferado y se ha desarrollado la banca central y, junto a ello, se ha recurrido más y más al uso de la política monetaria como instrumento de control económico. Desde 1945 en no menos de 25 países subdesarrollados se han establecido nuevos bancos centrales y otros que ya existían fueron totalmente reorganizados. En otros casos se han ampliado los poderes de los bancos ya existentes...en gran medida el reciente crecimiento de la banca central en áreas económicamente atrasadas también refleja el deseo de esos gobiernos de encontrar una política monetaria diseñada para promover un rápido desarrollo

económico y para mitigar los fuertes vaivenes en los ingresos nacionales”. (Bloomfield, 1957, p. 190).

Bloomfield continúa describiendo las funciones, poderes y metas de esos bancos centrales.

“Muchos bancos centrales, especialmente aquellos que se establecieron en 1945 *con la ayuda de asesores de la Reserva Federal* (se enfatiza), se caracterizan por tener poderes amplios y flexibles. Se les ha entregado una gran cantidad de instrumentos de control de crédito generales y selectivos, algunos de carácter innovador. A los bancos centrales se les ha dado poder para que se involucren en una gran gama de operaciones de crédito con bancos comerciales y, en algunos casos, con otras instituciones financieras... Estos y otros poderes han sido específicamente proporcionados con la esperanza de que los bancos centrales puedan...encontrar una política monetaria más *intencionada* (se enfatiza) y efectiva de lo que ha sido posible para la mayoría ...que fue establecida ...durante los años 20 y 30...(que) en gran parte (fueron) equipados con...estatutos ortodoxos y poderes limitados que le daban muy pocas posibilidades de implementar una política monetaria *diseñada para promover el desarrollo económico y la estabilidad interna* (se enfatiza)...” (ibid., p. 191).

De forma algo sorprendente, visto desde la actual perspectiva financiera ortodoxa, la Reserva Federal de Nueva York ayudó a establecer bancos centrales en países en desarrollo y les animó a obtener una gran gama de poderes monetarios y crediticios, especialmente en comparación con la ortodoxia de los años 20 y 30. Indudablemente, la Reserva Federal continuaba estando preocupada de la importancia de la estabilización, de controlar la excesiva creación de crédito y de mantener una inflación moderada. Aún así, Bloomfield agregó,

“Sin embargo, los esfuerzos (de los bancos centrales) no necesitan, y de hecho no deben, terminar aquí. La mayoría de los bancos centrales de los países subdesarrollados, en la práctica, han adoptado una variedad de medidas diseñadas para promover más efectivamente el desarrollo general de sus países. En realidad algunas de estas medidas están fuera del alcance tradicional de la banca central. Sin embargo, la banca central de esos países no necesariamente debe ser evaluada de acuerdo a los estándares y criterios que se aplican en los países más desarrollados...el banco central puede tratar de influenciar el flujo de crédito bancario y, en efecto, el ahorro de modo que esté de acuerdo con los fines de desarrollo” (ibid., p.197).

Bloomfield describe las mismas herramientas de manipulación del crédito que se describieron anteriormente: “...la aplicación de controles de crédito selectivos al sistema bancario – mediante asistencia para establecer instituciones de crédito especiales que atienden necesidades de crédito especializadas, apoyándolas e influenciando sus políticas de préstamos -- en cierta medida puede ayudar a recanalizar los recursos reales en la dirección que se desee, tanto entre el sector público y privado y dentro del sector privado mismo” (ibid., p. 198).¹⁶

¹⁶ Por supuesto Bloomfield advierte que: “Tales medidas en gran parte se justificarían pero sólo si no interfieren con el requisito primordial de lograr estabilidad financiera y no involucren al banco central

Mientras que muchos bancos centrales de países en vías de desarrollo adoptaron una misión de desarrollo junto a sus otros objetivos de estabilización, no todos fueron capaces de mantener el equilibrio entre ambos. En 1971 Andrew Brimmer, miembro del Directorio de la Reserva Federal de los Estados Unidos, revisó el tema de la banca central en los países en desarrollo y concluyó que muchos de ellos habían sacrificado demasiada estabilidad a cambio de los resultados obtenidos en términos de desarrollo (Brimmer, 1971). Sin duda existen muchos casos en que los bancos centrales de los países en desarrollo no pudieron evitar las crisis en su balanza de pagos y niveles excesivamente altos de inflación y, de hecho, de hiperinflación (véase Maxfield, 1997; Fry, 1995 para obtener un análisis de algunos de estos casos).

Aún así, existen muchos casos exitosos en que los bancos centrales apoyaron al gobierno en sus metas de desarrollo y al mismo tiempo mantuvieron requerimientos claves de estabilización, con frecuencia utilizando una variedad de instrumentos monetarios, incluyendo subsidios a los créditos, controles de capitales, requerimientos de reservas en base a los activos y techos para las tasas de interés. Indudablemente, hoy en día se necesitaría ajustar esas políticas a las condiciones modernas, tal como se describió anteriormente. Pero el hacerlo estaría muy lejos de ser un proceso novedoso y, de hecho, se ubicaría en lo que es una práctica tradicional establecida de la banca central tanto en los países desarrollados como en los en vías de desarrollo.

Asignación de Crédito y Desarrollo Económico en los Países de la OCDE¹⁷

Un análisis más profundo de la experiencia de asignación de crédito por parte de algunos países de la OCDE que actualmente son ricos puede llegar a ser muy instructivo.

Es bien sabido que luego de los desastres de la Gran Depresión y de la Segunda Guerra Mundial los gobiernos del Reino Unido, Europa, Japón y también de los Estados Unidos ejercieron mucho mayor control sobre los bancos centrales y las industrias bancarias (Capie y otros, 1999). Los bancos centrales nuevamente se volvieron instituciones importantes de financiamiento y administración de las deudas del gobierno acumuladas durante la guerra; y después de la guerra los bancos centrales también se transformaron en importantes instrumentos para reconstruir y reestructurar las economías nacionales y para satisfacer las necesidades sociales, a menudo bajo la dirección del gobierno. Los bancos centrales utilizaron una variedad de métodos de asignación de crédito para lograr estas metas y, en la mayoría de los casos, estos métodos eran apoyados por controles de capitales y de cambio para los movimientos de capital internacional (véase, por ejemplo, Epstein y Schor, 1992).

Los tipos de control que los bancos centrales utilizaban, las metas a las cuales estaban dirigidos y el nivel de éxito variaba entre un país y otro y de una época a otra. No importa cuán exitosos, hacia mediados de los años 80 casi todos los bancos centrales habían suspendido o limitado dramáticamente el uso de estos controles. Bajo las reglas del juego del neoliberalismo estos controles, a pesar de su larga historia y la cantidad de éxitos que obtuvieron, se botaron al tarro de basura de la historia.

en detalles que distraigan su atención y energía de su objetivo principal que es implementar efectivamente una política dirigida a la estabilidad” (ibid; p. 197).

¹⁷ Esta sección se refiere a mi estudio titulado “Bancos Centrales como Agentes de Desarrollo Económico” (“*Central Banks as Agents of Economic Development*”), WIDER/PERI 2006.

*Los Bancos Centrales de Países en Desarrollo como Agentes de Desarrollo durante la “Edad de Oro del Capitalismo”*¹⁸

La gran depresión de los años 30 y luego la Segunda Guerra Mundial fueron momentos clave para los bancos centrales en el mundo industrializado. Casi todos experimentaron un mayor control por parte del gobierno y se reorientaron para facilitar sus prioridades. En los Estados Unidos, a fines de los años 30, la Reserva Federal estuvo bajo un estricto control del gobierno y, al principio de la Segunda Guerra Mundial, tuvo que ayudar al Departamento del Tesoro a financiar la guerra a tasas de interés relativamente bajas.¹⁹ Permaneció bajo el control del Departamento del Tesoro hasta 1951 y, aún después de ese año, recibió grandes presiones para apoyar el mercado de deuda del Gobierno de los Estados Unidos que se había acumulado durante la guerra. Además, la ley Humphrey-Hawkins de pleno empleo obligó a la Reserva Federal a adoptar políticas para apoyar un empleo alto al mismo tiempo que controlaba la inflación. La era de las políticas keynesianas estaba a la mano (Epstein y Schor, 1990).

El Gobierno de los Estados Unidos además tenía muchísimas instituciones financieras que apoyaban las metas nacionales, especialmente en cuanto a vivienda (Dymski y otros, 1993). Por ejemplo, los bancos de ahorro y préstamo, junto a otras instituciones financieras apoyadas por el gobierno, apoyaban la vivienda. Durante este período la política de la Reserva Federal fue bastante sensible a las necesidades del mercado de la vivienda y hasta llegó a diseñar su política monetaria para evitar hacerle un daño significativo (Maisel, 1973).

En Europa e Inglaterra los bancos centrales que antes de la guerra habían sido independientes, después de 1945 se encontraron sujetos al control del estado (Capie y otros, 1999, p. 72). Durante la guerra, la política monetaria a menudo era implementada mediante controles directos mientras que las tasas de interés se mantenían bajas y constantes. Los controles directos continuaron durante el período posterior a la guerra con variados métodos de asignación de crédito (Capie y otros, 1999, p. 25.)

Métodos de Asignación de Crédito

Normalmente los controles de crédito se definen como medidas mediante las cuales las autoridades buscan modificar el patrón y el índice del costo y la disponibilidad del crédito con respecto a lo que los mercados generarían por sí mismos (Hodgman, 1972, p. 137). Los controles de crédito buscan influenciar la asignación de crédito y las estructuras de la tasa de interés (ibid). En Europa los controles de crédito han servido varios propósitos: (1) para financiar la deuda del gobierno a tasas de interés más bajas; (2) para reducir el flujo de crédito al sector privado sin aumentar las tasas de interés doméstico; (3) para influenciar la asignación de recursos reales para usos prioritarios; (4) para bloquear canales de intermediación financiera y, por ende, ayudar a una política monetaria restrictiva en general; y (5) fortalecer la aceptación popular de los controles salario-precio manteniendo bajo el ingreso por intereses (Hodgman, ibid.).

¹⁸ El material para esta sección se ha obtenido principalmente de la Cámara de Representantes de los Estados Unidos, (1972), Zysman (1987), Hodgman (1972), y el Senado de los Estados Unidos (1981). Véase también Pollin, 1995 y Grabel, 2000.

¹⁹ Aunque Paul Samuelson, entre otros, afirmó que las tasas de interés a largo plazo debían haber sido aún más bajas.

Las experiencias europeas con respecto a los controles de crédito varían entre un país y otro. En Alemania los controles se utilizaron brevemente luego de la Segunda Guerra Mundial. En los Países Bajos y el Reino Unido se utilizaron ampliamente pero siempre fueron considerados temporales y oportunos a corto plazo. En los Países Bajos, los controles de crédito se utilizaron para apoyar la política macroeconómica y no para la asignación de crédito. En el Reino Unido el objetivo principal de los controles fue el de facilitar la deuda gubernamental a bajo costo. El gobierno estaba preocupado del impacto de las altas tasas de interés en el mercado de bonos, en la distribución del ingreso y en la balanza de pago. Un objetivo un poco más limitado de los techos cuantitativos fue el de garantizar el flujo de crédito a corto plazo a tasas de interés favorables para actividades prioritarias tales como la construcción de barcos, financiar las exportaciones y la inversión productiva manufacturera. Se establecieron límites para el crédito y se establecieron exenciones para los sectores prioritarios (Hodgman, 1972, p. 144). Además, el Banco de Inglaterra identificó sectores para los cuales debía limitarse el crédito, tales como consumo y financiamiento de importaciones. En Inglaterra, tal como en el resto de los países, estos controles de crédito fueron acompañados de controles de cambio y de capitales.

En estos países los métodos de control a menudo fueron considerados de transición y temporales. Por otra parte Francia, Italia y Bélgica fueron otra historia. Allí el principio de controlar los flujos de crédito y las tasas de interés para servir los intereses nacionales fue ampliamente aceptado. Francia tuvo, probablemente, el conjunto de controles más extensivo y exitoso, los cuales formaron parte del enfoque general del gobierno en términos de política industrial. El Banco de Francia fue nacionalizado en 1945 y se ubicó bajo el Consejo de Crédito Nacional, la institución encargada de implementar los aspectos financieros del plan de gobierno (Hodgman, p. 147; Zysman, 1987). En Francia el objetivo general de la política de crédito fue contribuir a la modernización de la economía de ese país y a su capacidad para competir en los mercados internacionales. Para influenciar el volumen y asignación de crédito el Banco de Francia utilizó varios métodos (véase Hodgman, 1972, p. 148 y Zysman, 1987 para obtener descripciones).

Se utilizaron ampliamente los *requerimientos de reservas en base a los activos*. A los bancos se les ha solicitado observar los encajes con tasas más bajas para los activos privilegiados. La segunda técnica – techos para la extensión de créditos – también se utilizaron. Los techos sirvieron para reducir la expansión de los créditos sin aumentar las tasas de interés y también para asignar créditos: los sectores prioritarios fueron exentos de esos techos. Estos incluían créditos de exportación a corto plazo, préstamos a mediano plazo y otros. Estos techos se aplicaban a una gran gama de instituciones financieras y también iban acompañados de controles de capitales y de cambio como un importante concomitante (Hodgman, 1972. pp. 148-149; Zysman, 1987). Una tercera herramienta fue el escrutinio de los créditos individuales de los bancos. Esto permitió al Banco de Francia aprobar préstamos para propósitos privilegiados. Otro enfoque para influir en la asignación de crédito involucró el uso de redescuentos de cuentas para propósitos privilegiados (ibid., p.151).²⁰

²⁰ Un análisis de Lester Thurow y del Comité de la Banca de la Cámara de Representantes de los Estados Unidos a principios de los años 70 identificó tres métodos primordiales para proteger o promover sectores prioritarios: (1) requerimientos de reservas en base a los activos; (2) préstamos de

Zysman (1987) ha hecho énfasis en el rol de estas técnicas de asignación de crédito para ayudar a revivir la economía francesa y para ajustarse a los desafíos estructurales durante la post-guerra. En Francia este rol fue posible debido a la existencia de un sistema financiero cimentado en los bancos, diferente a los sistemas que se basan en el mercado de capitales de Estados Unidos y el Reino Unido que, de acuerdo a Zysman, hacen que esos mecanismos de asignación de crédito sean más difíciles de implementar (véase también Pollin, 1995 y Grabel, 2000). Italia y Bélgica también utilizaron políticas similares. En el caso de Italia, un meta importante fue el ayudar a que el sur del país se desarrollara (Cámara de Representantes de los Estados Unidos, 1972, p.11).

Es bastante extraño que no se haya llevado a cabo un análisis estadístico completo de la efectividad de estos controles en una gama de países industrializados. Los estudios que se han hecho indican que los controles fueron efectivos (ibid; p.145). En términos generales, en el análisis de estas experiencias existe consenso en cuanto a que son más exitosos cuando los controles se aplican a una gran parte del sector financiero de modo de evitar arbitrajes y evasiones cuando van acompañados de controles de capitales y de cambio de modo de evitar fugas de capitales y cuando son parte de un plan coherente de promoción y desarrollo económico (Zysman, 1987; Hodgman, 1972; Senado de los Estados Unidos, 1972; Cámara de Representantes de los Estados Unidos, 1981). Estas mismas lecciones también se pueden aplicar a los países en vías de desarrollo.

El Orden Neo-Liberal

Sin lugar a dudas no todos estos esfuerzos fueron exitosos. Sin embargo, la mayoría de las historias sugieren que algunos, o muchos de ellos, fueron útiles para lograr metas sociales importantes – tales como la reconstrucción de la industria, el apoyo a la vivienda y el financiamiento de la gran deuda gubernamental adquirida durante la guerra – y, al mismo tiempo, evitaron desplazamientos masivos de la riqueza hacia los rentistas. Aún así, en los años 90 muchos, si no la mayoría, de estos programas se habían eliminado. El aumento de la inflación, la eliminación de los controles de cambio y de capitales y el quiebre del sistema Bretton Woods contribuyeron a los dramáticos cambios que se produjeron en los mercados financieros y en las políticas. Aún así, en vez de considerar esta evolución hacia la liberalización de los mercados financieros y de las políticas de las bancas centrales como un cambio coyuntural, los economistas y los diseñadores de políticas han identificado la actual confluencia de políticas y estructuras como “modernas” en cierta forma, e inclusive óptimas y, por ende, dignas de ser emuladas en todo el planeta.

los mercados de capital al gobierno para, a su vez, prestarlo a sectores prioritarios; y (3) competencia de las instituciones financieras del gobierno por los flujos de ahorro primario y préstamo de los flujos captados a sectores preferenciales (por ejemplo mediante el sistema de ahorro postal del gobierno). En el caso de Suecia, los requerimientos de reservas en base a los activos se utilizaron para ayudar al mercado de la vivienda (ibid). En Japón las instituciones gubernamentales de ahorro fueron utilizadas para captar flujos de ahorro personal y estos se canalizaban por medio del ministerio de finanzas (del cual es parte el Banco de Japón) a industrias que se consideraba mantenían el crecimiento económico en mayor medida (ibid, p.13).

VI. Conclusión

En este estudio se ha argumentado que la actual ortodoxia de la banca central – es decir que la máxima prioridad de los bancos centrales es mantener la inflación en un dígito bajo – en general no es ni óptima ni deseable. Esta ortodoxia se basa en varias premisas falsas: primero, que los costos de las tasas moderadas de inflación son altos; segundo, que en un ambiente de baja inflación las economías, de forma natural, se desempeñarán mejor y, en particular, generarán altos niveles de crecimiento económico y de empleo; y tercero, que no existen alternativas viables a esta política monetaria “enfocada en la inflación”. De hecho, una tasa de inflación moderada tiene costos muy bajos, o ninguno; los países en donde el banco central ha adoptado un régimen de meta de inflación formal o informal no se han desempeñado mejor en términos de crecimiento económico o de generación de empleo y, es más, el impacto de estos regímenes en la inflación misma es objetable. De hecho sí existen alternativas a la meta de inflación que son viables tanto históricamente como en la actualidad y que pueden funcionar en el futuro. En el pasado, los países de lo que es hoy el mundo desarrollado y aquellos en vías de desarrollo tuvieron bancos centrales con múltiples metas y herramientas y persiguieron metas amplias de desarrollo y estabilización. Actualmente, economías muy exitosas como las de Argentina, China e India tienen bancos centrales que están utilizando una amplia gama de instrumentos para manejar sus economías con propósitos de desarrollo. Asimismo, mirando hacia el futuro, el proyecto PERI/Bilkent sobre alternativas a la meta de inflación y el trabajo de PERI para el PNUD en Sudáfrica ha desarrollado una amplia gama de enfoques hacia “metas reales” para la banca central. Pensamos que esos enfoques son alternativas a la meta de inflación viables y que, de hecho, funcionan mejor que la meta de inflación en términos de equilibrar las funciones de desarrollo y estabilización de esas instituciones.

También se ha argumentado en este estudio que una política monetaria enfocada en la inflación tiene un impacto perverso en los bancos centrales y, de hecho, en todo el aparato de las políticas macroeconómicas. Esto crea en los bancos centrales enfocados en la inflación una *cultura* estrecha y una obsesión con la inflación. Se gastan cientos de miles, e incluso millones de dólares en estudiar cada aspecto de la inflación pero muy pocos carices del desempleo; miles de horas hombre de economistas muy escasos y experimentados se gastan en revisar minuciosamente complejos modelos diseñados para mostrar cómo se puede bajar la inflación de 8% a 4% pero no dicen cómo crear ni un solo trabajo bien pagado; y, si otros funcionarios gubernamentales o de la sociedad civil le piden al banco central que haga algo en cuanto a la creación de empleo, los bancos centrales están en condiciones de responder que “ese no es su trabajo”.

En resumen, lo que es más elocuente, es que el costo de los regímenes monetarios enfocados en la inflación consiste en que desvían la atención de los economistas y diseñadores de políticas más capacitados y experimentados que existen en los países en desarrollo de las labores que las anteriores generaciones de banqueros centrales daban por sentado que eran sus tareas más importantes. Es decir, ayudar a que sus países se desarrollen, crear empleos y fomentar un crecimiento económico socialmente productivo. Es tiempo ya de regresar a la generación anterior de la banca central en que se consideraba que esas instituciones eran agentes del desarrollo económico e, incluso, agentes para la creación de empleo. Sin embargo, es muy importante tener en mente la siguiente lección de la modernidad: los bancos centrales

deben equilibrar sus metas de desarrollo con su crucial labor de estabilización macroeconómica. De otra forma se perderá tanto la estabilización y el desarrollo.

Bibliografía

- Almeida, A. y Goodhart, Chs.A.E. 1998. *Does the adoption of inflation targets affect central bank behaviour?* Banca Nazionale del Lavoro, Informe Trimestral 51, no. 204.
- Amsden, A. 2001. *The Rise of the Rest: Challenges to the West from late-Industrializing Economies*. Oxford: Oxford University Press.
- Baker, D. 2000. *NAIRU: Dangerous Dogma at the Fed, Financial Markets and Society*, Financial Markets Center, www.fmcenter.org, Diciembre.
- Ball, L. 1999. *Aggregate Demand and Long-Term Unemployment*, Documento de Brookings sobre la Actividad Económica, 2, 1999, pp. 189-253.
- y Sheridan, N. (2003) *Does Inflation Targeting Matter?* Documento de Trabajo del FMI no. 03/129.
- y Mankiw, N.G. 2002. *The NAIRU in Theory and Practice*, NBER, Documento de Trabajo no. 8940.
- Barbosa-Filho, N.H. 2005. *Inflation Targeting and Monetary Policy In Brazil*, presentado en la Conferencia “Alternatives to Inflation Targeting Monetary Policy for Stable and Egalitarian Growth in Developing Countries”, Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CEDES), Buenos Aires, Mayo 13-14.
- Berg, J., Ernst, Chr. y Auer, P. 2006. *Meeting the Employment Challenge: Argentina, Brazil and Mexico in the Global Economy*. Boulder, Colorado: Lynne Rienner Publishers.
- Bernanke, B.S., Laubach, Th., Posen, A.S. y Mishkin, F.S. 1999. *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Blinder, A.S. 1998. *Central Banking in Theory and Practice*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Bloomfield, A.I. 1957. *Some Problems of Central Banking in Underdeveloped Countries*, The Journal of Finance, Vol. 12, no. 2. Mayo, pp. 190-204.
- Braunstein, E. y Heintz, J. 2006. *Gender Bias and Central Bank Policy: Employment and Inflation Reduction*, Documento de Trabajo de PERI, www.peri.umass.edu
- Brimmer, A.F. 1971. *Central banking and Economic Development: The Record of Innovation*, Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 3., no. 4, Noviembre.
- Bruno, M. 1995. *Does Inflation Really Lower Growth?* Finance and Development, Septiembre, pp. 35-38.
- y Easterly, W. 1998. *Inflation Crises and Long-Run Growth*, Journal of Monetary Economics, 41, pp. 3-26.
- Burdekin, R.C.K., Denzau, A.T. y otros. 2004. *When Does Inflation Hurt Economic Growth? Different Nonlinearities for Different Economies*, Journal of Macroeconomics, 26, pp. 519-532.
- Cámara de Representantes del Congreso de los Estados Unidos, 92º Congreso, 2ª Sesión. 1972. *Foreign Experiences with Monetary Policies to Promote Economic and Social Priority Programs*.

- Capie, F. 1999. *Banking in Europe in the 19th Century: the role of the central bank*, en Sylla, y otros: *The State, the Financial System and Economic Modernization*..
- Chang, Ha-Joon. 2002. *Kicking Away the Ladder*. Londres: Anthem Press.
- Clifton, E.V., Hyginus, L. y Chorng-Huey Wong. 2001. *Inflation Targeting and the Unemployment-Inflation Trade-Off*, Documento de Trabajo del FMI WP/01/166. Washington: FMI
- Congreso de los Estados Unidos, Comité Económico Conjunto. 1981. *Monetary Policy, Selective Credit Policy and Industrial Policy in France, Britain, West Germany and Sweden*. Washington: Oficina de Imprenta del Gobierno.
- Corbo, V., Landerretche, O. y Schmidt-Hebbel, K. 2001. *Does Inflation Targeting Make a Difference?* Documento de Trabajo del Banco Central de Chile, no. 106. <http://www.bcentral.cl/Estudios/DTBC/doctrab.htm>
- Debelle, G. 1996. *The end of three small inflations: Australia, New Zealand, and Canada*, *Canadian Public Policy* 22, pp. 56-78.
- Dymski, G., Epstein, G. y Pollin, R. 1993. *Transforming the U.S. Financial System: Equity and Efficiency for the 21st Century*. Armonk, NY: M.E. Sharpe.
- Eichengreen, B. 2002. *Can Emerging Markets Float? Should they Inflation Target?* mimeo, Febrero.
- Eisner, R. 1997. *A New View of the NAIRU*, en P. Davidson y J. Kregel, eds.: *Improving The Global Economy: Keynesianism and the Growth in Output and Employment*. Brookfield, VT: Edward Elgar Publishers.
- Epstein, G. 2007. *Central Banks as Agents of Employment Creation*, estudio presentado en la Conferencia sobre Empleo y Trabajo Decente de UN-DAES, Nueva York: NU.
- , 2006. "Central Banks as Agents of Economic Development", Documento de Trabajo de WIDER, no. 2006-54. www.wider.unu.edu/publications/rps/rps2006/rp2006-54.pdf
- , 2005. *Employment Targeted Monetary Policy for South Africa*, www.peri.umass.edu
- , 2000. *Myth, Mendacity and Mischief in the Theory and Practice of Central Banking*, Documento de Trabajo de PERI, www.peri.umass.edu
- , Grabel, I. y Jomo, K.S. 2005. *Capital Management Techniques in Developing Countries: An Assessment of Experiences from the 1990's and Lessons for the Future*, en G. Epstein, ed.: *Capital Flight and Capital Controls in Developing Countries*. Northampton: Edward Elgar Press, 2005.
- y Heintz, J. 2006. *Monetary Policy and Financial Sector Reform for Employment Creation and Poverty Reduction in Ghana*, PNUD, Centro Internacional de la Pobreza, Estudio de País # 2. Junio. <http://www.undp.org/povertycentre/ipcpublications.htm>
- y Schor, J. 1990. *Macropolicy in the Rise and Fall of the Golden Age*, en S. Marglin y J. Schor, eds.: *The Golden Age of Capitalism: Reinterpreting the Postwar Experience*, Nueva York: Oxford University Press.

- y Yeldan, E. (eds.) Próximamente. *Alternatives to Inflation Targeting for Stable and Egalitarian Growth*, International Review of Applied Economics, Special Issue.
- Frenkel, R. 2004. *Real Exchange Rate and Employment in Argentina, Brazil, Chile and Mexico*, estudio preparado para el Grupo de los 24, Septiembre, Washington, DC.
- y Rapetti, M. 2006. *Monetary and Exchange Rate Policies in Argentina after the Convertibility Regime Collapse*, Documento de Trabajo de PERI, www.peri.umass.edu
- y Ros. J. 2006. *Unemployment and the Real Exchange Rate in Latin America*, World Development. Vol. 34, no. 4, pp. 631-646.
- y Taylor, L. 2005. *Real Exchange Rate, Monetary Policy, and Employment: Economic Development in A Garden of Forking Paths*, Documento de Trabajo no. 19, Departamento de Asuntos Económicos y Sociales (DAES), Naciones Unidas, Nueva York, Febrero, 2006.
- Frey, M.J. 1995. *Money, Interest and Banking In Economic Development*. Baltimore: The Johns Hopkins University Press, 2ª Edición.
- Galindo, L.M. y Ros J. 2006. *Inflation Targeting Mexico: An Empirical Appraisal*, presentado en la Conferencia *Alternatives to Inflation Targeting Monetary Policy for Stable and Egalitarian Growth in Developing Countries*, Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CEDES), Buenos Aires, Mayo 13-14, 2005.
- Ghosh, A. y Phillips, S. 1998. *Warning: Inflation May Be Harmful to Your Growth*, Documentos del Personal del FMI, 1998, 45 (4), 672-686.
- Grabel, I. 2000. *Savings, Investment and Functional Efficiency: A Comparative Examination of National Financial Complexes*, en R. Pollin, ed.: *The Macroeconomics of Saving, Finance and Investment*, Ann Arbor: University of Michigan Press, pp. 251-298.
- Hall, R.E. 2005. *Separating the Business Cycle from Other Economic Fluctuations*, Documento de Trabajo de NBER, no. 11651, Septiembre. www.nber.org
- Heintz, J. 2006a. *Growth, Employment and Poverty Reduction*, Documento de Discusión de DFID, disponible en: www.umass.edu/peri
- 2006b. *Globalization, economic policy and employment: Poverty and Gender Implications*. Departamento de Estrategias de Empleo, Ginebra: OIT.
- Hodgman, D.R. 1973. *Credit Controls in Western Europe: An Evaluative Review*, en el Banco de la Reserva Federal de Boston, *Credit Allocation Techniques and Monetary Policy*, Boston: Banco de la Reserva Federal, pp. 137-161.
- Oficina Internacional del Trabajo (OIT), 2007. *Global Employment Trends 2007*, Ginebra.
- 2004a. *Global Employment Trends 2004*, Ginebra.
- 2004b. *Global Employment Trends for Women 2004*, Ginebra.
- Fondo Monetario Internacional (FMI). 2005a. *Monetary and Fiscal Policy Design Issues in Low-Income Countries*, Policy Development and Review Department y The Fiscal Affairs Department. Washington, D.C., Agosto 8.

- . 2005b. *World Economic Outlook*. Washington, DC.
- . 2006. *Inflation Targeting and the IMF*, (por Batini, N., Breuer, P., Kochhar, K. y Roger, S.), www.imf.org
- Jha, R. 2006. *Inflation Targeting in India: Issues and Prospects*, Documento de Trabajo de PERI, www.peri.umass.edu
- Jayadev, A. 2006a. *Differing preferences between anti-inflation and anti-unemployment policy among the rich and the poor*, Economics Letters, no. 91. pp. 67–71.
- . 2006b. *The Class Content of Preferences towards Anti-Inflation and Anti-Unemployment Policies*, Documento de Trabajo de PERI, www.peri.umass.edu
- Kahn, M.S. y Senhadji, A.S. 2001. *Threshold Effects in the Relationship between Inflation and Growth*, Documentos para el Personal del FMI, 2001, 48 (1), pp. 1-21.
- Kapsos, S. 2004. *Estimating growth requirements for reducing working poverty: Can the world halve working poverty by 2015?* Documento de Estrategias de Empleo, no. 2004/14, Ginebra: OIT.
- Laubach, T. y Posen, A.S. 1997. *Some comparative evidence on the effectiveness of inflation targeting*, Documento de Trabajo del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, 97, no. 14.
- Lim, J. 2006. *Philippine Monetary Policy: A Critical Assessment and Search for Alternatives Joseph Lim*, Documento de Trabajo de PERI, www.peri.umass.edu
- Maisel, Sh. 1973. *Managing the Dollar*. Nueva York: Norton.
- Maxfield, S.1997. *Gatekeepers of Growth; The International Political Economy of Central Banking in Developing Countries*. Princeton: Princeton University Press.
- Michl, T. 2007. *Tinbergen Rules*, Eastern Economic Journal.
- Mishkin, F.S. 1999. *International experiences with different monetary policy regimes*. Documento de Trabajo de NBER 6965.
- Nembhard, J.Gordon. 1996. *Capital Control, Financial Regulation, and Industrial Policy in South Korea and Brazil*. Westport, Ct: Praeger Publishers.
- Ocampo, J.A. 2002. *Capital-Account and Counter-Cyclical Prudential Regulations in Developing Countries*. Documento de Discusión de WIDER, Agosto.
- Packard, Tu Anh. 2005. *Monetary Policy in Vietnam: Alternatives to Inflation Targeting*, presentado en la Conferencia “Alternatives to Inflation Targeting Monetary Policy for Stable and Egalitarian Growth in Developing Countries”, Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CEDES), Buenos Aires, Mayo 13-14.
- Palley, Th.I. 2000. *Stabilizing Finance: The Case for Asset-Based Reserve Requirement*, Financial Markets and Society, Agosto.
- . 2003. *Asset Price Bubbles and the Case for Asset-Based Reserve Requirements*, Challenge Magazine, Mayo-Junio.
- Pollin, R.N. 1993. *Public Credit Allocation Through the Federal Reserve: Why it is needed; How it should be done*, en G. Dymski, G. Epstein y R. Pollin, eds.: *Transforming the U.S. Financial System*.

- , 1995. "Financial Structures and Egalitarian Economic Policy", en *New Left Review*, 214, pp. 26-61.
- , 1998. *Can Domestic Expansionary Policy Succeed in a Globally Integrated Environment? An Examination of Alternatives*. En D. Baker, G. Epstein y R.N. Pollin, eds. *Globalization and Progressive Economic Policy*. Cambridge: Cambridge University Press
- , 2005. *Contours of Descent*. Londres: Verso Press.
- , Epstein, G., Heintz, J. y Ndikumana, L. 2006. *An Employment-Targeted Economic Program for South Africa*, Estudio Auspiciado por el Programa de Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD) y Political Economy Research Institute (PERI). www.peri.umass
- y Andong Zhu. 2006. *Inflation and Economic Growth: A Cross-Country Nonlinear Analysis*, *Journal of Post Keynesian Economics*. Summer. Vol. 28, no. 4.
- Posen, A.S. 1995. *Central bank independence and disinflationary credibility: A missing link?* Informe del Personal Banco de la Reserva Federal de Nueva York, 1.
- Roger, S. y Stone, M. 2005. *On Target? The International Experience with Achieving Inflation Targets*, Washington, D.C.: FMI, Documento de Trabajo, WP/05/163.
- Saad-Filho, A. 2004. *Pro-Poor Monetary and Anti-Inflation Policies: Developing Alternatives to the New Monetary Policy Consensus*, mimeo, SOAS.
- Stone, M.R. *Inflation Targeting Lite*, Washington, D.C.: FMI, WP/03/12.
- Sylla, R., Tilly, R. y Tortella, G. 1999. *The State, the Financial System and Economic Modernization*. Cambridge, UK; Cambridge University Press.
- Tobin, J. 1980. *Stabilization Policy Ten Years Alter*. Brookings Papers on Economic Activity, 1. pp. 19-71.
- Voyvoda, E. y Yeldan, E. 2006. "Macroeconomics of Twin-Targeting in Turkey: A General Equilibrium Analysis", www.peri.umass.edu
- Zysman, J. 1983. *Governments, Markets and Growth*. Ithaca: Cornell University Press.